



**CENTRO
DEL SUR**

Documento
de
investigación
Febrero de 2018

84

**ANÁLISIS DEL SISTEMA FINANCIERO
INTERNACIONAL
DESDE UNA PERSPECTIVA DEL SUR**

Andrew Cornford



**CENTRO
DEL SUR**

DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN

84

**ANÁLISIS DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL
DESDE UNA PERSPECTIVA DEL SUR**

Andrew Cornford¹

CENTRO DEL SUR

FEBRERO DE 2018

¹ Andrew Cornford, Observatoire de la Finance, Ginebra, diciembre de 2017.

CENTRO DEL SUR

En agosto de 1995 se estableció el Centro del Sur como una organización intergubernamental permanente de países en desarrollo. El Centro del Sur goza de plena independencia intelectual en la consecución de sus objetivos de fomentar la solidaridad y la cooperación entre los países del Sur y de lograr una participación coordinada de los países en desarrollo en los foros internacionales. El Centro del Sur elabora, publica y distribuye información, análisis estratégicos y recomendaciones sobre asuntos económicos, políticos y sociales que interesan al Sur.

El Centro del Sur cuenta con el apoyo y la cooperación de los Gobiernos de los países del Sur, colabora frecuentemente con el Grupo de los 77 y China, y el Movimiento de los Países No Alineados (MNOAL). En la elaboración de sus estudios y publicaciones, el Centro del Sur se beneficia de las capacidades técnicas e intelectuales que existen en los gobiernos e instituciones del Sur y entre los individuos de esta región. Se estudian los problemas comunes que el Sur debe afrontar, y se comparten experiencia y conocimientos a través de reuniones de grupos de trabajo y consultas, que incluyen expertos de diferentes regiones del Sur y a veces del Norte.

ADVERTENCIA

Se autoriza la citación o reproducción del contenido del presente documento para uso personal siempre que se indique claramente la fuente. Se agradecerá el envío al Centro del Sur de una copia de la publicación en la que aparece dicha citación o reproducción.

Las opiniones expresadas en este documento son las opiniones personales del autor y no necesariamente representan las opiniones del Centro del Sur o de sus Estados miembros. Cualquier error u omisión en este documento es de la exclusiva responsabilidad del autor.

Serán bienvenidas las observaciones sobre cualquier aspecto de este documento. Para ponerse en contacto con el Centro del Sur:

Centro del Sur
Ch. du Champ d'Anier 17
POB 228, 1211 Ginebra 19
Suiza
Tel. (41) 022 791 80 50
Fax (41) 022 798 85 31
south@southcentre.int
www.southcentre.int

INDICE

La crisis financiera mundial y las medidas de respuesta en las economías avanzadas	10
Los auges de financiación externa y la estructura de los pasivos de las EED.....	10
Evolución del riesgo financiero	11
Principales conclusiones de Playing with Fire relativas a los cambios en la estructura de la financiación externa	12
Fallos en las políticas actuales de respuesta	13
Normas y procedimientos vigentes para la gestión del riesgo de tipo de cambio	16
Exposición indirecta a los riesgos cambiario y de crédito.....	20
Sugerencias de Playing with Fire para el control del riesgo de tipo de cambio.....	20
Conclusiones.....	22

ANÁLISIS DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL DESDE UNA PERSPECTIVA DEL SUR

Playing with Fire es la continuación del análisis sobre la integración de las economías emergentes y en desarrollo (EED) en el sistema financiero internacional que ha llevado a cabo Yılmaz Akyüz como economista principal responsable durante muchos años del Informe sobre el Comercio y el Desarrollo de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y como economista jefe del Centro del Sur². El estudio aborda las corrientes financieras transfronterizas, la mayor presencia comercial de instituciones financieras extranjeras en las EED y el aumento de la participación de estas instituciones en sus mercados financieros locales, así como cuestiones de política y reglamentación. En *Playing with Fire* se emplean datos sobre importantes corrientes financieras transfronterizas en términos tanto brutos como netos. Este enfoque innovador facilita la detección de los problemas relacionados con la estabilidad financiera que plantea la creciente participación de las EED en los mercados financieros internacionales.

Las reflexiones que aquí se exponen no abarcan todos los temas que cubre el extenso análisis de *Playing with Fire*. Se centran en el examen del contexto general de la integración financiera de las EED, el avance de esta integración, la exposición continua a la inestabilidad financiera y en las conclusiones de *Playing with Fire* en materia de políticas y reglamentación.

Estas conclusiones sobre las políticas guardan relación con el análisis de los cambios en la financiación vinculados a la liberalización y a la progresiva apertura de los mercados financieros de las EED a los no residentes. En este análisis resulta especialmente importante la continua exposición a los riesgos de tipo de cambio y de crédito. La distribución cambiante de las partes expuestas a los riesgos y de los instrumentos que los originan ha provocado cambios en dichos riesgos.

También se analiza brevemente el programa reglamentario vigente para los bancos. Pese a los cambios en el carácter y en la incidencia de los riesgos de tipo de cambio y de crédito la reglamentación prudencial de la exposición de los bancos al riesgo de tipo de cambio sigue siendo una parte importante del contexto y podría decirse que merece mayor atención de la que es objeto en *Playing with Fire*.

La primera parte de este documento se centra en la manera en que *Playing with Fire* aborda el proceso de liberalización financiera, los problemas que esta ha provocado y los fallos de las medidas de respuesta y del programa de reformas. La segunda parte del documento presenta un análisis más detallado de los aspectos de la reglamentación prudencial en las medidas de respuesta centrado especialmente en gestión de los riesgos de tipo de cambio. Este documento respalda la conclusión de *Playing with Fire* de que, si bien las reformas reglamentarias propuestas robustecerán el sistema financiero, su función en el control de la inestabilidad financiera es limitada. Ahora bien, el examen más detallado que presenta este documento pone de relieve características importantes de los riesgos de tipo de

² Yılmaz Akyüz, *Playing with Fire Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*, Oxford, Oxford University Press, 2017, ISBN 978-0-19-879717-3.

cambio y la persistencia de fallas en las normas reglamentarias, tanto vigentes como propuestas, para la exposición de los bancos a estos riesgos.

La crisis financiera mundial y las medidas de respuesta en las economías avanzadas

Inevitablemente, la crisis financiera mundial y las medidas de respuesta equivocadas en las economías avanzadas son una parte importante del contexto del análisis expuesto en *Playing with Fire*. Tras un breve período en el que se recurrió a políticas macroeconómicas expansivas centradas en el apoyo de la demanda agregada y el empleo, los Gobiernos se mostraron renuentes a tomar por los cuernos el problema del enorme sobreendeudamiento causado por el apalancamiento excesivo en los balances tanto de los bancos como de otras entidades, acumulado durante el auge que precedió a la crisis financiera mundial. Los Gobiernos prefirieron recurrir a medidas de rescate para los acreedores y de austeridad para los deudores. Los Gobiernos, negándose a hacer uso del potencial expansionario de la política presupuestaria, recurrieron a políticas monetarias no convencionales de gestión macroeconómica y a la financiación oficial en condiciones onerosas para evitar el impago de los deudores. Esta orientación de la política económica no solo no logró dar el impulso necesario al crecimiento sino que aumentó las desigualdades al provocar un aumento del valor de los activos financieros en manos principalmente de una minoría de ricos y poco ayudó a reducir la fragilidad financiera. Además, aunque las EED gozaban de situaciones fiscales más sólidas que durante crisis anteriores desde los años ochenta, seguían siendo vulnerables a los cambios en las políticas macroeconómicas de las economías avanzadas.

Los auges de financiación externa y la estructura de los pasivos de las EED

El auge de la financiación externa en las EED en el nuevo milenio fue el tercero desde los años setenta. El primero comenzó en los años setenta y finalizó en 1982 con una crisis de deuda en América Latina. El segundo, comenzó a principios de los años noventa y terminó con crisis en Asia Oriental, el Brasil, la Federación de Rusia, Turquía y la Argentina. El auge del nuevo milenio fue interrumpido brevemente por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (lo que suele considerarse como el comienzo de la crisis financiera mundial propiamente dicha) y luego continuó hasta llegar a un final claramente definido en 2013, año en que termina el estudio sistemático de los hechos en *Playing with Fire*. El primero de estos auges estaba relacionado con un mayor aumento en los préstamos bancarios transfronterizos. La distribución de las diferentes categorías de los pasivos externos de los deudores fue algo más diversa durante el segundo auge. La principal característica de esta fase fue una tendencia generalizada hacia la liberalización financiera y la apertura de las cuentas de capital que entonces no estuvo acompañada por el correspondiente endurecimiento de la reglamentación financiera.

El auge más reciente se ha relacionado con una integración mucho más profunda de las principales EED en el sistema financiero mundial. Esta integración se ha manifestado de diversas formas: en un aumento de la proporción de la inversión directa y de cartera en los

pasivos externos; la preponderancia cada vez mayor de la emisión de bonos frente a los préstamos de bancos internacionales en los empréstitos tanto del sector público como del sector privado; el cambio en los préstamos de los bancos internacionales que de los préstamos transfronterizos pasaron a los préstamos locales, estos últimos casi siempre en moneda local; la aceleración del endeudamiento externo del sector privado en las EED, gran parte del cual sigue siendo en monedas extranjeras; y un aumento de la tenencia por parte de no residentes de deuda soberana emitida en los mercados financieros locales y denominada en moneda local.

Estos cambios han estado acompañados de alteraciones correspondientes en la composición de diferentes categorías de pasivos en los balances nacionales y de aumentos en las proporciones de estos pasivos que están en manos de no residentes. La opacidad en torno a la identidad de los verdaderos titulares de estos pasivos y la vaguedad de las distinciones entre los diferentes instrumentos financieros hacen más complicado el control de los mercados monetarios y la gestión de la deuda externa. Se considera que la identidad de los titulares puede incidir en la volatilidad de las tenencias y que la vaguedad de las distinciones entre los instrumentos financieros dificulta la supervisión de la liquidez y las denominaciones monetarias en el sector financiero. La falta de transparencia tiene implicaciones sobre la reglamentación de los mercados monetarios y de la exposición al riesgo de tipo de cambio. También maximiza los problemas para la gestión de riesgos en el ámbito empresarial, en particular, en el bancario.

Evolución del riesgo financiero

Los nuevos pasivos financieros externos del primer auge de los préstamos provinieron principalmente de la financiación bancaria transfronteriza. Esta financiación consistió principalmente en préstamos a mediano plazo en euromoneda, una innovación relativamente reciente que permitió transformar los pasivos a corto plazo de los bancos en préstamos a más largo plazo mediante ajustes en la tasa de interés de estos últimos.

Varios cambios en las modalidades de financiación, muchos de ellos relacionados con la aplicación generalizada de soluciones innovadoras, precedieron a la crisis que tuvo lugar después del segundo auge de los préstamos. Por ejemplo, el mayor recurso a la titulización de los activos de los bancos fue dando lugar a la difuminación de la distinción entre los préstamos bancarios y la financiación mediante los mercados de capital. Además, las partidas que no figuran en el balance, como derivados de las tasas de interés y de divisas y acuerdos a futuro sobre tasas de interés, así como otros pasivos contingentes, comenzaron a ganar importancia en las operaciones bancarias. Las partidas que no figuran en el balance se asociaron con una menor transparencia en los informes financieros de los bancos tanto para los supervisores como para los inversores, lo que dificultaba para ambos la detección de los riesgos financieros de las operaciones bancarias. Algunos de los cambios transfronterizos en la financiación y la fijación de precios de algunos instrumentos financieros durante la crisis tras el segundo auge de los préstamos no fueron anticipados ni comprendidos adecuadamente. Durante este mismo período la atención de las autoridades de reglamentación comenzó a centrarse principalmente en los riesgos macroprudenciales, es decir, los riesgos debidos a los colapsos financieros correlacionados y a la insolvencia de instituciones de importancia

económica sistémica, capaces ambos de comprometer los mecanismos de pagos y otros aspectos del sistema financiero en general.

Para el inicio del nuevo milenio la integración financiera transfronteriza se había generalizado y estaba profundamente arraigada. Esto reflejaba las presiones de los propios mercados financieros en los que los prestamistas y los inversores solían preferir una mayor apertura y libertad para sus operaciones. A ello también contribuyó la gran influencia intelectual y reglamentaria de los responsables de la formulación de políticas y analistas respecto de las virtudes de los mercados financieros liberalizados para vehicular la asignación de recursos y la gestión macrofinanciera. En unas cuantas EED también influyeron las condiciones impuestas a los programas de préstamos de instituciones financieras multilaterales.

Principales conclusiones de *Playing with Fire* relativas a los cambios en la estructura de la financiación externa

Las dificultades que plantean los nuevos niveles de integración financiera en materia de políticas radican no solo en la gran magnitud de la financiación internacional, sino también en los instrumentos y actores involucrados. Estos elementos son indisociables. El énfasis de *Playing with Fire* en los activos y pasivos brutos frente a los netos permite analizar de manera más completa los factores responsables de las fluctuaciones de las corrientes financieras y los volúmenes de deuda. Este enfoque facilita la desagregación de los activos y los pasivos por diferentes características de liquidez y de vencimiento y por los diferentes actores económicos que contribuyen a los resultados financieros observados. En cambio, el enfoque más tradicional en las corrientes financieras netas hacia las EED oculta características importantes para comprender fenómenos recientes como los continuos aumentos de los pasivos tanto brutos como netos. Este enfoque también es la causa de que no se preste suficiente atención a los efectos de los aumentos en la presencia de actores económicos extranjeros en los mercados locales de deuda y de acciones en las DEE y de inversores extranjeros directos en los mercados de bienes y servicios. *Playing with Fire* aduce de manera convincente que estos solo pueden detectarse adecuadamente mediante un análisis desglosado.

La manera como se expone el estudio de las corrientes financieras a las EED en *Playing with Fire* pone de relieve varias características importantes de su creciente integración en la financiación transfronteriza. Debido al aumento de la participación de actores extranjeros los mercados de bonos y de acciones locales están hoy más internacionalizados en términos de tenencia por parte de actores extranjeros de lo que lo están estos mercados en algunas economías avanzadas. La distribución de los pasivos externos demuestra varios cambios. La proporción de títulos de deuda ha aumentado frente a la de los préstamos de los bancos; los pasivos del sector privado han aumentado más rápidamente que los del sector público y los pasivos soberanos externos en moneda local han aumentado en relación con los pasivos denominados en monedas de reserva. En cuanto a los activos, las reservas oficiales de las EED han aumentado no solo en términos absolutos sino también en relación con activos

externos privados debido no solo a los superávits en cuenta corriente, sino también a las entradas de capital. El aumento de las reservas demuestra una tendencia a protegerse contra el comportamiento procíclico de los mercados financieros internacionales al que las DEE se encuentran ahora más expuestas.

La difuminación de las distinciones entre la deuda interna y externa que las nuevas modalidades de financiación han traído consigo ha complicado el análisis de la vulnerabilidad financiera de los países a los cambios en las condiciones externas y puede afectar también la exactitud de las estadísticas sobre la deuda. La falta de claridad sobre la identidad de los tenedores complica la diferenciación en cuanto a la legislación aplicable³. En consecuencia, paradójicamente, la deuda de los Gobiernos con sus propios ciudadanos puede formar parte de la deuda externa denominada en moneda extranjera y la deuda contraída con extranjeros puede estar sujeta a la jurisdicción nacional y denominada en moneda extranjera.

Estas características de la integración financiera tienen implicaciones para la estabilidad financiera. La mayor dependencia de los mercados internos de bonos de las EED de los inversores extranjeros y de los inversores nacionales que toman posiciones en los mercados internacionales puede traer consigo una considerable pérdida de control sobre las tasas de interés internas. La internacionalización de los mercados de bonos de las EED puede dar lugar a interacciones desestabilizadoras entre los mercados de bonos y de divisas de un país. Una interrupción de las entradas de capital que provoque la depreciación de la moneda puede ocasionar la fuga de capitales de los mercados locales de bonos y ejercer presión a la baja sobre los precios de los bonos, lo que a su vez presiona al alza las tasas de interés. La fuga de capitales y la depreciación de la moneda pueden dispararse a medida que las empresas deudoras sin cobertura comienzan a comprar dólares para cubrir sus obligaciones. Desde el comienzo de la crisis financiera mundial ha habido episodios de disminuciones simultáneas tanto de los bonos como de las monedas en respuesta a las tensiones en los mercados financieros internacionales. También se han visto interacciones similares entre los precios en los mercados de acciones en las EED y los niveles de sus monedas. La inversión extranjera directa (IED) también puede ser procíclica.

Fallos en las políticas actuales de respuesta

Las medidas ortodoxas de respuesta a los riesgos para la estabilidad financiera que ocasionan los cambios en la estructura de la financiación externa se han centrado en una serie de políticas cuyas limitaciones se señalan en *Playing with Fire*.

1. Adopción de tipos de cambio flexibles para mitigar las perturbaciones relacionadas con las corrientes de capital. Aunque pueden ayudar cuando se trata de fluctuaciones leves en los tipos de cambio, son menos eficaces para hacer frente a aumentos

³ Las observaciones relativas a las estimaciones de los créditos en moneda extranjera de una publicación reciente del Banco de Pagos Internacionales (PBI) ilustran la clase de problemas a los que pueden dar lugar las diferencias en el cubrimiento de las estadísticas financieras transfronterizas. Las estimaciones actuales de los créditos en moneda extranjera hacen referencia a los préstamos recibidos por los residentes de un país y no por sus ciudadanos. Por consiguiente, la deuda en moneda extranjera en que incurren las empresas filiales en el exterior no se reasignan en las estimaciones del crédito en moneda extranjera al país en el que tiene su sede la empresa matriz. Por lo tanto, se podrían subestimar los créditos en moneda extranjera en las EED en donde se usan cada vez con mayor frecuencia las filiales en el extranjero para emitir títulos de deuda y luego se repatrian los fondos a su país de origen (BIS: 28-30).

sostenidos que, en el caso de las apreciaciones monetarias resultantes, pueden debilitar las industrias y las exportaciones y en el caso de las depreciaciones, provocar la contracción económica y el colapso del sistema financiero.

2. Acumulación importante de reservas de divisas. Generalmente estas reservas tienen un costo debido a los bajos rendimientos y a la predisposición de la parte de las reservas obtenidas por préstamo a ser retirada y a formar parte de las otras salidas de capital.

3. Controles temporales de capital. Los círculos ortodoxos de política aprueban ahora estos controles. Sin embargo, las versiones autorizadas de los controles deben ser favorables al mercado y ser consideradas únicamente como último recurso. Esta postura no reconoce el papel de estos controles en la prevención de posiciones financieras potencialmente frágiles e inestables y en la protección de las políticas de desarrollo vigentes. De acuerdo con la nueva ortodoxia, los controles de capital deben ser solo una excepción temporal en la tendencia a la liberalización financiera transfronteriza.

4. Reglamentación prudencial más estricta para las instituciones financieras a fin de protegerse de los efectos desestabilizadores que pueden tener las corrientes de capital sobre los mercados financieros nacionales. Desde el inicio de la crisis financiera mundial esta ha sido una parte importante de la agenda de políticas que incluye cargos de capital más elevados y más estrictos, mejores provisiones para pérdidas por préstamos, normas ampliadas para la gestión de la liquidez y normas de mayor alcance para el control del riesgo y la gobernanza empresarial en los bancos. Aunque el valor de estas medidas suele reconocerse, el efecto de depender de ellas en sí será principalmente el de limitar o mitigar los efectos de las crisis. El programa reglamentario sigue limitado a unas categorías particulares de entidades y se ha mostrado en general vulnerable a la erosión de las normas debido al poder de presión de los sectores financieros y a la innovación con fines de evadir las normas. Una consecuencia de la integración financiera mundial ha sido que las innovaciones financieras inicialmente puestas en marcha en las economías avanzadas han llegado a las EED, lo que dificulta la reglamentación y la gestión de riesgo en estas últimas. La reglamentación es de naturaleza fundamentalmente reactiva al ser concebida para brindar protección contra las perturbaciones –principalmente macroeconómicas– pero no controla la generación de las perturbaciones.

Playing with Fire manifiesta escepticismo en relación con la idoneidad y la efectividad de los mecanismos e instituciones mundiales de prevención y gestión de las crisis financieras que tienen orígenes y consecuencias internacionales. Por otra parte, en el estudio se reconoce que muchas de las medidas propuestas en ese ámbito podrían ser útiles. Además, dichas propuestas han formado parte regularmente de la agenda de las políticas internacionales, especialmente tras situaciones de crisis. Sin embargo, la oposición de las principales economías avanzadas ha impedido su adopción.

En *Playing with Fire* se describe claramente el siguiente marco alternativo de políticas: «Una de las lecciones clave de la historia del desarrollo económico es que las políticas exitosas no se asocian con la autarquía ni con una integración completa, sino con una integración estratégica y selectiva que se adecúe con la etapa de desarrollo económico alcanzado, que busque aprovechar las oportunidades que un espacio económico más amplio puede ofrecer, pero al mismo tiempo reduzca los riesgos que esto puede entrañar». Es importante aclarar lo que este marco –con el que este analista está de acuerdo– implica y lo que no. No se rechazan las reformas graduales a fin de aportar mejoras, pero hay que evaluar

cuidadosamente sus defectos y virtudes. *Playing with Fire* respalda muchas de estas reformas (como mejores disposiciones en materia de renegociación de la deuda externa y una gobernanza más equilibrada de las instituciones financieras multilaterales, así como una supervisión más imparcial por parte de estas). Sin embargo, su aplicación no debería crear la ilusión de que son capaces de traer consigo la reforma sistémica que requiere el sistema financiero internacional, especialmente en cuanto a la asistencia que debería brindar a las EED.

Playing with Fire parece abordar sucintamente el tema de la reglamentación teniendo en cuenta sus efectos generalizados tanto a nivel de las instituciones como de las operaciones. El estudio acierta al abordar la reforma reglamentaria como parte del programa de mejoras que por sí mismo no basta para evitar las inestabilidades a las que está sujeto el sistema financiero internacional. Sin embargo, la enumeración hecha en *Playing with Fire* de los temas incluidos en el programa reglamentario simplemente alude a numerosas disposiciones reglamentarias para gestionar mejor los posibles riesgos para la estabilidad financiera microeconómica y macroeconómica, sin profundizar en ellos.

En su análisis de las diferentes categorías de activos y pasivos externos, *Playing with Fire* abarca en detalle la exposición cambiaria asociada a estos. Más novedoso es quizás que llama la atención sobre la forma como la apertura de los mercados financieros internos a la participación extranjera emprendida por varios países ha ampliado la variedad de riesgos cambiarios a los que están expuestos los actores económicos nacionales y extranjeros, así como sobre los canales de transmisión entre dichos riesgos y los precios internos de los activos financieros (mencionados antes en relación con los mercados de bonos y acciones). En consecuencia, tanto la política gubernamental sobre las reservas de divisas como la gestión de riesgos de las instituciones financieras y no financieras privadas se han vuelto más complejas ya que deben prever una gama mayor de resultados posibles para los precios de las monedas y otros activos bajo unas condiciones en las que estos precios pueden ser difíciles de prever.

Hasta donde sabemos, las mayores exposiciones potenciales debidas a la apertura de los mercados financieros de las EED a la participación extranjera no han sido abordadas y descritas de manera tan exhaustiva en ningún otro estudio. Empero, el análisis que *Playing with Fire* hace de sus implicaciones para la reglamentación y la gestión de riesgos carece de la profundidad que la cuestión amerita. El análisis de las implicaciones no consiste solamente en analizar el riesgo de tipo de cambio en las normas cautelares para las instituciones financieras sino que también comprende el estudio de políticas gubernamentales relativas a las reservas de divisas y a la gestión de riesgos en empresas no financieras. No obstante, las normas cautelares siguen abarcando una parte importante de la exposición de una economía al riesgo de tipo de cambio.

La reglamentación actual, así como las propuestas de reglamentación, abordan la exposición bancaria al riesgo de tipo de cambio de manera incompleta y ni siquiera tienen en cuenta el aumento de los riesgos debidos a la mayor integración financiera mundial sobre la que *Playing with Fire* llama la atención. El análisis de *Playing with Fire* plantea además interrogantes relativos a la necesidad de ampliar aún más el programa de la reglamentación prudencial. El siguiente análisis se centra en la reglamentación y la gestión del riesgo de tipo de cambio por parte de los bancos y como se ha dicho, destaca las limitaciones de la

dependencia excesiva de la reforma de las medidas prudenciales en las políticas de respuesta a la inestabilidad financiera.

Normas y procedimientos vigentes para la gestión del riesgo de tipo de cambio

Esta sección comienza con una descripción de las normas en la agenda mundial de reglamentación a fin de mostrar cuándo estas son incompletas o insuficientes. Posteriormente se formulan sugerencias para la ampliación de dichas normas⁴.

El riesgo de tipo de cambio se manifiesta en los balances y las obligaciones de pago relacionados con los pasivos no solo de los bancos y otras instituciones financieras, sino también con los pasivos que los bancos pueden contraer a través de los créditos a sus prestamistas. La depreciación de la moneda de un país debida, por ejemplo, a las salidas de capital, expone tanto a sus instituciones bancarias como no bancarias al riesgo de tipo de cambio por sus efectos sobre los pasivos frente a los activos cuando no hay congruencia de los activos y los pasivos denominados en moneda extranjera.

Las grandes entradas de capital en un régimen de tipos de cambio flexibles también pueden plantear problemas en materia de políticas ya que la consiguiente apreciación de la moneda del país puede tener efectos adversos tanto para las industrias como para otros sectores. Sin embargo, el siguiente análisis se centra en las salidas de capital y en la depreciación de las monedas, al ser estas las principales preocupaciones abordadas en los estudios.

Los efectos del riesgo de tipo de cambio en los bancos se reflejan tanto en su cartera bancaria como en su cartera de negociación. La cartera bancaria contiene activos y pasivos asociados con las operaciones bancarias comerciales o que se tenga intención de conservar hasta su vencimiento como fuente de ingresos. Por su parte, las partidas del balance en la cartera de negociación se conservan con la intención de revenderlas en el corto plazo para obtener provecho de las fluctuaciones en los precios de los activos y las tasas de interés.

La distinción entre la cartera bancaria y la cartera de negociación es la base del enfoque del marco de Basilea sobre capitales para los bancos al riesgo de tipo de cambio. Las exposiciones a ese riesgo asociadas con las posiciones de la cartera de negociación suscitan la imposición de requisitos de capital fijados de conformidad con las normas específicas del marco para los riesgos del mercado de dichas exposiciones (Comité de Basilea de Supervisión Bancaria -BCBS- 2006:179 a 182 y 191 a 202). Las exposiciones al riesgo de tipo de cambio (o a su ausencia) asociadas con las operaciones bancarias comerciales convencionales se clasificarían normalmente dentro de la cartera bancaria y se convertirían en sus equivalentes en la moneda nacional con base en las normas contables aplicables (las cuales naturalmente pueden variar en función de las jurisdicciones). Los requisitos de capital correspondientes a estas exposiciones se calculan entonces de la manera como suelen calcularse el riesgo de crédito y el riesgo operativo.

⁴ Esta descripción se basa en gran parte en mi artículo “Finance: FSB financial reforms monitoring reports lack on EMDE problems”, publicado en el South-North Development Monitor (SUNS), junio de 2015.

En el marco de liquidez de Basilea III (BCBS, 2010: párrs. 172 a 176) se presta mayor atención al riesgo de tipo de cambio a corto plazo. La inclusión de un parámetro al respecto tiene por objeto «permitir al banco y al supervisor hacer un seguimiento de cualquier desajuste cambiario [entre los activos y los pasivos en el balance] que pudiera surgir en períodos de tensión». El coeficiente de cobertura de liquidez en moneda extranjera (LCR) – parámetro determinado- es el coeficiente del fondo de activos líquidos de alta calidad en cada moneda significativa frente a las salidas de efectivo netas totales durante un período de 30 días en cada moneda significativa. Según este parámetro, el importe de las salidas de efectivo netas totales estimadas en moneda extranjera deberá calcularse neto de coberturas del riesgo de divisas.

No hay un umbral mínimo definido en el ámbito internacional para este parámetro. Serán los supervisores de cada jurisdicción quienes establezcan los coeficientes de los parámetros con base en sus puntos de vista de lo que consideran *tensión*. Estos puntos de vista deben basarse en una evaluación de «la capacidad de un banco para obtener fondos en los mercados de divisas y/o para transferir un excedente de liquidez de una moneda a otra y entre jurisdicciones y entidades jurídicas».

¿De qué manera encajan esas normas en las prácticas reales conocidas de los bancos en relación con la exposición a los riesgos de tipo de cambio?

Los grandes bancos transfronterizos suelen actuar como instituciones de cambio y cuentan con divisiones encargadas de esta parte de las operaciones del banco. Los funcionarios responsables de estas operaciones pueden asumir posturas especulativas en diferentes monedas dentro de los límites fijados por el banco. El riesgo de las posiciones especulativas será considerado generalmente como parte de la gestión de riesgos del mercado según el marco de Basilea III (BCBS, 2006: 179 a 182 y 191 a 202).

En cuanto a la financiación de las operaciones comerciales de dichos bancos, se realizará de conformidad con las normas internas establecidas para evitar grandes posiciones abiertas en divisas y garantizar una estrecha congruencia de las posiciones en diferentes monedas. Cabe esperar que con la aplicación de las medidas en el marco de Basilea III estas normas incluyan la aplicación de los parámetros de su LCR según lo establecido por los supervisores nacionales.

Los bancos de las economías avanzadas hacen uso de varios mecanismos para minimizar la exposición al riesgo de cambio a corto plazo. El más conocido de estos mecanismos de control del riesgo de cambio a corto plazo es el sistema del Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. Sin embargo, el uso de estos mecanismos por parte de los bancos de las EED es menos conocido.

Los bancos centrales realizan sondeos periódicos sobre las liquidaciones cambiarias para el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales –PBI– (que ha pasado a llamarse Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado). En estos sondeos los bancos y las instituciones financieras no se clasifican por el país de su casa matriz, pero cabe suponer que la gran mayoría están situados en economías avanzadas.

La liquidación por medio del Banco CLS se hace pago contra pago, es decir, la moneda comprada se paga únicamente cuando se recibe la moneda vendida, un sistema que prácticamente elimina el riesgo de principal. El Banco CLS tiene cuentas en los bancos

centrales de los países cuyas monedas pueden liquidarse en sus operaciones. En un sondeo realizado en 2006 el 69 % del valor total de las obligaciones en divisas de las instituciones encuestadas (obligaciones entre las instituciones del CLS y entre las instituciones del CLS y terceros) se liquidaba por este método (Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales 2008:4 a 5). La importancia del Banco CLS, propiedad de 69 grandes grupos financieros con unas 170 entidades financieras que intervienen en su sistema de liquidación, ha aumentado desde el sondeo de 2006 (Scott y Gelpern, 2012:700 a 702).

El otro método de liquidación más utilizado es la corresponsalía bancaria tradicional. Según este método cada parte en una operación de intercambio de divisas transfiere a su contraparte la moneda que vende, usando generalmente su banco corresponsal respectivo en la moneda en cuestión. Dado que las transferencias de divisas tienen lugar independientemente las unas de las otras, el método expone a las contrapartes a los riesgos de principal y de liquidez. Aun así, también se recurre a otros sistemas con menor cobertura de las jurisdicciones y las instituciones para controlar el riesgo de liquidación en divisas a corto plazo.

No se conoce la proporción de las operaciones en divisas a corto plazo de los bancos de las EED liquidadas mediante los sistemas descritos antes. Es razonable suponer que los bancos transfronterizos con presencia en EED y los bancos corresponsales de los bancos locales de las EED usan el sistema del Banco CLS y la corresponsalía bancaria tradicional. Además, varias EED tienen sistemas internos de pagos mediante los cuales los bancos residentes, tanto extranjeros como nacionales, pueden liquidar operaciones mutuas denominadas en moneda extranjera. Sin embargo, la ausencia de datos impide obtener un panorama más completo.

La exposición a más largo plazo al riesgo cambiario (excepto la de la cartera de negociación) no está cubierta por los mecanismos para las operaciones en divisas a corto plazo. Aunque los responsables de las estrategias de financiación en los bancos de las economías avanzadas mantienen posiciones abiertas que los exponen a un riesgo de tipo de cambio no relacionado con liquidaciones cambiarias, estas posiciones suelen venir acompañadas por estrategias de cobertura que reducen o controlan el riesgo. La disponibilidad de instrumentos de cobertura en los mercados financieros a los que tienen acceso directo los actores económicos (y que según los parámetros del marco de liquidez de Basilea reducirían la exposición) facilita la aplicación de estas estrategias. Sin embargo, los sistemas de notificación como los de las liquidaciones cambiarias no abarcan los resultados de estas estrategias.

Con base en información fragmentaria puede inferirse que la toma de posiciones abiertas en divisas como parte de la financiación de los bancos en las EED y otros países en desarrollo es bastante común, especialmente en países en los que unas tasas de inflación interna mayores que las tasas de depreciación de la moneda fortalecen el valor de los activos frente al de los pasivos. Dos analistas del crédito bancario con una gran experiencia en el mercado asiático (Golin y Delhaise, 2013: 672 a 674 y 713) llaman la atención sobre estos casos. Aunque el control de dichas posiciones será más estricto cuando los supervisores apliquen en su sistema de control el LCR del marco de liquidez de Basilea III, es probable que se sigan manteniendo en las operaciones bancarias de muchas EED.

Las posiciones abiertas en divisas en el ámbito empresarial permiten explicar la constante preocupación por la exposición al riesgo de tipo de cambio en las EED y otros países en desarrollo que hacen frente a grandes movimientos de capitales y a tipos de cambio inestables. Incluso después de que los supervisores apliquen los parámetros del marco de liquidez de Basilea III la mayor vulnerabilidad de las EED al riesgo de tipo de cambio frente a las economías avanzadas podría suponer un problema que merece mayor atención y seguimiento en los informes sobre la aplicación del programa internacional de reformas.

Las razones de la persistencia de una mayor vulnerabilidad en las EED están implícitas en las observaciones del marco de liquidez de Basilea III sobre la variación de los niveles de LCR adecuados para diferentes jurisdicciones. Tal variación reflejará las diferencias en el acceso de los bancos a la financiación en moneda extranjera y en su capacidad para transferir excedentes de liquidez entre monedas y jurisdicciones. En general, los bancos en las EED estarán en peores condiciones para controlar su exposición al riesgo de tipo de cambio en ambos casos. Además, la capacidad de sus bancos centrales de proporcionar divisas a los bancos de sus países en períodos de tensión como alternativa a los mercados financieros también podría ser limitada dado que durante dichos períodos puede haber presión sobre las reservas de divisas de los bancos centrales y sobre su propio acceso a préstamos en divisas.

Podrían preverse varios pasos para ampliar la cobertura reglamentaria del riesgo de tipo de cambio que resultarían especialmente pertinentes para las EED. Las orientaciones en materia de políticas sobre la exposición al riesgo de tipo de cambio en la cartera bancaria podrían prescribir un análisis del descalce del riesgo cambiario más completo que el del LCR del marco de liquidez de Basilea III. Podría tratarse de un análisis más exhaustivo de las diferencias cambiarias que combine los desajustes de los plazos de vencimiento de los activos y los pasivos con su moneda de denominación y que se extienda más allá del corto período previsto en el marco de liquidez de Basilea III. No debe subestimarse la dificultad de tal análisis en la práctica, especialmente en el caso de los bancos con múltiples operaciones transfronterizas. Sin embargo, este tipo de análisis por parte de un banco debería constituir en sí un medio para mejorar la gestión del riesgo de cambio.

La exposición al riesgo de tipo de cambio en la cartera bancaria también podría abordarse de manera más explícita en otro marco como el marco de capital de Basilea. El control de dicha exposición (haciendo referencia al marco de liquidez) podría ser incluido de forma explícita en el Pilar 2 de Basilea III (Proceso de examen supervisor) bajo el punto *evaluación integral de los riesgos a fines de una evaluación rigurosa del capital*, cuyos elementos incluyen: políticas y procedimientos destinados a asegurar que el banco identifica, cuantifica e informa de todos los riesgos importantes; un proceso que establezca objetivos de suficiencia de capital en función del riesgo; y un proceso interno de controles, exámenes y auditorías con el objeto de garantizar la exhaustividad del proceso general de gestión (párr. 731 a 742 de BCBS, 2006). Actualmente la evaluación integral de los riesgos incluye apartados sobre el riesgo de crédito, el riesgo operativo, el riesgo de mercado, el riesgo de tipo de interés en la cartera de inversión, riesgo de liquidez y otros riesgos. Este último podría ampliarse de manera que incluya el cubrimiento pleno y explícito del riesgo de tipo de cambio que no está cubierto como parte del riesgo de mercado.

Exposición indirecta a los riesgos cambiario y de crédito

¿De qué manera podría un enfoque más completo sobre el riesgo de cambio tener en cuenta el riesgo que un banco corre por la exposición al riesgo de tipo de cambio de sus prestamistas que han contraído préstamos en una divisa que se ha apreciado, lo que hace más onerosas las obligaciones de reembolso si los ingresos del prestamista se denominan en la moneda nacional?

El riesgo que afronta un banco en estos casos debería clasificarse como riesgo de crédito y no de tipo de cambio habida cuenta de que el riesgo para el banco reside en el impago de las obligaciones crediticias de los prestamistas debido a que han aumentado por la depreciación de la moneda de su país. Una forma de manejar la exposición indirecta de un banco al riesgo de crédito ocasionada por los riesgos de tipo de cambio al que están expuestas sus contrapartes podría ser mediante una asesoría del supervisor, que también podría formar parte de la evaluación integral de los riesgos prescrita en el Pilar 2 de Basilea III. Dicha asesoría sería coherente con la declaración del BCBS que indica que «[S]i bien el Comité reconoce que no todos los riesgos pueden medirse con exactitud, será necesario desarrollar un proceso de estimación de los mismos» (BCBS, 2006: párr. 732), lo cual (de conformidad con la recomendación aquí formulada) incluiría ahora no solo diferentes categorías de riesgo de tipo de cambio para el banco de su propio balance, sino también el riesgo de crédito ocasionado por la denominación de la moneda de los pasivos de los prestamistas de los bancos.

Un estudio del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (FSB, FMI y Banco Mundial, 2011: 30) llama la atención sobre la utilidad del papel que pueden desempeñar las pruebas de tensión para alertar a los bancos de las EED respecto del riesgo indirecto de tipo de cambio. Esta recomendación presupone cierto nivel de capacidad técnica tanto de los bancos como de sus supervisores. Quizás los supervisores bancarios deberían recomendar que se minimice o se evite una considerable exposición indirecta al riesgo de tipo de cambio en los bancos que carecen de esta capacidad técnica.

Sugerencias de Playing with Fire para el control del riesgo de tipo de cambio

El riesgo de tipo de cambio es parte esencial de los argumentos de *Playing with Fire* en relación con los riesgos para la estabilidad financiera en las EED de una mayor integración financiera tanto en sí mismo como por sus relaciones con otros riesgos financieros como los que acarrearán las tasas de interés. En la sección anterior se planteaba un enfoque sobre el control de los riesgos de tipo de cambio a los que están expuestos los bancos, que no están cobijados por las normas del marco de liquidez en el programa reglamentario en vigor. Sin embargo, surge la pregunta de si este enfoque basado en las opiniones de los supervisores sería suficiente para el fin que se persigue.

Los órganos de reglamentación financiera de las economías avanzadas no han pasado por alto los riesgos analizados en detalle en *Playing with Fire*. El informe Cross de 1986 elaborado por un grupo de estudio creado por los bancos centrales del Grupo de los Diez Países (y cuyo nombre proviene del apellido de su presidente, un alto funcionario de la

Reserva Federal de Nueva York) reconoció las muchas maneras en las que la innovación financiera puede contribuir a las vulnerabilidades sistémicas como, por ejemplo, la infravaloración de los precios de los nuevos instrumentos financieros que no refleja su verdadero riesgo, la falta de garantías de liquidez para sus activos titulizados, y la opacidad de dichos activos basados en operaciones con múltiples vínculos y posiciones no incluidas en el balance (Grupo de estudio, 1986: 127)⁵. Sin embargo, las observaciones del Informe Cross sobre la financiación de valores hacían énfasis en los euromercados cuyas operaciones tenían lugar principalmente en centros financieros de economías avanzadas o en algunos centros en el extranjero y no en las EED.

En cambio, en *Playing with Fire* se ponen de relieve los aumentos en la escala de la integración financiera transfronteriza y el mayor carácter sectorial desde los años noventa (es decir, desde la publicación del Informe Cross) de los mercados financieros de las EED (en particular, los mercados internos). Estos factores han tenido las siguientes consecuencias:

1. En 2012, la capitalización del mercado de valores en la mitad de las 16 EED superó o se acercó a la de las economías avanzadas como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB). En numerosas EED la proporción de inversores extranjeros en los mercados de acciones (ciertamente, debido en parte a la fluctuación de los precios) excedió a la de algunas economías avanzadas como los Estados Unidos y el Japón.
2. Como parte de la deuda externa, la emisión de bonos ha aumentado más rápidamente que los préstamos de los bancos internacionales a prestamistas tanto del sector público como del sector privado. Los créditos de los bancos internacionales han pasado de los préstamos transfronterizos a préstamos locales por intermedio de entidades con presencia comercial local. Este cambio ha estado acompañado en muchas EED por un viraje en las políticas gubernamentales que de contraer deuda internacional en divisas han pasado a los préstamos en moneda local, a menudo mediante emisiones en los mercados de deuda locales. Como consecuencia, han aumentado tanto la proporción de esa deuda denominada en moneda local como la proporción de deuda emitida localmente y que está en manos de no residentes.
3. Se ha registrado una acumulación continua de deuda externa, que se ha acelerado desde 2009. El endeudamiento del sector privado ha aumentado más rápidamente de manera que hoy en día la proporción tanto de los préstamos como de las emisiones de valores de los bancos internacionales es mayor que la del sector público. El endeudamiento en moneda local ha aumentado con mayor rapidez que la deuda en dólares y datos un tanto incompletos señalan un aumento en varias EED de la proporción de tenencias de deuda pública por parte de no residentes.

Como se señala en *Playing with Fire* y ya se ha mencionado, el cambio de modelo de integración financiera de las EED constituye un canal más de transmisión a estas economías de las perturbaciones financieras provocadas por ciclos mundiales. Las nuevas vulnerabilidades provienen de la internacionalización de los mercados nacionales de bonos, acciones e inmobiliarios y de la función que puede desempeñar la presencia local de los

⁵ El Informe Cross describe la innovación financiera de la siguiente manera: En su sentido más amplio la innovación financiera puede englobar dos fenómenos distintos. Puede adoptar la forma de nuevos instrumentos... o manifestarse en cambios trascendentales en la importancia relativa de varios canales de intermediación financiera. Naturalmente, en la práctica estos dos tipos de cambios estructurales tenderán a estar estrechamente interrelacionados. (Grupo de Estudio, 1986: 127) [Traducción del Centro del Sur].

bancos extranjeros. Estas vulnerabilidades pueden generar riesgos de tipo de cambio y, cabe repetir, son lo suficientemente importantes y generalizadas como para plantear el interrogante de si las medidas antes propuestas son suficientes para controlar los riesgos de tipo de cambio que supone el notable aumento de la apertura de los mercados financieros que prevalece actualmente.

No parece haber en el ámbito de la reglamentación prudencial una varita mágica para controlar los riesgos que engendran estas vulnerabilidades. Además, tanto el carácter como la magnitud de estas vulnerabilidades y la información de que disponen los órganos de reglamentación con respecto a los riesgos pueden variar en función de los países. No parece haber políticas de respuesta adecuadas que comprendan medidas radicalmente diferentes a las que ya se han enumerado. Sin embargo, estas medidas pueden ayudar a definir las políticas que les permitirán abordar el riesgo de tipo de cambio de forma más eficaz. Por ejemplo, podrían imponerse requisitos especiales de liquidez que complementen los de Basilea III, con el objetivo de aumentar la capacidad de los bancos de hacer frente a los mayores riesgos del tipo de cambio ocasionados por la evolución de los sectores. Estos requisitos, que figuran en el abanico de instrumentos para la formulación de políticas del Banco de Inglaterra, han sido concebidos para desalentar la dependencia excesiva de fuentes particulares de financiación y la sobreexposición a los riesgos de ciertos activos (lo que podría ofrecer protección contra el riesgo de tipo de cambio creado por la exposición indirecta, siempre y cuando el banco tenga la información necesaria). Los países también han recurrido a la imposición de restricciones en forma de financiación a los bancos a fin de aumentar su sostenibilidad por encima del nivel previsto por el LCR de Basilea III⁶.

El espectro de cuestiones que podrían incluirse en las asesorías de los supervisores sugeridas antes podría ampliarse para cubrir todos los riesgos de tipo de cambio que puedan identificarse como los que se deriven de exposiciones indirectas debidas a las posiciones de los prestamistas de los bancos. Sin embargo, para que la medida sea eficaz, es esencial tener conocimientos suficientes sobre dichos riesgos. Este planteamiento sería menos efectivo a menos que las reglas se apliquen a las instituciones financieras que otorgan financiación ocasionando riesgos de tipo de cambio pero que no están reglamentadas como parte del sector bancario, como quiera que estén definidas en la jurisdicción en cuestión⁷.

Conclusiones

Como se ha señalado anteriormente, la propuesta de ampliar la cobertura de las normas cautelares a los riesgos de tipo de cambio no contradice las conclusiones de *Playing with Fire* en el sentido en que dichas normas no son suficientes en sí mismas para controlar los riesgos que plantea la integración financiera mundial para la estabilidad financiera. En la evaluación

⁶ Las medidas macroprudenciales concebidas para reforzar la solvencia del balance de los bancos por encima del nivel del LCR de Basilea III se describen en Cornford, 2014: sección IV.C.

⁷ El Comité Cross reconoció los problemas relacionados con los cuasibancos en un contexto similar: “Pero en los casos en que [...] los cuasibancos realizan operaciones similares a las de los bancos [...] puede justificarse la reducción de los riesgos que supone la posible quiebra de instituciones financieras no bancarias ampliando la reglamentación y la supervisión de tipo bancario aunque estas instituciones en sí no reciban depósitos del público y no se ajusten completamente a estas las normas de supervisión particulares aplicables a los bancos (Study Group:241), [Traducción del Centro del Sur].”

de su posible efectividad también deberían tenerse en cuenta las dificultades políticas y administrativas asociadas con la adopción y la aplicación de las reglas y normas de la agenda mundial de reglamentación. Llegar a un acuerdo sobre los temas de esta agenda depende de un proceso laborioso en el que intervienen un grupo grande de países y su inclusión final en las legislaciones y prácticas de las empresas toma bastante tiempo. Es prácticamente inevitable que los resultados impliquen tener que aceptar que algunas cuestiones se aborden, en el mejor de los casos, de forma inadecuada. Quizás aún más importante es un punto fundamental que ya se ha tocado al examinar las mejoras que puede aportar el programa de reforma de la reglamentación prudencial: las reglas resultantes pueden brindar protección contra las perturbaciones y mitigar sus efectos, pero no combaten desde la raíz los riesgos asociados con la mundialización financiera.

BIBLIOGRAFÍA

- 📖 BCBS (Comité de Basilea de Supervisión Bancaria) (2006), *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), junio;
- 📖 BCBS (2010), *Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez*, PBI, diciembre.
- 📖 BPI (2017), «Recientes mejoras en las estadísticas del BPI», Informe Trimestral del BPI, septiembre.
- 📖 Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (2008), *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*, PBI, mayo.
- 📖 Cornford AJ (2014), *Macroprudential Regulation: Potential Implications for Rules for Cross-border Banking*, UNCTAD Documento de Debate No.216, abril.
- 📖 FSB, FMI y Banco Mundial (2011), *Financial Stability Issues in Emerging Market and Developing Economies*, Informe presentado a los ministros de Finanzas y a los gobernadores de Bancos Centrales del Grupo de los 20 (G20), 20 de octubre.
- 📖 Golin J y Delhaise P (2013), *The Bank Credit Analysis Handbook A Guide for Analysts, Bankers, and Investors*, segunda edición, Singapur, John Wiley.
- 📖 Scott HS y Gelpern A (2012), *International Finance Transactions, Policy and Regulation*, Nueva York, Foundation Press.
- 📖 Grupo de estudio (1986), *Recent Innovations in International Banking*, PBI, abril.

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN DEL CENTRO DEL SUR

No.	Fecha	Título	Autor
1	November 2005	Overview of the Sanitary and Phytosanitary Measures in QUAD Countries on Tropical Fruits and Vegetables Imported from Developing Countries	Ellen Pay
2	November 2005	Remunerating Commodity Producers in Developing Countries: Regulating Concentration in Commodity Markets	Samuel G. Asfaha
3	Noviembre de 2005	Medidas relativas a la oferta para incrementar los bajos precios a la salida de la explotación agrícola de los productos básicos para bebidas tropicales	Peter Robbins
4	November 2005	Potenciales repercusiones de las nanotecnologías en los mercados de productos básicos: Consecuencias para los países en desarrollo dependientes de productos básicos	ETC Group
5	March 2006	Rethinking Policy Options for Export Earnings	Jayant Parimal
6	April 2006	Considering Gender and the WTO Services Negotiations	Meg Jones
7	Julio de 2006	Reinventar la UNCTAD	Boutros Boutros-Ghali
8	Agosto de 2006	Los derechos de propiedad intelectual en los tratados de inversión: Repercusiones de tipo ADPIC PLUS en la observancia y la protección del interés público	Ermias Tekeste Biadgleng
9	Enero de 2007	Propuesta de Tratado de la OMPI para la protección de los organismos de radiodifusión y de difusión por cable: Análisis desde una perspectiva de desarrollo	Viviana Munoz Tellez and Andrew Chege Waitara
10	November 2006	Market Power, Price Formation and Primary Commodities	Thomas Lines
11	March 2007	Development at Crossroads: The Economic Partnership Agreement Negotiations with Eastern and Southern African Countries on Trade in Services	Clare Akamanzi
12	June 2007	Changes in the Governance of Global Value Chains of Fresh Fruits and Vegetables: Opportunities and Challenges for Producers in Sub-Saharan Africa	Temu A.E and N.W Marwa
13	August 2007	Towards a Digital Agenda for Developing Countries	Dalindyabo Shabalala
14	December 2007	Analysis of the Role of South-South Cooperation to Promote Governance on Intellectual Property Rights and Development	Ermias Tekeste Biadgleng
15	Enero de 2008	Estructura cambiante y gobernanza de la	Ermias Tekeste

		observancia de la propiedad intelectual	Biadgleng and Viviana Munoz Tellez
16	Enero de 2008	Liberalización del comercio de servicios de salud: equilibrar los intereses relativos al modo 4 con la obligación de conceder un acceso universal a los servicios básicos	Joy Kategekwa
17	July 2008	Unity in Diversity: Governance Adaptation in Multilateral Trade Institutions Through South-South Coalition-Building	Vicente Paolo B. Yu III
18	Diciembre de 2008	Recuento de patentes como indicadores de la geografía de las actividades de innovación: problemas y perspectivas	Xuan Li
19	Diciembre de 2008	Las normas SECURE de la OMA: Lecciones aprendidas del fracaso de la iniciativa para la observancia de la propiedad intelectual que trasciende las disposiciones del Acuerdo sobre los ADPIC	Xuan Li
20	May 2009	Industrialisation and Industrial Policy in Africa: Is it a Policy Priority?	Darlan F. Marti and Ivan Ssenkubuge
21	June 2009	IPR Misuse: The Core Issue in Standards and Patents	Xuan Li and Baisheng An
22	July 2009	Policy Space for Domestic Public Interest Measures Under TRIPS	Henning Grosse Ruse – Khan
23	June 2009	Developing Biotechnology Innovations Through Traditional Knowledge	Sufian Jusoh
24	Mayo de 2009	Medidas de respuesta a la crisis financiera mundial: asuntos clave para los países en desarrollo	Yılmaz Akyüz
25	October 2009	The Gap Between Commitments and Implementation: Assessing the Compliance by Annex I Parties with their Commitments Under the UNFCCC and its Kyoto Protocol	Vicente Paolo Yu III
26	Abril de 2010	Perspectivas económicas mundiales: es posible que la recesión haya pasado, pero ¿qué sigue ahora?	Yılmaz Akyüz
27	April 2010	Export Dependence and Sustainability of Growth in China and the East Asian Production Network	Yılmaz Akyüz
28	May 2010	The Impact of the Global Economic Crisis on Industrial Development of Least Developed Countries	Report Prepared by the South Centre
29	May 2010	The Climate and Trade Relation: Some Issues	Martin Khor
30	May 2010	Analysis of the Doha Negotiations and the Functioning of the World Trade Organization	Martin Khor
31	July 2010	Legal Analysis of Services and Investment in the CARIFORUM-EC EPA: Lessons for Other Developing Countries	Jane Kelsey
32	November 2010	Why the IMF and the International Monetary System Need More than	Yılmaz Akyüz

		Cosmetic Reform	
33	November 2010	The Equitable Sharing of Atmospheric and Development Space: Some Critical Aspects	Martin Khor
34	November 2010	Addressing Climate Change through Sustainable Development and the Promotion of Human Rights	Margreet Wewerinke and Vicente Paolo Yu III
35	Enero de 2011	El derecho a la salud y a los medicamentos: el caso de las recientes negociaciones sobre la estrategia mundial sobre la salud pública, la innovación y la propiedad intelectual	Germán Velásquez
36	March 2011	The Nagoya Protocol on Access and Benefit Sharing of Genetic Resources: Analysis and Implementation Options for Developing Countries	Gurdial Singh Nijar
37	March 2011	Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End with a Bust?	Yilmaz Akyüz
38	Mayo de 2011	Los ODM después de 2015	Deepak Nayyar
39	May 2011	Operationalizing the UNFCCC Finance Mechanism	Matthew Stilwell
40	July 2011	Risks and Uses of the Green Economy Concept in the Context of Sustainable Development, Poverty and Equity	Martin Khor
41	Septiembre de 2011	Innovación farmacéutica, patentes incrementales y licencias obligatorias	Carlos M. Correa
42	Diciembre de 2011	Repensando la salud global: un tratado internacional sobre innovación y desarrollo de productos farmacéuticos	Germán Velásquez and Xavier Seuba
43	March 2012	Mechanisms for International Cooperation in Research and Development: Lessons for the Context of Climate Change	Carlos M. Correa
44	Marzo de 2012	¿Se puede hablar de un extraordinario auge del Sur?	Yilmaz Akyüz
45	Abril de 2012	¿Qué relación hay entre el cambio climático, la transferencia de tecnología y los derechos de propiedad intelectual y cuál es el estado actual de las negociaciones al respecto?	Martin Khor
46	July 2012	Asian Initiatives at Monetary and Financial Integration: A Critical Review	Mah-Hui (Michael) Lim and Joseph Anthony Y. Lim
47	May 2013	Access to Medicines and Intellectual Property: The Contribution of the World Health Organization	Germán Velásquez
48	Junio de 2013	Los países en desarrollo tras la crisis financiera: después de la tormenta no siempre viene la calma	Yilmaz Akyüz
49	January 2014	Public-Private Partnerships in Global Health: Putting Business Before Health?	Germán Velásquez
50	Febrero de 2014	Consecuencias de la mala gestión de la crisis en Europa y los Estados Unidos para	Yilmaz Akyüz

		los países en desarrollo	
51	Julio de 2014	Los obstáculos para el desarrollo en el sistema económico mundial	Manuel F. Montes
52	August 2014	Tackling the Proliferation of Patents: How to Avoid Undue Limitations to Competition and the Public Domain	Carlos M. Correa
53	September 2014	Regional Pooled Procurement of Medicines in the East African Community	Nirmalya Syam
54	Septiembre de 2014	Mecanismos innovadores de financiación: posibles fuentes de financiación del Convenio Marco de la OMS para el Control del Tabaco	Deborah Ko Sy, Nirmalya Syam and Germán Velásquez
55	October 2014	Patent Protection for Plants: Legal Options for Developing Countries	Carlos M. Correa
56	November 2014	The African Regional Intellectual Property Organization (ARIPO) Protocol on Patents: Implications for Access to Medicines	Sangeeta Shashikant
57	Noviembre de 2014	La relación entre la globalización, el crecimiento impulsado por las exportaciones y la desigualdad: el caso de Asia Oriental	Mah-Hui Lim
58	November 2014	Patent Examination and Legal Fictions: How Rights Are Created on Feet of Clay	Carlos M. Correa
59	Diciembre de 2014	El período de transición otorgado a los PMA para la aplicación del acuerdo sobre los ADPIC y sus efectos en la producción de medicamentos en la CAO	Nirmalya Syam
60	January 2015	Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies	Yılmaz Akyüz
61	Marzo de 2015	Pautas de patentabilidad y el acceso a medicamentos	Germán Velásquez
62	Septiembre de 2015	El acuerdo de asociación transpacífico: un acuerdo que amplía los derechos de propiedad intelectual en detrimento del acceso a los medicamentos	Carlos M. Correa
63	October 2015	Foreign Direct Investment, Investment Agreements and Economic Development: Myths and Realities	Yılmaz Akyüz
64	February 2016	Implementing Pro-Competitive Criteria for the Examination of Pharmaceutical Patents	Carlos M. Correa
65	Febrero de 2016	Reflexiones sobre el aumento de los casos de solución de controversias entre inversores y Estados en los sectores extractivos y los problema que se plantean para los países africanos	Kinda Mohamadieh and Daniel Uribe
66	March 2016	The Bolar Exception: Legislative Models And Drafting Options	Carlos M. Correa
67	June 2016	Innovation and Global Intellectual Property Regulatory Regimes: The Tension between Protection and Access in Africa	Nirmalya Syam and Viviana Muñoz Tellez

68	Junio de 2016	Protección de las inversiones internacionales: análisis comparativo entre el TPP y los nuevos modelos de tratados de inversión de los países en desarrollo	Kinda Mohamadieh and Daniel Uribe
69	July 2016	Intellectual Property and Access to Science	Carlos M. Correa
70	August 2016	Innovation and the Global Expansion of Intellectual Property Rights: Unfulfilled Promises	Carlos M. Correa
71	Octubre de 2016	Recuperar la soberanía sobre los recursos naturales: los casos de Bolivia y el Ecuador	Humberto Campodónico
72	November 2016	Is the Right to use Trademarks Mandated by the TRIPS Agreement?	Carlos M. Correa
73	February 2017	Inequality, Financialization and Stagnation	Yılmaz Akyüz
74	February 2017	Mitigating The Regulatory Constraints Imposed By Intellectual Property Rules Under Free Trade Agreements	Carlos M. Correa
75	Marzo de 2017	El ejercicio de los derechos del agricultor relativos a las semillas	Carlos Correa
76	Mayo de 2017	Repercusiones de la crisis financiera en los países del Sur y perspectivas de crecimiento	Yılmaz Akyüz y Vicente Paolo Yu III
77	Mayo de 2017	El acceso a tratamientos para el virus de la hepatitis C: un problema mundial	Germán Velásquez
78	Julio de 2017	El tema de la propiedad intelectual, la salud pública y el acceso a medicamentos en las organizaciones internacionales	Germán Velásquez
79	Septiembre de 2017	Access to and Benefit-Sharing of Marine Genetic Resources beyond National Jurisdiction: Developing a New Legally Binding Instrument	Carlos M. Correa
80	Octubre de 2017	La sincronización de los mercados financieros y de productos básicos: doble auge, doble problema	Yılmaz Akyüz
81	Noviembre de 2017	Promoting Sustainable Development by addressing the impacts of climate change response measures on developing countries	Martin Khor, Manuel F. Montes, Mariama Williams y Vicente Paolo P. Yu III
82	Noviembre de 2017	El debate internacional sobre los medicamentos genéricos de origen biológico	Germán Velásquez
83	Noviembre de 2017	El problema de la deuda en China y el aumento de los riesgos sistémicos: repercusiones de la crisis financiera mundial y problemas estructurales	Yuefen Li

85 Mayo de 2018 Acceso a medicamentos: experiencias con licencias obligatorias y uso gubernamental- el caso de la Hepatitis C Carlos M. Correa y Germán Velásquez



**CENTRO
DEL SUR**

**Chemin du Champ d'Anier 17
PO Box 228, 1211 Ginebra 19
Suiza**

Teléfono: (41 22) 791 8050

Fax: (41 22) 798 8531

Email: south@southcentre.int

Sitio web:

<http://www.southcentre.int>

ISSN 1819-6926