

# La economía política de *swaps* de monedas: derivaciones para la periferia global

## The Political Economy of Currency Swaps: Drives for the Global Periphery

José Fernández Alonso <sup>1</sup>

### Resumen

El estallido de la crisis financiera en Estados Unidos en 2007-2008 y su expansión acelerada alrededor del globo incitaron un sinnúmero de cambios político-económicos internacionales, muy particularmente en lo atinente a sus dimensiones monetarias y financieras. La emergencia del complejo de acuerdos de intercambio de divisas –swaps, conforme su voz inglesa- entre las autoridades político-monetarias de un colectivo heterogéneo de economías constituye, sin dudas, una de las expresiones más acabadas de dichos cambios. La República Argentina no quedó ajena a estas nuevas tendencias de la diplomacia financiera y monetaria contemporánea, al firmar sendos acuerdos con Brasil y China, en lo principal. El propósito del presente artículo es el de indagar los fundamentos y alcances del complejo emergente de acuerdos de intercambios de divisas. Concretamente, el artículo se propone escrutar, a la luz de la experiencia argentina reciente, si los acuerdos mentados constituyen la base de una reforma sustantiva de los sistemas monetarios y financieros o, por el contrario, se inscriben cual respuestas marginales a los desafíos institucionales del contexto.

**Palabras claves:** Acuerdos Bilaterales de Intercambio de Monedas, diplomacia monetaria y financiera, Estados Unidos, República Popular China, República Argentina

### Abstract

The outbreak of the United States' financial crisis in 2007/2008 and its rapid expansion around the globe incited several political and economic changes, most particularly in the monetary and financial dimensions. The emergence

---

<sup>1</sup> Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, Universidad Nacional de Rosario

of a swap agreement complex between monetary authorities of a heterogeneous group of economies became one of the most complete expressions of those changes. Argentina Republic was not immune to these new trends in the contemporary financial and monetary diplomacy by signing agreements with Brazil and China, in particular. The aim of this article is to investigate the rationale and scope of the emerging complex of bilateral currency agreements. Specifically, the article intends to scrutinize, in the light of the recent Argentina experience, if these agreements form the basis of a substantive reform in the monetary and financial systems or, conversely, they are marginal responses to institutional challenges of present days.

**Keywords:** Swaps, Financial and Monetary Diplomacy, United States, People's Republic of China, Argentina Republic

## **Introducción**

El estallido de la crisis financiera en Estados Unidos (EU) en el promediar de la primera década del siglo XXI y su expansión acelerada a escala mundial pusieron en evidencia las debilidades de las instituciones internacionales imperantes para ordenar las estructuras y dinámicas político-económicas en el apogeo de la globalización financiera. Suscitada preliminarmente por las fallas regulatorias de los mercados crediticios norteamericanos -los hipotecarios, en lo esencial<sup>2</sup>-, la crisis terminó por conmover pronto, mediante mecanismos y canales diferenciados, los fundamentos económicos en casi todas las latitudes del planeta. Frente a los desafíos explicitados en tal contexto, se ensayaron profusas respuestas institucionales, las cuales atravesaron a todas las dimensiones de la economía internacional, muy particularmente a las monetarias y financieras.

---

<sup>2</sup> Lejos en propósito y posibilidades de hacer un recorrido crítico exhaustivo de la producción científico-académica dedicada al análisis de las causas de la crisis norteamericana y su expansión posterior, se limitan estas líneas a destacar los trabajos de Steimberg [2008], Ocampo [2009], Tamames [2009] y Rodríguez Ortiz [2012].

Una de las expresiones más significativas de esas modificaciones precipitadas por la crisis remitió al surgimiento de un complejo de acuerdos bilaterales de intercambio de monedas,<sup>3</sup> el cual fue concebido como el ejemplo más significativo de cooperación entre bancos centrales de la historia [Obstfeld *et al.*, 2008:483].<sup>4</sup> Orientados a proveer liquidez entre las (contra)partes firmantes en contextos de incertidumbre y fortalecer consiguientemente las capacidades respectivas para enfrentar crisis de balanza de pagos, cambiarias y/o de deuda soberana [Antoniades, 2015:18], estos acuerdos supusieron –suponen, al constituir un proceso extendido hasta los días presentes- un avance del bilateralismo en la diplomacia monetaria y financiera internacional en detrimento del multilateralismo consagrado en las instituciones instauradas en las postrimerías de la Segunda Guerra Mundial (2GM): el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), en especial.<sup>5</sup>

Habida cuenta del carácter dinámico que signa al colectivo de estos instrumentos, existen diferencias entre instituciones, académicos y prensa especializada en lo que respecta a su número y magnitud. En nada facilita la ponderación del fenómeno de marras la naturaleza preeminentemente reservada de estos convenios. No obstante, estas contrariedades, se comenta a título general que, desde la eclosión de la crisis en 2007/2008 hasta mediados de 2020, se suscribieron más de 160 acuerdos de este tipo [Euguren

---

<sup>3</sup> *Bilateral agreement swaps (BSA)* o, simplemente *swaps*, según su denominación genérica en lengua inglesa. Estas denominaciones serán indistintamente adoptadas en el despliegue del trabajo.

<sup>4</sup> Apreciaciones semejantes pueden encontrarse en Papadia [2013], quien entiende que la red de *swaps* implicó un salto cualitativo en la cooperación de los bancos centrales.

<sup>5</sup> Las referencias a la diplomacia financiera y monetaria realizadas en este artículo descansan en las teorizaciones de Nicholas Bayne [2008]. Para el mencionado autor, el concepto bajo consideración remite a un área o dimensión específica de la política económica exterior por la cual los Estados canalizan sus relaciones financieras y monetarias externas.

Martin, 2020],<sup>6</sup> involucrando a más 50 economías y totalizando un monto acumulado superior a 3,6 billones de dólares (bdd)<sup>7</sup> [Mühlich *et al.*, 2020]<sup>8</sup>. A semejanza de buena parte de los procesos y fenómenos de la arena internacional, el estallido de la pandemia del COVID-19 en los primeros meses de 2020 reforzó las tendencias preexistentes en la materia, extendiendo y profundizando la firma de acuerdos bilaterales de divisas en tanto herramientas para enfrentar la incertidumbre y la volatilidad de los mercados [Posen, 2020; Wiggins, 2020].

En consideración de lo recién expuesto, el trabajo parte de la premisa de que este universo expansivo de *swaps* resulta un reflejo -y refuerzo, a su vez- de una realidad político-económica internacional en una crisis de transición, signada por la declinación generalizada de la hegemonía de EU, aunque persistente en lo que respecta a los asuntos monetarios y financieros, y la gravitación creciente de potencias otrora marginales -o marginadas, conforme la lectura de las Relaciones Internacionales (RRII) que se adopte-, en vastas dimensiones de la arena política y económica internacional, aunque sin llegar a subvertir el predominio del dólar estadounidense y de las plazas financieras preponderantes. Desde luego, la (re)emergencia de la República Popular China (RPCh)

---

<sup>6</sup> Cabe aclarar que esta cifra total, incluye tanto a los acuerdos originales como a sus renovaciones.

<sup>7</sup> A los efectos de despejar los problemas suscitados por el uso diferenciado de los “números múltiples de millón” entre diversos idiomas, se aclara en estas líneas que este artículo prosigue los lineamientos realizados por la Real Academia Española (RAE) sobre el particular. En tal sentido, se utiliza el término “billón” para dar cuenta de cifras que impliquen “un millón de millones”, es decir, 10.<sup>12</sup> Dicha cifra, conviene agregar, es traducida en inglés como “trillón”.

<sup>8</sup> Resulta pertinente marcar que algunas estimaciones presentan cifras diferentes. Si bien estas diferencias derivan en buena parte del carácter preeminentemente reservado de estos acuerdos, es dable señalar que algunas de ellas se explican por criterios de orden metodológico. Okamoto [2020], por ejemplo, estima que el total acumulado de *swaps* alcanza a los 7,3 billones de dólares al computar los montos comprometidos por todas las partes firmantes de los acuerdos y no solamente por aquellos que ofician cual ejes de liquidez de la red.

como protagonista decisivo de tal escenario global en transición se impone la expresión más acabada de este proceso.

En este contexto, resulta pertinente señalar que si bien los primeros acuerdos de intercambio de divisas tras la crisis financiera de 2007/2008 tuvieron a la Reserva Federal (Fed) de EU, como su promotor principal, la proliferación de iniciativas semejantes por parte del Banco Popular de China (BPCh) y de otras autoridades monetarias alrededor del mundo pusieron en evidencia el transitar hacia una arena monetaria y financiera internacional cada vez más compleja en la que concurren irremisiblemente fenómenos y procesos de disputa y cooperación.

La República Argentina, bien vale agregar, no quedó ajena a esta tendencia de orden sistémico. A tales efectos, debe evocarse que, desde la eclosión de la mencionada burbuja crediticia de EU, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) suscribió *swaps* con sus pares de Brasil y la RPCh. Estos últimos, conviene agregar, cobraron significativa importancia en el derrotero político-económico postrero del país al habilitar al BCRA de recursos capitales para la administración de las políticas monetarias y financieras nacionales en una espiral irresuelta de agudización del estadio de restricción externa. Tal situación quedó recientemente explicitada en la suscripción del último acuerdo (agosto de 2020), atravesada por el proceso de reestructuración integral de la deuda soberana argentina y el agravamiento de las derivaciones de la pandemia del COVID-19.

El propósito del presente artículo es indagar los alcances de la reforma sobre los sistemas monetario y financiero internacionales derivadas de la emergencia del complejo de acuerdos de intercambios de divisas. En términos específicos, el artículo se preocupa por escrutar las derivaciones de esta red de instrumentos sobre las condiciones de inserción económica internacional de los países de la periferia global, y de la República Argentina, en particular. En el desarrollo de tales objetivos, el artículo busca

echar luz sobre una serie de interrogantes, a saber: ¿Qué tipo de reforma sobre los sistemas monetarios y financieros internacionales trae aparejada la emergencia de la consabida trama de *swaps*? ¿Implican estos instrumentos la instauración de nuevas figuras de prestamistas de última instancia, y la reedición consecuente del problema del riesgo moral? ¿Qué incentivos y reticencias sopesan las autoridades monetarias y los decisores político-económicos últimos de los estados, por extensión, al momento de impulsar los acuerdos bilaterales de intercambio de monedas? ¿Por qué prefieren avanzar en la negociación e implementación de estos acuerdos en lugar de recurrir a las instituciones multilaterales ya establecidas? ¿Constituye la red emergente de *swaps* una ventana de oportunidad para los países de la periferia global al permitirles agenciar mayores márgenes de autonomía o se trata, por lo contrario, de una continuación de las restricciones y condicionamientos hacia los mismos bajo otros arreglos institucionales-normativos?

En el abordaje de los objetivos e interrogantes recién enunciados, el trabajo se asiste de contribuciones teórico-conceptuales acuñadas en marco del institucionalismo liberal de las Relaciones Internacionales (RRII) y de la Economía Política Internacional (EPI). Se entiende que estos aportes resultan oportunos para abordar el problema de investigación propuesto, ya que proveen marcos multidimensionales y comprensivos.

El ejercicio analítico desplegado en esta comunicación resulta de un proceso de investigación basado en un diseño de triangulación metodológica, al combinar técnicas de recolección y análisis de datos inherentes tanto al enfoque cualitativo como al cuantitativo. El universo de los casos aquí analizados se vale principalmente de las bases de datos construidas y publicadas a instancias del monitor de acuerdos bilaterales de bancos centrales del *Council on Foreign Relations* [CFR, 2019] y el de la red global de seguridad financiera [GFSNT, 2020] desarrollado por la Universidad de Boston, la

Universidad Libre de Berlín y la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (*UNCTAD*).

El artículo se desarrolla en cuatro apartados y reflexiones finales. El primero está dedicado a ampliar el andamiaje teórico-conceptual. En el segundo propone un recorrido histórico por los antecedentes históricos de estos instrumentos de cooperación monetaria. El tercer, avanza sobre los principales aspectos de los acuerdos constitutivos de la red emergente tras la crisis de 2007/2008. Después se realizan una serie de consideraciones respecto al modo en el que Argentina se insertó en el complejo de acuerdos *swaps*. Por último, reflexiones conclusivas.

### **1. Red de acuerdos internacionales de intercambio de divisas: aspectos teórico-conceptual del institucionalismo liberal**

Tal como se adelantó, el trabajo recurre a los aportes del institucionalismo liberal de las RRII y la EPI para abordar el alcance de las reformas sobre los sistemas monetarios y financieros internacionales producidas por la red de *swaps* construida tras la crisis global de 2007/2008. Lejanos tanto en objetivos como en posibilidades de realizar en este trabajo un recorrido detallado sobre la propuesta teórica referida, se limitan estas líneas a señalar que la misma identifica a los actores internacionales (estados, fundamentalmente) como egoístas racionales orientados a la maximización de intereses domésticamente definidos. Esto es, intereses que no responden a las características invariantes de la estructura internacional anárquica –a la “tercera imagen”, en términos neorrealistas de Waltz-, sino que son definidos conforme la configuración de los complejos políticos (*policy networks*) domésticos en determinada área y momento histórico particular [Rittberger, 2004:19]. A diferencia también del neorrealismo, con quien comparte la matriz racionalista y la identificación consecuente del Estado con la noción del *homo oeconomicus*, el

programa de investigación del institucionalismo liberal concibe que los actores se mueven preeminentemente en busca de ganancias (materiales y/o simbólicas) absolutas [Milner, 2009]. Precisamente, es esta noción de ganancias conjuntas la que habilita la cooperación -la instauración de instituciones, como corolario de ella- entre los actores en el escenario internacional.

En lo que respecta al objeto de investigación del presente trabajo, se indica que el entramado de *swaps* labrado tras la crisis de 2007/2008 se gestó como consecuencia de la advertencia por parte de diferentes actores -autoridades monetarias, en especial- de llevar adelante iniciativas conjuntas para sortear las externalidades negativas acarreadas por la crisis. En conformidad con los razonamientos de Liao y McDowell [2014: 6], se remarca que “a diferencia de otros acuerdos económicos bilaterales -los acuerdos preferenciales de comercio (APC), entre ellos-, los *swaps* no generan *prima facie* perdedores en los respectivos ámbitos domésticos. Cuando dos países firman un APC, los intereses de los actores orientados a la exportación se superponen a aquellos otros vinculados a los sectores competidores de bienes y servicios importados”.<sup>9</sup> Términos semejantes pueden señalarse en relación con el plano internacional. La negociación y firma de un acuerdo bilateral de intercambio de monedas no se hacen a expensas de otras.

Ahora bien, el reconocer a las ganancias absolutas como elemento catalizador de la cooperación monetaria a escala internacional no implica desconocer las asimetrías subyacentes entre los actores participantes. Del mismo modo, la ponderación de tales ganancias absolutas no significa entender que los frutos de la cooperación se repartirán equitativamente una vez iniciada la interacción cooperativa. Estas últimas observaciones resultan vitales para el abordaje de la problemática bajo análisis puesto que, si bien los

---

<sup>9</sup> Traducción propia.



*swaps* se presentan en términos ideales como instrumentos simétricos, lo cierto es que en la práctica implican una relación crediticia tradicional, en la cual confluyen actores con excedente de capital y otros con necesidades crediticias [Gros y Capolongo, 2020]. En este mismo orden y dirección, se indica que los acuerdos temporales de cambio recíproco ponen en evidencia la consumación de una doble coincidencia entre “a) Un agente económico, gobierno o empresa, con fondos en exceso y disposición para acordar su intercambio por fondos expresados en otra divisa, a tasa de cambio y durante un período por acordar; y b) otro agente económico, gobierno o empresa, con necesidades de financiamiento en moneda extranjera y dispuesto a ofrecer fondos en moneda local para su intercambio por divisas. (...) De esta manera, no se utiliza intermediario financiero, lo que facilita su operatividad y reduce los costos de la transacción realizada en divisas” (Hurtado Briceño y Zerpa de Hurtado [2020: 85]).

Llegado este punto, conviene realizar un par de consideraciones respecto a las diferentes instancias o etapas que constituyen la operatoria de estos instrumentos. A tales efectos, se advierte que una vez finalizada la negociación y la entrada en vigor, los acuerdos de intercambio de divisas se hallan en condiciones de ser activados por alguna(s) de la(s) parte(s) en conformidad con los tiempos y montos allí dispuestos. Tal como explica Edwards [1985], cuando un *swap* se activa, las partes intervinientes en el convenio intercambian sus respectivas monedas, o bien la moneda de una de las partes por una divisa constitutiva de las reservas de la otra (dólar estadounidense, por antonomasia). Durante el período en que el acuerdo se encuentra activo, la parte que solicitó su instrumentación debe pagar a la otra una tasa de interés determinada. De modo general, se trata de una tasa de referencia internacional.<sup>10</sup> Una vez cumplidos los plazos dispuestos en el

---

<sup>10</sup> A modo ilustrativo, se advierte que la línea de *swap* entre la FED y el Banco Central Europeo (BCE) vigente en 2020 establecía el *overnight index swap (OIS)* como tasa de referencia, a la cual se agregaba un extra de 25 puntos básicos [Gros y Capolongo, 2020].

convenio, el *swap* se revierte. En esta última etapa, las autoridades monetarias restituyen la misma cantidad de monedas al tipo de cambio de la transacción inicial. En continuidad con la línea argumental recién enunciada, resulta pertinente agregar que “durante el plazo de duración del *swap*, el banco central que actúa como acreedor mantiene las divisas recién adquiridas mientras que el banco central que activó el crédito utiliza los fondos recién adquiridos para satisfacer sus necesidades financieras. Por lo tanto, aunque mecánicamente son un poco más complicados, los *swaps* de divisas funcionan como préstamos garantizados”<sup>11</sup> [McDowell, 2019:124].

Conforme se dijo, el complejo de acuerdos de intercambio de divisas contemporáneo surgió como una respuesta de la diplomacia monetaria y financiera a las contrariedades las instituciones internacionales históricas para proveer orden a la realidad político-económica global tras el estallido de la crisis en 2007/2008. Esta referencia a la noción de diplomacia monetaria y financiera se corresponde con lo expuesto en Fernández Alonso [2018:51], al advertir que la negociación e implementación de los *swaps* resultaron de un “conjunto de acciones y/o discursos proyectados por los decisores nacionales en vistas a captar y/o suministrar recursos e instrumentos financieros del ámbito internacional”.

La gestación de estas innovaciones institucionales en el cénit de la crisis no devino casual. Según Bayne [2008], la diplomacia económica -la vinculada a las áreas monetarias y financieras, en particular- tiende a desplegar su mayor dinamismo y capacidad creativa en coyunturas críticas. Siguiendo con las formulaciones del precitado autor sobre el particular, puede señalarse que los tratos y ejecución de los *swaps* se inscriben en intrincados procesos en el que concurren intereses y maniobras de una pluralidad de referentes y agencias político-burocráticas al interior de cada uno

---

<sup>11</sup> Traducción propia.

de los Estados u unidades político-económicas participantes: bancos centrales, ministerios de Economía y/o Finanzas y de Relaciones Exteriores, mandatarios, cuerpos legislativos, entre otros [Bayne, 2008].

De acuerdo con Bayne y Woolcock [2011], todas las iniciativas de la diplomacia económica contemporánea -los acuerdos de intercambio de divisas, como expresión cabal de ellas- procuran responder a tres tensiones fundamentales. En primer término, buscan resolver la tensión entre la economía y la política, llevando adelante esfuerzos para subvertir los obstáculos políticos a la cooperación económica internacional. En segundo lugar, las empresas inherentes a la diplomacia económica contemporánea procuran sortear las eventuales pugnas entre las demandas de orden domésticas e internacionales, consensuando para ello posiciones en el foro nacional para poder desplegarlas luego en las instancias negociadoras externas. Finalmente, las manifestaciones propias de las diplomacias económicas proyectan conciliar las tensiones entre el gobierno y otras fuerzas, preocupándose por atender y/o asimilar las demandas de diferentes sectores y actores en tanto pilares de las relaciones económicas nacionales e internacionales.

Tales tensiones son ciertamente atendidas en la negociación e instrumentación de los *swaps*. Según exponen McCauley y Schenk [2020:17], “los acuerdos de intercambio de monedas tienen cuatro objetivos alternativos. Primero, pueden proveer de activos necesarios para la intervención de un banco central en el mercado de divisas o redistribuir el riesgo cambiario después de dicha intervención. En segundo lugar, pueden proporcionar recursos requeridos para líneas de crédito en moneda extranjera (denominadas como líneas de redescuento o ventanilla de descuento), satisfaciendo las necesidades de los bancos con acceso limitado a créditos en divisas. En tercer lugar, pueden financiar operaciones para evitar que el incremento de tasas de interés internacionales incite un alza pronunciada de las tasas locales. Finalmente, los *swaps* también pueden servir como una operación

de financiamiento “puente” en la espera de la instrumentación de un paquete crediticio multilateral liderado por el FMI”.<sup>12</sup>

En recurso de las formulaciones teóricas de Koremos, Lipson y Snidal [2001] en torno al diseño racional de las instituciones internacionales, se advierte que la red de *swaps* surgida tras la crisis se erigió sobre una lógica diferente a la subyacente en los organismos multilaterales de crédito y demás mecanismos de financiamiento contingente hasta entonces instrumentados. Conforme exponen estos autores, todas las instituciones internacionales -definidas como arreglos explícitos, negociados entre actores internacionales, que prescriben y/o autorizan comportamientos-, pueden ser analizadas en función de las preferencias estratégicas adoptadas por sus promotores en torno a cinco dimensiones específicas: membresía, alcance, centralización, control y flexibilidad [Koremos *et al.*, 2001:763].

En este marco, puede repararse que a diferencia de las instituciones internacionales crediticias multilaterales y/o regionales, los *swaps* revisten una membresía y alcance acotados. De carácter preeminentemente bilateral, los convenios de intercambio de monedas rehúsan toda pretensión universal como así también de avanzar sobre otras materias o asuntos que excedan la cooperación monetaria y financiera. Por otra parte, puede notarse que la red de acuerdos de intercambio de monedas emergente tras la crisis de 2007/2008 ostenta una baja centralización, al hacer descansar toda su estructura y dinámica en la voluntad misma de los participantes, muy particularmente de la FED y del BPCh, quienes operan como los grandes ejes acreedores de la consabida red. Como contracara de ello, el complejo de acuerdos de intercambio de divisas permite un alto control por parte de los actores participantes lo cual es acompañado por un alto componente de flexibilidad.

---

<sup>12</sup> Traducción propia.

Estos caracteres, resulta imperioso agregar, habilitan canales propicios para que los Estados que actúan como los nudos centrales de la red de *swaps* hagan valer su *statecraft* financiero, entendido como el uso de la capacidad de un actor para direccionar el crédito, las inversiones y las políticas monetarias en el ámbito internacional a los fines de consumir objetivos específicos de su política exterior [Armijo y Katada, 2014]. Según amplían los autores recién referidos, el *statecraft* financiero puede ser instrumentado conforme dos lógicas diferenciadas, a saber: por una parte, un Estado puede desplegar maniobras de *statecraft* financiero en vistas a proteger el *status quo* y la autonomía en su política doméstica; por otra parte, un Estado puede desarrollar acciones de *statecraft* en busca de cambiar el comportamiento de otro -sea por coerción o sea por soborno- o alterar las estructuras y dinámicas económicas y políticas del sistema financiero internacional en su conjunto (lógica ofensiva o de “espada”). Según las teorizaciones de Armijo y Katada [2014], la primera de las lógicas mencionadas puede catalogarse como “defensiva o de escudo”; mientras que la segunda como “ofensiva o de espada”.

Por último, y en consideración de la tipología propuesta por McDowell [2015] sobre el particular, se advierte que la red de *swaps* constituida tras la crisis financiera global reviste una trama densa, al reportar la existencia de vinculaciones múltiples entre un universo expansivo de actores. Este tipo de trama de red se contrapone con aquel otro categorizado como de “trama dispersa” (en el que un solo actor provee financiamiento contingente a otros) y el de “piscina(s) de liquidez” (en el que diversos actores constituyen un fondo de contingencia con posibilidades de ser utilizado por todos). Sin perjuicio de lo antedicho, conviene subrayar que estas vinculaciones cooperativas monetarias surgidas tras la crisis de 2007/2008 no siguen un esquema denso en el que todos los actores se relacionan entre sí, sino otro signado por una bipolaridad no excluyente. Esto es así ya que la negociación y suscripción de un acuerdo de liquidez con un polo de liquidez (la

FED o el BPCh), no implica impedimento o inhibición a hacerlo con otro.

## **2. Acuerdos internacionales de intercambio de divisas: antecedentes históricos**

La identificación de la red de *swaps* como resultante de la crisis global de 2007/2008 no debe conllevar a desconocer el historial cuasi centenario del diseño e implementación de los instrumentos que operan como su base. A tales efectos, se reconoce importante mencionar que, en mayo de 1917, la FED y el Banco de Inglaterra firmaron el primer acuerdo de esta naturaleza mediante el cual se comprometieron a abrir “cuentas espejos” entre sí, nominadas en sus respectivas monedas. Junto a ello, se comprometieron a custodiar mutuamente los libros contables de tales cuentas, lo cual (re)aseguraba la gestión compartida del mecanismo cooperativo. A la firma del acuerdo con la autoridad monetaria inglesa, le siguieron otros semejantes con el Banco de Francia, el Banco de Italia y el Banco de Japón. Como bien repara Potter [2018], la suscripción de estos primeros *swaps* entre bancos centrales se circunscribió en las semanas inmediatas posteriores al ingreso de Estados Unidos (EU) a la Primera Guerra Mundial (1GM). Conforme sus palabras: “las autoridades de la FED ponderaron la utilidad de estrechar relaciones con bancos centrales extranjeros a los fines de facilitar las transacciones derivadas de las necesidades y condiciones de la guerra, incluidos los cobros de las exportaciones estadounidenses, el financiamiento de la deuda pública en tiempos de guerra y las transferencias de oro” [Potter, 2018:1]. En función de ello, “estos primeros acuerdos sirvieron para proyectar el liderazgo global de la Reserva Federal recién constituida y asentar el rol del dólar como moneda de reserva internacional” [Potter, 2018:1]. En refuerzo de tal línea argumental, Einchengreen y Flandreau [2012] reparan que, si bien por entonces EU se había constituido en la economía más grande

del mundo, la posición internacional del dólar distaba de desempeñar un rol de liderazgo. Lo propio podía señalarse respecto a Nueva York como plaza financiera a escala mundial.

Estas primeras experiencias de cooperación entre las autoridades monetarias motorizaron el sistema monetario internacional durante el período bélico, mas fueron paulatinamente desactivadas tras la finalización de la guerra y la agudización de la crisis del patrón oro. Tal como señalan McCauley y Schenk [2020], luego de un letargo sostenido por décadas, los acuerdos de intercambios de moneda cobraron un nuevo auge durante los primeros años de 1960. Al igual que lo acontecido a inicios de siglo, el nuevo contingente de acuerdos fue promovido por la FED. En este contexto, los convenios de cooperación entre las autoridades monetarias fueron movilizados para proteger la estabilidad del dólar -y del patrón dólar-oro, por extensión- en un escenario signado por presiones especulativas [Bordo, Humpage y Schwartz, 2014]. Llegado a este punto, resulta pertinente recordar que desde 1950, EU venía registrando *déficits* en su Balanza de Pagos lo cual implicaba, a la postre, un incremento de reservas en dólares de los países europeos y Japón. La agudización de este fenómeno conllevó a que, en agosto de 1960, el total de dólares en poder de actores alrededor del mundo superara al *stock* de oro de EU. Tal circunstancia, analizada por Triffin (1960), suscitaba sendos desafíos a las capacidades de este país de cumplir con el compromiso de convertir dólares en oro a la razón inalterable de 35 dólares por onza. En rigor, la regla de base del patrón monetario instituido en Bretton Woods.

El primer acuerdo firmado por la FED en este segundo ciclo de *swaps* fue con el Banco Central de Francia en febrero de 1962. A fines de ese año, la FED había suscrito acuerdos de intercambios de divisas con autoridades monetarias de otros ocho países, a saber: Austria, Bélgica, Canadá, Inglaterra, Alemania, Italia, Países Bajos y Suiza. Para 1971, estos convenios alcanzaban a 14 autoridades monetarias. En forma complementaria, la FED firmó

por aquellos años dos líneas de *swaps* con el Banco Internacional de Pagos (*BIS*, por sus siglas en inglés), una nominada en Francos suizos y la otra en monedas europeas en forma alternativa. Según explican Bordo, Humpage y Swchatz [2014], la red de acuerdos de intercambio de monedas labrada por la FED durante los 60 permitió que se descomprimieran, al menos durante los primeros años, las operaciones contra el dólar y, consiguientemente, las presiones sobre las reservas de oro del Tesoro de EU. Esto era así, ya que, mediante estos acuerdos, los bancos centrales que operaban como contrapartes de la FED se garantizaban una operación de cobertura para sus reservas nominadas en dólares, las cuales podrían cambiarse en un período definido a un tipo de cambio conocido y garantizado. En este sentido, y conforme advertía Makin [1971], al eliminar la exposición de los bancos centrales firmantes al riesgo cambiario, los *swaps* mitigaron las urgencias de los mismos por cambiar dólares “no deseados” por oro.

En consideración de los objetivos y del marco teórico-conceptual que sustenta este trabajo, debe señalarse que los anuncios de las firmas de *swaps* y de las sucesivas renovaciones y/o ampliaciones durante la década del sesenta evidenciaron el compromiso de las autoridades monetarias signatarias de los mismos por cooperar en la preservación de los basamentos del orden de Bretton Woods en tanto ponderaban los beneficios del patrón monetario de posguerra. Si bien la FED tenía incentivos significativos en motorizar la firma de los *swaps* -la preservación del “señoreaje” del dólar y el freno a la salida de oro del Tesoro, entre los de mayor peso-, no debe desconocerse que sus contrapartes también tenían los propios. En palabras de Bordo *et al.* [2014:11], “la mera existencia de estos acuerdos hacía más costosas las operaciones de especulación contra las monedas de los países que incurrían en un desequilibrio eventual en su balanza de pagos”.

Por otra parte, y en vinculación con las formulaciones teóricas en torno al diseño racional de las instituciones internacionales, conviene reparar que un año antes del inicio del nuevo ciclo de



*swaps*, el Tesoro de EU había implementado un Fondo de Estabilización para intervenir en los mercados cambiarios. Pero esta herramienta de política económica, con montos relativamente limitados y bajo la supervisión del Congreso, presentaba sendas contrariedades en su instrumentación. En este marco, se valoraron los acuerdos de intercambio de monedas de la FED, signados por la flexibilidad y discrecionalidad. Del mismo modo, e intrínsecamente vinculado a los incentivos que conducen a la cooperación institucionalizada, conviene tomar nota sobre los actores con los cuales se privilegió avanzar en la firma de acuerdos y con quienes no. En este punto, deviene imperioso indicar que, durante la década de 1960, la autoridad monetaria norteamericana denegó las peticiones de los bancos centrales de Irlanda y Venezuela para suscribir *swaps*. Según las argumentaciones forjadas por la FED, los niveles relativamente bajos de intercambios comerciales y financieros con la primera y el incumplimiento de la segunda con el artículo VIII del Convenio de FMI sobre la conversión de monedas, hacían inoportuno avanzar en un acuerdo de intercambio de monedas [Bordo *et al.*, 2014:5]. Dicho en otros términos, la FED no procuró trenzar vinculaciones de cooperación monetaria con todos los actores de modo indiscriminado, sino que sospesó la firma de *swaps* con aquellos actores que identificaba operativos a sus incentivos.

Como es sabido, el repudio unilateral a la conversión del dólar en oro decretado por la administración Nixon en agosto de 1971 marcó el fin *de facto* del orden de Bretton Woods. De acuerdo con el diagnóstico de la mencionada administración, los desequilibrios en la Balanza de Pagos arrastrados por el país desde hacía años resultaban cada vez más onerosos, por lo que debía de propiciarse una reestructuración de la economía internacional, tanto en términos institucionales como de dinámica. El entramado de *swaps* labrado hasta entonces por la FED no quedó ajeno a esta resolución disruptiva. En efecto, como consecuencia del fin del esquema de conversión, los *swaps* perdieron entidad en tanto

barreras institucionalizadas para frenar el drenaje del *stock* de oro de EU, más no como instrumentos contenedores de las tensiones cambiarias a escala internacional. De ahí pues, que los diferentes actores que habían firmado *swaps* decidieran continuar su operatividad durante los años subsiguientes. Aunque ello, con modificaciones contractuales por las que las autoridades monetarias signatarias se comprometían a compartir los beneficios y las pérdidas eventuales por un reajuste significativo del valor de una moneda alcanzada en el *swap*.

En las décadas siguientes, los instrumentos bajo análisis cayeron nuevamente en desuso. De hecho, y conforme explica Perry [2020], a fines de 1998, la FED puso fin oficialmente a la red de *swap*, con excepción de los acuerdos suscritos con los bancos centrales de Canadá y México. Tal repliegue de la cooperación monetaria mediante la firma de *swaps* puede ser interpretado como el resultado de dos fenómenos concurrentes: por una parte, la creencia por parte de las autoridades político-económicas de EU respecto a que los beneficios inherentes de los *swaps* no superaban a los costos de los mismos; por otra parte, la difusión cada vez más extendida de los llamados a la independencia de los bancos centrales y a la retracción consecuente de intervención en los mercados cambiarios bajo un sistema monetario internacional de libre flotación.

Recién en los albores del siglo XXI, los acuerdos de intercambio de monedas cobraron un nuevo impulso. A diferencia de las experiencias anteriores, la primera iniciativa en este contexto provino del Sudeste Asiático, una región atravesada por una de las grandes crisis financieras del último lustro de la década de 1990. A tales efectos, se indica que en mayo del año 2000, los ministros de Finanzas de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) resolvieron lanzar la denominada “Iniciativa Chiang Mai” (ICM) junto a sus pares de la RPCh, Japón y Corea del Sur. Tal como sostienen Brenta y Larralde [2019], la ICM tenía dos objetivos centrales: por una parte, expandir el Acuerdo de

Intercambio de Monedas entre los países de ASEAN (ASA, por sus siglas en inglés) vigente desde 1977; por otra parte, crear una red de acuerdos bilaterales entre ASEAN y los tres Estados recién mencionados. Instituido como una respuesta a la crisis que había sacudido a esta región en los años anteriores, el acuerdo disponía que “en caso de problemas de liquidez en moneda extranjera, un banco central tenía derecho a canjear su moneda propia por monedas de uso internacional (dólar estadounidense, yen japonés, euro, entre otras) que el resto de los países del ASEAN aportaría. El canje se podía realizar por un período de hasta seis meses, prorrogable por otros seis, y por un monto máximo de hasta dos veces su compromiso asumido en el ASA. Estas operaciones de *swap* de monedas conllevaban el pago de intereses a la tasa LIBO” [Brenta y Larralde, 2019:66-67].

En el ámbito bilateral, los *swaps* tuvieron expresiones circunstanciales -aunque significativas- durante los primeros años del siglo XXI. Al respecto, deviene pertinente marcar que tras los atentados terroristas perpetrados en EU el 11 de septiembre de 2001, la FED suscribió acuerdos de contingencia con el BCE y el Banco de Inglaterra por 50 mil millones de dólares (mmdd) y 20 mmdd, respectivamente. Asimismo, esta autoridad monetaria procedió a ampliar la línea de crédito con el Banco de Canadá, de 2 mmdd a 10 mmdd (Chey, 2012). Orientada a prevenir problemas de liquidez ante una perturbación eventual de los mercados, esta respuesta inmediata de la FED tuvo una existencia breve. En efecto, tanto los nuevos acuerdos como la ampliación del existente perduraron sólo 30 días, conforme la letra de los convenios (Perry, 2020). La decisión de la FED de no extender en tiempo estos instrumentos se dio tras la evaluación negativa en torno a su demanda y operatividad -solamente el BCE había solicitado la activación del mismo por 23,5 mmdd- y la advertencia de que los ataques terroristas no habían redundado en las distorsiones previstas originalmente [FED, 2005].

Como oportunamente se dijo, fue recién tras el estallido de la crisis de las *subprime* en EU en agosto de 2007 y su expansión mundial en los años siguientes que los acuerdos de intercambio de monedas reportaron una remozada intensidad. El próximo apartado avanza procura avanzar sobre los alcances y derivaciones de este fenómeno.

### **3. Incentivos y prácticas de la FED y el BPCCh: entre la inercia hegemónica y el ajuste desde los márgenes**

Frente a la escalada de la crisis y la retracción consiguiente de la liquidez en el escenario internacional, los tomadores de decisiones de las instituciones político-monetarias más gravitantes de la arena económica mundial se reconocieron urgidos por ensayar respuestas de gran calado. En este sentido, y en sintonía con lo apuntado en las líneas iniciales, se evoca que la crisis no sólo implicó una destrucción de valor de insondable dimensión, sino también una “ventana de oportunidad” para la innovación institucional, muy particularmente para la vinculada a la diplomacia monetaria y financiera. En este orden de ideas, puede advertirse que soluciones que habían resultado desvaloradas -o vedadas, inclusive- antes del estallido de la crisis, comenzaron a ser sopesadas de forma positiva en los años siguientes.

Según se adelantó, el entramado de *swaps* labrado luego de la crisis de 2007/2008 registró la participación de decenas de instituciones monetarias distribuidas alrededor del globo, aunque aglutinadas alrededor de dos ejes o fuentes de liquidez principales: la FED y el BPCCh. Habida cuenta de los posicionamientos y derroteros diferenciados en las estructuras y dinámicas de la política y la economía internacionales, estas entidades operaron con incentivos y cursos de acción diferente. Atento a la importancia que estas motivaciones y prácticas divergentes tuvo -y tiene- sobre la configuración de la trama de *swaps* y sobre la administración de los ajustes y/o reformas de los sistemas

monetario e internacionales en los años postreros y venideros - sobre todo, para las condiciones de inserción de los Estados de la periferia global-, se disponen los párrafos siguientes a dilucidar los patrones seguidos por la FED y el BPCh en la negociación y firma de los acuerdos bajo escrutinio.

### **- La red de acuerdos de intercambio de monedas con la FED**

Pese a las reticencias sostenidas durante los años precedentes conforme el mandato de no generar distorsiones en los mercados, la (re)valorización de los *swaps* como herramientas óptimas para hacer frente a la crisis en ciernes agenció rauda aceptación en las discusiones al interior de la Comisión de Operaciones de Mercados Abiertos (*FCOM*, por sus siglas en inglés), último órgano de decisión de la FED.<sup>13</sup> A tales efectos, es de notar que el 12 de diciembre de 2007 -esto es, a cuatro de la eclosión de la crisis de las *subprime*<sup>14</sup>-, la autoridad monetaria de EU anunció que la suscripción de *swaps* con el BCE y el Banco Nacional de Suiza (BNS), por un monto de 20 y 4 mdd, respectivamente. Según los términos contractuales, estas líneas de liquidez contingente tendrían una validez por seis meses, pudiendo ser renovadas si las entidades que intervienen consideraban pertinente.

---

<sup>13</sup> Un exhaustivo análisis respecto al proceso de toma de decisiones de la Reserva Federal en torno a la negociación y firma de los *swaps* puede encontrarse en Judge [2016].

<sup>14</sup> De acuerdo con la lectura de la *mainstream*, si bien durante 2006 y los primeros meses de 2007 se habían computado problemas en los mercados de vivienda y una merma en la demanda de instrumentos con activos subyacentes de hipotecas, el desencadenante de la crisis fue la decisión de BNP Paribas de suspender temporalmente a partir del 7 de agosto de 2007 las suscripciones y los reembolsos en tres de sus fondos de inversión a causa de una ausencia de precios de referencia y una falta de liquidez casi total de los activos que formaban parte de las carteras de dichos fondos. Este anuncio hizo que las instituciones financieras reevaluaran sus riesgos crediticios, en sus posiciones en inversiones vinculadas al mercado hipotecario norteamericano, en particular, todo lo cual precipitó un aumento de la demanda por liquidez y, tras ello, de las tasas de interés interbancarias.

Ante la agudización de la crisis evidenciada por la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, el FCOM autorizó al Subcomité de Operaciones de Monedas Extranjeras a “celebrar acuerdos de intercambio de divisas con bancos centrales extranjeros según sea necesario a los fines de enfrentar las tensiones en los mercados monetarios de otras jurisdicciones” [FED, 2008].<sup>15</sup> Apenas dos días después de la mencionada resolución, la FED anunció una más que quintuplicaban de los montos habilitados en los acuerdos con el BCE y el BNS, los cuales pasaron a totalizar 110 y 27 mmdd, respectivamente [Perry, 2020:742]. Adicionalmente, la FED firmó por aquellos días nuevos *swaps* con el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco de Canadá.<sup>16</sup> A estos instrumentos, se le sumaron posteriormente los firmados con las autoridades monetarias de Australia, Dinamarca, Noruega y Suecia. Finalmente, en los últimos días de octubre de 2008, la FED anunció la apertura de líneas de créditos de intercambio recíproco con otras cinco entidades: el Banco de Brasil, el Banco de Corea del Sur, el Banco de México, el Banco de Nueva Zelanda y la Autoridad Monetaria de Singapur. De acuerdo con Aizenman, J. y Pasricha [2010], estos últimos convenios se constituyeron en un hito en la historia de la FED pues fue la primera vez en que esta institución resolvió officiar sistémicamente como prestamista de última instancia de países con economías emergentes.<sup>17</sup> Ambos autores ponen énfasis en el componente sistémico ya que no debe dejar de olvidarse que desde la década de los años de 1990, la FED había sostenido una línea

---

<sup>15</sup> Traducción propia.

<sup>16</sup> Concretamente, las líneas de crédito disponían el intercambio máximo de divisas contingente de hasta 60 mmdd (Banco de Japón), 40 mmdd (Banco de Inglaterra) y 10 mmdd (Banco de Canadá). Estos acuerdos, por otra parte, tendrían una vigencia de casi cinco meses, pudiéndose ser renovados.

<sup>17</sup> Tal como marca Sahasrabudhe [2019], a pesar de que Corea del Sur y Singapur no eran considerados como “Economías emergentes” en 2008, eran indistintamente referidos como tales en las deliberaciones del FCOM alrededor de los *swaps*.

de crédito con México; un país vecino y socio comercial de significación.

Para poner en dimensión la magnitud de la red de *swaps* labrada por EU, baste señalar que en diciembre de 2008, el monto total de los dólares habilitados por la FED en los catorce instrumentos negociados y firmados superaba los 580 mmdd, lo cual representaba el 25% de sus activos por aquel entonces [Fleming y Klage, 2010:5]. Si bien durante el 2009, la FED decidió no renovar automáticamente ciertos convenios, el desencadenamiento de las crisis de deuda soberana en la periferia de la Eurozona concitó una reversión y los catorce acuerdos fueron rehabilitados conforme la letra de los convenios originales.

Mucho se ha escrito y dicho respecto a los incentivos de la FED para erigir esta trama de acuerdos bilaterales de intercambio de monedas a su alrededor. La mayor parte de la producción académica sobre el particular asocia estos incentivos con el papel predominante del dólar en las estructuras y dinámicas de la economía internacional; el “privilegio exorbitante”, en palabras del ex ministro de Finanzas de Francia Valéry Giscard d’Estaing. Tal como remarca Cohen [2013], la hegemonía del dólar en las diferentes transacciones de la arena económica internacional conlleva múltiples beneficios a EU . De todos ellos, el referido autor rescata los grandes beneficios de las instituciones financieras estadounidenses por financiar las operaciones comerciales, de inversión extranjera directa (IED), de cartera, entre otras. Esta observación, se corresponde con las premisas de Strange [1988: 24-25] de entender el predominio del dólar como una manifestación del poder estructural de EU, entendido como “el poder de decidir cómo las cosas serán hechas, el poder de configurar los marcos en los cuales los Estados interactuarán unos con otros”.<sup>18</sup> En este punto, resultan capitales las observaciones de

---

<sup>18</sup> Traducción propia.

McDowell [2019] cuando sostiene que mientras la economía de Estados Unidos se benefició -y beneficia- del papel preponderante del dólar, otros países deben enfrentar dos grandes dificultades: por una parte, el riesgo cambiario; por la otra, la vulnerabilidad a las interrupciones del crédito.

En relación con lo antedicho, ha de subrayarse junto con Allen y Moessner [2010] que, en condiciones normales, los bancos comerciales resuelven las demandas de liquidez en moneda extranjera a través de los mercados de divisas; no obstante, en contextos de *stress* financiero, tal posibilidad se reconoce limitada -o anulada, inclusive- habida cuenta de la retracción de la oferta de estos activos. En este escenario crítico, los actores que requieren tales activos comienzan a registrar un sinnúmero de desafíos para sostener sus operaciones, pero inmediatamente, los mismos se expanden al resto de actores, constituyéndose en riesgos sistémicos. Como se dijo previamente, la crisis de las hipotecas *subprime* alertó sobre la alta exposición de ciertos grandes bancos internacionales -norteamericanos y europeos, en lo fundamental- a activos harto riesgosos, todo lo cual afectó a las tasas interbancarias y a la liquidez a escala internacional. Precisamente fue mediante la provisión de los *swaps* que la FED procuró despejar los desafíos generados por la crisis en determinadas economías, reservando para los organismos multilaterales de crédito tradicionales en los que EU tiene papel decisivo -el FMI, en lo fundamental-, la administración de liquidez para otros actores.

De acuerdo con Allen y Moessner [2010], las líneas de *swaps* tendidas por la FED pudieron sortear eficientemente los desafíos de liquidez abiertos por las crisis al proveer activos en forma rápida, ampliar los límites de los créditos con flexibilidad y escoger estratégicamente a las contrapartes. En función de ello, concluyen que la actuación de la EU alrededor de los *swaps* alentó el atractivo del dólar como medio de intercambio en el comercio y de reserva en materia de inversión. Esta evaluación positiva es compartida por Broz [2015], quien entiende que, con su programa



de *swaps*, la FED evidenció ante el resto de los actores que operan en la arena monetaria y financiera internacional su determinación para ordenar las estructuras y dinámicas globales. Del mismo modo, sentencia que de no haber proyectado la FED su red de *swaps*, la crisis financiera global hubiese sido mucho más rauda. Al momento de explicar la selección de las contrapartes de la FED, estos autores ponderan variables de corte netamente económico. En este orden de ideas, se indica que Allen y Moessner [2010] encuentran que la provisión de créditos de la FED marcó una alta correlación con el tamaño de las plazas financieras que operan en las contrapartes de los acuerdos. Broz [2015], por su parte, considera que la definición de los actores con los cuales la FED trabó una relación de cooperación vía acuerdo de intercambio de monedas estuvo basada en el criterio del grado de exposición de los bancos estadounidenses en cada plaza en particular. En otras palabras, la FED avanzó en la negociación y firma de acuerdos con aquellos pares en los que los bancos de EU se reconocían más expuestos a pérdidas.

Tales perspectivas positivas no son compartidas por todos los investigadores que abordaron esta problemática. Lo propio puede señalarse en relación con el diagnóstico respecto a la selección de los actores que oficiaron como recipiendarios *de facto* en los *swaps* negociados y firmados por la FED. En este marco, comienza por rescatarse el trabajo de Perry (2020) quien repara que la autoridad monetaria norteamericana recurrió a normativas de discutible legitimidad para actuar discrecionalmente y sin tener que sujetarse a la supervisión del Congreso, todo lo cual generó mayor obscuridad en la administración monetaria a nivel nacional e internacional. Dentro de las perspectivas críticas, se ponen también en consideración las contribuciones de Sahasrabuddhe [2019: 2] al afirmar que la FED eligió estratégicamente a sus contrapartes –a los Estados emergentes, en particular– “para reforzar sus alianzas en la economía global, que habían ganado una mayor voz en el marco de la gobernanza económica global y que estaban alineados

con las preferencias de EU en materia de no reforma de la gobernanza”.<sup>19</sup>

En continuidad con lo observado en el apartado anterior, se sostiene que la identificación de las contrapartes de los *swaps* provistos por la FED resulta tan importante como la de aquellos a los cuales esta institución monetaria les vetó este canal de cooperación. En este marco, se impone importante notar que la FED rechazó las solicitudes de siete autoridades monetarias para concretar en los años inmediatos posteriores al estallido de la crisis: Chile, República Dominicana, Islandia, India, Indonesia, Perú y Turquía [Prasad, 2014: 207]. Tal como señala Perry [2020: 743-744], la negativa a extender las líneas de crédito a otras autoridades monetarias se justificó en el temor de los miembros del FOMC a transformar el programa de *swaps* en una “pendiente resbaladiza” la cual terminara por exacerbar los riesgos crediticios en dichas economías y concitara consiguientemente presiones para expandir aún más los montos comprometidos. Sin perjuicio de lo antedicho, y en consideración del entramado teórico-conceptual que estructura este trabajo, se sostiene que la negativa de la FED a conceder líneas de liquidez a otros actores puede ser interpretado como un mecanismo de EU para articular una estrategia de *statecraft* financiero de corte defensivo. Esto es así ya que la discriminación de la FED de actores evidenció -evidencia- que no la misma no está dispuesta a asistir a todos los actores que soliciten llevar adelante acciones de cooperación, sino a aquellos que le garanticen una estabilidad de las entidades bancarias estadounidenses, al desempeño económico doméstico y al *status quo* del papel del dólar a escala global [Sahasrabuddhe, 2019].

La estructura de la red de *swaps* constituida a instancias de la FED de EU se mantuvo relativamente estable en el transcurrir de los años, reportando cierto repliegue en términos de acuerdos vigentes

---

<sup>19</sup> Traducción propia.

-y montos de liquidez habilitados, por extensión-, al promediar la segunda década del siglo XXI. Esto es, en el escenario en los que los tomadores de decisiones de la FED consideraron superadas las derivaciones de las crisis de la *subprime* y de la Eurozona. Ahora bien, las incertidumbres abiertas tras la expansión y profundización de la pandemia concitada por el COVID-19 rehabilitó la red de *swaps* con las mismas contrapartes, aunque con mayores recursos y nuevas facilidades. En este marco, se indica que algunos de estos instrumentos -los suscritos con las entidades de mayor gravitación- fueron recategorizados como “ilimitados”, tanto en términos de activos disponibles como temporales. Adicionalmente, en marzo de 2020, la FED inauguró un mecanismo de acuerdo de recompra temporal para las autoridades monetarias extranjeras mediante el cual se habilitó la posibilidad de ofrecer liquidez en dólares a cambio de bonos del Tesoro de EU en poder de las mismas [Eren *et al.*, 2020].

### **- La red de acuerdos de intercambio de monedas con el BPCh**

En lo que respecta al entramado de *swaps* negociados y firmados por el BPCh, debe comenzar por señalarse que el mismo se inscribe como uno de los capítulos centrales de la internacionalización del Renminbi (RMB), planificada e instrumentada de forma paulatina y parcial desde inicios de los años de 1990 [Brenta y Larralde, 2019]. La identificación de los acuerdos de marras como partes constitutivas de un proceso de mayor alcance y complejidad no resulta menor al tener una fuerte incidencia sobre los incentivos y patrones discursivos y de acción de la RPCh alrededor de los mismos. En este contexto, deviene imperioso destacar que a diferencia del carácter preminentemente precautorio que signó a los acuerdos promovidos por la FED en el transcurso de su historia, los *swaps* impulsados por el BPCh se erigen conforme una serie de objetivos motores diferenciales.

Según Minqi [2016], las previsiones originales de dicho programa de internacionalización monetaria postulaban una extensión temporal más prolongada; empero, la crisis financiera global de 2007-2008 catalizó las preocupaciones de los dirigentes chinos en torno a los costos derivados de una “trampa del dólar” y al riesgo sistémico de apegarse a una sola moneda como activo de reserva monetaria global. En base a estas consideraciones, puede deducirse que la intensidad impresa por el BPCh en la negociación y firma de *swaps* con sus pares se correspondería plenamente con una lógica defensiva de *statecraft* financiero. Al explicar de McDowell [2019], esto es así ya que al facilitar el uso del RMB como moneda de transacciones internacionales -de las comerciales, en especial-, la RPCh evitaría los impactos negativos de una interrupción de créditos externos nominados convencionalmente en dólares para la financiación de operaciones de comercio y/o inversión de sus firmas en el exterior al tiempo de reducir significativamente el riesgo cambiario al que se ven afectadas. Así pues, el cúmulo de *swaps* impulsados por la RPCh le permitiría construir y preservar cierta autonomía respecto al poder de EU en las estructuras monetarias y financieras internacionales. No obstante, y en continuidad con las observaciones del autor recién mencionado, pueden identificarse ciertos elementos en la negociación y firma de *swaps* del BPCh que permiten pensar también en una naturaleza ofensiva del *statecraft* financiero chino. En este respecto, ha de observarse que al proveer liquidez contingente a algunos Estados sin acceso a crédito externo -tanto privado como oficial-, los acuerdos de intercambio de monedas le posibilitaron -posibilitan- a la RPCh articular una suerte de cabeza de playa en los mismos para empezar a agenciar influencia en los mismos, a semejanza de lo realizado por EU desde mediados del siglo XX a través de la provisión de rescates de emergencia o de su respaldo en los organismos multilaterales instituidos en Bretton Woods [McDowell, 2019].

Entre estos casos en los que la RPCh se constituyó como un prestamista de última instancia, se inscriben los acuerdos suscritos entre el BPCh con sus pares de Mongolia, Paquistán, Federación Rusa, Ucrania y la propia República Argentina. Si bien es cierto que las restricciones financieras de cada uno de estos casos reportaron sus especificidades,<sup>20</sup> no puede desconocerse que la asistencia crediticia china vino a suplir las necesidades financieras de dichos Estados en un contexto de baja generalizada del valor de los *commodities* -principales ítems de la canasta exportadora de la mayor parte de los mismos- y una salida sostenida de los flujos de capital.

Sin ánimo ni posibilidades de agotar en estos párrafos los debates en torno al carácter más significativo del *statecraft* financiero chino, conviene señalar que el BPCh ofició como el actor más dinámico en la red de *swaps* emergente tras la crisis de 2007-2008. A tales efectos, ha de subrayarse que, desde diciembre de 2008 hasta diciembre de 2020, el BPCh selló 41 acuerdos con diferentes instituciones monetarias alrededor del mundo [Chandrasekhar y Ghosh, 2020]. A diferencia de los acuerdos en los que participó la FED, los *swaps* negociados y firmados por el BPCh no respetaron un patrón restrictivo en cuanto a la selección de las contrapartes. En efecto, el análisis del universo de los acuerdos auspiciados por el BPCh registra un carácter variopinto de contrapartes al agregar tanto a autoridades monetarias propias de Estados desarrollados como en desarrollo. No obstante, la diversidad de entidades que operan alrededor del polo de liquidez del BPCh, se hace imperioso notar que todas ellas mantienen significativas relaciones

---

<sup>20</sup> Escapa a los objetivos del presente trabajo escrutar las razones específicas que conllevaron a la restricción financiera en cada caso en específico. Además, se indica a título ilustrativo que, para la República Argentina, tal estado se vinculó a las inhibiciones dispuestas por la justicia norteamericana en el marco de las demandas incoadas por los tenedores de títulos públicos que desistieron de participar en los procesos de reestructuración de la deuda soberana en 2005 y 2010. En el caso de la Federación Rusa, tal situación de marginación financiera derivó de las sanciones político-económicas dispuestas por EE.UU. y la Unión Europea tras la anexión de Crimea.

comerciales y de inversión con RPCh, gran parte de ellas, en términos deficitarios [García Herrero y Xia, 2015]. De hecho, y en conformidad con los hechos estilizados presentados por Lin, Zhan y Cheung [2016], existe una clara correlación entre las condiciones que signaron a los *swaps* (magnitud, tasa de interés, orden de suscripción, entre otras) con la dimensión e intensidad de los flujos comerciales y de inversión. En forma complementaria, y siguiendo con los resultados de Liao y McDowell [2014], se hace posible identificar la existencia de una correlación preclara entre los términos alcanzados por dichos convenios y la participación de la contraparte en marcos institucionales orientados a canalizar y profundizar la cooperación e integración económica *de jure* con la RPCh, tales como los APC, los tratados bilaterales de inversión (TBI), los acuerdos de asociación estratégica con sus diferentes dimensiones y/o la Iniciativa de la Franja y la Ruta (IFR), de modo más concreto.

Los acuerdos firmados por el BPCh suelen tener una vigencia de tres años, pudiendo ser renovados por igual plazo. Tal cual lo insinuado líneas arriba, los montos comprometidos en cada uno de ellos están vinculados no sólo por la ponderación de la contraparte en la arena monetaria y financiera internacional sino también por la dimensión de vinculaciones económicas con las mismas. Aunque a esta altura resulte una verdad de Perogrullo, conviene acentuar que los *swaps* negociados y suscritos por el BPCh desde 2009 estuvieron nominados en RMB. Los acuerdos más significativos en términos de montos fueron los firmados con las autoridades de Hong Kong 400 trillones de RMB (tdRMB), de Corea del Sur 360 tRMB, el Banco Central Europeo 350 tdRMB y el Banco de Inglaterra 350 tdRMB. En lo que respecta a la variable geográfica, se indica que la mayor gravitación en las negociaciones y firmas de los acuerdos bilaterales de intercambio de moneda se dio en su área de contigüidad geográfica. Concretamente, la autoridad monetaria de la RPCh firmó 19 convenios con pares asiáticos, 11 europeos, 4 sudamericanos, 2 de Oceanía y 1 de América del Norte. Como

puede notarse, un número significativo de actores que operan en esta red lo hacen también en la impulsada por la FED. Por tanto, puede colegirse que la participación en la trama de un polo de liquidez de la red de *swaps* no impide la articulación simultánea en la otra.

En lo que atañe a la variable temporal, ha de comentarse que el mayor dinamismo en la negociación y firma de los tratados se dio en los tiempos de gestación de la red. A modo ilustrativo, se recalca que entre 2009 y 2014, el BPCh firmó *swaps* con 28 contrapartes. Al finalizar 2016, el total de acuerdos temporales de cambio de divisas sumó 37. Es dable agregar que este año registró el máximo de convenios vigentes: 33. Desde entonces, el número de acuerdos temporales de cambio de divisas que estaban activos y/o en condiciones de estarlo fue mermando, para recuperar un repunte en los primeros meses de 2020 como consecuencia de la dispersión global de la pandemia del coronavirus-19 [Chandrasekhar y Ghosh, 2020]. Sin perjuicio de lo antedicho, resulta conveniente subrayar que los montos máximos de liquidez comprometidos en los acuerdos del BPCh tuvieron un desempeño incremental, hasta alcanzar los 3.7 tRMB al finalizar del recorte temporal de este trabajo [PBC, 2020].

En concurrencia con la premisa de Liao y McDowell [2014] respecto a que el abordaje de los *swaps* auspiciados por la RPCh debe sobrepasar la lectura centrada en la “oferta” -esto es, la perspectiva enfocada en las estrategias y prácticas de cooperación monetaria llevadas adelante por el BPCh en tanto proveedor de liquidez-, se entiende oportuno realizar una serie de consideraciones en torno a los incentivos de las entidades que ofician como los demandantes de liquidez. A fines meramente analíticos, y sin desvalorar las particularidades de cada caso en particular, se identifica que los incentivos de las contrapartes de la RPCh en los acuerdos de intercambio de monedas pueden dividirse en tres grandes grupos. En primer lugar, los créditos *swaps* pueden resultar harto valorados por aquellos actores con cuentas corrientes

deficitarias, principalmente con la RPCh. En tales casos, el financiamiento obtenido mediante los *swaps* permite resolver -al menos temporalmente- un desequilibrio en la cuenta corriente sin (re)imponer medidas restrictivas al comercio internacional y/o a movimientos de capitales, un ajuste al tipo de cambio, o recurrir a servicios financieros provistos por los organismos multilaterales de crédito con sus condicionalidades subyacentes. En segundo lugar, los acuerdos de intercambio de monedas pueden officiar como mecanismos que viabilizan la concreción de operaciones económicas con grandes necesidades de financiamiento, tales como las inherentes a las IED. Finalmente, los *swaps* han de resultar una salida capital para aquellos actores con dificultades en el acceso al crédito internacional, sea tanto privado u oficial. Cabe rescatar, llegado este punto, que ninguno de estos tres tipos de incentivos reseñados resultan mutuamente excluyentes. Algunos casos, de hecho, dan cuenta de una confluencia de las tres motivaciones en la demanda de este tipo de acuerdos monetarios. Tal situación fue ciertamente reportada por la República Argentina desde la mitad de la primera década del siglo XXI.

#### **4. La República Argentina en la red emergente de *swaps***

Conviene recordar que este país se insertó tempranamente en la red de *swaps* emergente tras el estallido de la crisis global mediante un acuerdo firmado con el BPCh. Suscrito el 29 de marzo de 2009 (aunque anunciado públicamente días más tarde), este instrumento habilitó el intercambio de monedas de hasta 70,000 RMB por 38,000 millones de pesos, “fondos que equivalían a 10.5 mdd al tipo de cambio efectivo para ese momento en Argentina, representado en 3.75 pesos por dólar” (Hurtado Briceño y Zerpa de Hurtado, 2020, p. 88). Conforme las comunicaciones oficiales, el acuerdo podía activarse en caso de que las reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA) perforasen el piso del 15% del Producto Interno Bruto (PBI) del país. Tales recursos,



serían utilizados para robustecer las reservas internacionales del BCRA y cubrir concomitantemente las operaciones de comercio exterior, las cuales comenzaron a imputarse como deficitarias para el país a partir del año anterior.<sup>21</sup> Habida cuenta de la profundización de las restricciones externas alentadas por el agravamiento de la crisis financiera global y del derrotero desfavorable en la saga de los reclamos de tenedores de títulos públicos en situación irregular en diversas instancias judiciales internacionales -en EU, sobre todo-, la cooperación con la RPCh en materia monetaria devino una herramienta fundamental para el diseño y ejecución de la política económica argentina [Fernández Alonso, 2019].

Bien vale agregar que el BCRA firmó un convenio con su homólogo de Brasil unos meses más tarde. Concretamente, en septiembre de 2009, las autoridades monetarias de ambos países anunciaron la suscripción de un acuerdo de liquidez contingente por un monto equivalente a 1.5 mmdd. Los términos temporales de este instrumento se correspondieron con el firmado con el BPCh: tres años, con posibilidad de ser renovado llegado tal plazo. Empero, este convenio, inscrito en el intrincado historial de iniciativas de cooperación monetarias entre ambos países y Sudamérica, en general, no llegó a ser activado ni renovado<sup>22</sup>. Diversas son las formulaciones que pueden ensayarse respecto a lo

---

<sup>21</sup> En este contexto, resulta pertinente señalar que el año 2008 marcó un cambio significativo en el patrón de intercambio comercial chino-argentino. A partir de entonces, la República Argentina, quien había tenido históricamente saldos positivos en la balanza comercial con la RPCh, comenzó a registrar cifras en rojo. A fines ilustrativos, se presentan a continuación los resultados de este indicador publicados por INDEC (2020): 2007 (+76,89 millones de dólares); 2008 (-748,91 millones de dólares); 2009 (-1.156,12 millones de dólares); 2010 (-1.850,14 millones de dólares); 2011 (-4.539,84 millones de dólares); 2012 (-4.832,3 millones de dólares); 2013 (-5.800,84 millones de dólares); 2014 (-6.316,37 millones de dólares); 2015 (-6.654,79 millones de dólares); 2016 (-6.038,01 millones de dólares); 2017 (-7.977,42 millones de dólares); 2018 (-7.854,95 millones de dólares); 2019 (-2.440,89 millones de dólares); 2020 (-3.411,95 millones de dólares).

<sup>22</sup> Para un análisis en mayor profundidad de este acuerdo, se recomiendan los trabajos de Sevares [2010], Carvalho [2012] y Cerutti [2014].

limitada y/o circunspecta de tal experiencia cooperativa: expansión y profundización de la crisis global en cada realidad nacional, tensiones político-económicas entre ambos gobiernos en torno a la gestión de la crisis y las estrategias de inserción internacional, entre otras.

Situación diferente fue reportada con las vinculaciones político-monetarias entre la República Argentina y la RPCh. Si bien el acuerdo suscrito en 2009 no fue activado en virtud de no consumarse el condicionamiento del nivel crítico de las reservas, en 2013 comenzaron a realizarse gestiones para reeditar la cooperación. Finalmente, el 18 de julio de 2014, ambos actores anunciaron la consagración de un nuevo *swap* por un monto y términos temporales semejantes a los convenidos en 2009. En este contexto, el acuerdo vino a confirmar el incentivo de estos instrumentos para países con urgencias financieras y el (nuevo) papel de la RPCh como prestamista de última instancia en la arena monetaria y financiera internacional. En este orden de ideas, se impone recordar que un mes antes de la firma del nuevo acuerdo, la Corte Suprema de EU había proclamado su decisión de no hacer lugar a los recursos de nulidad presentados por la República Argentina a las decisiones de tribunales de primera y segunda instancia que condenaban al país a pagar la totalidad de lo demandado por los tenedores de bonos en situación irregular y que no habían adentrado en los dos tramos del proceso de reestructuración de la deuda soberana. Habida cuenta de las restricciones financieras del país, este convenio sí fue activado. Concretamente, en octubre de 2014, el BCRA solicitó formalmente la instrumentación del acuerdo, la cual fue concretada en doce tramos mensuales, hasta cubrir el monto total del equivalente a los 11 mmdd. Conforme exponen Hurtado Briceño y Zerpa de Hurtado [2020:92]: “fueron utilizados para cumplir compromisos con acreedores, incluyendo el pago final del Boden en 2015, atender las presiones de devaluación y dar respuesta a los compromisos comerciales de orden bilateral”. Del mismo modo, permitió allanar

camino para la radicación de IED dirigida principalmente, al sector de infraestructura. Conviene advertir que, en octubre de 2015, esto es al completarse todos los tramos, los activos habilitados por el *swap* representaban alrededor del 40% de las reservas internacionales del BCRA.

La alternancia en el gobierno argentino en diciembre de 2015 en nada cambió el interés del país por permanecer en la red de *swaps* bajo el patrocinio monetario-financiero de la RPCh. En efecto, más allá de los discursos y gestos orientados a ponderar las vinculaciones con las potencias desarrolladas occidentales (EU principalmente) y proyectar una imagen pro-mercado y de disrupción con el pasado, la coalición “Cambiamos” consideró nodal proseguir -y ampliar, inclusive- el acuerdo de intercambio de monedas con la RPCh. A tales efectos, se menciona que, apenas asumidos en funciones, los tomadores de decisiones político-económicos de la administración presidida por Macri solicitaron la conversión de 20 mil millones de RMB (mmRMB) por su equivalente a 3 mmdd, a fin de ser utilizados en su estrategia de liberalización del mercado y en el pago de compromisos con los acreedores internacionales del país. Tal operación, habilitada por el Acuerdo Suplementario de diciembre de 2015, no sólo marcó la continuidad de la dependencia del país a los recursos provistos por el BPCh, sino también el interés de la RPCh a proseguir con la iniciativa de cooperación monetaria más allá del cambio de gobierno.

Así pues, el 18 de julio de 2017, el BCRA y el BPCh anunciaron la renovación del swap por 70 mmRMB/175 mil millones de pesos, equivalente a poco más de 10 mmdd. A semejanza de los acuerdos contingentes anteriores, el acuerdo tendría una vigencia de tres años. El estallido de la crisis cambiaria los primeros meses de 2018 concitada por el agotamiento del financiamiento externo mediante los mercados de deuda soberana marcó los límites de la estrategia político-económica llevada por la administración Macri desde el inicio de su gestión. Ante este escenario, el gobierno nacional

procuró continuar con la toma de compromisos financieros externos, tanto con los organismos tradicionales -el FMI, en lo principal, con quien firmó un acuerdo *stand-by* por cerca de 48 mmdd- como con las remozadas fuentes crediticias de la arena financiera internacional de hogaño. En relación con esto último, se indica que el 2 de diciembre de 2018, las autoridades monetarias de ambos Estados firmaron un acuerdo suplementario al *swap* de 2017, por el cual se incrementaban los recursos comprometidos. En resumidas cuentas, el acuerdo de intercambio de divisas entre ambos Estados pasó a comprender 130 mmRMB/676 mil millones de pesos, lo cual equivalía a 19 mmdd en diciembre de 2018. Es dable resaltar que en esta oportunidad, las autoridades monetarias chinas condicionaron la vigencia del acuerdo de intercambio de divisas con el *stand-by* con el FMI. Muchas fueron las especulaciones respecto a esta exigencia de condicionalidad cruzada por parte del BPCh: la identificación creciente de la autoridad monetaria china con el FMI tras la incorporación del RMB a la canasta de monedas que constituyen los Derechos Especiales de Giro (DEG) en diciembre de 2015; la aversión creciente al riesgo luego de la sucesión de crisis de deuda soberana en Estados con los que había labrado vinculaciones crediticias intensas (la República Bolivariana de Venezuela, Ecuador, por ejemplo), entre otras. Independientemente de las razones más gravitantes en la incorporación de esta cláusula cruzada, lo cierto es que la misma significó un empeoramiento de las vinculaciones cooperativas entre la República Argentina y la RPCh, al debilitar “un objetivo primordial de la asociación estratégica con el país asiático, que es contar con un socio cooperativo que ayude a balancear la asimetría de poder entre Argentina y Estados Unidos” [Brenta y Larralde, 2018: 81].

Por último, cabe mencionar que al igual que lo sucedido en 2015, el recambio de autoridades en 2019 con la llegada al poder del Frente de Todos, ratificó la continuidad de las urgencias de la República Argentina en torno a los recursos crediticios provistos

por la RPCh. Con referencia a lo anterior, se pone en consideración que en julio de 2020 -en el contexto de la expansión y profundización de la crisis ocasionada por la pandemia del COVID-19 y de la renegociación de la deuda soberana argentina con sus acreedores privados-, el BCRA y el BPCh anunciaron la renovación del swap por los mismos montos y plazos suscritos en el acuerdo de diciembre de 2018, aunque sin la mentada cláusula de condicionalidad cruzada con el cumplimiento del acuerdo con el FMI.

### **Reflexiones conclusivas**

La emergencia de la red de acuerdos bilaterales de intercambio de divisas tras la crisis de 2007/2008 puso en evidencia la existencia de un (des)orden monetario y financiero internacional en transición, donde lo viejo no terminó de fenecer y lo nuevo de nacer. En este escenario signado por la incertidumbre, las instituciones tradicionales explicitaron sus límites para formular respuestas prontas, eficientes y aceptadas por la mayor parte de los actores que operan en la arena monetaria y financiera internacional. En función de ello, comenzaron a sopesarse los beneficios de salidas nuevas y/o remozadas, tal cual el caso de los instrumentos que operan como base constitutiva de la mentada red.

Conforme se observó en el desarrollo del trabajo, los *swaps* ofrecen vastos incentivos para los actores signatarios de los mismos. En este respecto, les permiten sortear las restricciones y/o condicionalidades inmanentes a toda institución financiera con membresía universal y/o regional, una agenda diversificada de temas, alta centralización, y un menor control por parte de sus miembros. En continuidad con las teorizaciones alrededor del diseño racional de las instituciones internacionales, se sostiene que la preferencia por este tipo de instrumentos se incrementa en contextos críticos signados por la incertidumbre. Conviene reparar

que tal valoración positiva es compartida tanto por los actores que operan como proveedores de facto del financiamiento como para aquellos que devienen receptores de facto de la liquidez.

Para el caso de los actores que operan como ejes nodales de la red, los incentivos no son los mismos, sino que derivan de sus posicionamientos y derroteros en las estructuras y dinámicas de las relaciones monetarias y financieras internacionales. En lo que respecta a los acuerdos promovidos por la FED, se indica que los mismos derivaron del interés de la autoridad monetaria norteamericana de dar la continuidad del predominio del dólar en las transacciones económicas internacionales. En todos los acuerdos de intercambio de monedas firmados por el BPCh pudieron rastrearse los incentivos primarios de los tomadores de decisiones chinos en torno a la consabida internacionalización del RMB y a la reducción consecuentemente de las externalidades negativas derivadas de la posición privilegiada del dólar en la arena monetaria internacional. Del mismo modo, existen ciertos aspectos de los *swaps* promovidos por la RPCh que los asocian con una lógica ofensiva del *statecraft* financiero del país. Conforme se vio, tales caracteres resultan más visibles en el caso de los acuerdos negociados y suscritos con los actores con dificultades en su inserción financiera internacional.

Para el caso de los actores que actúan como los beneficiarios de facto de estos instrumentos, los incentivos de negociar y activar *swaps* están dados por la posibilidad de acceder a créditos contingentes de modo rápido, a costos económicos aceptables y sin la intermediación de las condicionalidades políticamente costosas propias de los organismos multilaterales de crédito tradicionales. En lo que respecta específicamente a los acuerdos con el BPCh, se advierten que los incentivos identificados devienen decisivos para aquellos Estados con cuentas corrientes deficitarias con la RPCh y dificultades en el acceso al crédito internacional.

En relación con lo antedicho, puede agregarse que el análisis desplegado en el transcurso de este trabajo permite colegir los acuerdos *swaps* de monedas se constituyen como instrumentos de gran flexibilidad los cuales proveen recursos capitales a las diferentes autoridades monetarias participantes para enfrentar crisis de diverso orden, aunque a expensas de una mayor discrecionalidad en los sistemas monetario y financiero internacionales. En este respecto, se advierte que la red de acuerdos de intercambio de divisas lejos de facilitar previsibilidad a los sistemas financieros y monetarios los tiñe de mayor contingencia al descansar en sus bases en consideraciones de corte político-coyunturales. Por otra parte, se sostiene que el resurgimiento del bilateralismo en la diplomacia monetaria y financiera abre nuevos espacios para la continuidad de las asimetrías en la esfera internacional. Esto es así, ya que los acuerdos de intercambios de divisas suelen tener aparejadas condicionalidades una vez activados. El caso de la República Argentina con los *swaps* firmados con la RPCh resulta alusivo al respecto.

A la luz de los resultados de la investigación expuesta en la presente comunicación, puede colegirse que los países en desarrollo se encuentran en una posición de alta vulnerabilidad frente a este panorama. Tal como observan Mühlich *et al.* [2020], el mapa global de los Estados que participan en la red de *swaps* surgida tras la crisis de 2007-2008 dista de evidenciar una lógica equilibrada. En este sentido, y en consideración de lo apuntado en el último apartado, se advierte que existen regiones con gran concentración de actores firmantes de acuerdos bilaterales de intercambio de monedas, mientras que otras quedan relativamente relegadas. Tal realidad, conviene resaltar, se encuentra también atravesada por el entramado bipolar de la red. A tales efectos, se repara que la mayor parte de los países del continente asiático y Europa oriental participan de la red de *swaps* mediante sus tratos con el BPCh. Lo propio puede señalarse de los países desarrollados

con la FED. Aunque esto último, conforme se indicó, no inhibe la articulación de estos últimos en la trama de liquidez propulsada por la RPCCh. Con exiguos acuerdos negociados y firmados, la mayor parte de los países de América Latina y de África han quedado marginados del fenómeno analizado.

Siguiendo las consideraciones de Aizenmann *et al.* [2011], se advierte que el acceso restringido a los acuerdos de intercambio de divisas obliga a los países en desarrollo a conducir políticas monetarias y financieras “mercantilistas”, esto es, orientadas a la acumulación de reservas las cuales les permitan hacer frente a los desafíos generados por el estallido eventual de crisis. No obstante, esta estrategia de política económica sólo puede ser instrumentada en los contextos excepcionales en el que concurren dos fenómenos que les resultan exógenos, y, por tanto, de ardua administración: por un lado, un alza sostenida del valor de sus principales ítems de su canasta exportadora -*commodities*, en lo fundamental-; por otro lado, el influjo perdurable de capitales.

La aparición y expansión de la pandemia derivada del COVID-19 no hizo sino complejizar la mentada crisis de los sistemas monetario y financiero internacionales, agigantando los desafíos que urgieron la emergencia de la red de *swaps* hace más de una década atrás. La apuesta de los diferentes actores -de los polos de liquidez, en especial- por avanzar y expandir la cooperación devendrá capital no sólo para la (re)configuración de la arena monetaria y financiera internacional en el período pospandémico sino también para las condiciones de inserción económica y de desarrollo, por extensión, de los países de la periferia global.

## Referencias bibliográficas

- Aizenman, J. y Pasricha, G. (2010). “Selective Swap Arrangements and the Global Financial Crisis: Analysis and Interpretation”. *International Review of Economics and Finance*, 19, 3, pp. 353-65.



- Aizenman, J., Yothin, J. & Donghyun, P. (2011). “International reserves and swap lines: Substitutes or complements?,” *International Review of Economics & Finance*, vol. 20(1), pp. 5-18.
- Antoniades, A. (2015). “The New Resilience of Emerging and Developing Countries: Systemic Interlocking, Currency Swaps and Geoeconomics”. *MPRA Paper*, No. 68181 Munich Personal RePEc Archive. Munchen. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/68181/>
- Armijo, L. & Katada, S. (2015) “Theorizing the Financial Statecraft of Emerging Powers”. *New Political Economy*, 20:1, 42-62, DOI: 10.1080/13563467.2013.866082
- Bayne, N. (2008) “Financial Diplomacy and the Credit Crunch: The Rise of Central Banks”. *Journal of International Affairs*, Fall/Winter, Vol. 62, No. 1.
- Bayne, N., y Woolcock, S. (2011). *The new economic diplomacy: decision-making and negotiation in international economic relations*. Hanfarm: Ashgate Publishing, Ltd.
- Bordo, M.; Humpage, O. y Schwartz, A. (2014). “The evolution of the Federal Reserve Swap Lines since 1962”. *NBER Working Paper* No. 20755.
- Brenta, N. y Larralde, J. (2018). “La internacionalización del renminbi y los acuerdos de intercambio de monedas entre Argentina y China, 2009-2018”. *Ciclos*, Vol. XXV, Nro. 51, 2018
- Carvalho, C. (2012). “Integração e cooperação financeira na América do Sul em tempos de bonança externa: Algumas reflexões”, *Anuario de Integración* 9, Buenos Aires: CRIES.
- Cerutti, L. (2014). “Incentivos y reticencias de los países de América del Sur en el marco de las iniciativas de integración monetarias y financieras”. Mimeo. *Tesina de Grado*. Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales, Universidad Nacional de Rosario.
- Chandrasekhar, C.P. y Ghosh, J. (2020). Bilateral swaps’ role in China’s rising global footprint, *The Hindu Business Line*, 14 de diciembre, Disponible en <https://www.thehindubusinessline.com/opinion/bilateral-swaps-role-in-chinas-rising-global-footprint/article33330279.ece>
- Chey, H.-K. (2012). “Why did the US federal reserve unprecedentedly offer swap lines to emerging market economies during the global financial crisis? Can we expect them again in the future?”. *GRIPS Discussion Paper*, 11–18, pp. 1–15.

- Cohen, B. (2013). “Currency and State Power”, en Finnemore, M. y Goldstein, J. (Eds) *Back to Basics: State Power in a Contemporary World*, pp. 159–77. Oxford: Oxford University Press.
- Council on Foreign Relations (CFR). (2019). *Central Bank Currency Swaps Tracker*, Disponible en <https://www.cfr.org/article/central-bank-currency-swaps-tracker>.
- Edwards Jr., R.W. (1985). *International Monetary Collaboration*. Dobbs Ferry, NY: Transnational Publishers Inc.
- Eguren Martin, F. (2020), “Dollar Shortages and Central Bank Swap Lines (July 10, 2020)”. Bank of England Working Paper No. 879, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3654322>
- Eichengreen, B. y Flandreau, M. (2012), “The Federal Reserve, the Bank of England, and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914–1939”, *Open Economies Review*, no. 1: 57–87.
- Eren, E., Schrimpf, A., & Sushko, V. (2020). “US Dollar Funding Markets during the Covid-19 Crisis: The International Dimension”, *SUERF Policy Note*, Issue No 171. pp. 1-9.
- Federal Reserve (FED) (2005). *The Federal Reserve System: Purposes & Functions*. Washington, DC: Reserve System Publication.
- ----- (2008), “Meeting of the Federal Open Market Committee on September 16”, Bd. of Governors of the Fed. Washington DC: Reserve System Publication, disponible en <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20080916meeting.pdf>
- Fernández Alonso, J. (2018). Diplomacia financiera en la periferia global: entre la cooperación y la coerción. Aproximaciones teórico-empíricas a partir de las relaciones crediticias de Argentina con Venezuela y China. *Desafíos*, 30(2), 43-88.
- Fleming, M. y Klagge, N. “The Federal Reserve’s Foreign Exchange Swap Lines”, *Federal Reserve Bank of New York - Current Issues in Economics & Finance*, Vol. 16 (4). pp- 1-7.
- Garcia-Herrero, A. y Xia, L. (2015). “RMB Bilateral Swap Agreements: how China chooses its partners?”, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 22:4, 368-383,
- Global Financial Safety Net Tracker (GFSNT) (2020), *GFSN Annual Capacity Lending*, Berlin Freie Universität - Boston University - United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) Disponible en: <https://gfsntracker.com/>

- Gros, D. y Capolongo, A. (2020), “Global Currencies During a Crisis: Swap Line Use Reveals the Crucial Ones”. *Monetary Dialogue*, June. Disponible en <https://www.sipotra.it/wp-content/uploads/2020/05/International-Role-of-the-Euro-A-Monetary-Policy-View.pdf#page=80>
- Hajnal, P. (2019), *The G20 Evolution, Interrelationships, Documentation*, London, Routledge.
- Hurtado Briceño, A. y Zerpa de Hurtado, S. (2020). “China-Mercosur: impacto de los acuerdos swaps”, en *Cuadernos del Cendes*. Año 37. N° 104 Tercera Época, 83-103.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) (2020), *Balanza Comercial. Socios comerciales*, Buenos Aires. Disponible en [https://comex.indec.gob.ar/?\\_ga=2.230488479.227009370.1597868680-1509903781.1592436568#/worldMap](https://comex.indec.gob.ar/?_ga=2.230488479.227009370.1597868680-1509903781.1592436568#/worldMap)
- Judge, K. (2016). “The First Year: The Role of a Modern Lender of Last Resort”. *Columbia Law Review*, Vol. 116. pp. 843-926.
- Koremos, B., Lipson, Ch. y Snidal, D. (2001). “The Rational Design of International Institutions”. *International Organization*. 55, 4, Autumn 2001.
- Liao, S. y McDowell, D. (2014). “Redback Rising: China’s Bilateral Swap Agreements and Renminbi Internationalization”. *International Studies Quarterly*. Vol. 59. Issue 3.
- Lin, Z.; Zhan, W. y Cheung, Y. (2016). “China’s Bilateral Currency Swap Lines”. *China & World Economy* 24 (6), 19–42.
- Makin, J.H. (1971). “Swaps and Roosa Bonds as an Index of the Costs of Cooperation in the “Crisis Zone.” *Quarterly Journal of Economics* 85(2), 349 – 356
- McCauley y Schenk, C. (2020). “Central bank swaps then and now: swaps and dollar liquidity in the 1960s”, *BIS Working Papers No 851*. Disponible en <https://www.bis.org/publ/work851.pdf>
- McDowell, D. (2015). “The Emergent International Liquidity Network: Central Bank Cooperation after the Global Financial Crisis”, Paper prepared for the 2015 *International Studies Association annual conference*, Disponible en [https://www.academia.edu/10774078/The\\_Emergent\\_International\\_Liquidity\\_Network\\_Central\\_Bank\\_Cooperation\\_after\\_the\\_Global\\_Financial\\_Crisis?auto=download](https://www.academia.edu/10774078/The_Emergent_International_Liquidity_Network_Central_Bank_Cooperation_after_the_Global_Financial_Crisis?auto=download)

- McDowell, D. (2019). “The (Ineffective) Financial Statecraft of China’s Bilateral Swap Agreements”. *Development and Change*, Núm. 50. (1), 122–143.
- Mehrling, P. (2015). “Elasticity and Discipline in the Global Swap Network”. Paper presentado en la Conferencia “China and the Global Financial System”, Shanghai, China. Institute for New Economic Thinking-Shanghai Development Research Foundation.
- Milner, H. (2009) “Power, Interdependence, and Nonstate Actors in World Politics: Research Frontiers”, en Milner, Helen y Moravcsik, Andrew *Power, Interdependence, and Nonstate Actors in World Politics*, Princeton: Princeton University Press.
- Mingqi, X. (2016). “Central Bank Currency Swaps and their Implications to the International Financial Reform”. *China Quarterly of International Strategic Studies*, Vol. 2, No. 1.
- Mühlich, L; Fritz, B., Kring, W. y Gallagher, K. (2020), “The Global Financial Safety Net Tracker: Lessons for the COVID-19 Crisis from a New Interactive Dataset”. GEGI Policy Brief, N 10. Disponible en [https://www.bu.edu/gdp/files/2020/04/GEGI-GDP\\_PolicyBrief\\_Final.pdf](https://www.bu.edu/gdp/files/2020/04/GEGI-GDP_PolicyBrief_Final.pdf)
- Ocampo, J. A. (2009). “Impactos de la crisis financiera internacional sobre América Latina”. *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, No. 97. Disponible en <http://www.eclac.org/publicaciones/xml/6/35846/RVE97Ocampo.pdf>.
- Obstfeld, M., Shambaugh, J. y Taylor, A. (2009). “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008”. *American Economic Review*, 99 (2): 480-86
- Okamoto, G. (2020). “Resolving Global Debt: An Urgent Collective Action Cause”, discurso preparado para *Peterson Institute for International Economics Conference*, Washington, 1 de octubre de 2020. Disponible en <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/10/01/sp100120-resolving-global-debt-an-urgent-collective-action-cause>.
- Papadia, F (2013). “Central banking cooperation in the Great Recession”, *Bruegel Policy Contribution*, June
- Perry, A. (2020). “The Federal Reserve’s Questionable Legal Basis for Foreign Central Bank Liquidity Swaps”. *Columbia Law Review*, 120(3), 729-768.
- Popular Bank of China (PBC). *2020 RMB Internationalization Report*. PBC: Beijing. Disponible en <http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3828468/3982952/index.html>

- Posen, A. (2020) “Containing the economic nationalist virus through global coordination”. En Baldwin, R. y Weder di Mauro, B. *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*, London: Centre for Economic Policy Research Press.
- Potter, S. (2018). “The Federal Reserve and central bank cooperation over the past 100 years”, discurso para *Commemoration of the Centennial of the Federal Reserve's US Dollar Account Services to the Global Official Sector*, New York, 20 de diciembre de 2017, *BIS Review*, Disponible en [www.bis.org/review/r180112a.htm](http://www.bis.org/review/r180112a.htm)
- Prasad, E. (2014). *The dollar trap: How the US dollar tightened its grip of global finance*. New Jersey: Princeton University Press
- Rittberger, V. (2004) “Approaches to the Study of Foreign Policy Derived from International Relations Theories” en *Tübinger Arbeitspapiere zur internationalen Politik und Friedensforschung*, Vol. 46, Tübingen: Center for International Relations, Institute for Political Science, University of Tübingen.
- Rodriguez Ortiz, F. (2012). *Las máscaras de la crisis*. Madrid: La Catarata.
- Sahasrabuddhe, A. (2019) “Drawing the line: the politics of federal currency swaps in the global financial crisis”, *Review of International Political Economy*, 26:3, pp. 461-489, DOI: 10.1080/09692290.2019.1572639
- Sevares, J. (2010), “Las crisis y las iniciativas para la cooperación monetaria y financiera”, *Jornadas de Relaciones Internacionales “Poderes emergentes: ¿Hacia nuevas formas de concentración internacional? Área de Relaciones Internacionales – FLACSO*, 20-21 de septiembre 2010.
- Steimberg, F. (2008). “La crisis financiera mundial: causas y respuesta política”. *ARI*, 126/2008, Real Instituto Elcano.
- Strange, S. (1988). *States and Markets*. London: Pinter Publishers.
- Tamames, R. (2009). “Para Salir de la Crisis Global. Análisis y Soluciones. Propuestas para España y Latinoamérica”. Madrid: Ediciones Algaba.
- Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis, The Future of Convertibility*. New Haven, Conn: Yale University Press.

Entregado 20 junio/2021

Aceptado 3 agosto/2021