

Carrera, Jorge

Working Paper

El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional

Working Paper, No. 2009/45

Provided in Cooperation with:

Economic Research Department (ie), Central Bank of Argentina

Suggested Citation: Carrera, Jorge (2009) : El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional, Working Paper, No. 2009/45, Banco Central de la República Argentina (BCRA), Investigaciones Económicas (ie), Buenos Aires

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/86118>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura
Financiera Internacional**

Jorge Carrera
BCRA

Noviembre, 2009



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Banco Central de la República Argentina
ie | Investigaciones Económicas

Noviembre, 2009
ISSN 1850-3977
Edición Electrónica

Reconquista 266, C1003ABF
C.A. de Buenos Aires, Argentina
Tel: (5411) 4348-3582
Fax: (5411) 4348-3794
Email: investig@bcra.gov.ar
Web: www.bcra.gov.ar

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco Central de la República Argentina. La serie Documentos de Trabajo del BCRA está compuesta por material preliminar que se hace circular con el propósito de estimular el debate académico y recibir comentarios. Toda referencia que desee efectuarse a estos Documentos deberá contar con la autorización del o los autores.

El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional

Por Jorge Carrera*

Todas las grandes crisis han requerido reformular la Arquitectura Financiera Internacional (AFI). El G20, constituido como foro de discusión y acción frente a la crisis, concentró su trabajo en dos áreas: primero, la coordinación de las políticas macroeconómicas para salir de la crisis y segundo, la reforma de la AFI tanto en lo concerniente a las regulaciones financieras como a las organizaciones multilaterales de crédito y supervisión. Quedó fuera de la agenda atender otros aspectos críticos de la AFI, como las reglas de funcionamiento del sistema monetario internacional. En relación a esta cuestión, es materia de debate la situación actual de “no régimen” que generó fenómenos como los desbalances globales, careció de reglas claras respecto al rol del dólar en la provisión de liquidez internacional y como reserva de valor, y que tampoco tuvo un prestamista de última instancia.

El hecho de que se abriera la discusión del rediseño de AFI a nuevos actores como los países emergentes ha sido muy positivo. El desafío es lograr que este marco persista cuando la crisis sea superada para que estos países puedan tener una inserción internacional menos asimétrica.

I. Las crisis como disparadores de cambios en la AFI

A lo largo de los últimos 100 años las grandes crisis económicas han sido momentos de ruptura y rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI). Entendemos por AFI al conjunto de instituciones, normas (implícitas y explícitas) y comportamientos sobre las que se basan las relaciones monetarias y financieras entre agentes públicos y privados de los distintos países.

La crisis de los años treinta significó el colapso del patrón oro y del comercio internacional, y fue el prolegómeno económico de la Segunda Guerra Mundial. Entre 1944 y 1950 se consolidó el sistema de Bretton Woods (BW), el cual se basaba en la fijación de las paridades cambiarias entre las principales economías, y se constituyeron el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Este esquema colapsó en 1971-73 tras la suspensión de la convertibilidad del dólar frente al oro y dio paso a un régimen de flotación entre las monedas líderes. Tanto el FMI como el BM fueron reorientados como instituciones que atienden exclusivamente a los países en desarrollo. En los dos

* Jefe de Investigaciones Económicas del BCRA. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o sus autoridades.

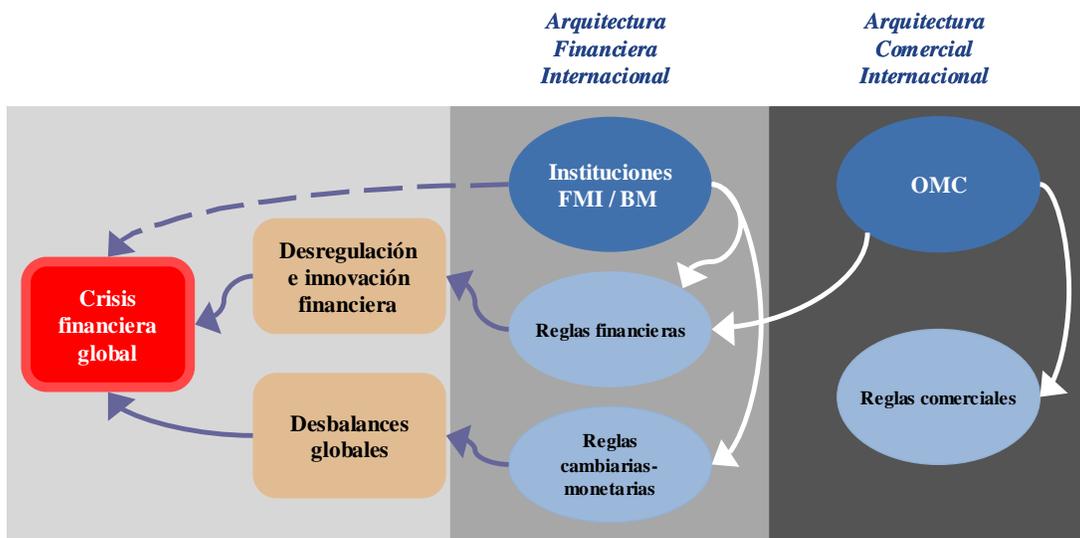
últimos rediseños de la AFI (1944-50 y 1971-73), Estados Unidos actuó como líder indiscutido, motorizando los cambios, y fue acompañado por un grupo reducido de economías industrializadas.

Por su profundidad y extensión, la actual crisis internacional tiene características sólo equiparables a las de la gran depresión. El diseño de la AFI vigente al momento de su inicio mostró ser incapaz de alertar, prevenir y generar soluciones al *crash* financiero que estamos atravesando. En consecuencia, rápidamente se vislumbró la necesidad de introducir reformas que eran impensadas poco tiempo atrás.

El Gráfico 1 nos muestra una esquematización de la arquitectura de la economía internacional, en la cual pueden identificarse dos áreas bien definidas. La arquitectura comercial funciona con una institución única y plural que define y controla las reglas comerciales con un alto nivel de formalización. La arquitectura financiera, por el contrario, funciona desde 1973 en forma más anárquica, con instituciones como el FMI y el BM que no detentan suficiente poder de aplicación de reglas financieras, cambiarias y monetarias.

El deficiente funcionamiento de las reglas financieras y del régimen monetario-cambiario internacional dieron lugar a eventos claves en la generación de la crisis financiera internacional: los desbalances globales y la desregulación financiera. Asimismo, si bien las instituciones de la AFI no tuvieron un rol activo en el origen de la crisis (flecha punteada), sí evidenciaron claras limitaciones en cuanto a su prevención y posterior tratamiento.

Gráfico 1 / La Arquitectura de la Economía Internacional



En el presente artículo se discute cómo los principales países han abordado el complejo desafío de dar una respuesta coordinada frente a la crisis, como así también, de sentar las bases de una reforma de la AFI que propenda a una menor inestabilidad sistémica y la dote de una mayor capacidad de reacción. La discusión tendrá como eje el rol desempeñado por

el G20, identificando los consensos alcanzados, la agenda a mediano plazo y, finalmente, los dilemas y desafíos pendientes.

II. ¿Qué es el G20?

Una de las notas más originales de la crisis actual es el ámbito o foro de discusión multilateral decidido para su tratamiento: el G20, del cual participan tanto economías avanzadas como emergentes.¹

A diferencia de lo ocurrido en los anteriores rediseños de la AFI, los países emergentes tienen esta vez la oportunidad de participar en el debate y en la toma de decisiones. La presencia de estos países en el G20 es un reconocimiento de su creciente importancia relativa (representan más del 30% del PIB mundial y han explicado, aproximadamente, un 60% del crecimiento global en los últimos años) y de su mayor protagonismo en la arena comercial, monetaria y financiera internacional.²

Este grupo nació en 1999 a raíz de la crisis asiática. Su objetivo inicial era promover un ámbito en el cual las principales economías avanzadas y emergentes dialoguen a nivel político y técnico sobre el mejoramiento del sistema financiero y también sobre temas relacionados con el crecimiento de largo plazo como, por ejemplo, las políticas para morigerar el calentamiento global. Cada país posee un delegado por el ministerio de economía y otro por el banco central. La presidencia del grupo es ejercida alternadamente por uno de los países miembros por el lapso de un año. El año pasado fue ocupada por Brasil, este año por el Reino Unido y en 2010 estará a cargo de Corea. Regularmente, se organizan encuentros técnicos que nutren con propuestas a los gobiernos. Por ejemplo, el BCRA organizó en 2008 la primera de estas reuniones con sede en Argentina.

La elección del G20 como el espacio multilateral donde se analiza la crisis podría parecer arbitraria, pero posee una lógica que se sostiene en la representatividad de los actores involucrados. Adicionalmente, si se necesitaba celeridad en las acciones, el G20 poseía la ventaja de ser un foro ya establecido y con una dinámica de funcionamiento en marcha.

Así se convocó, por primera vez desde su creación, a los Jefes de Estado de los países miembros a una reunión en Washington en noviembre de 2008. Allí se aprobó una amplia lista de temas y actividades con el objeto de avanzar con medidas concretas en un nuevo encuentro de los líderes políticos en Londres y cuya fecha quedó establecida para el 2 de abril de 2009. Contrariamente a lo que ocurre en muchas reuniones a este nivel, la declaración de Washington fue muy ambiciosa y detallada y, por tanto, difícil de llevar a la práctica rápidamente.

En el período que medió entre ambas reuniones, las instancias políticas y técnicas discutieron intensamente y prepararon propuestas y acciones, muchas de las cuales fueron revisadas y aprobadas en la cumbre de Londres. Asimismo, se continúan analizando

¹ La lista completa de países que lo componen incluye a Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía. A esta lista hay que agregar a la Unión Europea.

² Una muestra adicional de la relevancia de los emergentes es que, hacia fines de junio de 2009, la economía internacional seguía con atención el desempeño macroeconómico de China e India buscando en ellos un argumento para racionalizar la idea de que la crisis estaría tocando un “piso”.

medidas y debatiendo el curso de la crisis. Al momento de publicar este ensayo nos encontramos en una primera etapa de implementación de los acuerdos alcanzados.

Los temas que afrontó el G20 cubren una parte importante, aunque no integral, del núcleo de la crisis; abarcando tanto las cuestiones relacionadas con su resolución como las referidas al rediseño de la AFI para las próximas décadas.

En la siguiente sección se discutirán las políticas de *shock* destinadas a amortiguar los efectos de la crisis. Posteriormente se expondrán cuáles han sido las reformas de mediano y largo plazo en la AFI que fueron consensuadas por el G20. Se distinguen aquí dos dimensiones: el rediseño de las instituciones multilaterales, por un lado, y las nuevas reglas para la regulación financiera, por el otro. Finalmente, se presentan algunas reflexiones sobre aspectos clave no tratados por el G20, que tal vez deberían formar parte de la agenda futura.

III. Acciones para el corto plazo: cómo salir de la crisis

Respecto al abordaje de la salida de la crisis, el G20 operó como un foro de coordinación pero también como el máximo ámbito para enviar mensajes sobre las propuestas y acuerdos entre los principales gobiernos. Al elevar al máximo nivel las reuniones del G20 con dos cumbres de Jefes de Estado, se creó un espacio de acción rápida, transmitiendo a los distintos agentes económicos una señal de firmeza en las medidas y cohesión global en las decisiones adoptadas.

En la reunión de Londres se coincidió en que las perspectivas para lo que restaba del año 2009 y para el 2010 se estaban deteriorando sostenidamente. El mundo enfrenta una fuerte contracción en los niveles de comercio, caídas en el crecimiento económico y un aumento del desempleo.

La prioridad acordada en las reuniones técnicas y políticas fue tomar todas aquellas acciones que sean necesarias para restaurar el crecimiento. Se coincidió en no permitir interrupciones significativas en el sistema financiero y en aplicar medidas tendientes a garantizar la liquidez y el rápido reestablecimiento del crédito. Se acordó que, cuando sea posible, los bancos centrales mantengan políticas monetarias expansivas por el tiempo que sea necesario, utilizando todos los instrumentos disponibles consistentes con la estabilidad de precios.

En este sentido, se reconoció que con tasas de interés aproximándose a cero en muchos países y con la inflación reduciéndose, los bancos centrales podrían precisar utilizar variados instrumentos de política monetaria para estimular la demanda agregada, incluyendo la compra de activos relativamente ilíquidos, o bien, medidas no convencionales como el *quantitative easing* y *credit easing*. Hubo un acuerdo difuso en la necesidad de promover la coordinación de las políticas monetarias entre economías avanzadas, evitando devaluaciones competitivas. No obstante ello, no existió en este caso mayor profundización sobre los potenciales problemas de tal ejercicio de coordinación.

Asimismo, frente a la necesidad de sostener la demanda agregada, los Jefes de Estado se comprometieron a implementar una política fiscal expansiva sin precedentes que servirá para reducir o evitar la aceleración del desempleo. Aún así, el FMI consideró insuficiente

el esfuerzo fiscal realizado, dado que su recomendación era que cada país debía efectuar un impulso adicional del 2% del PIB.

En este sentido las economías asiáticas, a pesar de haber sido fuertemente castigadas por la caída del comercio internacional, son las que han adoptado las respuestas de estímulo más agresivas (especialmente China y Japón, quienes muestran expansiones fiscales superiores al 5%) si las comparamos con las de EE.UU. y, más aún, con las de Europa. Finalmente, los gobiernos se comprometieron a no repetir errores históricos como los cometidos durante la Gran Depresión cuando se multiplicó la aplicación de medidas proteccionistas.

Dado que los países emergentes han sido los principales impulsores de la economía mundial en los últimos años, existe consenso sobre la necesidad de que ellos también lleven a cabo un esfuerzo coordinado a nivel global, tanto en materia fiscal como monetaria.

Sin embargo, se manifestó que algunas de estas naciones han enfrentado problemas específicos al momento de implementar políticas contracíclicas. En materia de política monetaria, los emergentes poseen un menor espacio para bajar las tasas de interés pues ello podría ocasionar una salida de capitales adicional a la ya sufrida. Aún así, les queda disponible cierto margen para depreciar sus monedas, situación ya experimentada en varias economías desde la segunda mitad de 2008. Si bien estas depreciaciones han tenido bajo impacto inflacionario en un contexto de caída de los precios de los commodities, su efecto expansivo sería limitado en un escenario de recesión generalizada.

La fuerte retracción de los flujos de capitales hacia los emergentes también ha condicionado la capacidad de ejecutar políticas fiscales expansivas sin que se generen reacciones adversas en los mercados. En esta línea, los países emergentes del G20 resaltaron las fuertes asimetrías entre el espacio monetario y fiscal que disponen y el que ostentan los países avanzados. Por lo tanto, se discutió desde esta instancia la necesidad de un financiamiento masivo para poder impulsar políticas similares. Por ello, en la agenda del G20 referida a la reforma de la AFI, el incremento de la capacidad prestable de las instituciones financieras internacionales se encuentra entre las acciones primordiales. Sin embargo, es difícil pensar en un financiamiento para emergentes que “equipare” la capacidad de los países centrales para financiarse a tasas muy bajas en su propia moneda.³

III.1 Las discrepancias sobre la efectividad de las distintas medidas

Si debiéramos caracterizar la evolución de la crisis desde su inicio en 2007 hasta la segunda reunión de Jefes de Estado en abril de 2009, se podría afirmar que la política económica ha fracasado en encapsular la crisis en el sector financiero y evitar su derrame a la economía real. Hasta el momento, la mayor actividad la han desarrollado los bancos centrales bajando las tasas de interés a niveles mínimos e inyectando una enorme cantidad de dinero en los bancos y los distintos mercados de crédito para evitar su colapso. Sin embargo, de mantenerse la desconfianza de los consumidores sobre el futuro y la

³ Nótese que luego de la caída de Lehman Brothers, la mayor parte del mundo emergente sufrió el “*flight to quality*” que implica una fuerte dificultad para realizar el *roll-over* de la deuda existente. Por tanto, el financiamiento adicional debería subir tanto como el incremento del gasto público.

incertidumbre sobre la solvencia de los bancos es difícil que el crédito vuelva a fluir normalmente. Incluso en la actualidad varias economías están enfrentando una segunda ronda de efectos cuya dirección va del sector real (empresas, familias) al financiero a través de un aumento en la incobrabilidad de los créditos vigentes y una menor demanda de fondos para nuevos proyectos.

Dados los límites de la política monetaria, varios gobiernos (y economistas) postularon que el primer semestre de 2009 era el momento apropiado para acelerar la política fiscal. Allí residió el principal desacuerdo macro entre EE.UU. y Europa reflejado en las distintas reuniones del G20. EE.UU. se encuentra entre quienes más han hecho por estimular la economía y bregó por un esfuerzo fiscal complementario y simultáneo de Europa y el resto de las economías.

La Unión Europea, liderada por Alemania, ha venido manteniendo una posición más moderada, priorizando el rescate del sistema financiero y graduando su estímulo fiscal.

El argumento europeo se apoya en que ya se han implementado varios paquetes fiscales expansivos, los cuales operan con rezago (sus resultados no son inmediatos). Asimismo en Europa, como herencia del Estado de Bienestar, existe una mayor cantidad de estabilizadores automáticos (seguro de desempleo, subsidios, progresividad tributaria, etc.) que representan gasto adicional hacia las familias. Alemania también remarcó que el aumento del gasto realizado implica una suba en los ya altos niveles de deuda pública de la región, lo que implicaría una hipoteca para las futuras generaciones. También remarcó que las presiones inflacionarias podrían reaparecer rápidamente como fruto de estas políticas.

Subyace en esta discusión transatlántica una notable discrepancia en la valoración de los efectos y los costos intertemporales de medidas urgentes de corto plazo. Parecería que la visión de Norteamérica se basa en el alto costo de soportar hoy una depresión larga respecto a los posibles costos futuros de controlar una mayor inflación y un nivel de deuda elevado. Es decir, se puede pensar que la apuesta de política de EE.UU. es la más contundente en pos de lograr una recesión corta. El riesgo es que si por algún motivo la economía no reaccionase en 2010, el esfuerzo inicial habría dejado muy comprometido el espacio fiscal y monetario para ulteriores salidas no inflacionarias.

Se requerirá que transcurran varios años para decidir cuál de las dos posiciones es la más adecuada. Al momento de escribir estos apuntes, las estimaciones para el año 2009 muestran caídas del producto en EE.UU. del orden del 2,8%, del 4,1% en el Reino Unido, del 4,2% en la zona del euro y del 6,2% en Japón. No deja de ser paradójico que el país donde se inició la crisis sea, entre los avanzados, el que menos se vea afectado por la misma. Esto claramente no se condice con los modelos típicos de interdependencia económica que suponen que ante un *shock* doméstico, los *spillovers* son inferiores al impacto sufrido por la economía donde se origina. Cuando se acumulen más datos se podrá develar si efectivamente se materializó esta paradoja e investigar si ello fue causado por el mayor activismo de política o por otros elementos como, por ejemplo, una supuesta mayor flexibilidad de la economía norteamericana.

También se pudo apreciar que desde mediados de 2008, con el avance de las reuniones del G20, se reflejaron en las discusiones diferentes posiciones respecto al rescate del sistema financiero. En particular, sobre cuál debía ser el foco de la acción estatal en los

bancos: si estimular el precio de los activos tóxicos a través de la compra de los mismos facilitando el proceso de “*price discovery*” o bien, inyectar capital o nacionalizar. Claramente, las visiones sobre el nivel de involucramiento estatal y las herramientas disponibles son distintas entre Europa y EE.UU.

Otro punto importante en las discusiones es la implementación de las estrategias de salida. Una vez que se descarten los riesgos deflacionarios puede ocurrir una reversión abrupta en las expectativas hacia un rebote inflacionario y una devaluación en los países más activos. La política monetaria se encontraría, especialmente en EE.UU., ante el dilema de sostener la recuperación a costa de una potencial mayor inflación futura. Una política monetaria que reaccione en forma excesiva ante el riesgo de suba de precios, podría abortar la recuperación como ocurrió en 1937. En cambio, si fuera demasiado laxa podría incentivar nuevas burbujas como sostienen algunos autores que ocurrió con la política de Greenspan *a posteriori* de la crisis de las *dotcom*.

Martín Wolf ha resumido la tensión entre el deseo de expansión a corto plazo y la contracción a largo plazo expresando que la solución debería ser elegir una “abrupta contracción” cuyo momento “no ha llegado todavía” (Wolf, 2009). Un prematuro abandono de las políticas excepcionales podría devolvernos a la recesión profunda, mientras que al continuar por esta senda de excepción se acumulan crecientes expectativas inflacionarias y se configura un escenario de estanflación.

En síntesis, el rol del G20 en lo que concierne a cómo enfrentar la crisis es transmitir un mensaje homogéneo que restablezca la confianza en la capacidad de la política económica mostrando unidad de objetivos. Esto no implica que todos los gobiernos perciban igual las acciones necesarias respecto a la intensidad y las prioridades, pero sí que existe voluntad de coordinar las políticas y resolver las diferencias de criterios. Sin duda, las dos reuniones de Jefes de Estado en noviembre de 2008 y abril de 2009 señalaron con claridad el cambio en la capacidad de liderazgo político que tiene la nueva administración de EE.UU. y la evidente decisión de aprovechar ese capital inicial para profundizar las políticas fiscales y monetarias.

III.2 Los riesgos del fracaso y el proteccionismo

Si las medidas anteriores no fueran suficientes para dar una salida vigorosa y relativamente rápida a la crisis, arribándose, por ejemplo, a una situación de bajo crecimiento similar a la experimentada por Japón durante la década posterior a la crisis de los noventa, podría madurar en las economías el resurgimiento del proteccionismo en sus distintas dimensiones: laboral, financiera, comercial y cambiaria.

El proteccionismo laboral ya comienza a manifestarse crudamente en muchos países, rayando en ocasiones la xenofobia, y se basa en priorizar el acceso al trabajo nacional para los propios ciudadanos. Las formas van desde las restricciones migratorias a los subsidios que dan preeminencia al contenido de empleo local en los productos.

El proteccionismo financiero puede ir desde una mayor regulación sobre los bancos transnacionales y la protección de las entidades con matriz local, hasta los controles cambiarios o la regulación de los flujos de capitales. En este último punto, vemos hoy a

académicos e instituciones tradicionalmente opuestos a las regulaciones sostener una postura más *aggiornada*.⁴

El proteccionismo comercial y de la inversión es la reacción clásica y más difundida ante una crisis externa, justificada en la necesidad de divisas y la preservación del empleo.

El proteccionismo cambiario puede ser tan disruptivo como los anteriores. Muchos países han resistido la presión apreciatoria previa a la crisis y, luego de desatada ésta, devaluaron sus monedas. Sin embargo, no todos pueden devaluar al mismo tiempo. Para que una devaluación tenga efecto se requiere que otro acepte revaluar. Es por ello que uno de los grandes desafíos pendientes es el reordenamiento del sistema monetario internacional, procurando evitar la relativa “anarquía cambiaria” que precedió a la crisis.

Estas reacciones proteccionistas pueden parecer atendibles en algunos casos desde la perspectiva individual de un país en crisis pero, si son tomadas por todos simultáneamente durante una crisis global, generan un resultado subóptimo.

Haciendo extensible una de las enseñanzas de la Teoría General sobre la conducta individual en escenarios de crisis (la paradoja de la frugalidad), podemos decir que cada país al intentar salvarse individualmente deja a la economía mundial en una situación peor. Keynes proponía al gasto público para compensar la retracción del consumo individual. Sin embargo, a escala mundial, no hay un actor supranacional que compense fiscalmente la retracción de cada país. Además, por tratarse de economías muy abiertas, parte de la expansión fiscal se filtra a los socios. Por ello, cerrar la economía puede encontrar cierta justificación si los paquetes fiscales no son coordinados.

IV. Arquitectura 1: el rediseño de las instituciones de la AFI

La crisis puso de manifiesto que las instituciones multilaterales de la AFI fueron incapaces de generar regulaciones que eviten la generación de burbujas, de alertar sobre la llegada de una gran crisis global, de prevenir su diseminación y de contribuir a encapsular sus efectos en el sistema financiero. Finalmente, no existe tampoco una confianza plena en su capacidad para facilitar la recuperación.

Respecto al rediseño institucional de los organismos ya existentes, el G20 se avocó a dos grandes temas. El primero de ellos, en el cual hubo avances significativos, fue ampliar el fondeo de los organismos multilaterales y flexibilizar el acceso a sus líneas crediticias. El segundo, donde la discusión fue más tensa, fue la cuestión de sus estructuras de gobierno; esto es, la revisión de las reglas que determinan la voz y el voto dentro de estos organismos.

⁴ Por ejemplo, algunos gobiernos que pusieron en marcha rescates financieros han privilegiado a los bancos de capital nacional respecto de los de propiedad extranjera, evidenciando el surgimiento de una clase de “nacionalismo” financiero. En los emergentes existe la intención de evitar que los bancos extranjeros sean, a contramano de lo esperado en los años 90, focos de drenaje de la liquidez doméstica para atender problemas de las casas matrices. Es por ello que se ha incrementado en esas economías el *ring fencing* que busca aislar las decisiones domésticas de los grandes conglomerados financieros.

En cuanto al fondeo de las instituciones y su uso, el G20 acordó cambios relevantes en el FMI. Se decidió duplicar la capacidad prestable, llevándola a US\$ 500.000 millones a través de créditos de los principales socios del organismo, y además efectuar una emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG) por US\$ 250.000 millones. En lo que atañe a los instrumentos, el FMI ha anunciado una primera serie de medidas en las que se revisan sus prácticas crediticias tradicionales y se crea una nueva línea, la *Flexible Credit Line* (FCL), que duplica el límite de crédito y elimina las condicionalidades *ex-post*. Con este instrumento el organismo intenta dar respuesta al reclamo de los emergentes por una mayor flexibilidad y menores condicionamientos, que cobró aún más fuerza a partir de la crisis.

Como se mencionó en la tercera sección, esta capitalización es clave considerando la reducción del espacio fiscal que han experimentado las economías emergentes para realizar políticas anticíclicas como implementan las avanzadas, en un contexto en el que el financiamiento externo a las primeras se ha reducido dramáticamente.

Asimismo, el G20 acordó apoyar un incremento significativo de la capacidad prestable de los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD) en US\$ 100.000 millones. Esto incluye tanto al Banco Mundial como a los bancos de desarrollo regionales. En esta línea, el 30 de abril pasado, el Banco de Desarrollo Asiático decidió triplicar su capital, pasando de US\$ 55.000 millones a US\$ 165.000 millones. Por último, se concertó destinar fondos específicos al financiamiento del comercio exterior por una suma de US\$ 250.000 millones.

Finalmente, respecto a las estructuras de gobierno, se ha adelantado a enero de 2011 la revisión de los porcentajes de votos que tiene cada país a efectos de reflejar el mayor peso de los emergentes en la economía mundial, tanto en los niveles de producción como en los flujos comerciales y financieros. Las discusiones sobre el gobierno del FMI y del Banco Mundial generaron acuerdos en cuanto a hacer más competitivo y meritocrático el nombramiento de las autoridades máximas. Sin embargo, el debate y los avances en esta materia son muy preliminares. Una mayor representación de los países emergentes y en desarrollo aumentaría la legitimidad del FMI para con sus miembros y tendría un efecto positivo sobre la eficacia y la eficiencia de la institución.

Además de modificar las instituciones existentes, el G20 decidió crear un nuevo organismo, el FSB (*Financial Stability Board*), sucesor del FSF (*Financial Stability Forum*).⁵ El mismo estará conformado por los antiguos miembros del FSF, a los que se sumarán los países emergentes del G20, España y la Comisión Europea.

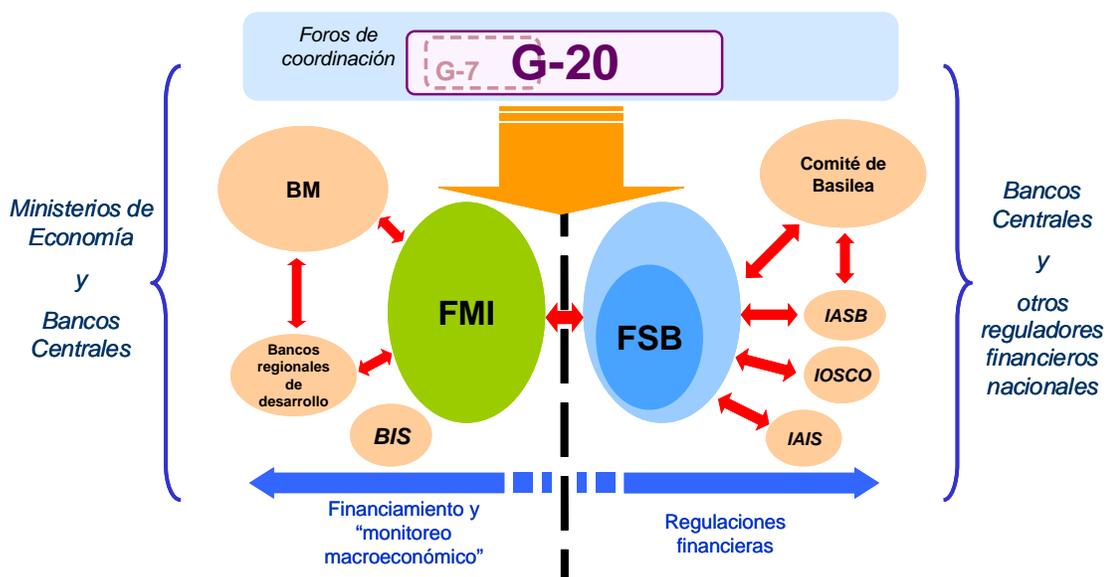
El FSB tendrá un rol clave en la nueva AFI dado que su responsabilidad será coordinar a los distintos órganos de emisión de estándares y normas de regulación prudencial bancaria, elaborar informes de alerta temprana, intercambiar información entre los supervisores y controlar a los grandes bancos transnacionales. Respecto a esto último, el FSB creó los denominados “colegios de supervisores” para las veinticinco entidades transnacionales sistémicas más importantes. Se recomendó que los colegios incluyan,

⁵ El FSF fue creado en 1999 por los países del G7 para promover la estabilidad financiera internacional a través de un mayor intercambio de información y de una mayor cooperación en la supervisión y vigilancia del sistema bancario. A instancias del G20 ha sido expandido para incorporar por primera vez a países emergentes.

cuando sea apropiado, a aquellos supervisores de subsidiarias en países emergentes. De todas formas, la decisión final respecto a la membresía recaerá en el coordinador de cada uno de los colegios. La incorporación de los países emergentes al FSB es uno de los avances más importantes logrados por el G20 en el rediseño de la AFI. Complementariamente, estos también han sido incorporados en bloque al Comité de Basilea, que es el organismo encargado de proponer las regulaciones para los bancos.⁶

Para finalizar esta sección, en el Gráfico 2 hemos trazado el “mapa” de la AFI a la luz de los cambios introducidos por el G20. Como señalamos en la introducción de este documento, se destaca la ausencia de un espacio único de coordinación macroeconómica y financiera, a diferencia de lo que ocurre en la esfera comercial con la OMC. Por el contrario, hay un archipiélago de instituciones, con distinto grado de formalidad y estructura, en las que predomina la voz de los países avanzados (G7).

Gráfico 2 / El nuevo mapa de las instituciones de la AFI



En el nivel más alto encontramos los ámbitos políticos (G7 y G20). Como fuera mencionado, el hecho de que esta crisis se discuta en un foro como el G20, en el que participan economías avanzadas y emergentes, anticipa el rol más importante de estas últimas en los cambios que vendrán.

Entre las instituciones de la AFI podemos diferenciar dos categorías en base a las áreas de las que se ocupan:

⁶ Este organismo ha estado en el centro de las controversias, particularmente por el interrogante sobre si las llamadas reglas de Basilea I y II no fueron una pieza fundamental en la fase de expansión financiera previa a la crisis. Su enfoque respecto al riesgo y la potencial prociclicidad de las normas están entre los aspectos más discutidos.

1) En la esfera macroeconómica encontramos instituciones que ofrecen financiamiento y administran fondos en forma asimilable a un banco: FMI, BM, BIS, Bancos Regionales (BID, FLAR, CAF, Banco Asiático de Desarrollo).⁷

2) En la esfera financiera ubicamos instituciones que coordinan las regulaciones nacionales o proponen regulaciones internacionales: Comité de Basilea (regulaciones bancarias), IOSCO (mercados de capitales), IAIS (aseguradoras), IASB (normas contables), FATF (regulaciones contra el lavado de dinero), OECD (regulaciones contra el secreto fiscal y bancario), etc. El nuevo coordinador de estas instituciones será el recientemente creado FSB.⁸

V. Arquitectura 2: elaborar las nuevas reglas financieras

Partiendo de la premisa que las fuertes fallas en la regulación y supervisión de los sistemas financieros fueron causas fundamentales de la crisis, se establecieron en el G20 las bases para la reforma de las nuevas “reglas de juego” de las finanzas nacionales e internacionales.

Se acordó construir un marco de regulación y supervisión más estricto y globalmente consistente con el objeto de reducir la probabilidad de ocurrencia de una nueva crisis financiera sistémica. Este consenso, diferente al prevaleciente en las últimas décadas, apunta a una regulación con menor sustento en la disciplina de mercado. En el espíritu de estos cambios subyace, también, el principio de aumentar la cooperación entre los países.⁹

Entre los puntos más salientes encontramos:

1) *Enfoque amplio para la regulación*: la estabilidad financiera sistémica debe ser un objetivo de todos los reguladores y órganos de emisión de normas y estándares. Las autoridades deben contar con herramientas macroprudenciales apropiadas (ej.: medidas para contener el apalancamiento, requisitos de capital que se ajusten a lo largo del ciclo, provisiones “*forward looking*”, etc.).

2) *Alcance de la regulación*: todas las instituciones, mercados e instrumentos sistémicamente importantes deben estar regulados o bajo vigilancia.

3) *Vigilancia de las agencias de rating crediticio*: éstas deben estar sujetas a un régimen de vigilancia que incluya su registro y el cumplimiento con los estándares de IOSCO en la materia. Las autoridades locales tienen que tener capacidad de hacer cumplir las regulaciones y evitar los conflictos de intereses.

4) *Pools privados de capital*: estos fondos o sus administradores (incluyendo a los *hedge funds*) deben estar sujetos a registro y requisitos de difusión de información.

⁷ BID: Banco Interamericano de Desarrollo, BIS: Bank of International Settlements, FLAR: Fondo Latinoamericano de Reservas, CAF: Corporación Andina de Fomento.

⁸ IOSCO: International Organization of Securities Commissions, FATF: Financial Action Task Force, IAIS: International Association of Insurance Supervisors, IASB: International Accounting Standards Board.

⁹ Sin embargo, Rodrik (2009) argumenta que la labor de regulación debería permanecer como una decisión a nivel nacional, en la cual cada país decida qué punto elegir en el *trade-off* entre estabilidad e innovación financiera.

- 5) *Evaluación transparente de los regímenes regulatorios*: los miembros del G20 se comprometen a realizar un FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) y publicar sus conclusiones.
- 6) *Prociclicidad*: el FSF y sus cuerpos miembros (por ejemplo, el Comité de Basilea) deben desarrollar enfoques para mitigar la prociclicidad, promoviendo la acumulación de capital durante los *booms*. Los estándares contables deben permitir establecer provisiones que tengan una visión “a lo largo del ciclo”.
- 7) *Capital*: este debe servir como un colchón efectivo para absorber las pérdidas a lo largo del ciclo. El estándar internacional de capital debe revisarse, una vez que las condiciones lo permitan. El Comité de Basilea debe desarrollar un indicador simple de *leverage*. Los líderes del G20 deben avalar la adopción progresiva de Basilea II.
- 8) *Liquidez*: los supervisores deben establecer un marco global que promueva sólidos colchones de liquidez para atender períodos de *stress* prolongados en la disponibilidad de fondos. En especial, Argentina propuso que se debería evitar que las subsidiarias provean liquidez a las casas matrices durante situaciones de turbulencia financiera a fin de limitar los efectos de este canal de contagio.
- 9) *Infraestructura para los derivados de crédito OTC*:¹⁰ los bancos deben dar los pasos necesarios para realizar las transacciones OTC a través de contrapartes centrales (CCP). Las CCP deben estar sujetas a vigilancia por los supervisores y al cumplimiento de estándares de gestión de riesgos, de funcionamiento, etc.
- 10) *Balances*: profundizar la transparencia para los instrumentos fuera de balance. Los estándares contables deben ser menos complejos y permitir una correcta evaluación de la incertidumbre asociada a la valuación de los instrumentos financieros. El IASB (normas contables) debe hacer un esfuerzo para converger a un único conjunto de normas e incrementar la representación de las economías emergentes en su estructura.
- 11) *Esquemas de compensación*: estos deben ser consistentes con las metas de largo plazo y una prudente toma de riesgos. Los componentes variables deben estar ligados a la *performance* y ajustados por riesgo.
- 12) *Paraísos fiscales*: se acordó tomar medidas en contra de las jurisdicciones no cooperativas y procurar terminar con el secreto bancario. La motivación de estas acciones se sustentan en el potencial incremento del arbitraje regulatorio una vez que las regulaciones se vuelvan más estrictas. En efecto, dichas jurisdicciones podrían convertirse en una válvula de escape atractiva que deterioraría la efectividad de la regulación.

VI. La reforma pendiente: lo que no trató el G20

Entre las decisiones y pronunciamientos del G20 está ausente uno de los principales factores que explicaron la crisis financiera mundial: el deficiente funcionamiento de las reglas de juego del sistema monetario internacional. La discusión se ha centrado hasta ahora en las futuras regulaciones financieras nacionales e internacionales, en la reformulación de las instituciones multilaterales existentes y la creación de otras nuevas,

¹⁰ En la operatoria *Over The Counter* (OTC) se negocian instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, *swaps* o derivados de crédito) directamente entre dos partes, fuera del ámbito de los mercados organizados.

pero no se ha debatido sobre cuál es el régimen cambiario-monetario global más adecuado. Es decir, no se ha discutido acerca de temas tales como la causa y la eventual corrección de los desbalances globales, la situación del dólar como reserva de valor y la ausencia de un “productor” de liquidez global que pueda ser además prestamista de última instancia. A continuación desarrollamos estos puntos claves a modo de agenda para la reforma pendiente.

VI.1. Los desbalances

Con anterioridad a la crisis existía un amplio debate académico y político respecto a la importancia de los desbalances y sus riesgos para la economía global.

Por desbalances no entendemos a la mera existencia de déficits o superávits de cuenta corriente en un país puntual, sino a posiciones de cuenta corriente (y de activos externos) en economías sistémicamente importantes, que conllevan tanto distorsiones significativas respecto a la asignación del ahorro mundial, como así también grandes riesgos para la economía internacional derivados de su sostenibilidad. Específicamente, para algunos autores, los desbalances reflejaban un deficiente funcionamiento del sistema monetario internacional en tanto los flujos de ahorro van desde varias economías asiáticas en desarrollo hacia un país avanzado como los EE.UU.

Existen distintas visiones o racionalizaciones que explican los desequilibrios globales. Bernanke (2005) señala al “exceso de ahorro” (*saving glut*) en Asia como el factor central en presionar a la baja las tasas de interés en el país receptor de esos excedentes. Por su parte, Dooley *et al.* (2005) ven a los desbalances como un fenómeno de equilibrio, bautizado con el nombre de Bretton Woods II. Entre China (y el Asia emergente) y EE.UU. existiría un acuerdo implícito por el cual la cuasifijación del yuan al dólar permite al primero mantener el esquema de *export-led growth* y a EE.UU. financiar mayores niveles de consumo a cambio de reciclar esos dólares en activos financieros norteamericanos. El sistema generaba menores precios en los bienes transables coadyuvando a una baja inflación en EE.UU.¹¹

La acumulación de reservas como estrategia deseada por los países emergentes es otro factor importante que contribuyó a explicar y acentuar los desequilibrios. A partir de la experiencia de la crisis asiática, caracterizada por restricciones en el acceso a la liquidez internacional, estos países reconocieron un beneficio neto mayor de poseer una fuerte posición de reservas en dólares (Bastourre, Carrera e Ibarlucia, 2009).

Así como resulta dificultoso establecer un claro orden causal en los desbalances, quedan pendientes varios interrogantes sobre cómo los mismos evolucionarán dado el nuevo contexto signado por la crisis.

Un problema fundamental es la falta de consenso entre los académicos y los hacedores de política económica sobre si son o no nocivos los desequilibrios, o si constituyen una realidad ineludible dadas las preferencias intertemporales de los países. Si como parece efectivamente que ocurrirá, se consolida la idea de que los desbalances fueron partícipes necesarios en la crisis (FSA, 2009 o Portes, 2009, entre muchos otros), se instalan dos

¹¹ Los bonos del tesoro que posee China también actuarían implícitamente como garantía (*collateral*) de los flujos de inversión extranjera directa que recibe este país por parte de EE.UU.

interrogantes: primero, ¿pueden los desequilibrios solucionarse en forma endógena o deberán los países involucrados buscar un rebalanceo con acciones *ad hoc*?; segundo, ¿debería ocurrir ello durante la crisis o es ésta una tarea para implementar en un período de “normalidad”?

Más allá del debate académico, un escenario políticamente probable es que se genere por *default* en el G20 la idea de que los desbalances se corregirán en forma más o menos automática y que, si eso no ocurriese, la reforma de la AFI en marcha (basada en una mayor regulación financiera y organizaciones multilaterales más fuertes y representativas) será suficiente para evitar nuevas crisis.

Es decir, si cuando la crisis quede atrás los países más relevantes en términos de flujos netos siguen teniendo las preferencias reveladas hasta 2007, volveríamos al “Bretton Woods II”. Como en el Bretton Woods original, se buscaría que el rediseño de la AFI compense las inconsistencias con mayores regulaciones financieras, que desempeñarían hoy el rol que los controles de capitales cumplieron entre los años 50s y 60s.

Implícita en toda esta discusión está la conexión entre desbalances y el régimen cambiario global. Al respecto, el ejercicio contrafáctico de preguntarnos si en un mundo con flotación plena en todas las regiones respecto al dólar los desequilibrios no hubiesen alcanzado las dimensiones actuales, no tiene una respuesta clara. A la incertidumbre sobre la efectividad de los mecanismos “de mercado” para corregir estos desbalances, se suma la ausencia de una institución internacional que induzca su corrección a medida que se manifiestan.¹²

La evidencia histórica muestra que el punto débil de los distintos regímenes monetarios internacionales siempre ha sido la cuestión de la asimetría entre países deficitarios y superavitarios, siendo estos últimos proclives a no involucrarse en los ajustes globales en la medida que poseen la capacidad de posponerlos. A esto se suma en la actualidad el hecho que, desde la lógica individual de un país emergente, los superávits son una muestra de solidez y están asociados a una menor percepción de riesgo, siendo estos elementos de crucial importancia ante la falta de un prestamista de última instancia global. Entonces, queda en pie el interrogante de si debería poseer el futuro régimen cambiario global una institución que regule los desequilibrios.

Como ya señalamos, no parece muy probable un escenario en el que se arribe a un consenso internacional para corregir los desbalances de manera coordinada y gradual. De todas formas, si dicho consenso emergiese, la cuestión central pasaría a ser el modo en el cual se realizaría el ajuste y la definición de los actores que deberían estar involucrados. ¿Debería llevarse a cabo principalmente a través de una devaluación gradual del dólar o se tendría que poner el énfasis en lograr un mayor gasto fiscal y estimular el gasto privado en los países superavitarios? ¿Sería la solución sólo parte de un acuerdo estratégico entre EE.UU. y China? ¿No habría que contemplar que hay otros países relevantes con

¹² Bajo Bretton Woods, el FMI tenía entre sus tareas colaborar con los países que debían corregir desequilibrios en la cuenta corriente mediante préstamos puente para facilitar el ajuste cambiario.

superávits de cuenta corriente y, por tanto, sería preferible dar una respuesta en un foro multilateral como el G20?¹³

VI.2. La reforma del régimen monetario y cambiario

Desde la caída de Bretton Woods en 1973, las relaciones financieras internacionales se han desarrollado en un contexto de “no régimen”, caracterizado por la flotación entre las principales monedas y la ausencia de tratados o acuerdos formales que definan reglas de movimiento para las paridades cambiarias. Sin embargo, el sistema distó de ser un régimen de flexibilidad pura, sino que por el contrario, los países dispusieron de cierta libertad para elegir sus arreglos cambiarios y monetarios. Así, por ejemplo, identificamos casos de flotación administrada (como Japón) o de fijación dentro de ciertas áreas monetarias (como el caso de Europa).

Por su parte, se hizo evidente que la política cambiaria constituía un pilar fundamental en la estrategia exitosa de desarrollo económico de *export led growth* implementada por un grupo de economías del este y sur de Asia. De este modo, se fue configurando un sistema global dual formado por un conjunto de monedas subvaluadas y cuasifijas respecto al dólar en el Asia emergente y por paridades flotantes entre Europa y EE.UU. Este esquema se consolidó a partir de la crisis asiática, dando lugar al ya citado Bretton Woods II.

Ahora bien, las posibles interconexiones del régimen cambiario global con los desbalances y la crisis actual, plantean el debate acerca de la necesidad de introducir cambios en su organización. Es decir, ¿cuál es el régimen más adecuado para potenciar el comercio de bienes y activos financieros, evitar la formación de desequilibrios y favorecer la estabilidad cambiaria?

Una parte de la literatura, para quienes la disciplina del mercado también aplica a los mercados cambiarios, vería natural ir hacia un régimen global flotante entre las principales monedas del mundo. La potencial volatilidad no sería traumática ya que existen mercados para cubrir ese riesgo.¹⁴

Para otros autores, como McKinnon (2008), sería posible, en cambio, mantener la estabilidad cambiaria a través de:

- a) Políticas contracíclicas en aquellos países que muestren elevados superávits comerciales.¹⁵
- b) Alinear las políticas monetarias a fin de reducir los diferenciales de tasas de interés entre países. Incluso se podrían imponer algunas restricciones a los flujos de capitales de las instituciones financieras.

¹³ Tal es el caso de Japón, varias economías de Asia, Alemania y los países productores de petróleo, entre otros. Desde esta perspectiva, el G20 es el ámbito apropiado por concentrarse entre sus miembros la mayor parte de los flujos de cuenta corriente globales.

¹⁴ En un reciente trabajo (Carrera y Vuletin, 2009) hemos mostrado cómo la volatilidad del tipo de cambio real ha sido más baja durante el período de BWII (aún controlando por otros factores determinantes) que en cualquier otro período entre 1947 y 2007.

¹⁵ Para la discusión sobre los desbalances globales, esto significaría que EEUU tendría que ser fiscalmente menos contracíclico que China si el objetivo es que éstos se reduzcan.

Si se deseara establecer límites a la volatilidad de las principales monedas avanzadas como el dólar y el euro, implementando un régimen de “flotación administrada global”, surge el problema de que no hay experiencias recientes de grandes intervenciones (ni conjuntas ni individuales) desde inicios de este siglo (The Economist, 2008). Dada la dimensión de los mercados cambiarios, es de esperar que el mayor esfuerzo estuviera puesto en convencer a los operadores mediante declaraciones conjuntas sobre el rango y eventualmente el sendero deseado para la paridad dólar-euro y dólar-yen.¹⁶

VI.3. ¿Del patrón dólar a un liderazgo compartido?

Otra de las grandes cuestiones que definirán el futuro régimen monetario-cambiarío global es el rol del dólar como patrón monetario único. En la literatura, la convención de que sólo una moneda puede ostentar la primacía monetaria suele resumirse con la expresión “el ganador se lleva todo” y se deriva de la experiencia de la segunda mitad del siglo XX con el dólar. La situación se explica no sólo por el liderazgo de EE.UU. como potencia política, económica y militar sino también porque otros gobiernos desalentaron el uso internacional de sus monedas (Alemania por las consecuencias inflacionarias, Japón por las incompatibilidades con su sistema de crédito).

Sin embargo, Eichengreen (2005) o Frankel y Chinn (2005) discuten las posibilidades de liderazgos monetarios compartidos. En los años 20 por ejemplo, tres monedas dominaron la escena internacional (Libra - Dólar - Franco, en ese orden de importancia). Esto no implica que estas situaciones sean deseables o estén exentas de turbulencias financieras y volatilidad. Más aun, el período entre ambas guerras donde la libra fue perdiendo terreno frente al dólar fue una etapa de “no régimen” con alta inestabilidad y devaluaciones competitivas.

De la experiencia de la ruptura de Bretton Woods en 1973, observamos que experimentar una gran devaluación no es *per se* determinante para perder el liderazgo monetario, de hecho el dólar siguió siendo la moneda central. Esto fue consecuencia de que, por entonces, no se avizoraba otra divisa que pudiese convertirse en la principal moneda de reserva dado que sólo el dólar podía garantizar el volumen necesario para llevar adelante las transacciones comerciales y financieras globales. Es decir, la liquidez potencial y las dimensiones del sistema financiero del país líder (EE.UU.) compensaban la mayor volatilidad nominal e inflación del dólar respecto a monedas más atractivas como reserva de valor pero de menor liquidez como, por ejemplo, el franco suizo.

¿Puede configurarse en los próximos años un escenario de declinación del dólar? En caso afirmativo, ¿cómo sería este rediseño: gradual y consensuado o abrupto y conflictivo? Las necesidades reales de la economía americana y los riesgos inflacionarios que enfrenta el dólar en el mediano plazo, podrían avalar la hipótesis de pérdida de espacio de la moneda estadounidense. Pero los potenciales competidores del dólar (euro y yuan) no generan una completa certidumbre sobre su papel internacional.

¹⁶ Las intervenciones cambiarias coordinadas más importantes en las últimas dos décadas fueron el Acuerdo del Plaza en 1985; el Acuerdo del Louvre en 1987; las intervenciones conjuntas de EE.UU. y Japón en 1995 y 1998; y la acción del G7 para sostener el euro en el 2000. En el actual contexto de desbalances, con China y los países petroleros como grandes tenedores de dólares, posiblemente nuevos actores deberían participar de este tipo de medidas.

El euro ha venido ganando espacio en su uso para transacciones financieras y en las reservas de los bancos centrales y fondos soberanos, pero no parece existir una voluntad política de incrementar drásticamente su participación en los mercados cambiarios. Por otro lado, si bien el área del euro tiene espacio regional para expandirse, la tasa de crecimiento europea ha sido relativamente baja y hay incluso dudas sobre el costo-beneficio de adoptar el euro en la periferia del continente. También, aquellos países que ya forman parte de esa área monetaria, ven que las nuevas incorporaciones pueden diluir su peso en los órganos de gobierno. Podría entonces aparecer una solución que implique converger a un nivel intermedio de participación global del euro como ocurrió en el pasado con el yen.

En el caso de China, existen amplios controles de capitales y restricciones financieras que limitan el rol financiero del yuan. Hasta el momento, han existido algunos intentos de darle mayor presencia internacional generando líneas de *swaps* con varios países, incluso fuera del espacio regional asiático (por ejemplo, con Argentina y Bielorrusia). Sin embargo, para China no sería conveniente que se precipite una fuerte pérdida de valor del dólar puesto que la mayor parte de sus reservas son activos denominados en esa divisa. De este modo, la transición hacia un yuan fuerte no es necesariamente un juego de suma positiva salvo que fuera realizada en forma gradual.

Por su parte, tanto el euro como el yuan son monedas de países que descansan en el rol dinámico de las exportaciones y que son estructuralmente superavitarios en su cuenta corriente. Estas características plantean dudas sobre su capacidad para inyectar liquidez internacional suficiente, en el caso en que compartiesen con el dólar el liderazgo monetario.¹⁷

Hasta el momento, la “producción” de liquidez internacional estuvo asociada a déficits externos concentrados en el país líder (EE.UU.), quien ha exhibido una trayectoria de endeudamiento neto positivo y creciente respecto al resto del mundo. La dinámica de los desbalances es, desde esta óptica, inherente a su rol de líder monetario. La pregunta que surge entonces es si estarán dispuestos los otros potenciales líderes a pasar a posiciones deficitarias para proveer liquidez global.

Como conclusión preliminar, consideramos que probablemente el dólar termine cediendo espacio pero sin abandonar su papel principal. También se aprecia que existen intereses complementarios para que los principales países del G20 busquen minimizar la probabilidad de ajustes abruptos en las paridades o de períodos de alta volatilidad. Esto podría evitarse con acuerdos bilaterales entre las grandes áreas y siendo luego avalados en un ámbito más amplio. Es posible que la poscrisis requiera entonces, una suerte de flotación administrada global más homogénea que el sistema dual vigente hasta ahora.

VI.4. El Prestamista de última instancia global y la composición de las reservas en países emergentes

El rol jugado por el dólar durante la crisis como prácticamente el único activo seguro ha significado, para los países emergentes, fuertes reversiones en los flujos de capitales por el

¹⁷ Dilema que enfrenta toda moneda de uso internacional y que fuera originalmente notado por Triffin (1960).

flight to quality, reduciendo el espacio para políticas contracíclicas que suavicen los efectos de la crisis. De este modo, la salida de capitales transforma a los emergentes en el eslabón más débil de la integración financiera internacional.

Estos episodios, que se repiten frente a cada situación de *shock* de liquidez global, limitan el rol de los prestamistas de última instancia domésticos y se traducen en un costo financiero estructuralmente más alto, de fuerte componente procíclico y dependiente de las condiciones internacionales.

Tal comportamiento, junto con la incertidumbre acerca del valor de largo plazo del dólar, que genera inestabilidad en el valor de las reservas internacionales de los bancos centrales (hoy mayoritariamente en esa moneda), plantearía el caso para crear una institución independiente y reconocida internacionalmente, que cumpla con la función de prestamista de última instancia y proveedor de liquidez.

Por ello, una de las lecciones de la presente crisis sería la necesidad de crear un sistema de reservas global cuya moneda no sea la de un país en particular (Ocampo 2008). En este sentido, a corto plazo la AFI ya dispone de los DEG, que fueron creados en 1969 por el FMI¹⁸ para complementar los activos de reservas de los países miembros y ahora, podrían transformarse en un instrumento de uso extensivo en la implementación del nuevo sistema.

El Presidente del Banco Central del China, Zhou Xiaochuan propuso días antes de la reunión del G20 la creación de una “super moneda de reserva soberana” asociada a varios países líderes que participarían de la canasta. Esta moneda debería atender dos cuestiones relevantes: proveer a las reservas internacionales una moneda estable y ser un instrumento de liquidez internacional.¹⁹ Las características deseables de dicha moneda serían la estabilidad respecto a un ancla, la emisión ordenada (definida por reglas fijadas *ex-ante*), la flexibilidad para dar respuestas a cambios abruptos en la demanda y, fundamentalmente, su desconexión de las divisas nacionales. Esta moneda fiduciaria debería ser asignada a los países sobre bases regulares (no implicaría desarrollar un superávit ni aumentar su endeudamiento externo para obtenerla).

Los DEG podrían cumplir parte de esas funciones si su motivación original, no cumplida plenamente, fuera retomada. Como vimos, el G20 avanzó en esa dirección con la asignación de DEG por 250 mil millones de dólares. Aunque tal medida es todavía parcial y restan aprobar asignaciones anteriores, es un primer paso. Seguramente la composición de la canasta que compone el DEG debería ser modificada para incluir al yuan.

VII. Cuando se despeje el horizonte

El G20 concentró su trabajo en dos áreas: primero, la coordinación de las políticas macroeconómicas para salir de la crisis y segundo, la reforma de la AFI tanto en lo concerniente a las regulaciones financieras como a las organizaciones multilaterales de crédito y supervisión. Quedó fuera de la agenda atender otros aspectos críticos de la AFI como las reglas de funcionamiento del sistema monetario internacional. Respecto a esta

¹⁸ Fue un intento de solución a los problemas de Bretton Woods pero no tuvo el impulso necesario.

¹⁹ La propia propuesta de Zhou se inspira en la idea de Keynes para Bretton Woods, que consistía en crear una moneda, el Bancor, basada en una canasta de 30 *commodities* representativas.

cuestión, es materia de debate la situación actual de “no régimen” que generó fenómenos como los desbalances globales, careció de reglas definidas respecto al rol del dólar en la provisión de liquidez internacional y como reserva de valor, y que tampoco tuvo un prestamista de última instancia.

Tanto el consenso económico como las instituciones de la AFI vigentes hasta 2008 no alertaron ni previnieron sobre los riesgos de una crisis global. La economía como teoría y práctica debería poder mostrar que es capaz de encontrar una salida rápida, eficiente y sostenible para la presente crisis. Las lecciones de los años treinta parecen ser de enorme utilidad para no repetir los errores del pasado respecto a los riesgos de la deflación y el ajuste automático. De esta manera, observamos cómo las principales potencias económicas están desplegando un paquete masivo de medidas monetarias y fiscales expansivas.

Vale también tener en cuenta que la literatura más reciente sobre la crisis del treinta (Eichengreen, 1992; Bernanke, 1995) muestra que la dimensión internacional, algo subestimada en trabajos pioneros como los de Friedman y Schwartz (1963) y Temin (1976), fue sumamente relevante para explicar su profundidad y duración. En ese período la AFI existente, basada en el patrón oro, la plena movilidad de capitales y una importante desregulación financiera, jugó un rol decisivo en su origen y propagación.

En ese contexto internacional, los países adoptaron posiciones no cooperativas que llevaron a grandes devaluaciones competitivas y guerras tarifarias que terminaron por contraer, junto con el derrumbe del nivel de actividad, a un tercio el comercio internacional y por destruir los intercambios financieros. La conferencia de 1933, fortuitamente organizada en Londres, como la del G20 en 2009, mostró la falta de predisposición de las potencias mundiales para hallar una respuesta coordinada. La economía como ciencia hoy puede mostrar, gracias a la implementación de resultados de la teoría de los juegos, que hay soluciones cooperativas pareto-superiores a equilibrios competitivos.

Al respecto, al evaluar si los acuerdos alcanzados en el marco del G20 han sido suficientes, la respuesta es negativa. Principalmente es lícito dudar de la profundidad y extensión de las reformas tomadas. Sin embargo, reconociendo el breve período de tiempo transcurrido, la experiencia ha sido positiva porque incorporó a los países emergentes en la discusión tanto de las medidas de corto plazo como del rediseño de la AFI.

Cuando la urgencia por la crisis disminuya, se instalarán en la mesa de debate del G20 los temas para los que hay menos consenso y que será necesario afrontar. Definir nuevas “reglas del juego” para el sistema monetario y financiero internacional es una tarea más compleja y conflictiva que definir nuevas regulaciones para los sistemas financieros nacionales o rediseñar las organizaciones multilaterales, que es lo que se ha hecho hasta ahora. Frente a las urgencias impuestas por la crisis, parece una estrategia razonable que se haya postergado su tratamiento.

La tarea pendiente del G20 es difícil: ni más ni menos que establecer un marco cooperativo sostenible. De los países avanzados en los que se originó la crisis y conformaron la actual arquitectura, se necesita el liderazgo y la generación de consensos, de los emergentes se requiere una actuación a la altura de sus nuevas responsabilidades. La

reforma resultante de la AFI, una vez que la crisis haya pasado, mostrará cuan profundo es el compromiso de los principales actores con un esquema más estable, equilibrado y menos propenso a generar desequilibrios globales.

Referencias

- Bastourre, D., J. Carrera y J. Ibarlucia (2009)**; “What is Driving Reserve Accumulation? A Dynamic Panel Data Approach”, *Review of International Economics*, Vol. 17 (4).
- Bernanke, B. (1995)**; “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach”, *Journal of Money Credit and Banking*, Vol 27 (1), 1-28.
- Bernanke, B (2005)**; “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, Discurso, en la Conferencia Sandridge, Asociación de Economía de Virginia, Richmond, Virginia, 10 de marzo de 2005.
- Carrera J. y G. Vuletin (2009)**; “Real Exchange Rate Volatility and Exchange Rate Regimes: Neutrality, Complementarities and Announcements”, mayo de 2009.
- Chinn, M. y J. A. Frankel (2005)**; “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency”, NBER, documento de trabajo N° 11510 (agosto).
- Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003)**; “An Essay on the Revived Breton Woods”, NBER, documento de trabajo N° 9971 (septiembre).
- Eichengreen, B. (2005)**; “Sterling’s Past, Dollar Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition”, NBER, documento de trabajo N° 11336 (mayo).
- Eichengreen, B. (1992)**; *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York: Oxford University Press.
- Financial Service Authority (FSA, 2009)**; “The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis”, marzo.
- Friedman, M. y A. Schwartz (1963)**; *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Ronald McKinnon (2008)**; “A New BrettonWoods?”, mimeo, Universidad de Standford.
- Ocampo, J. (2008)**; “Policy Lessons from the Current Financial Turmoil”, trabajo presentado en las Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, septiembre de 2008.
- Portes, R. (2009)**; “Global Imbalances”, en M. Dewatripont, X. Freixas y R. Portes (eds.) *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, Centre for Economic Policy Research.
- Rodrik, D. (2009)**; “A Plan B for Global Finance”, *The Economist*, 14 de marzo.
- Temin, P. (1976)**; *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York: W. W. Norton.
- The Economist (2008)**; “Divine Intervention”, 27 de marzo.
- Triffin, R. (1960)**; *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*, New Haven, CT: Yale University Press, 1960.
- Wolf, M. (2009)**; “Rising Government Bond Rates Prove Policy Works”, *Financial Timmes*, junio.