



SERIE POLICY BRIEFS

DESAFÍOS PARA AMÉRICA
DEL SUR EN EL ACTUAL
CONTEXTO FINANCIERO
INTERNACIONAL (I):
“GUERRA CAMBIARIA”,
REFORMAS FINANCIERAS
Y G-20

Nº 4 - ABRIL 2011

ANDRÉ M. BIANCARELI
IE - CECON / CAMPINAS - RED MERCOSUR



I. Introducción

No debe sorprender la afirmación de que el mundo atraviesa actualmente un período de importantes problemas y transformaciones económicas. La profunda crisis internacional —originada en los Estados Unidos en 2007/2008 y que afectó a todas las economías del planeta— continúa generando dudas sobre el futuro, particularmente en relación a los aspectos monetarios y financieros de las relaciones internacionales. Sus impactos no son meramente cuantitativos. Nuevos temas, nuevos desafíos, nuevas instancias de discusión —y también nuevas oportunidades para actuar— surgen o ganan fuerza, en un proceso que parece estar lejos de agotarse.

Generalmente estos momentos de crisis y transformaciones impactan de forma adversa a los países en desarrollo, en particular a los sudamericanos. Con cierta frecuencia estos episodios se originan dentro de la propia región. Episodios y procesos no tan viejos —como el endeudamiento externo y las crisis de liberalización en el Cono Sur en los años 1970; la difícil administración de la crisis de la deuda a lo largo de la “década perdida”; la ola de liberalización financiera y las nuevas crisis de los años 1990— traen recuerdos dolorosos y comparaciones inevitables con la situación actual.

¿Están las economías sudamericanas entrando nuevamente en un período de graves dificultades financieras externas que podría poner fin a una fase positiva? Lo que es más importante, ¿existen iniciativas de política —por parte de las autoridades nacionales y/o que involucren negociaciones y coordinación entre países— que puedan atenuar los efectos negativos de la coyuntura externa adversa y evitar daños al proceso de desarrollo en la región?

Este primer *Policy Brief* sobre el tema presenta y discute estas preguntas y desafíos de política, enfocándose en los impactos de la crisis sobre el orden monetario y financiero global, los cambios en la arquitectura financiera y la emergencia de nuevos espacios de discusión, como el G-20. Además de resumir el estado actual de estos procesos, el texto procura identificar el potencial y los riesgos para los países sudamericanos, así como identificar opciones de posición y política frente a este contexto.

2 - El segundo *Policy Brief* de esta serie trata sobre el potencial y el estado actual de las iniciativas de cooperación financiera regional, como una vía de acción de los países sudamericanos frente a este contexto. Para un análisis más profundo de algunos de los temas aquí resumidos, ver FANELLI, J. M. (2010). *The International Financial Architecture and Global Institution Building. A Latin American View*. Serie Documentos de Trabajo de la Red Mercosur (Working Paper n.2-10, disponible en: <http://www.redmercosur.org/the-international-financial-architecture-and-global-institution-building/publicacao/100/pt/>).

II. Un mundo en mutación: el contexto económico y financiero post-crisis

La extensión y la complejidad de los fenómenos que ocasionaron la crisis financiera internacional —cuyo punto más crítico tuvo lugar en septiembre de 2008— hacen imposible resumirlos en este artículo. Para los propósitos de este texto, bastará tomar nota de que la crisis tuvo (o tiene) al menos cinco dimensiones complementarias.

La crisis se inició como (i) una crisis del sistema de financiamiento inmobiliario estadounidense, que se transformó en (ii) una crisis financiera sistémica, especialmente en los Estados Unidos y Europa, y produjo (iii) una crisis económica global, constituyéndose en el mayor revés económico colectivo desde los años 1930. La crisis también produjo (iv) una aceleración de transformaciones en las relaciones económicas internacionales que estaban en marcha antes de 2008 y llamó la atención sobre (v) una crisis del modelo de capitalismo financiero desregulado predominante en las últimas décadas.

Dejando de lado las hipotecas *subprime*, los productos financieros sofisticados, los vehículos especiales de inversión (SIV) y las demás operaciones que se mantenían fuera del balance, podemos concentrarnos

en los puntos (iii) e (iv) de la lista anterior. Las fallas experimentadas por los sistemas financieros más desarrollados —que provocó, directa o indirectamente, su estatización a gran escala— afectaron el llamado “lado real” de la economía a través de una serie de canales complementarios. En los países centrales el crédito al consumo se contrajo fuertemente a pesar de la inyección de liquidez que hicieron las autoridades monetarias. Las familias y las empresas, endeudadas y enfrentadas a la pérdida del valor de sus patrimonios, intentaron reducir su apalancamiento, lo que puso límites objetivos para la recuperación del consumo y la inversión privada a sus niveles previos a la crisis.

La transmisión internacional de la crisis hacia economías cuyos sistemas financieros no se vieron directamente afectados por las operaciones que llevaron a su quiebra, se dio tanto por la vía del comercio como del financiamiento externo. El comercio internacional sufrió una contracción histórica en 2009, en gran parte debido a la virtual paralización del financiamiento del comercio. Los flujos internacionales de capital presentaron, desde un primer momento, el comportamiento típico de otros

momentos de aversión al riesgo: huida hacia la calidad (*flight to quality*), *sudden stops* que provocan crisis cambiarias en las economías emergentes más vulnerables —especialmente las de Europa del Este que registraban déficits en cuenta corriente y bajos niveles de reservas.

Las reacciones de política económica —un esfuerzo coordinado sin precedentes de política fiscal y monetaria anticíclicas— pudieron atenuar los impactos de la recesión en las economías avanzadas y en las emergentes que se encontraban en una situación más sólida. Esto se agregó a eficaces acciones de rescate que habían tenido éxito en disipar el pánico financiero a finales de 2008. En este contexto, a mediados de 2009 muchos analistas se apresuraron a señalar el comienzo de la recuperación y una “nueva normalidad”. La realidad se mostró mucho más compleja y desafiante, tanto desde el punto de vista interno en los países centrales como desde el punto de vista de las relaciones internacionales.

El debilitamiento —motivado por razones ideológicas u objetivas provenientes de los mercados— de las políticas fiscales expansionistas, transformó al activismo monetario en la única herramienta para impulsar una demanda privada afectada no sólo por el señalado desapalancamiento, sino también por las crecientes tasas de desempleo. Esto quedó muy en claro en el caso estadounidense, pero también se verificó (de hecho, desde hace décadas) en Japón. En Europa, la situación fue aún peor debido a la falta de confianza sobre las deudas soberanas de las economías más débiles del bloque, los conflictos “federativos” internos y un grado aún mayor de ortodoxia en el manejo macroeconómico. Todo esto hace difícil vislumbrar en el mediano plazo una reactivación de las fuentes de dinamismo interno de las economías avanzadas, las que funcionaron —principalmente durante el ciclo más reciente— como locomotoras del crecimiento global, junto con China y parte de Asia.

Dicho de otro modo, habiendo pasado ya el momento más crítico de la crisis financiera —y aparentemente alejado fantasma de una nueva Depresión— las perspectivas actuales son de bajo crecimiento en los países centrales por un largo período de tiempo, lo que contrasta fuertemente con el “engranaje” internacional virtuoso y desequilibrado que sostuvo un elevado dinamismo global hasta 2007/08. Es en este contexto que deben entenderse los principales temas de actual debate financiero internacional: los desequilibrios globales y la “guerra cambiaria”.

II.i. Los desequilibrios globales y la “guerra cambiaria”

Debido a complejos procesos estructurales, influidos por varios factores además de los tipos de cambio, en las últimas décadas el mundo se movió hacia una configuración geográfica de la producción y el comercio globales bastante específica. La transferencia hacia

Asia de partes importantes de las cadenas productivas, especialmente en aquellos sectores más avanzados tecnológicamente, es un viejo proceso que se remonta a los años 1980, y se originó en Japón con la incorporación de sucesivas generaciones de “tigres asiáticos”. La entrada de Estados Unidos en este proceso (como “exportador” de sus empresas y empleos) y, por otro lado, de China (como importante receptor de inversión directa debido a su mano de obra barata y su tasa de cambio depreciada) cambió radicalmente la situación en los años 1990. Para ese momento la “fábrica del mundo” ya se localizaba en Asia y tenía a China como el principal polo receptor e irradiador de la demanda proveniente de las economías centrales, principalmente de la estadounidense.

Luego de la breve recesión de inicios de la década de 2000, cuando Estados Unidos volvió a crecer sus cuentas externas pasaron a reflejar claramente esos cambios estructurales. El consumo estadounidense, fuertemente alentado por la amplia disponibilidad de crédito doméstico y por el “efecto riqueza” derivado de la valorización de activos financieros, se tradujo automáticamente en un crecimiento de la demanda de importaciones, satisfecha en gran parte por China (país que sostiene su competitividad y avanza gradualmente hacia las etapas más sofisticadas de las cadenas productivas. Esta relación bilateral es la cara más visible de los “desequilibrios globales”: los déficits crecientes en cuenta corriente en EE.UU. y su contrapartida, los superávits chinos.

Sin embargo, éste fue sólo uno en una serie de eslabones de un poderoso engranaje que entre 2003 y 2008 hizo crecer el comercio internacional a tasas históricas. Debido a su posición en los segmentos finales en gran parte de las cadenas regionales de producción, para exportar a EE.UU. China precisa importar cantidades crecientes de partes y componentes (de alto contenido tecnológico) de sus vecinos asiáticos —el segundo eslabón. El tercer eslabón se origina en la dotación de recursos naturales de China, en la migración de su población rural y en el elevado dinamismo de su economía, que generaron un *shock* de demanda de *commodities* minerales, agrícolas y energéticas, dinamizando las exportaciones (y los precios) de gran parte de los países especializados en ese tipo de bienes primarios

En el aspecto monetario y financiero, el resultado de este proceso fue la acumulación creciente de reservas internacionales en los países asiáticos y, en menor medida, en otros países emergentes. Dicha acumulación no fue el resultado “natural” de los superávits en cuenta corriente y del ingreso de flujos financieros, sino de una estrategia activa de defensa a través del mantenimiento de tipos de cambio competitivos y de protección contra cambios bruscos en la disponibilidad de financiamiento externo. La contrapartida de esa acumulación reservas fue el creciente endeudamiento

externo de la economía estadounidense. El circuito se cerraba, justamente, con la utilización de esos activos para adquirir títulos estadounidenses (especialmente públicos) denominados en dólares.

El gran temor de la mayoría de los analistas internacionales antes de la crisis se relacionaba con un posible cambio de postura de los acreedores internacionales de Estados Unidos: ¿cuáles serían las consecuencias sobre el dólar de un cambio en la estrategia de compra de títulos estadounidenses? ¿Cuáles serían las reacciones ante ese escenario? Para algunos, una de las prerrogativas del emisor de la moneda de reserva internacional —endeudarse con el resto del mundo en su propia moneda— estaba, amenazada por el excesivo endeudamiento de EE.UU.

La crisis financiera que terminó desatándose no tuvo su origen inmediato en la posición externa de Estados Unidos. Pero sus consecuencias sí tienen relación directa, y de varias maneras complementarias, con los desequilibrios globales. Dichas consecuencias plantean serios desafíos para las economías sudamericanas.

En primer lugar, los efectos de la crisis sobre el comercio internacional y el bajo crecimiento proyectado para los países centrales debilitan el primero de los eslabones dinámicos del engranaje comercial antes descrito. Puede parecer paradójico, pero el deseado re-equilibrio global tiene claros efectos contractivos a nivel global. Ante la ausencia de otra fuente primaria de demanda que complemente o sustituya los déficits en cuenta corriente de Estados Unidos, el cuadro más probable es el de una mayor agresividad china en sus exportaciones de manufacturas hacia otros mercados (incluidos los de América del Sur). Esto ocurrirá más allá de la profundización del esfuerzo en curso para cambiar el patrón de crecimiento chino hacia un mayor énfasis en el mercado doméstico como fuente de dinamismo. Una de las dudas centrales hoy es si China, sola o acompañada de otros países emergentes, conseguirá actuar como locomotora del comercio (y del producto) globales.

En segundo lugar, y más importante aún, las políticas económicas implementadas desde la eclosión de la crisis han causado perturbaciones adicionales dentro de un cuadro ya incierto. Como ya se ha dicho, en los países centrales, y especialmente en Estados Unidos, la política monetaria está sobrecargada como instru-

mento de reactivación de la demanda. En el contexto actual, las tasas de interés de los bancos centrales, próximas a cero, no sólo han demostrado ser poco eficaces para reactivar el consumo y la inversión, sino que han impactado en los flujos financieros internacionales y, por lo tanto, en los tipos de cambio.

Este fenómeno puede verse desde dos ángulos distintos. Por un lado, como una rápida recuperación de la liquidez internacional que parecía haberse revertido a fines de 2008 pero que, ante la caída en la aversión al riesgo y los bajísimos rendimientos en las economías centrales, ha retomado su camino en la forma de fuertes flujos de capitales hacia a las economías emergentes (especialmente aquéllas con tasas de interés y/o tasas de crecimiento relativamente elevadas). Por otro lado, el cambio de política, y más precisamente su impacto sobre los tipos de cambio, puede interpretarse como un intento por aumentar o garantizar la competitividad de las exportaciones, concebidas como válvula de escape ante las pobres perspectivas de crecimiento.

Se trataría de una reedición de las “devaluaciones competitivas” o de las tácticas de “empobrecer al vecino”, muy utilizadas en los años 1930, con pésimos resultados. Si todos intentaran crecer empujados por las exportaciones y contrayendo las importaciones, el resultado final sería un mayor nivel de inestabilidad cambiaria y, al fin de cuentas, un retorno al proteccionismo que hasta ahora no había tenido lugar de manera significativa. Por razones obvias, este escenario de “guerra cambiaria” ha encontrado fuertes resistencias en China. En él las víctimas principales tienden a ser las otras economías emergentes, que no consiguen (o no desean) proteger sus monedas de las fuertes entradas de capital en busca de ganancias de corto plazo, lo que perjudica su competitividad e incluso amenaza sus estructuras productivas.

En este caso nos encontraríamos ante un típico escenario de no-cooperación, en el que la búsqueda de intereses individuales perjudica (en realidad, impide) una solución virtuosa para todos los actores. Como en este tablero los principales jugadores son la mayor economía del mundo —emisora de la moneda de reserva— y la principal potencia emergente —eje de la “fábrica del mundo”— el desenlace del juego no permite previsiones optimistas. Al menos no mientras no haya una profunda reforma de los mecanismos de regulación y concertación de las relaciones monetarias y financieras en el plano internacional.



III. ¿Poderes re-equilibrados? Cambios en la arquitectura financiera?

Las crisis financieras históricamente han desatado debates sobre el orden regulatorio. En las crisis (y debates) más profundos, estas coyunturas produjeron reformas importantes y duraderas tanto en el plano doméstico de las relaciones financieras como en su dimensión internacional. Otro aspecto importante ha sido que la re-configuración de las instituciones, reglas y mecanismos que disciplinan (o no) las relaciones monetarias y financieras entre los países –a las que se suele llamar arquitectura o gobernanza financiera internacional– sufren, inevitablemente, la influencia de las relaciones de poder y de la coyuntura económica.

Esta vez, como no podía ser de otra manera, el fenómeno se repite. Ya hace algún tiempo que parece clara la incapacidad de la arquitectura financiera vigente para desempeñar funciones clave como: a) facilitar las transacciones financieras internacionales; b) garantizar la consistencia entre los esquemas regulatorios domésticos e internacionales; y c) asegurar que dichas transacciones amplíen (en lugar de dificultar) la provisión de liquidez internacional y el margen de maniobra de las políticas económicas domésticas³. La crisis y sus consecuencias, o su quinta dimensión según la lista presentada en la sección II, explicitan los problemas y sugieren las respuestas.

Transcurridos más de dos años desde el punto más álgido de la crisis existen tres frentes principales de discusión y reforma: las propuestas de reforma financiera doméstica (principalmente en los Estados Unidos); el acuerdo de Basilea III; y la emergencia del G-20 como foro para el tratamiento de temas monetarios y financieros internacionales. Por lo tanto, se mezclan dos tipos de disputas y ajustes de poder: de los Estados (o sus órganos reguladores) contra las fuerzas de mercado; y entre los propios Estados nacionales, incluyendo el avance de las llamadas “economías emergentes”.

Desde el punto de vista doméstico, el país que más avanzó hasta ahora respecto a la re-reglamentación financiera fue justamente aquél en que se gestó la crisis. Existen intentos en la misma dirección en Inglaterra, pero hasta ahora sólo hay resultados visibles en Estados Unidos. Enviada por el gobierno al Congreso en junio de 2009, la “propuesta Obama” de reforma financiera fue objeto de intensos debates, poderosos *lobbies* de los sectores afectados e importantes modificaciones en ambas cámaras legislativas. Consolida-

dos tales cambios por el senador Chris Dodd y por el representante Barney Frank, la *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (o *Dodd-Frank Act*) fue aprobada a fines de junio de 2010 por la Cámara de Representantes y pocas semanas después por el Senado. La ley fue sancionada por el presidente el 21 de julio, pero sólo entrará plenamente en vigor cuando los órganos responsables terminen de elaborar todas las complejas reglamentaciones necesarias.

En general se puede decir que –a pesar de las limitadas posibilidades de acción de la Reserva Federal como prestamista de última instancia– ha habido progresos en varios puntos críticos para la administración de una crisis financiera sistémica. Entre los principales se destacan:

- La creación del *Consumer Financial Protection Bureau*, que fortalece la protección de los consumidores de productos y servicios financieros;
- Un nuevo y poderoso órgano dedicado a identificar, prevenir y enfrentar los riesgos sistémicos: el *Financial Stability Oversight Council*, compuesto por todas las instituciones federales y estatales de regulación financiera y presidido por el Secretario del Tesoro; y
- La adopción de una versión atenuada de la “regla Volcker”, destinada a prevenir el rescate de instituciones que sean demasiado grandes para quebrar, desincentivando el crecimiento excesivo y la complejidad de las operaciones financieras a través de la limitación de las transacciones especulativas con recursos propios de los bancos y la inversión en *hedge funds* y *private equity funds*. Asimismo, las nuevas reglas exigen la separación institucional de las operaciones de *swap*.⁴

En el frente internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea concluyó en septiembre de 2010 sus discusiones, alcanzando un consenso acerca de las nuevas reglas sobre capital y liquidez de los bancos, el llamado Acuerdo de Basilea III. Siguiendo la dinámica típica de la regulación financiera –intentar cubrir las fallas del esquema regulatorio anterior, identificadas y exploradas por las fuerzas del mercado– la nueva versión tiene como principales avances en relación a Basilea II los siguientes puntos:

3 - Ver FANELLI (2010), *op. cit.*

4 - Otras medidas previstas son: asegurar la transparencia y *accountability* en los mercados de derivados y de otros instrumentos exóticos; la reglamentación de los *hedge funds* y de los *private equity funds*; la mejora de la reglamentación de los bancos y de las instituciones de ahorro; la exigencia de retener al menos 5% del riesgo crediticio en las instituciones que venden títulos garantizados con hipotecas; el establecimiento de nuevos requerimientos y procedimientos de fiscalización de las agencias calificadoras de riesgo; el monitoreo de las aseguradoras por parte del gobierno federal; el fortalecimiento de la gobernanza corporativa y el control de la remuneración de los ejecutivos; el fortalecimiento de la fiscalización y de los reguladores para combatir el fraude financiero, los conflictos de intereses y la manipulación de los sistemas.

- Define con precisión qué es *core capital* y eleva el porcentaje mínimo de capital de alta calidad del 2% actual al 4,5% de los activos ponderados por riesgo;
- Introduce un colchón de protección de 2,5%, bajo la forma de capital de alta calidad (integrado por acciones y beneficios retenidos sin contar la participación en subsidiarias);
- Eleva el requerimiento de capital mínimo *Tier 1* del 4% actual al 6% de los activos ponderados por riesgo;
- Aumenta el capital mínimo *total* exigido del 8% actual al 10,5% de los activos ponderados por riesgo; y
- Introduce una cobertura adicional macro-prudencial para reducir la pro-ciclicidad del sistema financiero, estableciendo un requisito adicional de hasta 2,5% (colchón contra-cíclico)

En este campo también existe un horizonte relativamente largo para la implementación completa de todas las nuevas normas (hasta 2019). Probablemente durante dicho intervalo ya se habrán generado nuevas innovaciones financieras, lo que exigirá el diseño de nuevas regulaciones. Pero no hay que despreciar la importancia de los avances generados: existe un movimiento, aunque aún tímido, de re-equilibrio del poder hacia los Estados.

Respecto a los conflictos y cambios en las relaciones entre los Estados, el cuadro es más complejo y está lleno de matices. La gran novedad es la creciente importancia de las economías emergentes. Desde el punto de vista institucional, el G-20 es una síntesis de este nuevo escenario. Dentro América del Sur, Brasil y Argentina (y también México en América Latina) son parte de la principal mesa de negociaciones sobre asuntos financieros internacionales. Esta institución merece un análisis más detallado.

III.i. El G-20 y los desafíos para su acción en la arena multilateral

Formalmente, el G-20 financiero surge como una instancia de discusión a nivel ministerial y entre presidentes de bancos centrales en 1999, en el contexto de las crisis en los mercados emergentes que caracterizaron esa década. Se trataba de una iniciativa de “encuadramiento” por parte de las economías avanzadas: algunos países sistémicamente importantes, en los que habían surgido graves problemas, necesitaban ser incorporados a las discusiones financieras multilaterales, e incluso “aprender” las mejores prácticas de regulación, disciplinamiento, etc. La crisis financiera de 2007/08, así como el período previo, alteraron completamente el escenario debido tanto a las tasas de crecimiento más altas de los emergentes, como al hecho de que el ori-

gen de las dificultades financieras, así como sus efectos más profundos, pasaron a localizarse en los países centrales.

La iniciativa de cambio fue de EE.UU., frente a la resistencias de Japón y otros miembros del G-7 como Italia y Canadá. La reunión conjunta de otoño del FMI-BIRD en octubre de 2008, un encuentro al margen de la programación oficial, congregó a representantes de las 19 economías más grandes del mundo, más la Unión Europea. Para entonces ya quedaba claro la dificultad e inconveniencia de restringir al G-7 (ampliado por Rusia) las discusiones y medidas para enfrentar una crisis tan dramática. La reunión ministerial de San Pablo el 8 y 9 de noviembre reforzó la importancia creciente de esa instancia, lo que se confirmó en la primera Cumbre Presidencial del G-20, realizada pocos días después en Washington. Luego de algunos meses y después de la Cumbre de Londres en abril de 2009, la Cumbre de Pittsburgh en septiembre de ese mismo año oficializó al G-20 como el principal foro de cooperación económica y discusión de asuntos financieros internacionales. Se trata de un espacio de diálogo y de formulación de posiciones y críticas en la búsqueda de consensos, pero sin gran poder (ni herramientas) para imponer políticas o metas claras.

En Pittsburgh se definió también la regularidad anual de las Cumbres presidenciales, que cierran cada período de presidencia rotativa del órgano. En la Cumbre de Seúl, celebrada el 11 y 12 de noviembre de 2010, finalizó la presidencia coreana y se inició la francesa. Aparte de este primer nivel de relacionamiento diplomático (que implica una serie intermedia de reuniones ministeriales y de otros representantes) existe otro nivel de relacionamiento, temático y conducido por figuras más políticas (denominados *sherpas*), dedicado a ampliar el rango de asuntos en discusión más allá de los temas estrictamente financieros.

Tres decisiones acertadas en el G-20 merecen ser destacadas. En primer lugar, este fue el espacio para la coordinación de las respuestas de política fiscal que, de manera decidida y anti-cíclica, evitaron en un primer momento la profundización de los efectos recesivos de la crisis financiera sobre la economía real. Los compromisos asumidos en esta instancia para evitar el proteccionismo comercial, preservando el comercio internacional como herramienta para el crecimiento, también fueron hasta ahora relativamente exitosos. En tercer lugar, el G-20 también fue esencial para la formación de consensos y posiciones previas en relación a la regulación y supervisión bancaria, los que se materializaron en el Acuerdo de Basilea III comentado previamente.

Respecto al equilibrio de poder entre los Estados nacionales y sus intereses divergentes, las perspectivas son menos auspiciosas. También es notoria, a medida

que el período de mayor riesgo financiero va quedando atrás, la progresiva reducción de los consensos y del sentido de urgencia de acciones conjuntas. El fenómeno más patente es el innegable aumento en el poder de las economías emergentes –de lo que el propio G-20 es síntoma, pero que también se manifiesta en la reforma de las instituciones multilaterales de Bretton Woods.

En Seúl hubo un importante cambio en el FMI, a través de una redistribución del poder de voto de aproximadamente el 6% del total (en favor de los emergentes en general y en detrimento principalmente de las economías europeas), la garantía de que todos los BRICs estén entre los diez mayores accionistas, y también cambios en la Junta de Gobernadores (con la pérdida de dos asientos de la Unión Europea que probablemente serán ocupados por México y Turquía). Esta reforma será implementada progresivamente hasta 2013 (cuando está prevista una nueva ronda) y, a pesar de ser bastante gradual, apunta hacia un mayor equilibrio en las instituciones financieras multilaterales, incluso con la elección abierta (y sin nacionalidad previa definida) de dos directores ejecutivos.

Cabe resaltar la incorporación efectiva de representantes de todos los miembros del G-20 en varios órganos técnicos que antes estaban restringidos a las economías avanzadas, destacándose el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Basel Committee*), el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, que sustituye desde abril de 2009 al *Financial Stability Forum*) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (*International Organization of Securities Commissions*).

Sin embargo, el G-20 también ha sido el escenario del surgimiento de dificultades y dilemas respecto a cómo encaminar el principal punto en las discusiones monetarias y financieras: los desequilibrios globales y la “guerra cambiaria”.

III.ii.i El G-20 frente a los desequilibrios globales y la “guerra cambiaria”

El conjunto de problemas descrito en la sección II.i. alcanzó su clímax en las vísperas de la cumbre del G-20 en Seúl, a principios de noviembre de 2010. Pocos días antes, el banco central norteamericano anunció, de manera unilateral, la extensión de su

programa de “relajamiento monetario” hasta el fin del tercer trimestre de 2011, con una inyección planeada de aproximadamente U\$S 900.000 millones, principalmente a través de la compra de títulos del Tesoro de largo plazo. Se trata de la repetición de una estrategia de reactivación de la economía por medio de la política monetaria (en una situación ya caracterizada por muchos como de “trampa de liquidez”) y, al mismo tiempo, es la expresión más clara de la “guerra cambiaria” o, al menos, es un aporte de más municiones. Las fuertes críticas que la medida recibió antes de la cumbre quizás señalen cierta limitación en el ejercicio unilateral de la política económica al que el país emisor de la moneda de reserva no está acostumbrado. De todos modos, el énfasis exclusivo en una mayor “flexibilidad cambiaria” en China (léase: apreciación y reducción de los saldos en cuenta corriente) fue al menos atenuada por una visión más global de los desequilibrios.

La urgencia del tema y el calor del debate no fueron suficientes para superar las profundas divergencias, evidenciando los límites del G-20. La propuesta concreta para enfrentar los desequilibrios globales hecha por el secretario del Tesoro estadounidense — la adopción de metas máximas para déficits y superávits en cuenta corriente de 4% del PBI— sufrió fuertes críticas por parte de Alemania y China, pero también de otros miembros. La “solución de compromiso” alcanzada no fue muy lejos: se definió un cronograma de debates sobre indicadores (alternativos o complementarios a la cuenta corriente) para monitorear los desequilibrios globales. La discusión se iniciará en el primer semestre de 2011.

Mientras tanto, en medio de declaraciones y compromisos protocolares, un párrafo incluido en la declaración final —por iniciativa de la representación brasileña— reviste gran importancia dentro de este cuadro. El párrafo “legitima” la aplicación de controles para moderar la entrada de capitales de corto plazo y proteger a las monedas víctimas de la “guerra cambiaria”, medida que ya viene siendo utilizada por varias economías emergentes, miembros o no del G-20. Ante la falta de perspectivas de una solución efectiva y negociada para los desequilibrios globales, las medidas de autoprotección en el campo financiero aparecen como un camino inevitable aceptado y hasta recomendado por actores tradicionalmente contrarios al control de capitales, como el FMI.



V. Síntesis y recomendaciones

Esta descripción del cuadro de transformaciones observadas en la economía internacional, particularmente de sus aspectos monetarios y financieros, revela un escenario de dudas y desafíos. La falta de estímulos domésticos en los países centrales, así como sus opciones de política económica, tienen como resultado el exceso de liquidez y las presiones por la apreciación de una serie de monedas del mundo en desarrollo. Asistimos así a un intento generalizado de crecer con base en las exportaciones y en un tipo de cambio devaluado –lo que además de ser contraproducente, es desestabilizador, configurando un cuadro de desequilibrios y “guerra cambiaria”. En esta guerra la defensa ha sido, y probablemente seguirá siendo, uno de los grandes desafíos para los países emergentes en general, y para algunos sudamericanos en particular.

Por otro lado, la crisis y sus consecuencias también son síntomas del agotamiento de un patrón de regulación de las relaciones financieras, domésticas e internacionales, y generan cuestionamientos y presiones por reforma. Encontramos que hubieron progresos importantes tanto en la reforma financiera de los Estados Unidos como en el Acuerdo de Basilea III, pero estos

son insuficientes y de lenta implementación. En el plano multilateral, también es visible cierto re-equilibrio de poder a favor de los países emergentes, principalmente dentro del G-20 –instancia que se consolidó como foro principal de discusión de temas financieros. Aprovechar ese espacio, y actuar dentro del mismo en nombre de los intereses sudamericanos más generales y en pos de la reducción de las asimetrías presentes en el orden vigente, serían las principales directrices de acción para Brasil y la Argentina.

Sin embargo, y principalmente en relación a los temas más sensibles –la reducción de los desequilibrios globales y la “guerra cambiaria”–, no es prudente esperar avances y soluciones importantes, incluso en el ámbito del G-20. Aprovechando la situación relativamente más sólida de los países sudamericanos en comparación con otros momentos de crisis, el camino de la auto-protección con medidas de control sobre los flujos de capital y sobre los tipos de cambio parecerían ser alternativas más factibles y productivas. Para ello podría también adoptarse alguna forma de cooperación financiera en el ámbito regional, tal como se discute en el segundo *Brief* de esta serie. ♦





Fuente para este brief: Fanelli, J. M. (2010). The International Financial Architecture and Global Institution Building. A Latin American View. Working Paper No 2-10, Red Mercosur.

Compilación: André M. Biancareli
Profesor del Instituto de Economía de la Universidad Estadual de Campinas (IE/UNICAMP, Brasil), e investigador del Centro de Estudios de Coyuntura y Política Económica (CECON). Contacto: andremb@eco.unicamp.br

Revisión: José María Fanelli (CEDES, Argentina)
Coordinación: Cecilia Alemany y Damián Osta
Diseño gráfico: Diego García

RED MERCOSUR DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Red Mercosur es una red académica regional formada por doce instituciones (centros de investigación, universidades públicas y privadas) de los países del Mercosur, que cuenta con doce años de trayectoria colectiva y producción de conocimiento en temas de investigación económica. Sus objetivos centrales son promover, coordinar y desarrollar estudios conjuntos que abordan problemas importantes para los países del Mercosur y América Latina, con un enfoque regional, multi-país, independiente y riguroso. Su misión es generar conocimiento sobre los principales temas del desarrollo económico y social de América Latina, que sean pertinentes para la construcción de políticas públicas de los países de la región.

Dirección Ejecutiva: Andrés López (CENIT, Argentina)

Coordinación: Cecilia Alemany

Oficina de Coordinación:
Luis Piera 1992 Piso 3, Edificio Mercosur CP 11200 Montevideo, Uruguay. Tel.: (+598) 2410 1494- Fax: (+598) 2410 1493 Email: coordinacion@redmercosur.org
Sitio web: www.redmercosur.org

© RED MERCOSUR DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS 2011

Esta publicación ha sido posible gracias al apoyo del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo de Canadá (IDRC).