

Índice

Resumen ejecutivo.....	3
Introducción.....	4
1. Reforma financiera	6
2. Redes globales de asistencia financiera.....	9
3. El marco.....	13
4. La agenda móvil del G20	15
Bibliografía	17
Acerca del autor	18
Notas.....	19

Resumen ejecutivo

En la cumbre de abril de 2009 en Londres, los líderes del G20 consensuaron un mensaje contundente: la fórmula para salir de la crisis, que amenazaba entonces con emular la Gran Depresión de 1930, era un estímulo monetario y fiscal coordinado y masivo.

Cinco meses más tarde, con indicios claros de que la depresión había sido evitada, los mismos participantes convinieron en la cumbre de Pittsburgh en avanzar en tres frentes: (i) **Reforma financiera internacional**, revisando normas prudenciales, mejorando el funcionamiento de los mercados de derivados financieros y creando herramientas para que las grandes entidades financieras internalicen el riesgo de sus operaciones; (ii) **Cooperación económica internacional**, reformulando el mandato y el gobierno del FMI mediante una reasignación de cuotas hacia economías emergentes, y capitalizando al FMI para potenciar las redes globales de asistencia financiera; y (iii) **Marco para un crecimiento global fuerte, sostenible y equilibrado**, con el cual analizar y desarrollar de manera coordinada las estrategias de salida de las políticas de estímulo introducidas durante la crisis, y la transición hacia un patrón más equilibrado de crecimiento mundial.

Cada uno de estos tres frentes mencionados tiene un cronograma con fecha de vencimiento: noviembre 2010. Así, en la próxima cumbre de Seúl, los líderes del G20 cerrarán el arco abierto en Londres. En el mejor de los casos, se presentarán y aprobarán propuestas concretas en cada campo, y se elaborará la agenda para 2011. En el peor de los casos, las propuestas decepcionarán, soslayarán los aspectos más controversiales (generalmente, los más relevantes) de cada tópico, y empujarán al G20 a la intrascendencia. En todo caso, la apuesta es fuerte y el resultado incierto.

Este documento describe brevemente los principales aspectos de cada uno de estos tres ejes temáticos, y sus principales avances a la fecha, y analiza, en la última sección, cómo queda la agenda del G20 de cara a 2011.

Introducción

El G20 ganó protagonismo en la histórica cumbre de abril de 2009 en Londres, cuando los líderes de las principales economías mundiales consensuaron un mensaje contundente: la fórmula para salir de la crisis, que amenazaba entonces con emular la Gran Depresión de 1930, era un estímulo monetario y fiscal coordinado y masivo.

Cinco meses más tarde, con indicios claros de que la depresión había sido evitada, los mismos participantes se reunieron en Pittsburgh para examinar lo sucedido hasta entonces y evaluar los pasos a seguir de ahí en adelante. Como resultado de este ejercicio, convinieron en avanzar en los siguientes frentes¹:

- **Reforma financiera internacional**, introduciendo nuevos requerimientos de capital para los bancos (incluyendo un componente anticíclico); mejorando el funcionamiento de los mercados de derivados financieros *over the counter*; y creando herramientas para que las grandes entidades financieras (demasiado grandes para no ser rescatadas) internalicen (y limiten) los riesgos de sus operaciones.
- **Cooperación económica internacional**, reformulando el mandato y el gobierno del Fondo Monetario Internacional (FMI) y demás multilaterales de créditos; promoviendo la reasignación de cuotas en el FMI para mejor representar el creciente peso relativo de las economías emergentes; asignando, mediante nuevos acuerdos para la obtención de préstamos (NAB), más de 500 millones de dólares de capital a un FMI recargado para funcionar como mecanismo de contención de crisis; y potenciando las redes globales de asistencia financiera.
- **Marco para un crecimiento global fuerte**, sostenible y equilibrado, con el cual analizar y desarrollar de manera coordinada las estrategias de salida de las políticas de estímulo introducidas durante la crisis, y la transición hacia un patrón más equilibrado de crecimiento mundial.

Además, los líderes reunidos en Pittsburgh se comprometieron a tomar nuevas medidas para incrementar el acceso a alimentos, energía y financiamiento de los países y poblaciones más pobres, fortalecer la lucha contra la corrupción y la evasión financiera, preservar la apertura comercial, y promover el crecimiento ecológicamente sustentable.²

De esta agenda amplia, sólo los últimos dos ítems fueron enteramente asumidos por el G20, con algunos avances parciales.

Cooperación internacional englobó dos temas críticos para la región, al punto de haber generado dos grupos de trabajo dentro del G20: **uno sobre cuotas y gobierno del FMI** (en la reciente reunión de técnicos en Corea se acordó una redistribución del 6% del total de cuotas que favorece a emergentes grandes como China y Brasil, a expensas de los países de Unión Europea), y otro sobre las **redes globales de asistencia financiera** (*global financial safety nets*, o GFSN), que aún se debate entre alternativas de ardua implementación y propuestas del FMI para ampliar el acceso a sus programas y facilidades actuales. Más en general, este eje temático involucra tanto exigencias de los mercados emergentes hacia sus pares avanzados del G7 (reforma del FMI, asistencia

¹ La declaración de Pittsburgh puede encontrarse en: <http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm>

² Si bien en ninguno de estos últimos temas se produjeron avances visibles en las reuniones subsiguientes (de hecho, el cambio climático desapareció de la agenda G20 luego de la decepcionante cumbre climática de Copenhague en noviembre de 2009), el G20 llegó a crear dos grupos temáticos de trabajo para estudiar la supervisión y regulación de paraísos fiscales y “jurisdicciones no cooperativas”, y el acceso al financiamiento de los pobres, respectivamente.

financiera en caso de contagio, políticas prudenciales más duras a fin de evitar el derrame a la periferia de una crisis en países avanzados), así como demandas del G7 a países emergentes (menor acumulación de reservas y mayor flexibilidad cambiaria, incluyendo la plena convertibilidad de monedas, para atenuar los desequilibrios mundiales).

Por su parte, el marco para un crecimiento global fuerte, sostenible y equilibrado (o Marco, a secas) combina temas coyunturales y estratégicos, comprendiendo desde el análisis de las políticas de reversión de estímulos hasta la prevención de burbujas financieras y la reducción de los desequilibrios mundiales (incluyendo la coherencia de las proyecciones fiscales, monetarias y cambiarias de los países miembros). Desde la perspectiva latinoamericana, nuevamente surge como eje la política de intervención cambiaria (reservas y controles de capital) en un contexto globalizado, así como el derrame de las políticas expansivas en países desarrollados – un tema que, tras el anuncio de una nueva ola de expansión monetaria en los EEUU, se ha ubicado al centro de la discusión con vistas a la próxima cumbre.

En relación a la reforma financiera, ya en Pittspurgh el G20 había convenido en “tercerizar” su coordinación y supervisión en la Junta de Estabilidad Financiera (FSB). En la misma línea, en la reunión de noviembre de 2009 en St. Andrews se reafirmó la decisión "de trabajar con el FSB para mantener el impulso de nuestro programa de reformas y garantizar su aplicación plena, oportuna y consistente y reglas de juego equitativas". En este sentido, el G20 ha funcionado como receptor pasivo de las recomendaciones del FSB y agencias afines.

Cada uno de estos tres frentes mencionados tiene un cronograma con fecha de vencimiento: noviembre 2010. Así, en la próxima cumbre, los líderes del G20 se reunirán en Seúl para cerrar el arco abierto en Londres. En el mejor de los casos, se presentarán y aprobarán propuestas concretas en cada campo, y se elaborará la agenda para 2011. En el peor de los casos, las propuestas decepcionarán, soslayarán los aspectos más controversiales (generalmente, los más relevantes) de cada tópico, y empujarán al G20 a la intrascendencia. En todo caso, la apuesta es fuerte y el resultado incierto.

En lo que sigue, describo brevemente los principales aspectos de cada uno de los ejes temáticos mencionados, y sus principales avances a la fecha. En la última sección analizo cómo queda la agenda del G20 de cara a 2011, y su capacidad para convertirse nuevamente en un vehículo efectivo de coordinación de políticas mundiales.

1. Reforma financiera

Como se ha señalado, en lo que a la reforma financiera respecta el papel del G20 –y, en particular, el de las economías emergentes del G20– se redujo a monitorear la tarea del FSB y el Comité de Basilea (BCBS) de elaborar y calibrar un nuevo marco de regulación y supervisión bancaria.

En esta línea, el BCBS publicó³ a fines de 2009 dos propuestas consultivas para **fortalecer las normas de capital y de liquidez**: una sobre el *Fortalecimiento de la resistencia del sector bancario*⁴ y otra sobre el *Marco internacional para la medición, estándares y monitoreo del riesgo de liquidez*⁵, incluyendo, en particular: medidas para elevar la calidad del capital bancario y reforzar la cobertura de riesgos (especialmente el riesgo de contraparte); requerimientos de capital anticíclico que acumulen colchones de capital en los buenos tiempos para mitigar la conocida prociclicidad de los requisitos de capital; y un nuevo estándar de liquidez mínima para los bancos activos internacionalmente.⁶ En base a estas recomendaciones, el BCBS condujo una evaluación de abajo hacia arriba del impacto cuantitativo de los nuevos requisitos de capital mínimo, y un ejercicio de arriba hacia abajo para calibrar el capital mínimo y las necesidades de liquidez necesarias para garantizar la solvencia y liquidez de los bancos individuales –de modo de cuantificar las exigencias de la reforma e instrumentar una transición no traumática hacia los nuevos estándares. Los detalles preliminares de la reforma fueron anunciados en octubre de 2010, y se espera que la misma sea aprobada en Seúl.

Sin embargo, el frente de la reforma financiera iniciada en la reunión de los G20 en Londres fue mucho más amplio que este paquete de actualización de normas bancarias comúnmente denominado Basilea III (a su vez, una revisión del conjunto de recomendaciones prudenciales de Basilea I y II). La reforma financiera, en su primera encarnación, contenía muchos otros temas que han tenido avances diversos, en su mayoría muy parciales y a nivel local:⁷

- **La creación de un marco de política macro prudencial con su propia autoridad de aplicación** fue tema de discusión en los EEUU, la Unión Europea, y el Reino Unido; un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB) fue debatido en el Parlamento Europeo; un Consejo para la Estabilidad Financiera, compuesto por el Ministro de Hacienda, el Presidente de la autoridad de servicios financieros (FSA) y el presidente del Banco de Inglaterra, se estableció recientemente en el Reino Unido; y un Consejo de Supervisión de Servicios Financieros de los reguladores financieros ha sido propuesto por el Tesoro de los EEUU y debatido en el Congreso.

³ El anuncio de la publicación está disponible en: <http://www.bis.org/press/p091217.htm>

⁴ La propuesta completa está disponible en: <http://www.bis.org/publ/bcbs164.htm>

⁵ La propuesta completa está disponible en: <http://www.bis.org/publ/bcbs165.htm>

⁶ El tema de los colchones anticíclicos ha sido un aspecto controversial que dividió a la BCBS en dos campos. Por un lado, los banqueros centrales empujaron la opción de vincular el colchón a indicadores macroeconómicos como un índice de riesgo de crédito (e modo que los requisitos de capital aumenten cuando el indicador muestre condiciones económicas favorables). Por el otro, los supervisores fueron escépticos sobre la existencia de un indicador que fuera una medida adecuada para todas las instituciones involucradas.

⁷ Muchas de estas iniciativas habían sido sugeridas previamente en las propuestas no oficiales que proliferaron durante la crisis (por ejemplo, Brunnermeier et al. (2009); Group of Thirty (2009), e De Larosière (2009)). Philippon (2009) ofrece un breve análisis comparado.

- Tras el documento conjunto del BIS/IMF/FSB⁸ sobre el **tratamiento de las instituciones financieras sistémicamente importantes** (esto es, empresas consideradas demasiado grandes para quebrar, y por ende propensas a tomar excesivo riesgo y a ser rescatadas a expensas del fisco), se encargó al BCBS la calibración de medidas de tamaño, sustitubilidad e interconexión de bancos en una escala continua (en lugar de una diferenciación discreta entre instituciones sistémicas y no sistémicas). Se espera que el FSB presente las recomendaciones finales sobre el tratamiento del riesgo moral asociado con instituciones sistémicas en la Cumbre de noviembre.⁹
- A pesar de que las **agencias calificadoras de crédito** (ACR) son consideradas casi unánimemente como un factor fundamental detrás de la crisis financiera, una acción global en relación a ellas ha resultado imposible, más allá de algunos esfuerzos simbólicos del BCBS al puntualizar los inconvenientes y los incentivos perversos del uso de las calificaciones de crédito en el actual marco prudencial. Nuevos marcos regulatorios de las ACRs fueron introducidos en la Unión Europea y en Japón (estipulando, entre otras cosas, que la calificación de productos estructurados no pueden ser comparables –y deben ser claramente diferenciadas de las calificaciones de otros instrumentos de deuda), así como en los Estados Unidos (imponiendo en este caso requisitos adicionales de divulgación de datos y de fuentes de posibles conflictos de intereses). Sin embargo, los problemas más críticos detrás del problema de las calificadoras (en particular, el sesgo del "emisor paga" que hace que las calificadoras compitan por el emisor ofreciéndole una calificación más benigna¹⁰, y la excesiva dependencia de las calificaciones por parte de las regulaciones y normas prudenciales) son aún objeto de un debate empantanado por la ausencia de alternativas a la competencia entre agencias o de esquemas de calificación alternativos a las ACR, nada fáciles de diseñar.¹¹
- Con respecto a la **centralización de las transacciones de derivados over the counter (OTC)**, (esto es, activos financieros customizados transados directamente entre el vendedor y el comprador), en septiembre de 2009 el G15 (grupo de los 15 principales distribuidores de derivados OTC) envió una carta a la Reserva Federal de Nueva York en la que se comprometían a alcanzar niveles específicos de compensación centralizada de derivados, estableciendo compromisos adicionales en la carta del 1 de marzo de 2010.¹² Este frente, sin embargo, enfrenta un delicado dilema: los objetivos del G15 cubren sólo instrumentos relativamente homogéneos, esto es, una parte menor del mercado OTC. Es que, a fin de compensar derivados en un mercado autoregulado, es necesario una determinada liquidez, lo que a su vez exige un nivel de estandarización (es decir, de homogeneidad) que se riñe con la customización típica del OTC. Esto abre un dilema de política

⁸ El documento completo se encuentra disponible en : <http://www.bis.org/publ/othp07b.pdf>

⁹El énfasis del BCBS en "una escala continua para cuantificar posibles recargos de capital sistémico bajo un enfoque 'indicativo' " sugiere que las medidas específicamente aplicables a los grandes bancos serán sustituidas por otras más generales encaminadas a reducir los riesgos de las instituciones financieras en su conjunto (incluyendo una supervisión más pronunciada de los grandes bancos, un aspecto que, en muchos países, está presente desde antes de la crisis).

¹⁰Al estar los requerimientos de capital de los bancos ajustados por el riesgo de sus activos, una buena calificación de crédito es esencial a la hora de ahorrar capital: de ahí la presión del emisor que contrata a la calificadora para lograr una buena calificación, a fin de incrementar el atractivo de su deuda.

¹¹Como en muchos de estos temas, una buena fuente de referencia puede encontrarse en Richardson y White (2009).

¹² Ambas cartas pueden encontrarse en <http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2009/ma090908c.pdf> y http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2010/100301_table.pdf respectivamente

no menor: ¿vale la pena eliminar estos opacos mercados boutique a expensas de obligar al usuario a utilizar un instrumento más alejado de sus preferencias?¹³

- Otro aspecto que trajo más ruido que resultados es el tema de la compensación contingente en la industria financiera (los **bonus**), sobre el que han realizado sugerencias tanto el FSB como el BIS¹⁴, pero donde no se han alcanzado avances sustantivos más allá de algunas revisiones de criterios (diferimiento y, en algunos casos, reducción transitoria del bonus) por parte de algunos bancos que prefirieron curarse en salud, o del impuesto sobre la bolsa de los bonus implementado en Inglaterra -que ha llevado a la relocalización de algunos fondos de cobertura a países más hospitalarios, en un claro caso de arbitraje regulatorio.
- Por último, en relación a la **lucha contra los paraísos fiscales**, el FSB publicó en enero de 2010 un Marco para el fortalecimiento de la adhesión a las normas internacionales que realiza sugerencias sobre normas de intercambio entre jurisdicciones de información de regulación y supervisión sobre bancos, seguros y título valores. El FSB evaluará, a fines de 2010, la opción de publicar una lista de “jurisdicciones no cooperativas”.

¹³Los OTC incluyen, entre otros, los tristemente célebres CDOs en sus diversas variantes, así como los Credit Default Swaps (CDS) populares entre los inversores en riesgo soberano emergente. Estos productos, al ser estructurados a medida de unos pocos clientes, carecen de un mercado que les dé liquidez y un precio de referencia, generando, en un contexto de stress financiero, variaciones extremos en sus precios.

¹⁴ Las sugerencias de cada institución pueden encontrarse en http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf y <http://www.bis.org/publ/bcbs166.pdf>, respectivamente.

2. Redes globales de asistencia financiera

Este campo, que tanto interés suele despertar entre las economías emergentes, incluye dos tipos de propuestas claramente diferenciadas. Por un lado, están aquéllas que involucran un componente de seguro que entraña un pago o transferencia contingente (desde el país asegurado a la aseguradora en los buenos tiempos, viceversa en los malos). Por el otro, están las propuestas de asistencia de liquidez emulando la asistencia que otorga a nivel doméstico un banco central a las entidades financieras en su rol de prestamista de última instancia (PUI).¹⁵ En este último caso, al no tratarse de transferencias sino de préstamos, el riesgo para el prestamista (a diferencia del asegurador) se limita a la solvencia del deudor y la posibilidad de un default sobre el préstamo. En otras palabras, una vez evaluada la capacidad de pago del país receptor de la asistencia, el margen para la aparición de riesgo moral es limitado o nulo.

Los pedidos por una red de seguridad financiera global que cumpla el rol de PUI internacional cobraron impulso luego de las crisis financieras emergentes de finales de los noventa. En aquel momento, las economías se enfrentaron a un fuerte deterioro de las condiciones financieras y corridas de liquidez, un proceso que se vio acelerado por los descalces de moneda y los efectos balance de la depreciación cambiaria. La falta de voluntad de los países desarrollados (y del FMI) para suscribir un modelo de PUI internacional (en lugar del típico programa de desembolso lento con fuerte condicionalidad) llevó a las economías emergentes en Asia y América Latina a la des-dolarización de su deuda y a la adopción de una estrategia de auto protección a través del desarrollo de los mercados locales y la acumulación de reservas internacionales -lo que explica en gran medida por qué las fuertes depreciaciones en el cuarto trimestre de 2008 y comienzos de 2009, no afectaron sus sectores financieros como en la década anterior.

A la luz de esta evolución positiva, ¿necesitamos aún una institución que funcione como PUI internacional? En principio, sí. La crisis mostró que, aún en ausencia de descalces cambiarios, las economías financieramente globalizadas originalmente beneficiarias del flujo de capitales, sufrieron cuando la aversión global al riesgo se tradujo en fuga y excesiva volatilidad cambiaria. En ese contexto, el acceso a la liquidez en moneda extranjera probó ser muy útil para contener los impactos domésticos de shocks externos. En suma, aún en un mundo emergente desdolarizado, el **PUI internacional puede contribuir a mitigar los efectos de la volatilidad de los flujos de capitales.**

Al mismo tiempo, la reciente crisis mostró que **las herramientas existentes no estuvieron a la altura de las circunstancias.** Esto explica la ampliación de las líneas swap de la Reserva Federal de

¹⁵Al primer grupo pertenecen iniciativas tales como el seguro contra catástrofes naturales del Banco Mundial (CCRIF, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:21355052~pagePK:34370~piPK:34424~theSitePK:4607,00.html>), la cobertura a través de derivados financieros para reducir las necesidad de reservas (Caballero y Panageas, 2005), el uso de bonos catástrofe (CAT) por soberanos (como en el caso reciente de México, véase <http://siteresources.worldbank.org/INTDISMGMT/Resources/339456-1158594430052/2950719-1172608676692/pollner.pdf>) y, en menor medida, la emisión de títulos indexados al ciclo económico.

El segundo grupo comprende desde la acumulación precautoria de reservas internacionales a los acuerdos bilaterales de intercambio de moneda entre bancos centrales, pasando por los diversos acrónimos lanzadas por el FMI en los últimos años:

CCL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/ccl.htm>

RAL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2006/pn06104.htm>

SLF: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr08262.htm>

FCL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr0985.htm>

los EEUU (Fed) por 30 mil millones de dólares a cuatro economías emergentes (Brasil, Corea, México y Singapur) así como la creación del FCL, una nueva línea de crédito del FMI con requisitos estrictos de elegibilidad pero sin condicionalidad ex post, a la que rápidamente suscribieron Colombia, México y Polonia. Pero si bien resulta tentador atribuir la caída de los spreads emergentes tras la cumbre de Londres a la creación del nuevo FCL o al impulso generado por los swaps de la Fed, un examen más riguroso sugiere que el efecto positivo de ambas facilidades fue limitado y de corta duración (Fernández Arias and Levy Yeyati, 2010).

Por otro lado, los argumentos en contra de la autoprotección (que las reservas son costosas, poco efectivas en una crisis, y excesivas en la medida en que una acumulación centralizada podría reducir el stock gracias a la diversificación del riesgo) son fácilmente rebatibles (Levy Yeyati, 2010). Los costos de acarreo son relativos (sobre todo si la apreciación cambiaria que se quiere combatir es cíclica y transitoria), las reservas fueron utilizadas efectivamente (y monitoreadas por los inversores) durante la crisis, y el margen para diversificar el colchón de liquidez mediante la centralización de los activos es virtualmente nulo en una crisis en la que todos necesitan liquidez simultáneamente.¹⁶

Entonces, ¿en qué medida una facilidad global de asistencia de liquidez (en el sentido de un prestamista de última instancia) conllevaría un avance en relación a la situación actual de acumulación individual de reservas? La respuesta se encuentra, justamente, en la analogía con el banco central como PUI en el sistema bancario doméstico.

La doctrina tradicional del PUI, tal como fue definida en el ya clásico trabajo de Bagehot (1873), identifica tres características básicas del mismo: (i) grande (superior a las obligaciones financieras de corto plazo del banco a ser auxiliado), (ii) expeditivo (desembolso inmediato), y (iii) cierto (asistencia financiera automática contra la presentación de colateral elegible, de modo de reducir la incertidumbre sobre su eventual obtención y prevenir una corrida). En el contexto internacional, la soberanía introduce un escollo clave: al no ser alcanzados sus activos por los tribunales extranjeros, los soberanos no puedan definir un colateral de manera creíble. Para compensar este déficit, el PUI internacional debe incorporar condiciones de acceso que aseguren la solvencia del soberano que accede a la asistencia. De esto surge que deben determinarse condiciones estrictas de elegibilidad, las que deberían establecerse de facto, independientemente de si el país solicite o no asistencia, y en base a criterios de solvencia objetivos, parsimoniosos y fácilmente cuantificables –de modo de que tanto el país como sus acreedores sepan¹⁷ en todo momentos si la facilidad está disponible.¹⁸

Pero, más allá de estas características formales, hay un aspecto crítico del PUI que explica tanto su existencia como la ventaja potencial de una red de asistencia financiera global (en relación con la autoprotección mediante la acumulación individual de liquidez). El banco central, en tanto

¹⁶Por otro lado, vale hacer notar que la acumulación de reservas ha sido en los últimos años más menos una estrategia en sí misma que un subproducto de las políticas de contención de la apreciación cambiaria.

¹⁷ Esta lógica (que el EUI puede no necesita mantener un stock de liquidez inutilizada porque puede producirla instantáneamente a bajo costo cuando sea necesaria) subyace al rol privilegiado que tuvo la Fed durante la crisis, en particular como proveedor de liquidez mediante swaps de monedas a 14 bancos centrales (incluyendo los 4 emergentes ya mencionados). El mismo rol intentó representar China con sus propios swaps de moneda, salvo que en este caso el beneficio de liquidez estuvo limitado por la no convertibilidad del yuan.

¹⁸ Los criterios de elegibilidad deberían considerar descualces de moneda tanto públicos como privados, de modo de limitar el incentivo natural a endeudarse en moneda extranjera introducido por la garantía implícita de moneda del PUI internacional (Cordella y Levy Yeyati, 2005, y Ostry y Zettelmeyer, 2005).

PUI doméstico, puede proporcionar liquidez (emitir) sin incurrir en los “costos de inventario” asociados a la tenencia del colchón de liquidez. De manera similar, sólo el emisor de activos internacionales de reserva (el **emisor de última instancia**, o EUI) podría retener el riesgo global evitando los costos de acarreo del colchón.

Así, no es la diversificación la que hace a la eficiencia relativa del PUI, sino la producción de liquidez *a la carte*. Es por esto que la pregunta crítica (y a menudo soslayada) en relación a la factibilidad de un PUI internacional es: **¿en qué medida y bajo qué condiciones los EUI** (la Fed, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo) estarían dispuestos a proporcionar liquidez al resto del mundo –o a permitir que multilaterales como el FMI lo hagan en su nombre?

El destino final de la **reciente propuesta del FMI** echará algo de luz sobre la respuesta a la pregunta precedente. La innovación más ambiciosa incluida en esta última propuesta es el Mecanismo Global de Estabilización (GSM). El GSM, que en principio se activaría al inicio de una crisis global, presenta algunas adiciones importantes. En primer lugar, introduce la opción de que el FMI otorgue unilateralmente (esto es, sin necesidad de requerimiento por parte del país) acceso al FCL para países “sistémicos”, de modo de imitar (y posiblemente sustituir) el papel de los swaps de la Fed.¹⁹ En tal caso, el GSM resolvería el problema de entrada (la imprescindible automaticidad del PUI) que conspiró contra el éxito del FCL y sus antecesores.

A su vez, el GSM administraría una nueva línea de liquidez de corto plazo sin condicionalidad (SSL), que ofrecería una asistencia “tipo FCL” en tiempos de crisis a países no elegibles para el FCL en tiempos normales. Por último, el GSM se propone ubicar al FMI en el centro de una red global de asistencia de liquidez, coordinando los arreglos regionales y las respuestas globales con las autoridades monetarias nacionales y con el sector privado, decidiendo sobre la emisión de liquidez en la forma de Derechos Especiales de Giro (DEG), y complementando todo con otros servicios financieros del FMI (incluyendo programas convencionales).

Desde la perspectiva de las economías emergentes la propuesta presenta dos importantes falencias. Primero, la **falta de previsibilidad**: si la puesta en marcha del GSM depende de la definición subjetiva e incierta del FMI de lo que constituye una crisis global, es probable que el nuevo mecanismo tenga poco efecto en tiempos normales. Segundo, la **falta de automaticidad**, dado que, a pesar de las buenas intenciones, el objetivo de asegurar la solvencia de las economías emergentes en momentos de iliquidez se alcanzaría sólo parcialmente, al quedar las economías emergentes “no sistémicas” sin una opción de liquidez cierta –es decir, más o menos donde estaban a fines de 2008. De hecho cabe preguntarse: ¿qué habría sido distinto entonces de haber existido el GSM?

En todo caso, el GSM probablemente refleje el límite de lo que se puede esperar del FMI (o incluso lo supere, ya que no es seguro que la propuesta pase el escrutinio de una Junta de Directores obsesionada con problemas de riesgo moral). Si bien un esquema de **preclasificación automática basado en las consultas periódicas de Artículo IV** sería perfectamente factible, este tipo de avances no parece estar en la mira del FMI en estos momentos –ni lo estará, en la medida en que la recuperación mundial deje las urgencias de la crisis para otra ocasión.

¹⁹Razón esta por la que algunos emergentes beneficiarios de estos swaps podrían no ver con buenos ojos la propuesta cuando se discuta en la Junta de Directores.

En suma, es probable que en Seúl se salude esta propuesta como un logro y se cierre temporalmente la agenda de asistencia financiera global, desplazando la atención en este frente hacia los arreglos regionales (como el Fondo Latinoamericano de reservas, FLAR) y su articulación con los EUI regionales, el FMI y otros arreglos similares. En un mundo de segundos mejores, cada una de las herramientas existentes (reservas, swaps de monedas, acuerdos regionales, viejas y nuevas herramientas del FMI) deberán complementarse para ofrecer un acceso equitativo a la liquidez a los países solventes en problemas, de una manera más previsible. Es aquí donde esta línea temática podría seguir dando frutos.

3. El marco

El argumento del G20 para reemplazar al G8 (sucesor a su vez del G7) como “el primer foro para la cooperación económica internacional” se resume en el nuevo Marco lanzado en el encuentro de noviembre, 2009 en St. Andrews, donde los miembros acordaron evaluar el nivel y patrón del crecimiento global, identificando riesgos potenciales a la estabilidad financiera, y considerando, en base a estos resultados, las acciones adecuadas para alcanzar objetivos comunes. De este modo, el Marco es a la vez la apuesta más ambiciosa y riesgosa del G20.

La iniciativa cuenta con el FMI como una suerte de unidad de inteligencia global para ayudar en el procesamiento de datos, e informar, aprovechando sus ejercicios de vigilancia macroeconómica, sobre la evolución mundial y los ajustes requeridos. La declaración de Pittsburgh anticipa que la necesidad de "garantizar una fuerte recuperación requerirá de ajustes (...) que promuevan la adecuada y equilibrada de la demanda mundial, así como avances decisivos en las reformas estructurales que fomenten la demanda interna privada, reduzcan la brecha de desarrollo mundial y fortalezcan el potencial de crecimiento de largo plazo."²⁰

Específicamente, el marco es concebido como un instrumento para promover políticas fiscales responsables (flexibles en el corto plazo y sustentable en el largo plazo), supervisión para evitar inflación de activos y burbujas financieras, equilibrios de cuenta corriente (evitando medidas proteccionistas), y políticas monetarias compatibles con la estabilidad de precios en el contexto de la flexibilidad cambiaria.

En concreto, el Marco cubre dos frentes potencialmente polémicos. En primer lugar, intenta coordinar la salida del estímulo fiscal y monetario. Como se ha señalado a menudo, mientras que la sincronización de la crisis mundial facilitó la coordinación del estímulo, la eliminación del estímulo en el contexto de una recuperación divergente abre la puerta para la explotación de externalidades y para políticas cambiarias predatorias. Y la naturaleza no vinculante de las deliberaciones del G20, así como las inevitables diferencias de opinión sobre la calidad técnica del Marco, debilitan la incidencia de éste en la toma de decisiones.

En segundo lugar, la alusión a políticas fiscales responsables, por un lado, y a tipos de cambio flexibles y demanda interna, por el otro, es una clara referencia a los grandes déficits de EEUU y a las políticas de promoción de exportaciones y fijación cambiaria de China, que normalmente dominan la discusión de los desequilibrios mundiales.²¹

Un tercer aspecto controversial del Marco es el papel del FMI, que podría hacer que el ejercicio de consistencia se convirtiera en la versión global de los análisis macroeconómicos tradicionales realizados durante las consultas del artículo IV –algo que despertaría en los países emergentes viejas dudas sobre la objetividad y legitimidad de sus conclusiones, condenando el experimento al fracaso. Es importante destacar que, mientras las proyecciones del artículo IV presenta estimaciones, pronósticos y recomendaciones de factura propia, el Marco se alimenta en principio de los números reportados por los países miembros, y es discutido por estos sin

²⁰ La declaración completa puede encontrarse en: http://www.g20.org/Documents/2009_communique_standrews.pdf

²¹ Blanchard y Milesi Ferreti (2009), y Bernanke (por ejemplo, en alguno de sus discursos, ver <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20091019a.htm>) presentan la visión “oficial” del IMF y los EEUU.

Dooley et al., (2009) argumentan por el retorno del escenario pre crisis, mientras que Broda et al. (2009) discuten la naturaleza temporaria de la mejora de la cuenta corriente de los EEUU.

intromisión externa. Pero la tendencia del FMI a adoptar una actitud más proactiva en este campo es una fuente de preocupación y de debilidad del Marco como herramienta de planificación global.

En todo caso, el Marco afronta su test decisivo en la discusión de lo que ha dado en llamarse la guerra cambiaria, una etapa del debate de los desequilibrios globales que amenaza con llevar la falta de cooperación entre EEUU y China a niveles de política nacional. En un contexto en el que la expansión monetaria de los EEUU (la llamada quantitative easing) recurre veladamente a la depreciación del dólar como forma de inflar la economía norteamericana, y frente al extremo gradualismo cambiario chino, el resto del mundo (y en particular las economías emergentes de alto crecimiento) se ven como la variable de ajuste del mundo avanzado, en la forma de monedas apreciadas, superávits externos decrecientes y posibles burbujas financieras. A la luz de esto, la utilización del Marco para generar recomendaciones será inevitablemente motivo de controversia, y su influencia –así como la del G20 en su conjunto –podría verse menoscabada.

4. La agenda móvil del G20

Varias cuestiones surgen de este repaso sucinto de lo ocurrido desde Londres. Por un lado, queda la sensación de que, con algunas excepciones (como la reasignación de cuotas en el gobierno del FMI, tema que sin embargo ya había sido preacordado con anterioridad a la reunión de Londres), el exceso de expectativas generado entonces llevará a un grado de decepción con los resultados obtenidos hasta ahora.

La reforma financiera puede agotarse en una nueva vuelta a la regulación bancaria convencional, con un contenido macro prudencial limitado y sin respuesta a los temas abiertos con la crisis (desde el rol de la calificación de riesgo a la incidencia del precio de los activos en la política monetaria) – aunque en este frente es más entendible que los progresos sean en gran medida específicos por país antes que generales.²²

El lanzamiento de una red de asistencia financiera para países solventes atrapados en una crisis global quedará circunscripta a una nueva versión del menú del FMI, customizado para unas pocas economías sistémicas (incluyendo al anfitrión, Corea) pero con variaciones marginales para el resto –una carrocería nueva para una mecánica avejentada.

Y las aspiraciones de que los desequilibrios globales serían corregidos mediante la coordinación macroeconómica en el seno del G20, si bien aun siguen abiertas, tienen pronóstico reservado. Autoridades de varios países (entre ellos, recientemente, el secretario del Tesoro de los EEUU, Timothy Geithner) han intentado bajar las ya devaluadas expectativas de encontrar una solución a la “guerra cambiaria” en la reunión de Seúl. Un comunicado sin progresos en este frente podría afectar negativamente el peso del G20 como foro de negociación en el futuro.

En cualquier caso, la agenda del G20 se irá modificando con el contexto global. Se cerrará en Seúl el arco abierto en Londres y nuevos temas dominarán las discusiones. Dos de ellos ya asoman para el 2011. Por un lado, la cuestión general de lo que representa el G20 (un grupo de países, un compacto de economías avanzadas y emergentes, una síntesis regional) y de dónde surge la legitimidad de dicha representación –que en su forma más pedestre adquiere la forma de un requerimiento para engrosar la membresía del grupo con países como España o Indonesia que ya participan como invitados.

Por otro lado, es probable que Francia, anfitrión en 2011, ponga el foco sobre el inefable tópico del sistema monetario internacional. En particular, el rol de la demanda de activos de reserva en el contexto de los desequilibrios globales, y la evaluación de alternativas tales como la utilización más intensiva del DEG (u otra canasta de monedas fuertes) propuesta por China en

²²Buen ejemplo de la resistencia a soluciones generales es la reacción adversa que despertó la propuesta del FMI (disponible en <http://media.ft.com/cms/ecc84e08-4d25-11df-baf3-00144feab49a.pdf>) sobre un impuesto a las utilidades bancarias para solventar futuros rescates financieros –como instrumento de disciplina (más castigo a posteriori políticamente correcto que generador de incentivos a futuro) así como fondo compensador de pasivos fiscales contingentes (los rescates) que suelen ser altamente procíclicos. Países con un sistema bancario sólido que salió indemne de la crisis (como Canadá –en <http://www.pm.gc.ca/eng/media.asp?id=3317>–, pero también como la mayoría de los emergentes inmunizados por las crisis bancarias de los noventas), criticaron previsiblemente la necesidad de introducir impuestos donde en principio no se había gestado ningún pasivo contingente que financiar a futuro. Lo mismo aplica al debate sobre la separación de las operaciones de banca de inversión y comercial, o a las reglas de compensación salarial, que seguirán siendo debatidas a nivel nacional.

2009, o diversas versiones de una reencarnación del tratado de Bretton Woods -todo asociado a la guerra cambiaria que amenaza con monopolizar la discusión global en el futuro cercano.²³

Este giro en la agenda genera un espacio para que las economías emergentes traigan a la mesa temas que le son relevantes: es de la coordinación de políticas monetarias y cambiarias (área en la que el FMI, tal vez para no enfrentar a los EEUU, aún se resistiría a tomar el rol más proactivo que le exigen sus miembros), hasta la adaptación de Basilea III a la realidad emergente (tomando en cuenta el conocimiento largamente acumulado por países sobrevivientes de severas crisis financieras), pasando por las nuevas normas de medidas macro prudenciales contra los flujos de capital procíclicos, un campo en donde la coordinación reduciría incertidumbre y volatilidad innecesarias. En suma, la agenda está en construcción, y esta vez los emergentes en general, y Argentina en particular, tienen la opción de hacer valer sus preferencias. El destino del G20 dependerá también de que los países emergentes lo conviertan en un vehículo de influencia y consenso.

²³El problema de la moneda de reserva remite a la teoría de que la demanda de activos de reserva norteamericanos (bonos del Tesoro) por parte de los países con ahorro externo deprime la tasa de los EEUU contra la voluntad de la autoridad monetaria, y es el causal del exceso de consumo y el sobreendeudamiento que precipitó la crisis global. El mecanismo suele asociarse al llamado dilema de Triffin de las monedas de reserva.

Bibliografía

Blanchard, Olivier y Gian Maria Milesi Ferreti, 2009: "Global Imbalances: In Midstream?", IMF Staff Position Note, diciembre.

Broda, Christian, Piero Ghezzi y Eduardo Levy Yeyati, 2009. The new global balance – Part II: Higher rates than weaker dollar in 2010, VoxEu, 16 de octubre. Disponible en: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4099>

Brunnermeier, Markus K., Andrew Crockett, Charles A. Goodhart, Avinash Persaud y Hyun Song Shin, 2009: "The Fundamental Principles of Financial Regulation Centre for Economic Policy Research.

Caballero, Ricardo J. y Stavros Panegas, 2005: "A Quantitative Model of Sudden Stops and External Liquidity Management", NBER Working Paper 11293.

Cordella, Tito y Eduardo Levy Yeyati, 2005: "The Case for an IMF Insurance Facility" en Truman. E.: *Reforming the IMF for the 21st Century*, Institute of International Economics Special Report 19.

De Larosière, J. 2009: "Report by the High Level Group of Financial Supervision in the EU", Brussels: European Commission.

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau y Peter M. Garber, 2009: "Bretton Woods II still defines the international monetary system", NBER Working Paper 14731. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w14731.pdf>

Fernández Arias, Eduardo y Levy Yeyati, Eduardo, 2010, "Global Financial Safety Nets: Where Do We Go from Here?", mimeo, IDB.

Group of Thirty, 2009: "Financial Reform: A Framework for Financial Stability". Disponible en <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>

Levy Yeyati, Eduardo, 2010: "What drives reserve accumulation (and at what cost)?, VoxEu, 30 de septiembre. Disponible en: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5579>

Ostry, Jonathan D. y Jeronim Zettelmeyer, 2005: "Strengthening IMF Crisis Prevention", IMF Working Paper 05/206.

Philippon, Thomas, 2009: "An overview of the proposals to fix the financial system", VoxEu, 15 de febrero. Disponible en: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3076>

Richardson y White, 2009: "The Rating Agencies: Is Regulation the Answer?" en Acharya, V and M Richardson, eds: *Restoring financial stability: how to repair a failed system*, John Wiley & Sons, 2009.

Acerca del autor

Eduardo Levy Yeyati: director asociado del Área de Desarrollo Económico de CIPPEC. Doctor en Economía, Universidad de Pennsylvania. Profesor de Economía y Finanzas en la Escuela de Negocios, Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) y en la Barcelona Graduate School of Economics. Senior Fellow de Brookings Institution, y asesor en temas financieros y globales del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Anteriormente, fue director de Estrategia de Mercados Emergentes y jefe de Investigación para América Latina de Barclays Capital; asesor financiero para América Latina del Banco Mundial; economista jefe del Banco Central de la República Argentina; y director del Centro de Investigación en Finanzas de la UTDT.

Si desea citar este documento: Levy Yeyati, Eduardo: “De Londres a Seúl: la agenda del G20 desde una perspectiva latinoamericana”, *Documento de Trabajo N°52*, CIPPEC, Buenos Aires, noviembre de 2010.

Las **publicaciones de CIPPEC** son de distribución gratuita y se encuentran disponibles en www.cippec.org . No está permitida su comercialización.

La opinión del autor no refleja necesariamente la posición institucional de CIPPEC en el tema analizado.

