Alfredo Gutiérrez Girault
José Siaba Serrate

EL MUNDO A CINCO AÑOS DE LA CRISIS

El estado de la agenda del G20 y las implicancias para la Argentina

Konrad Adenauer Stiftung

CARI / CONSEJO ARGENTINO PARA LAS RELACIONES INTERNACIONALES

EL MUNDO A CINCO AÑOS DE LA CRISIS

EL ESTADO DE LA AGENDA DEL G20 Y LAS IMPLICANCIAS PARA LA ARGENTINA

Alfredo Gutiérrez Girault y José Siaba Serrate

EL MUNDO A CINCO AÑOS DE LA CRISIS

El estado de la agenda del G20 y las implicancias para la Argentina

Alfredo Gutiérrez Girault y José Siaba Serrate

Documentos de Trabajo
Nº 92
DICIEMBRE 2012

Proyecto desarrollado con el apoyo de la
Fundación Konrad Adenauer en Argentina

CONSEJO ARGENTINO PARA LAS RELACIONES INTERNACIONALES

Las opiniones expresadas en esta públicación son exclusiva responsabilidad de sus autores y no reflejan necesariamente el pensamiento del CARI

Documentos de Trabajo
Nº 92
DICIEMBRE 2012

ISSN 1668-933X

CARI Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales
Uruguay 1037, piso 1º, C1016ACA. Buenos Aires, República Argentina
Teléfono: (005411) 4811-0071 al 74 - Fax: (005411) 4815-4742
Correo electrónico: cari@cari.org.ar - Sitio web: www.cari.org.ar

AGRADECIMIENTOS

Los autores de este documento deseamos expresar en primer lugar nuestro agradecimiento a la Fundación Konrad Adenauer en la Argentina y al Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales (CARI) por el apoyo brindado a este proyecto. En segundo lugar, nuestro reconocimiento especial a todos aquellos expertos que en las diferentes instancias de consulta de este ejercicio han tomado tiempo de sus actividades para discutir con nosotros cuestiones importantes para la elaboración final de este informe: Ricardo Arriazu, Ubaldo Aguirre , Marcela Cristini, José María Fanelli, Miguel Kiguel, Martín Lagos, Ricardo López Murphy, José María Lladós, Daniel Marx, Francisco Mezzadri, Daniel Montamat, Rogelio Pfirter, Martín Piñeiro, Adalberto Rodríguez Giavarini, Rodolfo Santangelo y Kristin Wesemann.

Por último, muchas gracias también a Gustavo Martínez por su trabajo de coordinación, a Sofía Chico por su colaboración y a María Eugenia Giraudo y María Lafage por la confección de las relatorías.

José Siaba Serrate y Alfredo Gutiérrez Girault

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN 9

I. EVALUACIÓN DE LA CRISIS DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS 11
I.1 Una evaluación de la situación 11
I. 2 La crisis de las economías avanzadas 12

II. ESTADO DE SITUACIÓN DEL REBALANCEO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL 15
II.1 El rebalanceo de la economía mundial: aspectos generales 15
II. 2 Rebalanceo, crecimiento y comercio 21
II.3 El caso de china: rebalanceo externo, desequilibrios internos 23
II.4 El papel creciente del cambio demográfico. Su influencia sobre los desbalances 26

III. LA POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS Y SUS IMPLICANCIAS: LA RESPUESTA A LA CRISIS 29
III.1 La política monetaria y financiera en las economías desarrolladas 29
III.2 Una nota conceptual sobre la arquitectura de los sistemas financieros 32
III.3 Algunos tópicos pendientes relacionados con los sistemas financieros 36

IV. LA ARQUITECTURA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL 39

V. TIPO DE CAMBIO REAL, MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y ADMINISTRACIÓN DE RESERVAS 41

VI. LUCES Y SOMBRAS DEL COMERCIO: EL CASO DE LAS COMMODITIES 45

VII. UNA EVALUACIÓN DE LA CONTRIBUCIÓN DEL G20 ANTE LA CRISIS 47
VII.1 ¿Fue o no efectivo el G20? 47
VII.2 ¿Cuánta cooperación internacional hubo realmente? 49
VII.3 El dilema y el debate entre austeridad y estímulo y la visión del G20 50
VII.4 ¿Qué hacer con la política fiscal en las economías con alto endeudamiento público? 51
A. El ajuste fiscal per se no es garantía de estabilización 51
B. La importancia de la banca central como ancla de expectativas 52

VIII. Argentina 53

IX. Argentina y Alemania 55

X. Conclusiones y recomendaciones 57

ANEXO: RELATORÍAS 61
Primera reunión: Macroeconomía 61
Segunda reunión: Finanzas 66
Tercera reunión: Economía real 70
Cuarta reunión: Argentina y el marco político internacional 73

BIBLIOGRAFÍA 79

INTRODUCCIÓN

Las turbulencias financieras internacionales en las economías desarrolladas cumplen cinco años; ello se manifiesta en un bajo crecimiento económico, cuando no en un cuadro recesivo en algunas de ellas. El PBI observado resulta claramente inferior al que se hubiera obtenido de mantenerse la tasa de crecimiento tendencial de largo plazo.

Cuando la crisis se desató, el G20 –transformado en una suerte de "consejo permanente de cooperación internacional"– se convirtió en el ámbito de debate, creación de propuesta y construcción de agenda en el plano económico, financiero y comercial para enfrentar los desafíos que la emergencia imponía. En alguna medida, estos temas fueron explorados en un documento previo realizado por el Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales (CARI) con el apoyo de la Fundación Konrad Adenauer durante el año 2010.

La evolución de la crisis en estos cinco años, las diferentes respuestas ofrecidas por los países más afectados, han impactado en el cuadro de situación de la economía mundial. Resulta conveniente, por lo tanto, actualizar el análisis de dicho cuadro de situación, con énfasis en los cambios producidos en ese período.

En ese contexto, se trata de analizar los objetivos planteados en la agenda del G20 con los resultados obtenidos comparando lo que se planteó hacer con lo que realmente se hizo así como los atrasos en la ejecución de la agenda.

Un aspecto crucial de dicha agenda, incorporado además en las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional, fue el rebalanceo de la economía mundial en un contexto en el cual las recomendaciones generales debían conjugarse con las distintas realidades y diferentes problemas de las economías nacionales; en particular las estrategias y las soluciones eran diferentes para las economías desarrolladas y en desarrollo según fuera la solidez (o debilidad) de las cuentas fiscales y externas de cada una. Conocer el estado actual del rebalanceo, explicar los eventuales desvíos incurridos, es de crucial importancia a la luz de recientes desarrollos de la crisis tanto en Europa como en EEUU.

Otro aspecto fundamental fue el de la arquitectura del sistema financiero internacional y de su fortalecimiento para mitigar las crisis, con el fin de evitar que las crisis de liquidez se transformaran en crisis de solvencia.

La revisión del cuadro de situación es fundamental para analizar, en el marco de lo que podían ser los escenarios probables de la evolución de la crisis, la renovada agenda del G20 hacia adelante y, en ese marco, las oportunidades y desafíos que enfrenta Argentina.

En ese sentido, el objetivo de este trabajo consiste en actualizar el cuadro de situación internacional evaluando el grado de avance en la agenda del G20 en relación con el rebalanceo de la economía, la arquitectura del sistema financiero y analizar, en el marco del horizonte económico probable de mediano plazo, las oportunidades y desafíos para Argentina y las prioridades en ese foro.

I. EVALUACIÓN DE LA CRISIS DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

I.1 Una evaluación de la situación

A cinco años de la irrupción de la crisis internacional de 2007, la economía mundial todavía "permanece vulnerable", según reza la Declaración de Los Cabos del G20, "con un impacto negativo en la vida cotidiana de la gente en todo el mundo, afectando el empleo, el comercio, el desarrollo y el medioambiente". En ese contexto, tras mucho bregar, se evitó una Gran Depresión II, una "reedición" de la gran depresión de los años treinta, como llegó a temerse. La Gran Recesión quedó atrás en la segunda mitad de 2009 y la recuperación global (usando una expresión de los documentos del G20) se abrió paso desde entonces.

Pero la recomposición de la economía mundial está bajo la par, carece de la intensidad suficiente, sufre las secuelas de la crisis y los efectos colaterales de las medidas de emergencia que se ensayaron en la tarea de estabilización (como la mochila de desconfianza que trajo consigo el aumento del endeudamiento público en Europa). La recuperación denota así un trazo errático que no permite tomar distancia definitiva de los peligros. Las tensiones en los mercados financieros subsisten. Los problemas de empleo no sólo no ceden, sino que su persistencia amenaza convertirlos en crónicos. En los países europeos que han trastabillado con una segunda recesión, la desocupación es un fenómeno punzante todavía en alza. En definitiva, la recuperación global, tibia, dubitativa y desigual, no aleja los riesgos de una recaída.

Ello no debe ocultar los logros de las políticas aplicadas. Primero y principal, se evitó el colapso del sistema financiero internacional (sorteando una situación extrema luego de la bancarrota de Lehman Brothers) y se pudo operar así, con relativa rapidez, el reencauce de la estabilidad macroeconómica, en parte con el uso de las políticas monetarias desarrolladas más adelante. El funcionamiento del comercio se rehabilitó a pleno tras una parálisis abrupta entre fines de 2008 y comienzos de 2009. Se podía temer una oleada masiva de proteccionismo de la mano de políticas de "empobrecer al vecino". No ocurrió. Las medidas de protección, si bien se multiplicaron de manera significativa, no le pusieron freno a la expansión del intercambio. También se evitó la promocionada "guerra de monedas", más allá de limitadas escaramuzas. A diferencia de los años treinta, el mundo no cayó esta vez en la trampa destructiva de las ofensas y la retaliación recíproca. La estabilidad de precios (definida como una tasa de inflación moderada, similar a la que regía antes de la crisis) se preservó ajena a las tensiones. No se padeció la deflación. Tampoco, por cierto, un problema de inflación por las medidas de estímulo. Y, como se

dijo, desde la última mitad de 2009, en la economía mundial a nivel agregado crecen el gasto, la actividad y el empleo.

No obstante, (el influjo de) la crisis no terminó. Sus efectos ácidos son un corrosivo todavía potente. Y así, no ha sido posible afianzar una recuperación plena en las economías avanzadas. Los desafíos persisten en múltiples frentes que van más allá de lo económico y financiero y contaminan la arena política y social. En ese marco, el riesgo de una recaída conserva toda su vigencia. El énfasis en la austeridad y las reformas pudo resultar excesivo y contraproducente. De hecho, la recuperación de Europa (su principal propulsor) no se sostuvo y desembocó en 2012 –cuatro años después del episodio de Lehman– en una "doble recesión" con incierto pronóstico de salida. Como correlato, las señales de un descontento social creciente se esparcen a través del Viejo Continente y se manifiestan en un acelerado recambio del poder político en las urnas, la erosión de los partidos tradicionales, un auge de la protesta y los movimientos de "indignados", y en la aparición de rebrotes inquietantes de nacionalismo y regionalismos en los niveles subnacionales. Las fuentes de la incertidumbre, pues, ya no son sólo económicas.

I.2 La crisis de las economías avanzadas

La recuperación global no es un fenómeno potente ni uniforme. Todo lo contrario. Su vulnerabilidad debe rastrearse en la fragilidad de su eslabón más débil: el magro desempeño de las economías avanzadas (ver Tabla III). La crisis forzó allí un proceso de desapalancamiento del sector privado (en especial de familias y bancos) que continúa en curso, reveló la existencia de una herencia problemática cuya digestión demanda tiempo y asistencia de fondos públicos, produjo la reconversión de sectores importantes de la actividad (inmobiliario, financiero, automotriz) y, como contrapeso, en aras de lubricar una transición menos traumática, obligó a incrementar el endeudamiento soberano en mayor magnitud que el recorte de los pasivos privados. Como su nivel ya era elevado, el apalancamiento adicional del sector público aportó de suyo una segunda capa de riesgos: lo que comenzó como una crisis del crédito privado podía transformarse en una crisis del crédito soberano.

Ello ocurrió en la eurozona a caballo de las rigideces de la moneda común: la crisis europea se desató como una corrida contra la deuda de países que, antes de 2008, estaban considerados como sujetos libres de riesgo de impago. Grecia, Irlanda y Portugal, sucesivamente, perdieron acceso a los mercados voluntarios de capitales y debieron ser auxiliados con programas de salvataje financiero. La restructuración de la deuda griega en manos de acreedores privados en marzo de 2012 confirmó que la tesis de un incumplimiento no era una noción abstracta sino una posibilidad cierta.

Si se cotejan la dimensión extraordinaria de las medidas de estímulo adoptadas en las economías avanzadas con los pobres resultados obtenidos en materia de crecimiento y empleo, se advierte la magnitud del lastre que la crisis dejó como legado a procesar. Se pensaba que en 2010

sería posible comenzar a desarmar el andamiaje excepcional de apoyo público. Pero, en rigor, todavía hoy se lo apuntala y refuerza. No sólo en la Europa atascada en recesión. Los comunicados actuales de la Reserva Federal (FED) de EEUU consideran que la política monetaria de tasa cero se extenderá "hasta mediados de 2015". Y la compra de bonos de largo plazo –ya en su tercera versión, el llamado QE3– se transformó en un programa regular del banco central sin tope de montos de intervención ni límite de vigencia temporal. La misma FED que a mediados de 2010 planificaba la desconexión gradual del estímulo monetario, hoy se compromete a inyectarlo de manera sostenida, por lo menos hasta que el mercado laboral de EEUU exhiba una mejoría "sustancial", que nadie puede asegurar se encuentre próxima (ver Tabla VI A).

Quizás el elemento más llamativo del cuadro vigente en las economías avanzadas sea la actitud de las empresas, caracterizada por una fortísima aversión a la toma de riesgos. Un sector corporativo líquido y patrimonialmente sano, que navegó el temporal con menos tropiezos de lo que podía presumirse, que registra niveles y márgenes de rentabilidad mayores que antes de la crisis y que podría contribuir a impulsar la recuperación de la mano del vigor de sus decisiones de inversión y contratación de empleo, prefiere, sin embargo, mantener una actitud expectante, sin comprometerse en nuevos proyectos de envergadura. Atacar esa reticencia, atendiendo los factores que la provocan (entre ellos, la incertidumbre regulatoria e impositiva), es una falencia notoria de las políticas públicas.

II. ESTADO DE SITUACIÓN DEL REBALANCEO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

II.1 El rebalanceo de la economía mundial: aspectos generales

Cuando la crisis de la economía mundial transitaba sus primeros estadios, desde el G20 y desde el FMI, la necesidad del rebalanceo cobró actualidad.

La recomendación partía de reconocer que hasta 2008 se habían acumulado en las economías desarrolladas fuertes desequilibrios que debían ser corregidos. Un listado no exhaustivo de esos desequilibrios ("imbalances") incluía:

i) Elevado déficit de cuenta corriente, bajos niveles de ahorro privado y déficit fiscal en EEUU.
ii) Complejas situaciones fiscales y de cuenta corriente en la UE, con muy significativas discrepancias en las situaciones relativas de los países integrantes (Alemania, Austria y Holanda por un lado; Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia por otro, y el resto en una situación intermedia).
iii) Asia con fuertes excesos de ahorro y superávits externos.
iv) Latinoamérica con una situación intermedia, mejor que su desempeño histórico.

En la Tabla I.A se presenta la situación inicial, correspondiente al año 2008.

TABLA I.A

DESEQUILIBRIO GLOBAL 2008: AHORRO, INVERSIÓN Y CUENTA CORRIENTE
(como % de GDP)

	AHORRO	INVERSIÓN	CUENTA CORRIENTE	PARTICIPACIÓN PBI MUNDIAL
EEUU	12,6	18,2	-4,9	20,5
UE	21,3	22,0	-0,8	15,2
ALEMANIA	25,9	19,2	6,7	4,0
JAPÓN	26,8	23,6	3,2	6,0
ASIA INDUSTRIAL	32,8	27,8	4,9	3,7
DESARROLLO ECONÓMICO	33,7	29,9	3,8	46,1
ASIA EMERGENTE	43,9	38,2	5,7	22,5

	AHORRO	INVERSIÓN	CUENTA CORRIENTE	PARTICIPACIÓN PBI MUNDIAL
ORIENTE MEDIO	42,4	26,8	15,5	5,0
ÁFRICA	23,8	22,1	0,9	2,4
LATINOAMÉRICA	22,8	23,4	-0,6	8,5
EUROPA DEL ESTE	16,9	24,8	-7,8	3,5
RUSIA	30,8	26,0	4,8	4,3
MUNDO	24,1	23,8		

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

La recomendación del G20 y del FMI se basaba en cuatro pilares:

i) Alcanzar una disciplina fiscal desde una perspectiva intertemporal para los países fiscalmente deficitarios.
ii) Reconstituir el sistema financiero y la intermediación recomponiendo la liquidez.
iii) Expandir el gasto privado –en particular la inversión– en países con superávits gemelos (y en infraestructura social en los países emergentes con "deuda social").
iv) Remover obstáculos a la competitividad/productividad en las economías demasiado reguladas.

Una correcta lectura de la crisis llevaba a las organizaciones internacionales al reconocimiento de que distintas situaciones requerían tratamientos distintos según las características de los países. En rigor, y ello se observó con mucha claridad en Europa, los puntos débiles de cada economía nacional frente a la crisis financiera no son siempre los mismos. La problemática fiscal de Irlanda al inicio de la crisis, con un estricto cumplimiento de las metas de Maastricht, difería de la de Grecia por completo.

El menú de sugerencias según la situación de las economías incluía:

i) Para las economías avanzadas relativamente equilibradas: despejar la incertidumbre regulatoria como medio para restablecer el crédito y fortalecer la estabilidad del sistema financiero para enfrentar eventuales recidivas.
ii) Para las economías avanzadas con déficit fiscal, la sugerencia era reconstruir la confianza con planes fiscales creíbles y consistentes inter-temporalmente.
iii) Para las economías avanzadas con situaciones fiscales más holgadas, la sugerencia era impulsar reformas estructurales para ampliar la oferta por un lado y elevar el gasto doméstico por otro, reduciendo el desempleo.
iv) Para las economías emergentes con superávit externo, su aporte al rebalanceo pasaba por la expansión del gasto interno con énfasis en la ampliación de la inversión privada, acompañada por la redefinición del gasto público con eje en la infraestructura social.
v) Para países emergentes con déficit externo se recomendó la desregulación de mercados y el aumento de la eficiencia del sector formal.

Como se observa, el menú de sugerencias reconocía que no había disponibles soluciones únicas ni mágicas. Más bien, situaciones particulares en cada país que requerían tratamientos diferentes.

Pero algunas cuestiones cruzaban el escenario integrando el recetario general: i) evitar un rebrote del proteccionismo alentando y promoviendo el comercio; ii) revisar la arquitectura del sistema financiero internacional.

La Tabla I.B ilustra la situación tres años después, es decir en 2011, con la misma metodología. La comparación entre I.A y I.B presenta, entonces, una visión actualizada del estado del rebalanceo y merece ser analizado con cuidado.

TABLA I.B

REBALANCEO ECONÓMICO MUNDIAL: AHORRO, INVERSIÓN Y CUENTA CORRIENTE 2011
(% PBI)

	AHORRO	INVERSIÓN	CUENTA CORRIENTE 2011	CUENTA CORRIENTE 2008
EEUU	12,9	15,9	-3,1	-4,9
UE	20,0	19,6	0,3	-0,8
ALEMANIA	23,7	18,0	5,7	6,7
JAPÓN	21,9	19,9	2,0	3,2
ASIA INDUSTRIALIZADA	32,4	26,0	6,5	4,9
DESARROLLO ECONÓMICO	33,6	31,8	1,8	3,8
ASIA EMERGENTE	43,5	41,7	1,8	5,7
ORIENTE MEDIO	39,6	26,6	13,2	15,5
ÁFRICA	19,7	21,2	-1,8	0,9
LATINOAMÉRICA	21,2	22,7	-1,8	-0,6
EUROPA DEL ESTE	16,8	22,7	-5,6	-7,8
RUSIA	29,1	24,0	4,8	4,8
MUNDO	24,0	23,5		

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Comenzando por EEUU, el resultado de cuenta corriente mejoró, de un déficit de 4,9% del PBI en 2008 (y había llegado a ser 6,0% en 2006), a 3,1% en 2011, en un contexto de coexistencia con el dólar en niveles reales históricamente bajos (es decir depreciado). Obsérvese que la mejora se ha dado por una baja en la inversión (de 18,2% a 15,9% del PBI) y no tanto por un aumento de la tasa de ahorro, que solo subió de 12,6% a 12,9% del PBI. Lo que demuestra,

como ya se dijo, la ausencia de los *animal spirits* en las decisiones empresarias. En línea con lo antedicho, dado que el déficit fiscal en EEUU, que fuera 2,7% del PBI en 2007, subió de 6,7% a 9,6% entre 2008 y 2011; ello implica que el ahorro privado corporativo subió significativamente.

En el caso de la Unión Europea, se observó entre 2008 y 2011 una mejora leve de la cuenta corriente (1,1 del PBI conjunto), con la característica de que la de Alemania se deterioró levemente (también en 1 punto porcentual del PBI), lo que indica una fuerte mejora en la cuenta corriente del resto de los miembros. El cambio se debió básicamente a una significativa caída de la tasa de inversión tanto en Alemania como en el resto de la región.

El punto es que el ahorro también cayó en la UE en 1,3% del PBI a nivel de región. Nuevamente, una parte sustancial de esta caída se asocia con el mayor déficit fiscal. En resumen, era previsible que, en el marco de lo esperado por el G20/FMI, el superávit en cuenta corriente de Alemania cayera y que los países deficitarios de la región mejoraran su situación relativa. En cambio, en el vértice fiscal no hubo avances significativos.

Otro país con fuerte superávit externo en 2008, Japón, también se movió hacia un menor superávit externo, bajando fuertemente su tasa de ahorro (5 puntos del PBI) pero reduciendo también la tasa de inversión (en 3,7 puntos del PBI).

Asia emergente también contribuyó al rebalanceo con una reducción de su resultado externo, que pasó de 5,7% a 1,8% del PBI, atribuible íntegramente a un aumento de la tasa de inversión. En el caso de China, su superávit de cuenta corriente pasó de 9,1% en 2008 a 2,8% en 2011 y en el de India, de un déficit de 2,5% a otro de 2,8%, en todos los casos en referencia a sus respectivos PBI.

Más adelante se realiza un análisis detallado del rebalanceo en China. Como anticipo, corresponde señalar que la crisis internacional repercutió fuertemente sobre la estrategia de crecimiento de China, sustentada en la exportación hacia las economías avanzadas. El rebalanceo obligaba a cambiar el enfoque poniendo énfasis en la absorción interna, en este caso orientada a la inversión, primero pública, luego industrial y residencial; ello traería aparejado otro riesgo: el de sobreinversión, en un contexto en el cual el consumo seguía postergado en términos relativos.

En cambio, Asia industrializada (Corea, Taiwán) aumentó su superávit externo, fruto de la combinación de una leve baja en la tasa de inversión y una virtual estabilidad en la tasa de ahorro. Es probable que el fuerte deterioro externo de China explique este desempeño.

Hemos dejado a Latinoamérica para el final. Claramente, Latinoamérica tiene estructuralmente una baja tasa de ahorro y de inversión, *vis à vis* Asia emergente o Asia industrializada, y ello es una causa estructural de pobre desempeño macroeconómico. En ese contexto, el cambio de 2008 a 2011 ha sido el de un moderado aumento del déficit en cuenta corriente, con la peculiaridad de que cayó la tasa de inversión (0,7% del PBI), a la vez que lo hacía la tasa de ahorro

(1,6%). En otros términos, el mayor déficit externo parece haber tenido una componente significativa de aumento del consumo.

El sendero fiscal del rebalanceo debería poder apreciarse en la dinámica de las cuentas fiscales. En general, lo que ocurrió en el mundo entre 2008 y 2011 es que el déficit fiscal agregado aumentó en el equivalente a 2,2 puntos del PBI mundial, y pasó de 2,4% a 4,6%, que debería compararse con el 0,6% de 2007.

Ha existido, por lo tanto, un fenómeno importante y generalizado de aplicación de ahorro privado al financiamiento de los Estados. Pero el proceso no revela un fenómeno de desplazamiento o *crowding out* por parte del sector público, ya que las tasas de interés (depuradas del riesgo de crédito) disminuyeron y se mantienen aun en niveles históricos mínimos. En las economías avanzadas, este fenómeno es la contrapartida del desapalancamiento del sector privado, ya que una de sus vías es la reducción del gasto *vis à vis* la generación de ingresos (o sea, el aumento del ahorro privado).

GRÁFICO I. LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS DEL TESORO DE LOS EEUU A DIEZ AÑOS
(en porcentajes)

Esta tendencia se observa tanto en las economías emergentes (en donde el déficit subió 1,8% puntos del PBI) cuanto en las desarrolladas, donde subió 2,9 puntos. Cuando se busca establecer por qué aumentó el déficit en el consolidado del mundo entre 2008 y 2011, se concluye que hay una combinación de mayor gasto (1,3% del PBI) y de menores recursos (por 0,9 del PBI). El patrón es similar, tanto en las economías avanzadas cuanto en las emergentes, aunque en las primeras la contribución del aumento del gasto al crecimiento del déficit fue mayor que en las segundas.

TABLA II

LA CORRECCIÓN FISCAL
(en % PBI)

	RESULTADO TOTAL				VARIACIÓN 2008-2011	
	2007	2008	2011	2008-2011	GASTO	RECURSOS
EEUU	-2,7	-6,7	-9,6	-2,9	2,2	-0,7
UE	-0,7	-2,1	-4,1	-2,0	2,2	0,1
Alemania	0,2	-0,1	-1,0	-0,9	1,6	0,6
Francia	-2,7	-3,3	-5,3	-2,0	3,0	1,0
Italia	-1,5	-2,7	-3,9	-1,2	1,4	0,1
España	1,9	-4,2	-8,5	-4,3	2,3	-2,0
Gran Bretaña	-2,7	-4,9	-8,7	-3,8	2,6	-1,0
Japón	-2,1	-4,1	-10,1	-6,0	5,0	-1,0
Corea	2,2	1,6	2,3	0,7	-0,7	0,0
China	0,9	-0,4	-1,2	-0,8	3,6	3,0
México	-1,2	-1,1	-3,4	-2,3	1,6	-0,5
Brasil	-2,7	-1,4	-2,6	-1,2	1,1	-0,1
Economías emergentes	0,2	-0,4	-2,2	-1,8	1,3	-0,5
Economías desarrolladas	-1,2	-3,7	-6,6	-2,9	2,3	-0,6
Mundo	-0,6	-2,4	-4,6	-2,2	1,3	-0,9

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, *Fiscal Monitor,* abril 2012.

La Tabla II presenta no solo los datos agregados, sino aquellos correspondientes a un conjunto de países considerados relevantes por diferentes razones.

Obsérvese que entre 2008 y 2011, el gasto público en términos del PBI creció en todos los países listados en la tabla excepto Corea (otros países, no incluidos en la tabla, en que tampoco el gasto creció o bajó, fueron Israel, Singapur, Suecia entre los avanzados y Hungría, India, Indonesia, Letonia y Filipinas entre los emergentes).

En cambio, en materia de recursos, la situación fue más variada. En los países de mayor dimensión de la UE –Alemania, Francia y aun Italia–, los recursos aumentaron salvo en España. En el resto de los países europeos hubo desde subas significativas en Portugal hasta bajas en Ir-

landa. Fuera de la eurozona, se registraron disminuciones significativas en EEUU, en Japón y en Gran Bretaña. En las economías emergentes también se observaron diferencias, con un aumento significativo de 3 puntos del PBI en China y bajas moderadas en México y Brasil.

Una lectura conjunta de las tablas I.A, I.B y II lleva a concluir que: a) el ahorro total no creció significativamente entre los años 2008 y 2011 y b) el déficit fiscal conjunto aumentó en 2,2 puntos del PBI. El sector público debió apuntalar al sector privado financiero y no financiero en los momentos delicados de la crisis. El desahorro en el que incurrió para tal fin –en un contexto de creciente aversión al riesgo– fue cubierto con facilidad por el ahorro excedente que generó el propio sector privado en el transcurso de su proceso de desapalancamiento.

La cuestión de la austeridad fiscal se ubicó en el corazón de la crisis; por eso mismo el tema se reconsidera en detalle más adelante. Sin perjuicio de dicho análisis, el enfoque plasmado en la cumbre del G20 de Toronto en junio de 2010, donde la austeridad fiscal salió victoriosa, quedó cuestionado dos años después en documentos del propio FMI. Todo indica que se subestimó la magnitud de los multiplicadores (en este contexto, más correctamente "desmultiplicadores"). Dicho sea de paso, el mismo problema está presente en el debate del "precipicio fiscal" en EEUU.

La subestimación del multiplicador derivó en que el impacto de la austeridad fuera mayor de lo esperado y afectó la recuperación y las expectativas, a la vez que generó un clima social adverso a las reformas estructurales de largo plazo.

En síntesis, el rebalanceo ahorro-inversión muestra luces y sombras, matiza avances con interrogantes que deberían seguir ocupando la agenda global del G20. Es que la crisis ha puesto en evidencia no solo aspectos coyunturales, sino también otros estructurales y de largo plazo, como el impacto de los cambios demográficos sobre los hábitos de la sociedad, los flujos de comercio y la tasa de ahorro en determinadas regiones, tema este último que se retoma más adelante.

II.2 Rebalanceo, crecimiento y comercio

Luego de la contracción de la economía mundial de 2008, que repercutió también en las cifras de 2009, el mundo retomó un sendero de crecimiento alineado con las tasas históricas de la década de 1980 y de 1990. Entre la W y la V, el mundo transitó una suerte de U abierta para las economías avanzadas y una marcha más rápida del mundo emergente. Presumiblemente, una combinación de *catch up* para muchos países emergentes que se articula con el fenómeno de la expansión de China y con el ciclo mundial.

Claramente, el mundo vive con la percepción de que hay aspectos de la crisis que no han sido resueltos, tanto en EEUU cuanto en la UE, y ello subyace en la hora actual.

TABLA III

CRECIMIENTO MUNDIAL POR REGIÓN
(Tasas medias de variación %)

	1980-89	1990-99	2000-08	2009	2010	2011	2012	2013
PBI Mundo (PPA) (1)	3,4	3,0	4,0	-0,6	5,1	3,8	3,3	3,6
Economías avanzadas	2,9	2,3	2,1	-3,6	3,0	1,6	1,3	1,5
Estados Unidos	2,7	2,4	2,3	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,1
Área Euro	2,3	2,0	1,7	-4,4	2,0	1,4	-0,4	0,2
Japón	3,8	1,5	1,5	-5,5	4,5	-0,8	2,2	1,2
Otras economías avanzadas	4,5	3,5	2,9	-2,1	4,5	2,5	1,5	2,4
Economías en desarrollo	4,3	5,3	6,4	2,7	7,4	6,2	5,3	5,6
Asia emergente	7,0	7,0	7,8	7,0	9,5	7,8	6,7	7,2
Latinoamérica	2,2	3,2	3,2	-1,5	6,2	4,5	3,2	3,9
Europa emergente	----	1,0	4,4	-3,8	4,6	5,3	2,0	2,6
PBI Mundo (mercado) (2)	2,4	2,6	2,8	-2,2	4,1	2,8	2,6	2,9

(1) Paridad del poder adquisitivo.

(2) Tipo de cambio de mercado.

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, octubre 2012.

Analizando las proyecciones de la economía mundial para 2012 y 2013, se aprecia un crecimiento alineado del PBI mundial con el histórico, un desempeño mediocre de EEUU y un "suave" receso en la UE. Se podría concluir que las sociedades desarrolladas exhiben fatiga frente a una continuidad de años sin soluciones más que la ocurrencia de un nuevo episodio de gravedad comparable con el de 2009.

La "cronoterapia" ha cumplido un rol. Las políticas monetarias expansivas de los EEUU (en forma masiva) y, mucho más tímidamente, las de la UE, permitieron estabilizar la situación y lograr un avance parcial. Pero no hubo una adecuada coordinación y una secuencia correcta entre las acciones monetarias y fiscales en las economías desarrolladas (en particular en la UE).

El comercio mundial en los últimos dos años tuvo un crecimiento levemente inferior al promedio de las cuatro décadas previas, que rondó el 6,5% anual. En ese sentido, luego de la transición de 2009 y 2010 (caída de 10,5% y crecimiento de 12,6%), el comercio en volumen físico creció 5,8% en 2011 y lo hacía en un 3,2% en 2012, de acuerdo con la estimación del FMI de octubre de 2012.

TABLA IV

LA GLOBALIZACIÓN, EL CRECIMIENTO Y EL COMERCIO
(Tasas medias de variación %)

	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010	2011	2012	2013
PBI Mundo (PPA) (1)	----	3,4	3,0	3,5	5,1	3,8	3,3	**3,6**
Economías avanzadas	3,4	2,9	2,7	1,5	3,0	1,6	1,3	**1,5**
Economías en desarrollo	5,8	4,3	3,2	6,0	7,4	6,2	5,3	**5,6**
PBI Mundo (mercado) (2)	3,8	2,8	2,4	2,3	4,1	2,8	2,6	**2,9**
Comercio, en volumen	7,5	4,4	6,5	4,0	12,6	5,8	3,2	4,5
Comercio, en valor	18,5	7,0	6,5	7,5	18,9	17,6	1,3	4,0

(1) Paridad del poder adquisitivo.

(2) Tipo de cambio de mercado.

Fuente: elaborado sobre la base de datos del FMI.

El lento crecimiento de los países desarrollados se refleja en una moderación del crecimiento de sus importaciones y ello, a su turno, en el volumen de comercio.

Las estadísticas del FMI confirman este punto: las importaciones de bienes y servicios reales de las economías desarrolladas crecieron 5,3% en 2011 y 2,3% en 2012 (este último, valor proyectado). En promedio, entonces, y desde 2008, el comercio en volumen físico creció 11,1%; las importaciones de las economías desarrolladas crecieron 5,1% (y sus exportaciones 7,0%); mientras que las exportaciones de las economías emergentes crecieron 20,5% y sus importaciones, 25,1%.

Ello permite advertir que deprimió el comercio intra países desarrollados. Obviamente, el principal sostén del comercio mundial –en el margen– fueron las importaciones de las economías emergentes. En este sentido, ello sería consistente con lo que se hubiera esperado del rebalanceo.

II.3 El caso de China: rebalanceo externo, desequilibrios internos

La dinámica del "rebalanceo" en China ha implicado una corrección del desequilibrio de la balanza de pagos, pero a la vez una profundización de desbalances internos, por lo que el resultado final –en términos de los riesgos macroeconómicos– es, como mínimo, ambiguo. La importancia de esta transición hace relevante un análisis más detallado.

En primer lugar, China respondió a la crisis internacional con la rápida aplicación de uno de los paquetes de estímulo más agresivos que se implementaron en el contexto internacional. Así, la participación de la demanda interna (en el total del PBI) pasó del 91,2% en 2007 al 97,4% en 2011.

Tabla V

LA CORRECCIÓN CHINA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (pronóst.)	2013 (pronóst.)
Participación en el PBI (en porcentaje):							
Demanda interna	91,2	92,3	95,7	96,0	97,4	97,6	97,5
Consumo	49,5	48,4	48,2	47,4	47,3	48,7	49,8
Inversión	41,7	43,9	47,5	48,6	50,0	48.9	47,7
Exportaciones netas	8,8	7,7	4,3	4,0	2,6	2,4	2,5
Exportaciones	38,4	34,9	26,3	30,1	29,0	27,8	26,9
Importaciones	29,6	27,2	22,0	26,1	26,4	25,4	24,4
Balance de la Cuenta Corriente	10,1	9,1	5,2	5,2	2,8	3,0	3,3
Tasa de crecimiento del PBI (en porcentaje)	14,2	9,6	9,2	10,4	9,2	8,2	8,6

Fuente: *Banco Mundial Quarterly,* abril 2012.

Hay que tener presente que el efecto de la crisis internacional sobre la estrategia de desarrollo perseguida por China a lo largo de las tres últimas décadas es pleno. La estrategia de crecimiento orientado hacia afuera, basado en la expansión sostenida de las exportaciones de manufacturas industriales y una creciente penetración en los mercados de EEUU y Europa, colisiona de lleno con la nueva realidad que supone la crisis en términos de necesidad de ajuste para los consumidores y demandantes de aquellos mercados.

El superávit de la cuenta corriente de China se redujo de manera drástica y sostenida. De alcanzar el 10,1% del PBI en 2007 disminuyó al 5,2% en 2009 y 2010, y al 2,8% en 2011.

Si bien se espera una leve recuperación en 2012 y 2013, el saldo de la balanza comercial será todavía inferior a un tercio del que se registraba en la antesala de la crisis. En otras palabras, la magnitud del ajuste de la balanza de pagos excedió las expectativas.

Pero la forma en que procedió este reacomodamiento dista de ser compatible con el modelo estilizado que preconiza el G20. La compresión de la demanda global jugó un rol muy destacado. En cambio, el redireccionamiento del gasto nacional, en particular hacia destinos sociales, no se verificó como lo postulaban las recomendaciones del G20 y del FMI comentadas en páginas anteriores.

Los desequilibrios internos en China se acentuaron; en especial, no se observó el esperado aumento de la participación del consumo (penalizado por un esquema de represión financiera que transfiere ingentes recursos de las familias al Estado y al sector corporativo, y subsidia su utilización en aquellos sectores).

La merma de las exportaciones netas –como proporción del PBI– es significativa: pasó del 8,8% a sólo el 2,6% entre 2007 y 2011. Fruto de la conmoción externa, las exportaciones perdieron 9 puntos de participación. Pero también se contrajo –en 3 puntos– la incidencia de las importaciones.

El aspecto más llamativo es la citada pérdida de peso relativo del consumo, máxime en un país como China, que ostenta una tasa de consumo un tercio por debajo del promedio global.

Queda claro que el salto de la inversión explica, en gran medida, los resultados observados. En una primera instancia, la inversión pública volcada a la infraestructura tomó la iniciativa. La inversión privada en sectores como la industria y la construcción residencial se acopló más tarde con renovado vigor. La inversión fija pasó de representar un ya elevado 41,7% del PBI en 2007 a la mitad del PBI en 2011. En paralelo, la tasa de crecimiento de la economía, lejos de aumentar, se redujo. Los pronósticos del consenso apuntan a una suave declinación de la misma en los años venideros. La pregunta es de hierro : ¿cuál es, pues, la productividad de esta inyección adicional de capital?

Si antes de la crisis, el modelo chino reprimía artificialmente el consumo y derivaba su vigor de canalizar recursos subsidiados a la inversión, la administración de la crisis produndiza esa tendencia a un nivel extremo.

El rebalanceo externo, tal como se dio, no diluye los temores en torno a la existencia de un proceso de sobreinversión y de mala asignación de los recursos. Por caso, las probabilidades de una burbuja inmobiliaria son ciertamente mayores ahora que lo que lo eran en 2007.

La deuda acumulada como contrapartida –y con ella la salud del sistema financiero– puede convertirse en una fuente de problemas de solvencia en los años venideros si las decisiones de inversión se prueban erradas y no generan la suficiente capacidad económica de repago (a la manera de la crisis de Japón de los años noventa).

Dada la creciente importancia de China en el concierto internacional, si sus desequilibrios internos no se resuelven en armonía, las consecuencias de una eventual inestabilidad financiera y macroeconómica se harán sentir más allá de sus fronteras. No sólo el canal de comercio se verá afectado. El valor de las inversiones de las empresas extranjeras en China puede verse seriamente afectado, un escenario que no ha sido contemplado en las estrategias de inserción en el gigantesco mercado chino que tantas empresas multinacionales han emprendido en los últimos años.

II.4 El papel creciente del cambio demográfico. Su influencia sobre los desbalances

El cambio demográfico debe ser incorporado a la esfera de temas importantes del G20. La razón es sencilla: su influencia atraviesa la agenda del G20 en tópicos prioritarios, como ser la corrección de los desbalances. Y todo indica que su incidencia se hará más acentuada con el paso del tiempo. Se sabe que la asimetría del cambio poblacional producirá efectos sensibles en los resultados de las cuentas corrientes. ¿Cómo definir una hipotética situación de equilibrio sin tener en cuenta las particularidades de dicha transformación? Se corre el riesgo –de manera creciente– de errar y rotular como una anomalía que debe ser rectificada lo que podría ser la consecuencia lógica de la interacción de las diferentes fases del proceso demográfico en los distintos países.

Las economías con prevalencia de población joven en condiciones de nutrir la oferta laboral –o con predominio de *prime savers*– tenderán a ahorrar y posponer consumo presente con vistas a cubrir las necesidades que deberán afrontar en el futuro en mayor proporción que las demás. El patrón sinusoide de acumulación inicial de ahorro y posterior desacumulación y consumo en la vejez, constituye una trayectoria perfectamente balanceada a lo largo del ciclo vital y no una sucesión de desequilibrios que deban corregirse, como lo enseña la teoría económica.

Que los países no enfrenten en simultáneo el mismo estadio de la transición etaria motoriza una dinámica de intercambios de flujos financieros motivada por dicho factor demográfico. Esta realidad exige mejorar la calidad de los sistemas financieros de las economías avanzadas para la preservación de los ahorros, removiendo las vulnerabilidades que reveló la crisis internacional. También se debe fortalecer la solidez de los sistemas financieros de las economías emergentes que, como tendrán la mayor exposición al "dividendo demográfico", son las que deberán hacer frente a un mayor crecimiento y profundización de mercados, con los riesgos que ello implica. Por último, el mundo necesitará las reglas de gobernanza adecuadas para canalizar volúmenes mayores de flujos internacionales de capital. Todo ello es terreno propicio para las iniciativas de cooperación en las áreas de control monetario, regulación y supervisión.

En la medida en que la población mundial envejece a un ritmo que se acelera, la dinámica demográfica revela, en el interior de los países, un proceso desigual entre las economías avanzadas y las emergentes. Pero dentro de cada grupo de naciones, avanzadas y emergentes, también existen matices diferenciales importantes. Los cambios en la pirámide poblacional constituyen la variable relevante. Los modelos de ciclo vital proporcionan una guía útil: ellos explican el comportamiento del ahorro y del consumo en función de los pesos relativos de los distintos segmentos de edad. Así, se podría distinguir entre sociedades jóvenes y maduras en función de la preponderancia entre dos grandes grupos etarios: aquellos en edad de trabajar y los dependientes (ya sean menores o retirados).

La dinámica demográfica condiciona variables macroeconómicas como el crecimiento del producto y su absorción y, por ende, también el curso de la cuenta corriente. Cuando una sociedad tiene una alta proporción de su población en edad de trabajar, la literatura reconoce la posibilidad de acceder a un "dividendo demográfico" en términos de un mayor crecimiento del

producto. Ello requiere un proceso paralelo de acumulación de capital que lo torne posible. El "dividendo demográfico", pues, no es inexorable. Pero el *outperformance* sistemático de las economías emergentes –sobre todo las de Asia– sugiere que puede ser cosechado en un marco institucional que promueva la inversión.

La transformación demográfica ya juega un rol importante en la generación del ahorro mundial y su distribución. Las estadísticas internacionales confirman la tendencia de las economías emergentes a contribuir con una proporción creciente del ahorro global. Según Higgins (1998), los efectos de la demografía sobre las tasas nacionales de ahorro han sido bastante significativos, excediendo los 7 puntos del PBI en las últimas tres décadas para un conjunto amplio de países. Como la demografía afecta la tasa de ahorro, pero no incide de la misma manera con la tasa de inversión nacional, su impacto sobre el residuo de ambos –el saldo de la cuenta corriente o los flujos netos de capitales– es también importante. Economías con alta dependencia juvenil (la franja de menores de 16 años) están correlacionadas con déficits de la cuenta corriente. A medida que dichas sociedades maduran, se suman a las filas de los exportadores de capital. Señala Higgins que el efecto demográfico estimado sobre la cuenta corriente supera los cuatro puntos del PBI en las últimas tres décadas para varios países.

III. LA POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS Y SUS IMPLICANCIAS: LA RESPUESTA A LA CRISIS

III.1 La política monetaria y financiera en las economías desarrolladas

La crisis tuvo una rápida y drástica respuesta monetaria en EEUU e Inglaterra y otra mucho más aplacada y demorada en la UE; casi podría decirse que, al menos inicialmente, pudo haber existido una subestimación del impacto de la crisis para el sistema financiero europeo.

Comenzando por EEUU, es conocido que la crisis produjo una fuerte desintermediación y caída del multiplicador monetario; a agosto de 2012, el multiplicador seguía bajo (3,80) pero el agregado monetario M2, luego de crecer solo 3,5% en 2009 y 3,3% en 2010, creció el 9,0% en 2011 y 6,5% (a ritmo anual) en los primeros ocho meses de 2012. En otros términos, y de mantenerse hasta diciembre la tendencia actual, en el período 2008-2012 el M2 crecerá 24%, es decir, 5,5% anual promedio, por encima del crecimiento medio de la década del 90 (4,1% anual) aunque por debajo del 7,4% de la década del 80 (todos crecimientos nominales).

La base monetaria moderó su crecimiento en 2012 (1,3% hasta agosto, 2% a ritmo anual). La Tabla VI.A muestra claramente los escalones de 2008 (duplicación) y de 2011, producto de sendas decisiones políticas de la Reserva Federal para su estrategia de facilitación monetaria.

Tabla VI.A

ESTADOS UNIDOS: BASE MONETARIA, M2 Y MULTIPLICADOR
(a diciembre de cada año US$ mmm)

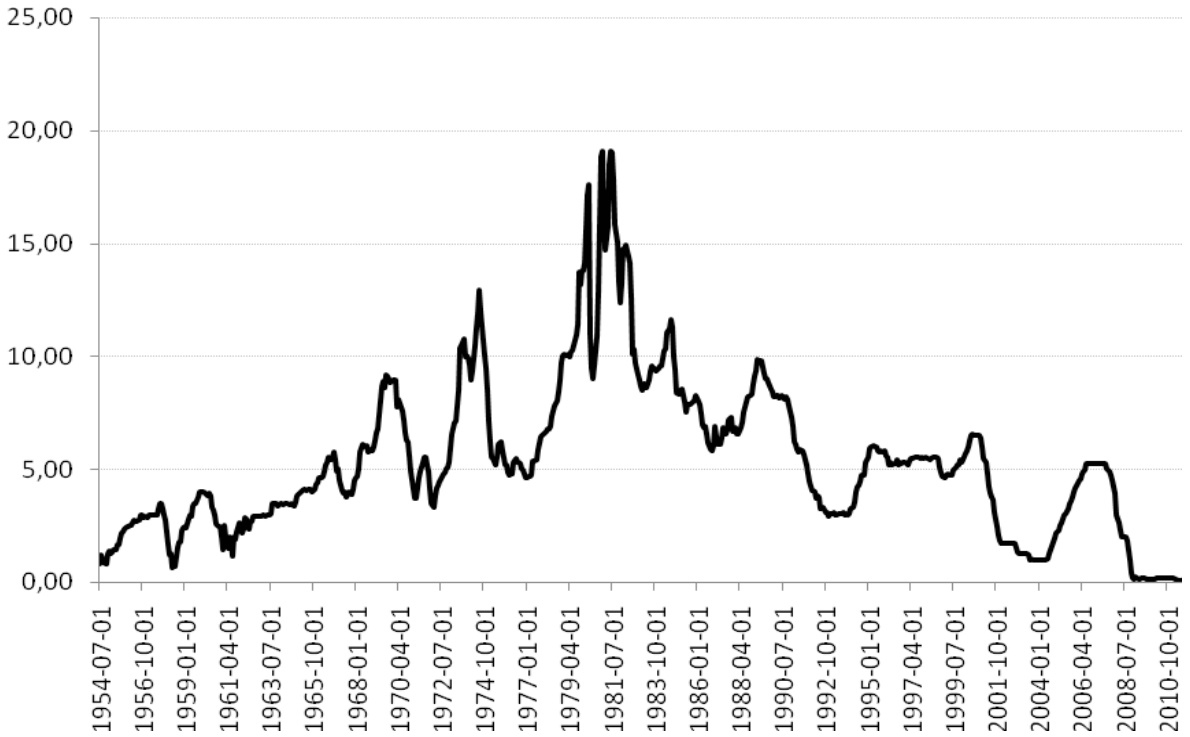
	BASE MONETARIA	M1	M2	MULTIPLICADOR
1960	41,0	140,7	312,4	7,62
1970	65,0	214,4	626,5	9,64
1980	142,0	408,5	1.600,0	11,27
1990	293,0	825,0	3.277,1	11,17
2000	585,0	1.088,0	4.913,0	8,40

	BASE MONETARIA	M1	M2	MULTIPLICADOR
2007	824,4	1.375,1	7.501,1	9,10
2008	1.654,1	1.595,0	8.240,0	4,98
2009	2.017,7	1.693,0	8.528,0	4,23
2010	2.008,0	1.832,0	8.816,0	4,39
2011	2.615,0	2.168,7	9.618,0	3,68
2012 (agosto)	2.649,4	2.318,9	10.021,0	3,78

Fuente: Reserva Federal de EEUU.

Desde ya, la estrategia monetaria de la Reserva Federal se vio apuntalada por una tasa de interés extremadamente baja, en particular de corto plazo –que ayuda a mejorar los balances de las empresas y también de los bancos–.

GRÁFICO II. LA TASA EFECTIVA DE *FED FUNDS*
EN PORCENTAJE



En la Unión Europea, por diversas razones, entre otras las características institucionales que le son propias, la reacción fue más lenta. Es cierto que la caída del multiplicador monetario (ver Tabla VI.B) no tuvo inicialmente la relevancia que en EEUU. De todas maneras, en 2011 la base monetaria creció 24,4% y en la primera mitad de 2012 lo hizo 33% (77% a ritmo anual); de esta manera, desde 2007 el crecimiento acumulado hasta junio pasado fue de 110,9%.

TABLA VI.B

UE BASE MONETARIA, M2 Y MULTIPLICADOR
(a diciembre de cada año, miles de millones de euros)

	BASE MONETARIA	M1	M2	MULTIPLICADOR
2002	480	2.425	4.963	10,3
2003	549	2.681	5.234	9,5
1980	614	2.913	5.574	9,1
1990	693	3.419	6.073	8,8
2000	772	3.676	6.630	8,6
2007	842	3.831	7.340	8,7
2008	1.151	4.007	8.076	7,0
2009	1.053	4.496	8.198	7,8
2010	1.073	4.695	8.395	7,8
2011	1.335	4.785	8.591	6,7
2012 (junio)	1.775	4.893	8.777	4,9

Fuente: Banco Central Europeo, *Boletín Mensual.*

El agregado monetario M2 en la UE creció en ese lapso 19,6% (alrededor 3,6% anual). Obsérvese que es un crecimiento algo inferior al del mismo agregado en EEUU.

Más allá de las respuestas monetarias adoptadas por las autoridades monetarias de las economías desarrolladas, las diferentes características de la crisis de EEUU y de la UE se hicieron notar con el correr de los meses. Los sistemas financieros en España o Irlanda padecieron por su exposición con el sector privado –en particular el crédito inmobiliario–, en tanto Grecia o Portugal arrastraban un elevado compromiso de sus carteras con la deuda pública.

La crisis de Lehman fue una crisis de mercado de capitales que se contagió a los bancos, pese a las regulaciones vigentes. Por ello, la crisis ha puesto de relieve y ha traído de nuevo al debate varias cuestiones que, en rigor, se reactualizaron cada vez que un episodio dramático produce el cuestionamiento de un paradigma en su capacidad de resolver un problema. Como las condiciones de tiempo y lugar cambian, muchos aspectos del debate también lo hacen, pero las raíces son similares, y a esta regla general no escapan las crisis financieras, esa resistente planta perenne, como las bautizó Charles Kindleberger.

La lectura de la crisis de la Reserva Federal se focalizó, desde un primer momento, en el riesgo de *credit crunch* y en el peligro de la desintermediación. Y por ello su acción fue más drástica y rápida. En cambio, el BCE respondió con mayor lentitud por diferencias no sólo de diagnóstico, sino de diseño institucional.

Hasta el presente, la facilitación monetaria no tuvo el impacto inflacionario en EEUU que algunos economistas preveían. Un dato clave es que si bien la base monetaria creció en la magnitud arriba señalada, la circulación en poder del público sólo aumentó en el orden de 35% (6,2% anual acumulativo) desde diciembre 2007. En otros términos, no existió una convalidación de ninguna presión ascendente en el nivel general de precios.

El aumento de base monetaria no se tradujo en un incremento de la cantidad de dinero sino en una mínina proporción. En su mayor parte, quedó estacionado como reservas líquidas de los bancos ("reservas excedentes") que no fueron prestadas al público, sino depositadas en las cuentas de las entidades en la propia Reserva Federal. De esa manera, la expansión, a los ojos del público, hizo las veces de un resguardo preventivo de liquidez que sirvió para abortar cualquier conato de corrida contra el sistema. Es razonable que cuando se restablezca la normalidad –y el multiplicador monetario retome los valores históricos–, el desafío de la Reserva Federal sea el de reducir el nivel de base monetaria a un umbral compatible con el crecimiento no inflacionario de la demanda de dinero.

A mediados de septiembre de 2012, las autoridades monetarias ensayaron nuevas medidas. Primero, el BCE asumió el compromiso de comprar deuda soberana de corto plazo, sujeto a la condición de que los países beneficiarios suscriban primero un programa convencional de rescate. Si bien las operaciones OMT (*outright monetary transactions*) resultantes de dicho programa no generarán *per se* un efecto monetario, la decisión del BCE al procurar suprimir los excesivos spreads de tasa de interés implica una voluntad de corregir los graves problemas de crédito que impedían la correcta transmisión de su política monetaria en los países de la periferia. Por su parte, la Reserva Federal anunció la realización del llamado QE3, o sea, la tercera versión de su programa de expansión monetaria basado en la compra masiva de deuda de largo plazo. Las dos iniciativas son un paso en la dirección correcta, aunque, desde ya, es temprano para un juicio definitivo.

En resumen, la facilitación monetaria contribuyó a evitar una extensión y profundización de la crisis, mejoró las condiciones de desempeño de la actividad privada y puso en marcha el proceso de cronoterapia. En ese sentido, la participación del G20 como ámbito de cooperación ayudó. Pero siguen siendo necesarias más políticas públicas y el G20 no debería dormirse en los laureles sino incentivar mayores acciones preventivas. Lo que no es sencillo, dado que siempre es más fácil alcanzar consensos cuando el peligro es inminente.

III.2 Una nota conceptual sobre la arquitectura de los sistemas financieros

En el plano organizativo del sistema bancario, un aspecto central de la discusión es el de la separación de los negocios; básicamente, la separación de los bancos comerciales y los bancos de inversión. Esta separación se apoya en el hecho de que en un sistema financiero integrado, los bancos cumplen la doble función de administrar el sistema de pagos de la comunidad e in-

termediar entre unidades con déficit de ahorros y unidades con ahorro excedente. El sistema integrado de ambas funciones (y con "doble función de producción") tiene las ventajas de: i) compartir información (respecto de los clientes); ii) permite utilizar el canal de los medios de pago para colocar productos financieros; iii) podría promover, vía bancarización (y eventualmente la formalización), el acceso al crédito formal de sectores que en otras condiciones no hubieran accedido (por ejemplo, jubilados en Argentina); iv) permite, hasta cierto punto, subsidio cruzado de tasas de interés.

El principal problema del sistema integrado es el del compromiso al que quedaría expuesto el sistema de pagos en caso de que la solvencia del sistema de intermediación se viera comprometida. En un sistema integrado y de encaje fraccionario, el temor a la capacidad de un banco de devolver los depósitos por malos créditos provoca una crisis de liquidez, originada en el probable retiro de los depósitos. Ello a su ritmo provoca la liquidación de los activos más líquidos o más apetecibles de los bancos (con la consecuente caída de precios y cotizaciones de dichos activos, que afecta a su turno el activo de entidades sanas) y a un proceso de corte de crédito y desintermediación que termina propagando/difundiendo la crisis e impactando además en el nivel de la actividad económica y las cuentas fiscales.

Pero el problema más agudo es que el sistema de pagos se resquebraja: aumenta la preferencia por la liquidez de los agentes económicos; ello reduce el valor del multiplicador y contrae la cantidad nominal de dinero (M2), exigiendo una corrección a la baja con los precios nominales que la economía generalmente no puede soportar. Ese es el riesgo que avizoró Bernanke e intentó mitigar con los sucesivos programas monetarios.

La reinstalación del debate de la separación de la actividad de los bancos apunta a la hipótesis de que ello contribuirá a mantener acotada una crisis y, de esa manera, a su vez, se mantendrá acotada la necesidad de un eventual rescate. Se presume que en un sistema financiero que separe los medios de pago e intermediación, el riesgo de contagio disminuiría. Ello subyace detrás de la ley Glass-Steagall de 1933 y, más recientemente, en la regla Volker.

Un punto a considerar es si es conveniente dejar al sector financiero la intermediación en el crédito al consumo, personal e hipotecario residencial o si es mejor asignarlo a entidades especializadas, en cuyo caso el problema es si éstas se financiarán con colocación de bonos en el mercado o estarán habilitadas para la toma directa de fondos del público (Argentina acumuló una vasta experiencia sobre la coexistencia de este tipo de entidades financieras no bancarias con bancos comerciales en la década del 70-80).

Pero una dificultad esencial de la separación radica en si, efectivamente, las autoridades podrán desentenderse de la situación del mercado en caso de crisis. Repasando el argumento, supóngase que el sistema funciona "separado", con una banca exclusivamente transaccional y otra banca de inversión. La primera captura depósitos transaccionales y opera con encajes elevados que aseguren su liquidez y las segundas intermediarían vía bonos propios o de empresas.

En ese mundo, ¿qué pasaría si se produjera un shock negativo que afectara a las empresas? La respuesta obvia es que el precio de sus acciones y la cotización de los bonos por ellas emitidos caería. Ello, a su turno, provocaría una pérdida de valor de las empresas y un efecto "pobreza" en los agentes económicos, que verían caer el valor de sus activos. También instituciones que fueran inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de pensión) se verían afectadas adversamente por la pérdida de valor de los activos que administran o poseen.

La teoría económica enseña que, en ese contexto, los agentes económicos reducirían su gasto (renta permanente) en todos los sectores. Obsérvese que en este escenario son las personas, a través de su menor gasto, las que transmiten la crisis (y los efectos adversos llegan al nivel de actividad y el empleo), en un contexto que evocaría la "paradoja de la frugalidad". Probablemente la preferencia por la liquidez aumente y el valor del multiplicador monetario caiga.

La pregunta clave para diferenciar este tipo de crisis de las tradicionales es si el Estado intervendrá (además de con políticas fiscales anticíclicas convencionales) a través de medidas que eviten la pérdida de valor de las empresas y, por esa vía, de los activos de los agentes privados tenedores de acciones y bonos, evitando así el impacto nocivo del "efecto pobreza". La respuesta dependerá, en última instancia, del grado de apalancamiento y solidez patrimonial de los tenedores de estos activos; en la medida en que puedan absorber plenamente el impacto sin desequilibrar a otros mercados y jugadores, la intervención del Estado tendrá menos probabilidades de ocurrir.

La experiencia argentina tiene ejemplos de cómo el Estado ha organizado refinanciaciones más o menos compulsivas de la deuda privada (en el caso de que estuviera en poder de los bancos) con claras intervenciones que prácticamente transformaron un sistema de encaje fraccionario en un sistema de encaje 100%.

La última crisis de Lehman también trajo ejemplos de asistencias financieras de la Reserva Federal a empresas no estrictamente financieras (General Motors, AIG), pero emblemáticas y de fuerte presencia sectorial y global en la economía estadounidense; una variante no financiera del *too big to fail*.

El aumento a la preferencia por la liquidez, paradójicamente, podría determinar el aumento del stock de depósitos transaccionales de los bancos y promover la tentación de los gobiernos de utilizar dichos fondos –con algún tipo de instrumento– para terminar socorriendo a las empresas. Ello llevaría a los bancos a tomar algún tipo de riesgo, ya sea con las empresas o con el Estado, precisamente uno de los problemas que se pretendía evitar con la separación.

Un segundo tópico vinculado al presente de la solución de la crisis financiera es el de la supervisión y regulación. En ese sentido, la crisis demostró el difícil equilibrio entre regulación y riesgo moral y dejó en evidencia que muchas veces la política y la ideología dominan sobre el sentido común cuando de moderar el ciclo económico durante los períodos de auge se trata, sobre todo en tiempos electorales.

Las regulaciones deben ser simples, como recientemente ha recordado Rogoff, pero al mismo tiempo eficaces. Más allá de que las regulaciones puedan fallar, un punto clave es saber hasta qué punto, con el régimen disponible, los reguladores pueden tener control de la situación y cuándo no. En ese sentido, algunas consideraciones relevantes son:

a) Los reguladores suelen perder la iniciativa en manos de los agentes del mercado que desarrollan los productos y por ello quedan a la zaga.
b) Los reguladores no resuelven satisfactoriamente el arbitraje regulatorio. A menudo, la mayor rentabilidad esperada está en el "borde de la regulación o incluso en el territorio de otra agencia regulatoria sin conocimientos suficientes del tema financiero. La coordinación/complementación de las agencias regulatorias es uno de los grandes desafíos del G20 luego de la crisis de Lehman. Obviamente, ello se complica cuando la coordinación implica actuar más allá de la frontera (dificultades de coordinación, cesión de soberanía, etc.).
c) La calidad de la información y la validez predictiva de los modelos con que cuentan los reguladores sigue siendo un problema, particularmente en un entorno cambiante y dinámico en que surgen permanentemente nuevos productos. También la dificultad de calibrar el riesgo sistémico de los nuevos productos en esas condiciones, tanto para el sector privado cuanto para el regulador.
d) Aunque parece que es un problema que ha comenzado a corregirse, en algunos países los reguladores no cuentan con los recursos humanos capacitados y tecnológicos adecuados para realizar una regulación efectiva. Ella puede derivar en una suerte de obsolescencia regulatoria frente a las exigencias de permanente actualización que impone el mercado.
e) Paradójicamente, los jugadores del mercado y los regulados tienen similares problemas a los mencionados en c) y d). En relación con d), ello puede derivar en que no puedan percibir los "nuevos" riesgos que implican los productos que ellos mismos generan.

Lo antedicho parece converger en la existencia de sistemas menos apalancados y más a prueba de estrés (si bien los modelos para testear estrés tampoco son una garantía absoluta). En ese sentido, la arquitectura internacional del sistema financiero debe promover, vía acuerdos, la prevención de riesgos sistémicos locales susceptibles de propagarse fronteras afuera.

Hay al menos cuatro tópicos adicionales vinculados con lo regulatorio que debemos comentar brevemente.

El primero se vincula con los seguros de depósitos. Hay consenso acerca de que seguros de depósitos limitados en monto –para evitar un excesivo riesgo moral– juegan un rol estabilizador y, sobre todo, dilatan, en el caso de las corridas, la llegada del pánico a los pequeños depositantes; ello modera las tensiones sociopolíticas y permite centrar el problema en los grandes depositantes. Las características de los regímenes nacionales (públicos o privados, onerosos o gratuitos) exceden el propósito de este documento.

El segundo aspecto se vincula con las regulaciones que limitan el apoyo de las filiales a la matriz ubicada en el exterior. Este es un tema complejo, dada la vulnerabilidad que implicaría

para el banco X ubicado en el país A que su matriz ubicada en el país B tuviera problemas. Allí habría que diferenciar si las dificultades de X en B son específicas de dicha entidad o sistémicas.

Un aspecto clave será considerar cómo evitar que las dificultades de X en B contagien a los bancos Y y Z en A; ese debería ser el criterio para la regulación.

La tercera cuestión es que la regulación debería prever una acción coordinada de los bancos privados, las autoridades monetarias y los gobiernos en cada país para la elaboración y difusión de información de calidad que aumente la transparencia. La armonización estadística y la información contable y estadística como "bien público" son aspectos a ser tenidos en cuenta en una interacción en la cual tanto el sector público cuanto el privado tienen responsabilidades diferentes pero cooperantes.

El cuarto tópico es el del rol y las funciones de las agencias calificadoras. Allí hay varias cuestiones a considerar: el rol de los incentivos, la eventual colusión de intereses con los calificados, la validez de los modelos de análisis y proyección, la capacidad de sus dictámenes y opiniones para "coordinar" decisiones de los agentes económicos. La crisis de Lehman mostró que no son infalibles, y así deben tomarse sus juicios: como solo contingentes y limitados. Ello implica una dificultad adicional en el futuro a quienes preferían transferirles la responsabilidad total de las decisiones, pero esa misma percepción de su falibilidad quizás introduzca una renovada prudencia en los reguladores y también en los calificados.

III.3 Algunos tópicos pendientes relacionados con los sistemas financieros

La crisis deja al menos cuatro cuestiones importantes en el plano monetario financiero.

La primera es la del carácter no convencional de la crisis, en términos de que no fue una corrida clásica de depósitos al estilo de las crisis bancarias latinoamericanas, sino un problema de los bancos de inversión; los bancos comerciales fueron atacados allí donde sus vínculos con los de inversión eran demasiado estrechos o por tener activos en común.

La segunda cuestión, que va en paralelo, es la importancia de actuar rápidamente para evitar esa propagación: el aumento de la garantía de depósitos establecido por la FDIC en EEUU (y por los reguladores respectivos en Europa) en los albores de la crisis desalentó la presión de los pequeños ahorristas al trazar un muro de contención para la crisis. Esta presión, de ocurrir, puede adquirir una intensidad difícil de sobrellevar.

En tercer lugar, los marcos institucionales nacionales deben permitir una intervención ágil por parte del supervisor. Los plazos demostraron ser tiranos en el momento más álgido de la crisis y no respetar ni siquiera treguas de fin de semana. El supervisor debe tener una lectura clara

sobre las peculiaridades de la crisis para actuar en consecuencia. El problema es que, en ocasiones, las instituciones precrisis no son necesariamente viables postcrisis.

Las "burbujas" de activos, en su gestación, están acompañadas de "nuevos riesgos" que, como quedó dicho, el supervisor no siempre está en condiciones de desentrañar a tiempo. Ello obliga a entender por qué la discrecionalidad ocupa un lugar importante a la hora de tener que buscar una solución cuando estalla el problema. El accionar de la FED de Bernanke dio acabadas pruebas de ello. El caso es que sectores en pujante crecimiento pueden transformarse, bruscamente, en áreas vulnerables, necesitadas de reconversión y de muy elevado riesgo. Y su incidencia no puede eliminarse de la noche a la mañana, como lo recuerda la lenta digestión de los activos problemáticos de los bancos en el período de reconstrucción.

Visto en perspectiva, había en EE.UU. sectores/empresas que eran viables en un mundo con el dólar revaluado 25% sobre su nivel actual, un déficit de cuenta corriente de 6% del PBI y una desocupación del 6%. El perfil de precios relativos compatible con este estado de situación no estará disponible en el corto plazo.

Es que un cuarto aspecto importante es que la reconstrucción de los sistemas financieros nacionales se hará a partir de ladrillos deteriorados. Los "ladrillos" de reconstrucción son, fundamentalmente, los activos de los bancos. Y allí, básicamente, existen dos rubros relevantes: créditos (y bonos) al sector privado y deuda pública.

En el caso de EEUU, esos ladrillos defectuosos de las paredes del edificio del nuevo sistema son las empresas/activos inviables. En el caso de la banca europea, los ladrillos defectuosos serán la deuda de gobierno, dados los niveles de deuda y déficit proyectados para el quinquenio próximo. Las condiciones de sustentabilidad fiscal de la deuda están en el corazón del defecto de los ladrillos defectuosos originados en el sector público.

La solución utilizada –que también se aplicó en Argentina– pasa por mantener en valor técnico (y no de mercado) los activos en cuestión, con el fin de evitar que los bancos queden escasos de capital. Esta muleta, sin embargo, es consistente en un mundo de relación deuda pública/PBI estable y no creciente.

En el caso de la deuda privada existe cosmética contable, cuando se acude a la terapia del tiempo y la estrategia se apoya en un prolongado período de tasas de interés extremadamente bajas. El mundo de tasas bajas de interés ayudaría a mitigar el problema en tanto y en cuanto la economía mundial creciera (y la del país considerado lo hiciera por encima de la tasa real de interés).

IV. LA ARQUITECTURA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Una de las tareas primordiales del G20 consiste en proceder a la reforma de la arquitectura del sistema financiero internacional, de manera tal que se "evite" una nueva crisis. La historia de las convulsiones financieras es lo suficientemente abultada como para entender que la pretensión de erradicar las crisis es un empeño imposible. Pero a lo que sí se puede aspirar es a mejorar el desempeño del sistema financiero, a reducir la incidencia de las crisis cuando estas ocurran y a proveer el horizonte extendido de estabilidad que toda economía y sociedad precisan para su propio funcionamiento armónico.

En esta visión superadora se suele pasar por alto que la crisis actual todavía no cesó de irradiar sus efectos adversos y que, eventualmente, podría agudizarse. La reforma de marras, pues, debe proceder con el cuidado de no resucitar los problemas de una crisis todavía en proceso de depuración. Las críticas a la lentitud de su implementación deben calibrarse entendiendo que lo que podrían ser buenas soluciones a largo plazo, ejecutadas hoy, podrían desestabilizar el proceso de recuperación. Los ejemplos son fáciles de consignar: el mentado *too big to fail* que impera en el sistema financiero debe ser corregido por sus obvios incentivos equivocados, pero en la actualidad su presencia es nítidamente estabilizadora. Por el contrario, su disolución demasiado apresurada podría instalar un riesgo potencial de corrida o iliquidez donde no lo hay.

Debe quedar claro que la reforma en sí, en sus contenidos específicos, será el producto de una detallada elaboración técnica formulada por el Foro de Estabilidad Financiera, el FMI y una gran cantidad de organismos especializados. La ventaja que le aporta el G20 a este proceso es la capacidad de dotar la iniciativa de un músculo político del que antes se carecía. Aquí hay un rol para el G20 extremadamente útil. El G20 no sólo tiene las cualidades necesarias para operar como avalista político de las iniciativas, sino que comanda las principales plazas financieras donde estas medidas van a ser aplicadas.

Conforme a lo avanzado hasta el presente, la reforma propuesta procura rectificar los lineamientos de la vieja arquitectura pertrechándola de un enfoque sistémico de la regulación y la supervisión. Su objetivo declarado es la intención de prevenir la acumulación de riesgos excesivos en el sistema. Ello involucra la regulación micro-prudencial, la regulación de integridad de mercado, pero también un nuevo énfasis en la regulación macro-prudencial. Esto es, la necesidad de hacer foco con la regulación, no solo en la institución financiera en el plano individual sino en la interacción entre todas ellas y el propio sistema económico. Se propende también a la existencia de una coordinación nacional y supranacional para evaluar con propiedad los riesgos sistémicos.

La crisis enseñó que es imperioso expandir el objeto de la regulación y supervisión para incluir todas las instituciones de importancia sistémica, mercados e instrumentos (incluyendo los pools privados de capital). Y la lección parece no haber caído en saco roto, al menos a la hora de formular los principios rectores de la reforma. Habrá que ver, en el tiempo, en su implementación práctica, si no surgen filtraciones.

Basilea III, tal el nombre de la criatura normativa que ha sido dada a luz, se basa en un fortalecimiento de los estándares de requerimientos de capital y la creación de un nuevo set de estándares de requerimientos de liquidez. En su diseño se contempla la necesidad de que tales requisitos funcionen de manera contracíclica. De esta manera, se atacan dos falencias que la crisis dejó al descubierto: no basta con una adecuada posición patrimonial, la liquidez disponible también juega un rol crucial en los momentos de mayor complicación. Y la respuesta del sistema en condiciones de estrés tiene que moverse en sentido contrario al ciclo para no agravar los problemas.

La idea madre es la conformación de un marco común de normas internacionales que guarden consistencia en materia de regulación prudencial, capitales mínimos y exigencias de liquidez. Les cabe al Foro de Estabilidad Financiera, al FMI y a los demás sujetos creadores de normativa velar por la coordinación y adaptación de dicho marco.

Son las autoridades locales, por último, las que aplicarán el régimen regulatorio, aun en aquellas áreas consensuadas internacionalmente, y lo harán conforme a lo que sean sus propias circunstancias (e intereses). Esta será siempre un área de tensión potencial. De ahí la importancia de contar con los compromisos bajo el paraguas político del G20. Como en tantos otros terrenos, aquí hay un espacio para la coordinación internacional, que debe ser cuidadosa de no invadir el campo de las normas nacionales.

Otros aspectos en los que la reforma hace especial hincapié tienen que ver con la regulación de las prácticas de compensación, la estandarización de derivados (procurando la utilización de contrapartidas centralizadas de riesgo), las buenas prácticas contables y otros elementos que pueden resultar determinantes para la solidez de la infraestructura financiera. Este es un punto no menor: la fragilidad de la infraestructura es lo que obliga a los Estados a proceder a los rescates. Centenares de pequeños bancos de comunidades fueron liquidados en EEUU desde 2007 sin ocasionar mayores problemas. Pero la infraestructura se resintió seriamente con Lehman Brothers y las autoridades prefirieron rescatar a AIG –una compañía de seguros que estaba fuera de su jurisdicción y supervisión– antes de poner a prueba la capacidad de absorber o no el shock.

V. TIPO DE CAMBIO REAL, MOVIMIENTOS DE CAPITALES Y ADMINISTRACIÓN DE RESERVAS

A cuatro años de la crisis, el panorama que ofrecen las principales monedas indica:

i) El dólar se mantiene estabilizado, en niveles históricos bajos, es decir, relativamente depreciado.
ii) El euro ha mostrado cierta volatilidad en términos nominales y la tendencia a una depreciación real significativa nunca terminó de concretarse. Seguramente existió una convicción política de evitar un abaratamiento excesivo del euro.
iii) El yen mostró una fuerte apreciación.
iv) El yuan se revalorizó modestamente.
v) Las monedas emergentes en general tendieron a revaluarse con dos características: a) los gobiernos trataron de evitar una revaluación significativa vía acumulación de reservas; y b) cada momento de incertidumbre –y fuga a la calidad– a lo largo de este período concluyó con una instancia de depreciación de las monedas emergentes.

TABLA VII

TIPO DE CAMBIO REAL EN EEUU

	RESERVA FEDERAL, año 2000=100		
	Amplio	G7	Otros socios
Promedio 1975-2009	93,2	90,0	95,0
Máximo 1975-2009	117,4	116,0	115,0
Mínimo 1975-2009	82,8	77,0	78,0
Diciembre 2008	89,0	84,3	94,9
Diciembre 2009	83,6	77,8	91,0
Diciembre 2010	81,2	78,0	86,0
Diciembre 2011	81,5	78,1	86,5
Julio 2012	81,3	79,3	85,0

Fuente: Elaboración propia con datos de la Reserva Federal.

La política monetaria expansiva de EEUU (quantitative easing, operación Twist, etc.) ya analizada explica la debilidad del dólar, pero la crisis europea que gatilló procesos de repatriación de fondos por parte de los intermediarios financieros europeos y el refugio en determinados bonos del Tesoro de la región le puso, a su vez, un piso. Esta fue, de alguna manera, la paradoja de los últimos cuatro años.

La reticencia o renuencia de Europa a adoptar una política monetaria tan expansiva como EEUU –más allá de que haya sido expansiva en los términos descriptos en la Tabla VI.A– y la fortaleza alemana explican, en parte, la evolución del euro.

En ese sentido, el tipo de cambio real de la UE según la estimación del BCE (corregido por el IPC y con base en 1999=100) cayó (se depreció) de 109,2 en el año 2009 (como promedio anual) a 100,7 en 2011, con un registro de 98,1 para el mes de diciembre de ese año; en julio de 2012 la baja seguía hasta 93,0. De todas maneras, el efecto combinado de los anuncios de las autoridades monetarias de la UE (compra de bonos por el BCE) y de EEUU (compra de hipotecas por la Reserva Federal) trajo como consecuencia un fortalecimiento) del euro cuyo impacto sobre el ajuste estructural europeo puede ser complejo, dado el lento avance del recupero de competitividad de varios países.

Pero un punto crucial es que entre ambas monedas, dólar y euro, concentran el 85% de las reservas de los bancos centrales del mundo; es extremadamente difícil imaginar un escenario de devaluación significativa de ambas monedas simultáneamente. También de un reemplazo abrupto del dólar como reserva de valor; cualquier cambio en un contexto normal llevará décadas.

Felizmente, el mundo no transitó una guerra de monedas. Ello más allá de la resistencia de los bancos centrales de los países emergentes de revaluar fuertemente sus propias monedas. Los ingresos de capitales hacia las economías emergentes fueron muy intensivos en los años 2009, 2010 y en el año en curso, y más moderados en 2011. Todo sugiere que 2012 ha sido otro año de ingresos significativos de capitales en las economías emergentes y que esa tendencia se agudizará en el marco de la nueva onda de facilitación monetaria impulsada por las economías desarrolladas en EEUU y la UE sobre fines de septiembre de 2012.

La estrategia cambiaria de los emergentes encuadra en el *fear to float*. Sin embargo, debe reconocerse que, en términos generales, la esterilización que realizaron fue en la mayoría de los casos exitosa en términos de no generar burbujas domésticas y tampoco exageradas tensiones inflacionarias por exceso de gasto doméstico.

De todas maneras, la última información disponible indica que entre junio 2011 y junio 2012, el ritmo de crecimiento de las reservas en el mundo emergente, sobre todo en China, se moderó significativamente.

TABLA VIII

VARIACIÓN ACUMULADA DE RESERVAS INTERNACIONALES POR REGIÓN
2008-2011
(miles de millones de dólares)

Economías emergentes (total)	2.951,9
Europa Central	84,4
Comunidad de Estados independientes	77,0
Asia emergente	2.011,0
Asia emergente (sin China e India)	235,7
Latinoamérica	324,3
Medio Oriente	419,6

Fuente: FMI, *Panorama de la Economía Mundial*, abril 2012.

La estrategia de administración de reservas obviamente mitigó el efecto del rebalanceo en la balanza comercial emergente, y ello se observa en los módicos deterioros de sus cuentas corrientes ya indicados.

Finalmente, el desempeño del euro puso tensión adicional en las economías de los países afectados por la crisis y del este europeo. De hecho, la corrección del tipo de cambio real que calcula para los distintos países genéricamente conocidos como PIIGS el FMI (a partir de los diferenciales de crecimiento de los costos unitarios de mano de obra corregidos por productividad) no muestran grandes cambios con el correr de los años recientes.

Las tendencias de corto plazo sugieren que continuará el escenario sin guerra de monedas, que no es poco, con un predominio del dólar como moneda de reserva secundado por el euro. En el mediano plazo, la corrección de los desvíos fiscales de largo plazo y la reabsorción de la liquidez inyectada –cuando se reestablezca la confianza serán los aspectos relevantes–. Y en el más largo plazo, la cuestión de los diferenciales de productividad dentro de la UE, los efectos de los cambios sociales y cultivados en las economías emergentes sobre la calidad institucional, la calidad de los recursos humanos, la productividad factorial, la tasa de ahorro, sin cuestiones que afectaran el valor real de las monedas y muchos de ellos deberían estar en la mira y en la agenda del G20 para mitigar presuntos efectos no deseables.

VI. LUCES Y SOMBRAS DEL COMERCIO: EL CASO DE LAS COMMODITIES

Como se señaló líneas arriba, el comercio creció lentamente luego del ciclo de caída y recuperación de los años 2009-2010; así es que desde 2008 el comercio creció 11,1% en volumen físico, en las economías desarrolladas las importaciones crecieron 5,1% y en las en desarrollo 25,1%, lo que resulta consistente con el distinto ritmo de crecimiento de uno y otro grupo de economías (ver Tabla V).

En el campo del comercio, los resultados alcanzados –y las acciones emprendidas– quizás hayan estado debajo de las declaraciones efectuadas y de los compromisos asumidos en los ámbitos internacionales. Pese a ello, el desempeño del G20 resultó satisfactorio en orden a mitigar los riesgos de que respuestas no coordinadas precipitaran una suerte de guerra comercial.

El G20 tuvo importancia no solo en el orden formal, sino también en el informal, dado que facilitó el diálogo fuera de la mesa de negociación entre los diversos participantes. Por caso, la ampliación de la Alianza Transpacífica con Canadá y México (invitados a la reunión de Los Cabos), y eventualmente Corea y Japón en un futuro, fue un hecho destacable. En ese encuentro, además, se fijó la agenda que crea el marco para las discusiones sobre barreras arancelarias.

Sin embargo, es complicado mantener la conducta y el espíritu pro comercio cuando el clima recesivo en el mundo desarrollado se prolonga por varios años, dado que el bajo crecimiento económico es un enemigo de la voluntad de cooperar por el libre comercio. A su vez, el cierre al comercio conspira con el crecimiento de la economía. Esa tendencia se observa con el aumento en las medidas antidumping, que representan el 3% del comercio en los países desarrollados.

La globalización no cede a pesar de las dificultades; en todo caso, se hace más selectiva. Y cuando las turbulencias de la crisis frenan la marcha del comercio, una vez normalizadas lo que se registra es un incremento posterior de los volúmenes del intercambio. La elasticidad renta del comercio real se preserva por encima de la unidad, como en las décadas pasadas.

El comercio muestra un camino divergente entre alimentos y resto de las commodities. Ello produce una dinámica de dos velocidades y afecta a los países según el tipo de commodities que provean.

La demanda de alimentos estará sujeta a cambios cualitativos y cuantitativos por razones demográficas. China ha alcanzado un grado de consumo de calorías per cápita importante, siendo esperable que su estructura de consumo se modifique y se dirija hacia otros productos alimenticios de mayor calidad. El crecimiento demográfico impulsa la demanda de alimentos, pero conviene tener presente que el envejecimiento de la población tenderá en el futuro a reducir la ingesta per cápita cuando la pirámide se inclina hacia los segmentos de mayor edad.

En los primeros tramos de la crisis de 2008, la “financialización” de las commodities y su impacto en los precios de las materias primas en general y de los productos agrícolas en particular, la volatilidad de los precios alimenticios y la seguridad alimentaria estaban en el núcleo del debate y en la consideración y preocupación del G20.

Cuando la crisis se afincó en Europa y en los países mediterráneos, la preocupación de la financialización se disipó, en parte por la urgencia en concentrar la atención, los recursos y los esfuerzos en la crisis de los Estados soberanos. La financialización ha pasado a un segundo plano, aunque ello no implica que sea necesario seguirla con atención, más aún en un escenario internacional que promete tasas de interés bajas y holgada liquidez por mucho tiempo, lo que alentará la búsqueda de mayores rendimientos.

La financialización de las commodities puede cumplir un papel procíclico, lo que termina generando mayor inestabilidad en los mercados de productos agrícolas, justamente el problema que se buscaba neutralizar con su utilización. Existen jugadores, que son los actores reales del mercado y que buscan reducir su incertidumbre en las operaciones a términos, pero conviven e interactúan con otros que juegan a favor de la volatilidad y que se benefician de ella.

Frente a dichos problemas, la regulación de los efectos manada es un objetivo loable, si se logra diseñar adecuadamente, aunque este supuesto es “muy fuerte”. En particular, un criterio a utilizar debería ser el de aumentar las exigencias de solvencia de los especuladores para mitigar el riesgo de que una eventual ganancia derivada de la volatilidad produzca una burbuja insostenible que culmine con un crack que provoque una ruptura sistémica.

El punto a tener en cuenta es que la volatilidad de las commodities no depende únicamente de la especulación. La misma puede surgir de la mano de los problemas climáticos y otros imponderables. En la actualidad, los precios de las commodities agrícolas están en niveles históricos elevados, en un contexto en el cual los inventarios de algunos productos son bajos.

Todo ello refuerza la preocupación por la seguridad alimentaria, en un contexto en el cual distintos usos compiten para los granos y oleaginosas: servir como alimentos directos, ser insumos en procesos industriales muy básicos (soja-aceite), ser insumos de alimentación de animales y, ahora, la bionergía. Es difícil conocer el balance final.

La pregunta es, más allá de que la crisis alimentaria tenga o no lugar, qué acciones preventivas pueden realizarse en el campo internacional. Está claro que el comercio ocupará un lugar crucial y que los países que creen interferencias serán observados. También se puede pensar que existirá tensión entre el uso de las commodities agrícolas como alimento y otros destinos alternativos (biodiesel). Es probable que países con déficits alimentarios estructurales intenten, como acciones de prevención de corte unilateral, construir inventarios para proteger a sus poblaciones del hambre. Ello es razonable, pero lo estarían haciendo en el peor momento del ciclo internacional y con ello agregarían volatilidad y tensión a los precios.

VII. UNA EVALUACIÓN DE LA CONTRIBUCIÓN DEL G20 ANTE LA CRISIS

VII.1 ¿Fue o no efectivo el G20?

El G20 se constituyó en 1999 como un foro de ministros de economía y presidentes de la banca central. Pero fue la crisis internacional que estalló en 2007-2008 la que le confirió el rol de gran envergadura que hoy exhibe. El primer paso de su jerarquización fue la elevación al rango presidencial y de jefes de Estado. En la Cumbre de Washington, en noviembre de 2008, se anunció de manera formal que adquiría además el papel de principal foro de coordinación económica mundial. Desplazó así la primacía del G7/G8.

El G20 es un hijo de la globalización. Puede pensarse que las condiciones para tal ascenso ya estaban maduras de antemano, dado el auge sostenido de las economías emergentes y su acelerada integración en los procesos de producción, de comercio y de inversión internacionales. La crisis gatilló, pues, el reconocimiento tardío a una realidad que había echado sólidas raíces de la mano del fenómeno de la globalización tras el final de la Guerra Fría. El aumento del poderío económico y de la influencia de estos países era un dato innegable y –como lo demostró la recuperación asiática luego de la crisis regional de 1997-1998– difícil de revertir.

Pero si el pasado justificaba la entronización del G20, mucho más lo hace una visión de presente y futuro. Las economías emergentes no sólo crecían más rápido que las del G7 antes de la crisis, también lo hacen después (ver Tabla III). Cabe esperar, a partir de sus ingresos per cápita más bajos (y de las tendencias de una demografía vigorosa), que logren preservar esa tónica en el tiempo a medida que despliegan un proceso progresivo de convergencia (*catch up*).

Si se repasa la agenda de la coordinación internacional, se comprende que la misma hubiera resultado demasiado ambiciosa para el G7/G8, cuyo poder de representación era muy restringido. En temas prioritarios como la corrección de los desbalances, se necesita una mayor cobertura. El G20, gracias a su amplia base de representación, subsana este inconveniente de manera natural. Los compromisos que pueden asumir sus integrantes sí tienen la masa crítica suficiente para alcanzar objetivos relevantes sobre el particular.

En un mundo que ensancharon la globalización y el fin de la Guerra Fría, donde surgieron nuevos jugadores de peso (que, circunstancialmente al menos, son los más pujantes) y en el que

la crisis se ensaña con los países del G7, la apertura hacia el G20 es una iniciativa dotada de lógica impecable. La "salud" del G7 es el problema. Los nuevos actores son parte de la solución (y de la solución menos traumática) ya que pueden aportar lo que la coyuntura requiere con premura: mercados no dañados, ahorro abundante y capacidad de aumento de gasto. La necesidad es tan evidente que es el mismo G7 el que convoca y el que decide (en la plenitud de las turbulencias) ceder su lugar como foro privilegiado al G20.

Hay que entender que la alternativa de preservar el *statu quo*, una vez estallada la crisis, suponía un riesgo muy grande. ¿Cómo responderían países como China, India o Brasil a la gravedad de los avatares? Apuntalar al G20 fue una manera de no navegar a ciegas, de conocer la hoja de ruta de los demás y su sensibilidad en un momento crítico, de limar recelos y de acercar posiciones al más alto nivel decisorio. En última instancia, si no se podía evitar la colisión, era posible tener una alerta temprana. Las amenazas de guerra de comercio o de monedas quedaron contenidas dentro de este formato como se explica líneas arriba. Desde ese punto de vista, la ausencia de accidentes importantes es prueba elocuente a su favor.

Desde ya que la decisión supone un *trade off*: es más arduo gestionar un grupo de países más numeroso y, forzosamente, más heterogéneo. Pero la asimetría de los shocks adversos exigía sentar en la misma mesa tanto a las economías avanzadas como a las emergentes, a los países acreedores junto con los deudores. Lo que la comunidad internacional interpretó correctamente fue que el umbral mínimo para constituir un foro que pudiera resultar útil había aumentado un par de escalones. La objeción a la ampliación del grupo, basada en cuestiones de operatividad, no deja de ser válida una vez que se satisface dicho umbral. El G20 es multifacético; un hipotético G30 no lo sería mucho más, pero sí incrementaría sensiblemente la complejidad de la toma de decisiones.

En concreto, si se cotejan los registros del accionar del G7/G8 con los del G20 no se observan costos significativos de ejecución. La vaguedad de los objetivos que se planteaba el G7/G8 no supone una vara demasiado exigente que superar. A todas luces, los compromisos del G20 son más precisos, detallados y exhaustivos, amén de atacar un espectro temático de mayor anchura. Y los resultados conseguidos, con todos sus bemoles, no empalidecen de ninguna manera en la comparación.

No es posible juzgar la efectividad del G20 tampoco sin tomar nota del estancamiento que caracteriza el enfoque puramente multilateral. El fracaso de la Ronda del Desarrollo de Doha (junto con el auge del regionalismo abierto y los tratados TLC) es un recordatorio, proveniente de la esfera del comercio, de las grandes dificultades que les cierran el paso a las agendas más ambiciosas. En un mundo donde prima el segundo mejor, el G20 es un vehículo probado, eficaz para la construcción de un consenso internacional y, en los momentos álgidos, también para la obtención de resultados tangibles en tiempos breves.

Señalado lo anterior, cabe no perder de vista la realidad de que el G20, en última instancia, no es más, ni menos, que un foro de líderes políticos.

VII.2 ¿Cuánta cooperación internacional hubo realmente?

El rol de la cooperación internacional fue importante –sobre todo en los momentos de mayor convulsión en 2008 y 2009–, pero tampoco debe ser exagerado. Aun en las circunstancias más dramáticas, la toma de decisiones permaneció siempre en la esfera de las autoridades y políticas nacionales.

La sincronización de las inyecciones de estímulo en 2008 y 2009 se vio facilitada por el paraguas del G20, pero quizás hubiera procedido igual ante la gravedad de la catástrofe y su vertiginosa transmisión internacional. La uniformidad del shock justificaba la adopción de políticas expansivas similares en las diferentes jurisdicciones. La contribución más valiosa del G20 fue haber evitado que, a la par, otras medidas como las políticas de "empobrecer al vecino" cobraran el auge que cabía esperar. La existencia de un foro visible ayudó en la disuasión y resultó así beneficioso para todos.

No es casual que la idea de constituir el G20 surja originalmente como respuesta a la crisis asiática de fines de los años noventa ni que se le haya echado mano de nuevo después de la hecatombe de Lehman Brothers: de todos los trajes que puede vestir el G20, el rol de administrador de crisis es el que mejor le sienta. La crisis extrema decanta siempre las opciones a mano, dispara la correlación entre activos al máximo. Así, alinea los intereses dispares de los jugadores y facilita la coordinación de la acción. Paradójicamente, cuando las tensiones ceden, los caminos de política vuelven a bifurcarse, y allí se hace trabajoso lograr consensos, aun si se trata de corregir los temas críticos que estuvieron en el ojo del huracán (y que volverían a estarlo si el fenómeno se repitiese).

Tómese, por caso, el impacto de la crisis sobre la banca y las políticas de reconstrucción patrimonial. La eclosión de Lehman Brothers descerrajó una corrida feroz sobre el capital de los bancos. Calmadas las aguas, EEUU resolvió a su manera los problemas más urticantes (utilizando el plan TARP que aprobó el Congreso aunque de una manera distinta al esquema original que postulaba la compra de activos tóxicos). Gran Bretaña, de *motu proprio*, hizo algo parecido (de hecho, fue el primer país en avanzar en una capitalización compulsiva) mientras los gobiernos de la eurozona prefirieron dilatar una respuesta convincente. Recién en 2012 España blanqueó la magnitud del quebranto de Bankia y, a través de un rescate alimentado por fondos europeos, se abocará a reparar a fondo el daño patrimonial de su sistema financiero. La estabilidad financiera estuvo en el ojo del huracán, y volvería a estarlo en una recaída profunda. Por eso es una de las preocupaciones centrales del G20 y un caballito de batalla presente en cada cumbre. Sin embargo, las medidas concretas de saneamiento las tomó cada país según su criterio y sus tiempos. Lo que EEUU y Gran Bretaña subsanaron en 2009 todavía es materia pendiente en la zona del euro. Eso sí, los exámenes de estrés se suceden periódicamente a ambas márgenes del Atlántico. Y un nuevo corpus regulatorio internacional –Basilea III– fue gestado en tiempo récord (bajo los auspicios del G20) y está listo para comenzar a ser aplicado. Hay que comprender la existencia de esa gama amplia de matices. La toma de decisiones sigue perteneciendo a la esfera de las políticas nacionales. No obró nunca una transferencia de soberanía al G20. Nunca se pensó ni se

acordó tal cosa. Los intereses nacionales son los que dictan las políticas, y no necesariamente los compromisos tomados ante el G20 o sus recomendaciones.

VII.3 El dilema y el debate entre austeridad y estímulo y la visión del G20

La cumbre de Toronto en junio de 2010 marcó un punto de inflexión en las recomendaciones del G20. En el debate estímulo versus austeridad, si bien se admitió la necesidad de continuar con los planes de estímulo, la convocatoria a la austeridad ganó primacía. Las economías avanzadas comprometieron planes para reducir su déficit fiscal "al menos a la mitad en 2013" y para "estabilizar o reducir el nivel de deuda pública sobre el PBI en 2016". ¿Cómo evaluar ese empeño? En una reseña publicada en octubre de 2012, el economista jefe del FMI, Olivier Blanchard, estimó que el impacto de la consolidación fiscal fue "grande, negativo y significativo". La simultánea revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial del FMI y el alerta de la institución referido a los riesgos de una recaída sugieren que la agenda de la austeridad –una preocupación entendible desde el punto de vista de la fortísima acumulación de deuda de las economías avanzadas– resultó prematura y contraproducente a los fines de proveer una sólida recuperación de la crisis.

Los derrames de los programas de expansión o ajuste fiscal conforman un aspecto esencial a la hora de evaluar su conveniencia y dosificación adecuada y, por ende, este terreno es singularmente propicio para la coordinación en el espacio del G20. Las vías de filtración son múltiples cuando se juzgan los resultados de un programa a escala nacional: las economías más pequeñas y las más abiertas son las más permeables (las que retienen una proporción menor de los efectos dentro de sus fronteras). Además, la política fiscal puede ser totalmente inefectiva si en el país en cuestión rige un tipo de cambio flexible con libre movilidad de capitales (según la lógica del modelo Mundell-Fleming), ya que el flujo de capitales (gatillado por los cambios en la tasa de interés) promoverá variaciones del tipo de cambio que, a la postre, contrarrestan su impacto. A medida que lo que se analice sea un grupo cada vez más amplio de países, estas filtraciones disminuyen en importancia hasta desaparecer, si lo que se considera es el mundo en su conjunto (que, por definición, consiste en una economía cerrada y sin movilidad de capitales con el exterior).

En una coyuntura en la que todos los países se abocan al ajuste, cabe esperar que la potencia de los multiplicadores fiscales aumente. El estado de la economía es otra arista crucial. En un mundo hundido en recesión, la política fiscal arrojará mayores resultados que cuando prevalece una fuerte expansión. Más aún si existiese una brecha de producto considerable y la política fiscal pudiera movilizar importantes bolsones de recursos ociosos sin afectar sus precios de oferta (o alterándolos mínimamente). O si los instrumentos fiscales se diseñaran específicamente focalizados para repercutir en esos segmentos. Lo mismo vale acotar si rigen condiciones monetarias de excepción (como el actual entorno de tasas cero) que están basadas en el sostenimiento de una extraordinaria relajación. En ese marco, la utilización activa de la herramienta fiscal no tropieza con los problemas de desplazamiento de la inversión y el gasto privado (*crowding out*)

que podrían diluir y hasta anular sus efectos. El compromiso de mantener las tasas en cero –la FED considera en sus comunicados de política que, bajos ciertas circunstancias, las tasas de corto plazo se conservarán sin cambios hasta mediados de 2015– aumenta el tamaño del multiplicador. Es muy clara, pues, la potenciación que surge de combinar una política fiscal expansiva con una política monetaria de acomodación. En el caso de un shock adverso de demanda de gran magnitud, ambas políticas pueden sintonizarse en la misma dirección, y al unísono, sin que por ello un banco central independiente deba poner en peligro el cumplimiento de su mandato de estabilidad de precios.

Todas estas características relevantes estuvieron, y están, notoriamente presentes en el escenario que forjó la crisis internacional. Sin embargo, no fueron calibradas de manera correcta en el diseño de las estrategias de austeridad y, sobre todo, en el calendario de su implementación. El propio FMI –en la reseña firmada por Olivier Blanchard y Daniel Leigh– reconoce que la potencia de los multiplicadores fiscales fue sustancialmente más elevada que las estimaciones que utilizó la institución en una primera instancia. Hay que entender, por lo dicho líneas arriba, que el tamaño del multiplicador es específico a cada país, tiempo y circunstancia. Si los estudios originales del FMI justificaron una estimación de 0,5%, las investigaciones recientes introducen una fuerte corrección al alza. Blanchard y Leigh defienden un número –según el tipo de multiplicador– que se ubica entre 0,9% y 1,7%. En línea con la literatura técnica conocida, los multiplicadores de impuestos y transferencias son más débiles que el multiplicador del gasto público. Ello constituye un dato de gran importancia, por ejemplo, cuando se discute en EEUU una solución razonable a la encerrona del llamado "precipicio fiscal". Impulsar la austeridad, en términos de sacrificio de crecimiento económico, resultó, por lo tanto, entre dos y tres veces más gravoso que lo que se pensó. En la medida en que la variable crítica en el cuadro de situación fue la incapacidad de afianzar una recuperación vigorosa, ha sido una equivocación no desdeñable. Pero se trata también de un error que se puede rectificar. En ese sentido, la última declaración de los ministros de finanzas y presidentes de bancos centrales del G20 reunidos en México señala que EEUU va a "calibrar cuidadosamente el ritmo del ajuste fiscal" con el ánimo de asegurar un sendero viable para las finanzas públicas en el largo plazo, pero "evitando una profunda contracción fiscal en 2013".

VII.4 ¿Qué hacer con la política fiscal en las economías con alto endeudamiento público?

A. El ajuste fiscal *per se* no es garantía de estabilización

La existencia de un alto endeudamiento entraña un desafío adicional para la toma de decisiones de política económica. El multiplicador puede anularse, o ser negativo, si la expansión fiscal –y el déficit concomitante– promoviera la desconfianza en la capacidad de atender el pago de los servicios de dicha deuda. Contrario sensu, una contracción fiscal en esas condiciones puede provocar un "shock de confianza" que despeje el horizonte y estimule un aumento de la actividad económica.

Los países de la eurozona privilegiaron este enfoque. No sólo expresaron su voluntad de atacar el problema de sus finanzas públicas con más énfasis que nadie, sino que trazaron una hoja de ruta concreta para el déficit fiscal de cada país de la región jalonada con objetivos de reducción año tras año. Sin embargo, el shock de confianza crediticio no se verificó. Todo lo contrario: la crisis europea se manifestó como una corrida contra la deuda soberana que comenzó en Grecia y luego se contagió con gran facilidad a Irlanda y Portugal. Los tres países perdieron el acceso a los mercados voluntarios de capitales y necesitaron un régimen de salvataje que los financiara. Grecia, finalmente, protagonizó la primera reestructuración de un país grado de inversión desde la Posguerra.

La crisis no se detuvo allí: España e Italia se convirtieron en los blancos ulteriores. La foja de antecedentes previa a la crisis sirvió de poco: España había cumplido rigurosamente, año tras año, con las metas fiscales de Maastricht (a diferencia de Alemania y Francia) y su relación de deuda a PBI era de las más bajas. En España –como en Irlanda–, una paralela crisis inmobiliaria y financiera agudizó el ataque especulativo, ya que su resolución irrumpió con la amenaza de una factura fiscal "fuera de agenda" de gran envergadura. En toda la eurozona, la falta de crecimiento (y el fatídico *double dip*) se probó más potente para sembrar la desconfianza que cualquier juramento de perseverar en el sendero del ajuste de las cuentas públicas. Y esa desconfianza, al traducirse en una elevación pronunciada de las tasas de interés, se recicla con rapidez en una mayor brecha fiscal efectiva y más presiones recesivas.

B. La importancia de la banca central como ancla de expectativas

En un fenómeno interesante, no hubo contagio fuera de los límites de la eurozona a pesar de que la situación de sus finanzas públicas no puede catalogarse como peor que la de EEUU o Japón (o Gran Bretaña). Que la eurozona sea una unión económica incompleta (una unión monetaria sin una unión fiscal ni, mucho menos, política) jugó un papel decisivo en esta asimetría de resultados. Si lo gravitante hubiera sido el nivel de la deuda soberana en sí mismo, la transmisión de la crisis fuera de la eurozona no hubiese encontrado obstáculos. Pero la posibilidad de emisión de la moneda propia contuvo toda sospecha de riesgo crediticio en EEUU, Japón o Gran Bretaña (sin acrecentar tampoco las expectativas de licuación vía inflación).

Con países como España e Italia en aprietos, Europa debió revisar su estrategia defensiva. A fines de junio, el titular del BCE anunció un giro decisivo. La entidad cambió su postura de prescindencia a favor de una intervención en los mercados secundarios de deuda (como un mecanismo de soporte de sus precios). La intervención será condicional a la petición previa de un programa de rescate y al cumplimiento periódico de sus metas. El alivio que el mero anuncio produjo sobre los rendimientos de la deuda de España e Italia canceló las turbulencias en los mercados. Pero, presumiblemente, habrá que avanzar en su implementación para conseguir una reducción más significativa a la par de permitir condiciones de financiamiento fluidas para el sector privado de dichos países.

VIII. ARGENTINA

Cinco años después del inicio de la crisis internacional, una evaluación del entorno externo indica que las condiciones internacionales fueron favorables a nuestro país en diferentes planos:

i) Los términos de intercambio estuvieron por encima de los niveles históricos impulsados por los precios de las commodities agrícolas durante buena parte del período;
ii) La tasa de interés internacional se mantuvo en niveles extraordinariamente bajos, al igual que el valor real del dólar;
iii) El clima regional fue moderadamente propicio.

El entorno internacional facilitó así a Argentina mantener una elevada capacidad de compra externa, mitigando los efectos sobre la demanda agregada y el sector externo de las políticas de sesgo pro expansivo adoptadas domésticamente, tanto en el frente fiscal cuanto en el monetario. Obviamente, la mayor parte de la contribución favorable provino del canal comercial por el crecimiento de las exportaciones, tanto en volumen físico cuanto en valor.

Hasta ese punto, la preocupación del G20 como foro de líderes para mantener viabilizado el canal comercial ha sido favorable para Argentina y estaría en sus mejores intereses que ello continuara. Por lo mismo, en la agenda argentina las posturas orientadas a este objetivo deben ocupar un lugar importante.

En el plano del ordenamiento del sistema financiero internacional, el interés de Argentina coincide con el de los demás países que integran el G20 en cuanto a preservar la estabilidad sistémica. El precepto de evitar un enfoque regulatorio procíclico a escala mundial, que fomente tanto los auges como las depresiones, es un interés compartido, más allá que las economías con mercados más pequeños/menos maduros requieren algún régimen/período de transición.

Pero también es un interés de Argentina que las economías emergentes tengan, a futuro, sistemas financieros sólidos si, como se mencionó anteriormente, los cambios demográficos y su efecto sobre la tasa de ahorro terminan alimentando y engrosando el volumen de los mercados financieros y de capitales de dichas economías emergentes. Considerando la capacidad de contagio y de propagación de las turbulencias, a nadie favorecería una crisis financiera en una economía emergente y, en ese sentido, los intereses argentinos nuevamente se alinean con los de los demás países del G20.

Más aún, y haciendo de la necesidad virtud, Argentina puede colaborar mostrando a partir de su experiencia histórica qué hacer y qué no hacer (fundamentalmente esto último) en materia

de incubación y corrección de crisis financieras; cuáles son los alcances y las limitaciones de los distintos instrumentos cuando éstos son puestos en práctica en situaciones de estrés, etc.

En este sentido, la cooperación con cuadros técnicos al debate de los aspectos regulatorios es un hecho positivo que consolida la imagen del supervisor y regulador financiero.

En estos temas, Argentina debería coordinar su acción con otros países emergentes, en particular los latinoamericanos, recordando que, además, puede asumir una suerte de "representación" de los países de la región que no integran este foro y que, en alguna medida, tienen problemática similar e intereses comunes con nuestro país.

La tarea de coordinación de estrategias a nivel de la región en el seno del G20 permitirá generar sinergias que pueden extenderse a otros ámbitos lubricando una red de todavía mayor diálogo y comprensión entre sus integrantes.

IX. ARGENTINA Y ALEMANIA

Argentina, en su carácter de uno de los países latinoamericanos con presencia en el G20, podría constituir una de las puntas de un puente de mutuo conocimiento de la región con los países del G8, transmitiéndoles cuales son los problemas comunes en las cuestiones relevantes del comercio, la arquitectura del sistema financiero internacional, la regulación financiera, etc. A su vez, Alemania podría ser la otra punta –compartida con EEUU– de ese puente de diálogo, por su particular gravitación en los países desarrollados en general y europeos en particular.

La visión argentina de los temas en debate que conforman la agenda internacional –en parte recogida en este documento– podría constituir un aporte enriquecedor para la mejor comprensión, desde la óptica de los países desarrollados, de la problemática de las economías emergentes en general y Latinoamérica en particular.

Para Argentina, el relacionamiento con Alemania no se agota en la comprensión mutua de las agendas nacionales. Implica además, por afuera del G20, entre otras cuestiones, las siguientes:

i) Consolidar lazos históricos que tienen su arranque hace muchas décadas, con intereses comunes y valores compartidos ajustándolos y adaptándolos a los tiempos que corren y a las necesidades de la política y el comercio internacional.
ii) Reconocer la importancia como inversor de Alemania en nuestro país.
iii) Capitalizar las ventajas comparativas de Alemania en tecnología de punta en sectores en que Argentina la requiere, como el de la energía renovable, crucial para nuestro país considerando la situación de su balanza energética.
iv) Considerando que el rebalanceo de la economía mundial está aún incompleto, explorar las posibilidades que se podrían abrir para aumentar el comercio recíproco, aprovechando la oportunidad que brindaría el hecho de que Alemania sería una de las economías de mayor dinamismo dentro de la UE, al menos en el corto plazo, particularmente en algunos sectores, como el de biocombustibles.

En resumidas cuentas, aprovechar la relación en el marco del G20 y la acción conjunta en las cuestiones mencionadas para estrechar aún más la relación mutua, fortaleciendo vínculos de confianza recíproca cruciales para Argentina e importantes para Alemania, dado el peso específico de cada país en la región a la que pertenecen.

X. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El G20 es un foro político, el foro de los líderes del mundo: nada más ni nada menos. La limitada capacidad de *enforcement* de sus decisiones le impide ser más. Pero su ascendiente no es menor ni para nada desdeñable. Se trata de un ámbito establecido especialmente institucionalizado para el diálogo, la discusión y el intercambio de primera mano, sin intermediarios, entre los principales países. Y sus recomendaciones, a pesar de su naturaleza no mandatoria, pueden adquirir la fuerza del más alto nivel político mundial si es que existe claro liderazgo, se forja un consenso y éste se concreta en hechos que se encolumnen detrás de las palabras.

En otros términos, el G20 constituye un canal abierto, y ahora debidamente probado, para enfrentar graves complicaciones, cuya utilidad se acrecienta en tiempos de turbulencias. Es evidente, y así se sostiene en el documento, que el G20 actúa mejor cuando esas dificultades se hacen visibles. Es una paradoja, quizás, que su capacidad sea mayor para ayudar a encontrar los caminos de salida de una crisis que para preverla.

En la actualidad, la agenda del G20, que pivotea alrededor del proceso de rebalanceo de la economía internacional, debe procurar que la corrección de los desequilibrios externos no afecte negativamente a la recuperación global. Los resultados, que en un primer momento fueron muy satisfactorios, denotan señales de estancamiento. El documento sugiere una revisión del delicado equilibrio que debe primar en la relación entre estímulo y austeridad, en una fase de recuperación tras un shock deflacionario del valor de los activos financieros y reales. Y se inclina por una aplicación más intensiva –y mejor ensamblada– de las políticas fiscales y monetarias.

En muchos países, la consolidación fiscal pecó de exceso de premura y resultó más nociva para la recuperación del nivel de actividad que lo previsto. En ausencia de un acomodamiento monetario muy generoso y que sirviera como dique de contención de las expectativas, pudo inclusive incentivar lo que pretendió evitar, los resquemores sobre la calidad del crédito soberano y un aumento de las primas de riesgo, como quedó en evidencia con las diferencias de tratamiento entre EEUU y la UE. Se cree –sobre todo considerando el cambio reciente de postura del BCE y una reestimación de los multiplicadores fiscales en la literatura especializada– que se asiste a una reevaluación en curso de las políticas aplicadas, y que finalmente operará en la dirección más expansiva que el documento preconiza, cuidando conciliar la necesaria consolidación fiscal de largo plazo con las urgencias coyunturales de no abortar la recuperación global. Ello no significa desconocer el grave problema del aumento del endeudamiento público de los países desarrollados. Ni tampoco que las medidas monetarias no convencionales –ejecutadas a enorme escala– deberán ser desmontadas cuando retornen condiciones de normalidad (es decir, cuando la intermediación se restablezca plenamente) monitoreando los eventuales riesgos inflacionarios que hoy parecen lejanos. Pero su tiempo debe ser cuidadosamente administrado y, dadas las vicisitudes de la recuperación global, la impaciencia ha sido mala consejera.

Otra realidad que el documento puntualiza es que la rectificación de los desbalances externos puede hacerse a costa de fomentar mayores desequilibrios internos y estos últimos, paradójicamente, pueden provocar en un futuro las dificultades que se desea evitar. China es el caso que se analiza: el boom de inversiones que fue la respuesta a la crisis lleva consigo las semillas de un potencial dolor de cabeza si se prueba, en los años venideros, que las señales de precios que canalizaron recursos hacia los negocios inmobiliarios –o la industria manufacturera exportadora– fueron groseramente erradas.

En el terreno de la reforma de la arquitectura financiera, el documento pretende señalar un desvío que considera importante: el riesgo de pensar la estabilidad financiera en función de la calidad del diseño y descuidar la de los materiales. El aumento del endeudamiento soberano les plantea a las economías avanzadas el mismo tipo de desafío que las economías emergentes soportaron en el pasado: cuán sólido puede ser su sistema financiero si las finanzas públicas no lo son, considerando la exposición que mantienen los bancos con los gobiernos. Basilea III plantea una arquitectura remozada a partir de exigencias de estándares mínimos de capital y liquidez que alcanzan mayor rigurosidad. Pero ¿con qué materiales se construirán estos cimientos? La deuda pública de cada país proveerá esos "ladrillos". Pues bien, la crisis europea enseña que esos ladrillos pueden resquebrajarse de una manera que no era imaginable diez años atrás.

Por último, el documento quiere poner el acento en la necesidad de recobrar la confianza de los empresarios como mecanismo potente para dinamizar las decisiones privadas de inversión y contratación de empleo. El sector corporativo está en condiciones hoy de ser una palanca que accione una recuperación más vibrante. Tanto en EEUU como en la Unión Europea, las compañías han logrado recomponer la generación de utilidades y flujos libres de caja y han sorteado la crisis sin el arrastre de un pesado endeudamiento. En un mundo de tasa cero y con muy buena rentabilidad empresarial, ¿por qué las firmas no reinvierten sus excedentes de caja en sus propios negocios? ¿Por qué los acumulan ociosos? ¿Acaso dudan de cuál es el set de precios relativos relevante de mediano plazo y ello les impide una valuación justa de los activos y negocios? ¿Es la incertidumbre sobre estructura tributaria el freno? Estos interrogantes engloban un tema que el G20 debería incorporar a su análisis. Se sugiere que las políticas públicas presten más atención a la necesidad de eliminar incertidumbre en planos tan diversos como las regulaciones y el diseño de los sistemas fiscales y de seguridad social de largo plazo.

¿Cómo perfeccionar y hacer aún más eficaz la acción del G20? Por la prevalencia de las políticas nacionales en el manejo de la coyuntura, la tarea del G20 ganará predicamento si avanza en el debate de los tópicos de largo plazo y de la agenda institucional, y si, luego, consigue nutrir con sus conclusiones las decisiones de políticas públicas de sus miembros. Ello no iría en desmedro, por supuesto, de su rol natural de "consejo internacional de última instancia" cuando las circunstancias lo ameriten.

El documento ha tratado el impacto de los cambios demográficos –que, por su propia naturaleza, proceden con lentitud y son previsibles pero que al mismo tiempo por su magnitud y relevancia no pueden ser omitidos– y ha puesto el acento en su influencia creciente a

través de múltiples vertientes. Ya sea por la vía del canal de comercio (merced a la demanda en alza de alimentos y energía y su impacto en los precios de las materias primas) como por el canal financiero (como fruto de los cambios en las tasas de ahorro y en la distribución geográfica de sus fuentes sin olvidar su impacto fiscal), es de esperar que el mundo asista, por esta sola causa, a una transformación profunda. El G20 debería anticiparse a dicho proceso y obrar como guía en la tarea de lograr la mejor adaptación y evitar, o mitigar, tensiones.

Las economías emergentes van en camino a generar la mayor porción del crecimiento del ahorro mundial y ello supone una multiplicidad de desafíos en la arena de las finanzas internacionales. Es una de las recomendaciones más significativas de este documento que el G20 incorpore en sus objetivos de rebalanceo de la economía mundial una dimensión adicional que tome nota del fenómeno de la dinámica poblacional (hoy llamativamente ausente). En el mismo sentido, la reforma de la arquitectura financiera debe contemplar esta realidad en ciernes y poner especial cuidado en el fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales de las economías emergentes, teniendo en cuenta sus características particulares *vis à vis* las de las economías desarrolladas. El aumento previsto del ahorro en dichas sociedades obligará a la administración de pasivos a una escala muy superior a la actual y requerirá sólidas reglas de funcionamiento que permitan garantizar su correcta asignación y la preservación de su valor en el tiempo. Por la misma razón, cabe esperar un beneficioso incremento de los flujos de capitales internacionales y ello urge a extremar el celo en su gobernanza.

El G20 debe internarse también en el campo de las reformas estructurales. La solución de la crisis involucra una reasignación de recursos que no está exenta de trauma. Es un corolario obligado de la voluntad de corregir los desbalances globales. Ya se mencionó el caso de ganadores y perdedores en EEUU, y lo mismo puede decirse de la Unión Europea. Pero el reacomodamiento no se agota allí: también China debe cambiar su estrategia de desarrollo para evitar una explosión por causa de sus desequilibrios internos En esa dinámica en ebullición, el mercado de trabajo será uno de los espacios más afectados y, por lejos, el terreno políticamente más sensible. En rigor, el fenómeno de globalización, que contribuyó tanto a motorizar la expansión previa a la crisis como a su posterior contagio, ha dejado una huella profunda en las condiciones laborales de todo el mundo y lo seguirá haciendo. ¿Cómo absorber las inevitables tensiones sin renunciar a los beneficios que implica la globalización? Educación, capacitación, tecnología, el peso de los impuestos al trabajo, son aspectos relevantes de esa agenda. Pero también el impulso al comercio a pesar de los conflictos, la preservación del medioambiente (y la incorporación de sus costos al cálculo económico privado) o el diseño de políticas que faciliten la armonía social.

En un mundo que enfrenta tantas transiciones, no sólo la adecuación posterior a una crisis, sino, con visión de largo plazo, una traslación del poderío económico de las economías avanzadas a las emergentes, de Occidente a Oriente, de las economías que envejecen a las jóvenes que despuntan, el G20 tendrá en el futuro una función de importancia creciente. ¿Cómo responder de la mejor manera posible a tantas y tan variadas fuentes de oportunidades, pero también de estrés, en la convivencia internacional? ¿Cómo hacerlo cuando además se enlazan entre sí? El diálogo

entre los líderes políticos será cada vez más demandante si es que se desea estar a la altura de los desafíos. Y la existencia de un foro estable, temáticamente abierto y dotado con capacidades de análisis, negociación y diseño de políticas será muy valorable. Más aún en un mundo en el que, quiérase o no, regirá, las más de las veces, el segundo mejor.

ANEXO

Relatorías

Primera reunión: Macroeconomía

7 de agosto de 2012

Participantes: Ricardo Arriazu, José María Fanelli, Alfredo Gutiérrez Girault, Francisco Mezzadri, Adalberto Rodríguez Giavarini, Rodolfo Santángelo, José Siaba Serrate, Kristin Wesemann.

La intención de la reunión fue echar una mirada hacia la crisis internacional, cinco años después de su primera manifestación, con el ánimo de examinar la evolución de la agenda macroeconómica que la crisis instaló. Entre las cuestiones abordadas se destacan las siguientes:

- El estado de la economía mundial
- El rebalanceo dentro del sistema internacional
- Qué se planteó hacer frente a la crisis y qué se hizo realmente
- Qué no se hizo y qué se debería haber hecho
- Cuál es la posible evolución de la crisis y los probables escenarios futuros
- Y, por último, cuál es el papel de la Argentina y de las economías emergentes en este contexto

Existe consenso acerca de que el escenario internacional cambió y lo hizo para mejor. En 2008-2009, el mundo se ubicó al borde de un colapso financiero con centro en Estados Unidos y Europa. La actualidad es muy diferente: cabe caracterizarla como una situación de "progreso insuficiente", lo cual puede resultar poco satisfactorio, mas no entraña riesgos sistémicos.

En 2008-09, la contracción de la economía era la regla en todo el orbe, salvo contadas excepciones, mientras hoy la mitad de la economía mundial se halla estabilizada (si bien a un ritmo bajo de expansión que, en el caso de EEUU, no alcanza para recortar un elevado desempleo); los

países emergentes (el 20% de la torta mundial) han desacelerado su tasa de crecimiento pero aún mantienen un ritmo saludable, y una fracción menor de países –que representan cerca del 10% del producto mundial– se encuentra sumida en crisis (España, Italia, Grecia, Portugal, Irlanda), con riesgo de provocar contagio.

Estados Unidos registra un crecimiento insuficiente (del orden de 2% al año), pese a que mantiene las finanzas públicas y la moneda dentro de los parámetros excepcionales de estímulo. En política monetaria, se advierte un temor por cuánto más se podrá hacer sin poner en peligro la reputación del dólar o el equilibrio de precios (aunque la FED fijó una clara posición de que no se va a superar el 2% de inflación anual). Por su parte, la deuda pública sufrió un incremento notable y supera ya el 80% del PBI, y el Tesoro aún exhibe un déficit de no menos de 8% del PBI, con la amenaza por delante de enfrentar un eventual abismo fiscal (*fiscal cliff*) en 2013.

En ese sentido, si se analiza Europa como región, los resultados de las cuentas públicas son mejores. El problema europeo es la gestión de su unión monetaria y de su (falta de) unión fiscal. Mientras, en Estados Unidos, el bono del Tesoro es el único instrumento de deuda, Europa padece la fragmentación de las tesorerías nacionales y la ausencia de un "bono confederal" o bono de toda la unión. Los mecanismos de ayuda (programas de salvataje, fondos de rescate) financian pero no eliminan el problema de la falta de transferencias fiscales de raíz.

En 2008-2009, todos los países de América Latina sintieron el impacto de la crisis extrema en una magnitud casi uniforme. En la actualidad, la situación es muy distinta y los únicos países en recesión –o en desaceleración económica relevante– son Brasil y la Argentina. El resto de los países de la región observa desempeños económicos satisfactorios –incluso Venezuela–. Se entiende que la desaceleración de la Argentina y Brasil obedece más a cuestiones locales que internacionales.

En Brasil, el modelo de crecimiento muy alto de 2010 no se pudo sostener. En los últimos dos años, el crecimiento ha sido particularmente bajo (2% anual, aprox.) y se ha intentado modificar este panorama estimulando las variables económicas vinculadas al ciclo, fundamentalmente la tasa de interés.

La apuesta de Brasil es alcanzar un 2013 satisfactorio (con un crecimiento superior al 3%). Para la Argentina, en este contexto internacional incierto, la buena noticia es que las adversidades del clima en Estados Unidos repercuten favorablemente en las cotizaciones de los mercados de alimentos, con un impacto muy importante en los precios internacionales de la soja.

A nivel mundial, las discrepancias de gasto e ingresos nacionales que se reflejan en los grandes desbalances se han corregido solo de manera parcial. Desde los años ochenta, los grandes países deficitarios son Estados Unidos (con 8 billones de dólares, por lejos el mayor desequilibrio acumulado), el Reino Unido, España, Italia, Australia y países de la región como Brasil y México. Los superavitarios son Japón (3,3 billones), China (2,2 billones), Alemania y los países petroleros.

La agenda del rebalanceo se propuso erradicar los desequilibrios, aunque hay uno que no se puede eliminar del todo, que es el de los Estados Unidos, debido a que al no existir una moneda internacional de reserva, el mundo necesita acumular la divisa que hace las veces de unidad de reserva. El déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos es la contrapartida de esa demanda. Hasta que no se consagre una moneda internacional (que no sea una moneda nacional), pues, no va a haber eliminación de los desequilibrios, pero sí disminución.

Importa comprender que los desequilibrios operan a nivel global, pero dentro de un país pueden coexistir diferentes posiciones entre el sector público y el sector privado. En Europa hay siete países superavitarios, pero deficitarios en su sector privado, como Alemania. Por otro lado, hay nueve países que tienen déficit en cuenta corriente, y déficit en las cuentas públicas. Algunos masivos, como Grecia; otros no tan grandes, pero que se vieron envueltos en una burbuja de exceso de optimismo que agravó la situación, como es el caso de España (tal como sucedió en Estados Unidos cuando explotó la burbuja inmobiliaria).

Estados Unidos es el país que menos ajustó, pero como tiene superávit crediticio no soporta mayores tribulaciones de mercado, ya que los bonos del Tesoro de EEUU obran como un refugio que los inversores privilegian en la adversidad.

Europa es un mosaico diverso, hay allí países que no son deficitarios y donde la gente desea canalizar su dinero (Alemania, Reino Unido); y otros, deficitarios, donde no desean colocarlo. En ese marco Europa está realizando el ajuste fiscal, pero se está demorando en el reordenamiento financiero.

Así, los problemas fiscales se convierten también en problemas de solvencia bancaria, que luego pueden transformarse en problemas de liquidez bancaria. Y es allí cuando las cifras son enormes, ya que los depositantes, si sienten que van a ser perjudicados, no dudarán en retirar su dinero y agudizar el proceso.

Cuando el dinero sale de los bancos y huye al exterior, si los gobiernos intervienen e inyectan dinero, están financiando la corrida bancaria. En consecuencia, no es remedio viable. La solución es que aquellos que reciban los recursos los vuelvan a colocar en los bancos de los países que están enfrentando la corrida. No habrá solución, pues, hasta que los países superavitarios financien la transición de los países deficitarios.

1- El papel del G20

La existencia del G20 se justifica por la carencia de un gobierno mundial y la ausencia de capacidad de *enforcement* en el concierto internacional. Su rol institucional es clave. Todos los problemas en discusión –las cuestiones monetarias y financieras, las políticas proteccionistas, pero también la energía y el medioambiente– revelan fallas de los mercados, "derrames" (*spillovers*) que los mercados fallan en procesar. Para solucionar la falta de coordinación entre

los actores políticos y económicos se necesitan instituciones, reglas, *enforcement*. La construcción de una gobernanza mundial es la esfera de responsabilidad que le cabe ocupar al G20.

La cuestión es ¿cómo pensar el G20 como un mecanismo de *self-enforcement*?: La teoría señala que cuando falta autoridad, hay *self-enforcement*. Se deben buscar los incentivos alineados y los incentivos naturalmente desalineados dentro del G20.

¿Qué separa a los países? La política comercial (a cada uno individualmente le conviene la política de "empobrecer al vecino") y la guerra de monedas.

¿Qué alinea a los países? ¿Qué los une? La demografía: India y Sudáfrica están en el inicio de la transición demográfica; Brasil, China, Argentina, México, están en término medio; Europa y Japón ya están en una situación avanzada, final.

China tiene una transición demográfica rápida, pero no es cierto que vaya a declinar ahora. Los estudios muestran que cae la cantidad de jóvenes y aumenta la cantidad de viejos, pero aumentan también los *prime savers*, que están entre los 40 y los 60, con mayor capacidad de ahorro. Países como Argentina, Brasil, China, van a tener superávits de cuenta corriente porque están pasando por el mejor momento, que es cuando los *prime savers* son mayoría. Esto durará hasta 2030.

En Europa, los alemanes y los españoles están en edad avanzada, pero los alemanes les prestaron a los españoles. La generación joven de España, entonces, tiene que mantener a los futuros pensionados de su país, pero también a los pensionados alemanes, en un esfuerzo que podría resultar excesivo y muy arduo de cumplir.

La agenda del G20 deberá pivotear sobre temas como flujo de capitales, migraciones, cómo colocar el dinero en el exterior (sobre todo para los países emergentes en la "cresta" de la transición demográfica y la generación de ingresos y ahorros). En 2004 el G20 se interesó sobre el fenómeno demográfico, pero luego abandonó su análisis. Se considera que es esencial que retome la cuestión.

Se considera útil que la agenda del G20 tome distancia de la discusión exclusivamente centrada en el corto plazo y procure la identificación de los procesos de fondo –las "megatendencias"– que determinan hacia dónde va el mundo, aun con independencia de la voluntad o las decisiones que los propios países adoptan.

Una primera megatendencia que ejerce gran influencia es el proceso de envejecimiento de la población, cuya participación se advierte detrás de buena parte de los problemas de la crisis europea.

La transición demográfica, además, va a producir cambios fenomenales en el mundo en los próximos 50 años. Se calcula que de acá a 2050, la población va a crecer en 2.630 millones de

personas: 30 millones en los países desarrollados, de los cuales Estados Unidos es el que experimentará mayor crecimiento, aunque con una mayoritaria población latina, volviéndolo en un país latino; Francia superaría a Alemania en la tasa de crecimiento demográfico; y, finalmente, China dejará de crecer en población en 20 años, por lo que caería la tasa de ahorro. El resto de los 2.600 millones de personas se encontrarán en los países emergentes, siendo la India y los países de África las nuevas potencias demográficas.

La demanda en ascenso de alimentos y de energía (con un protagonismo creciente de la explotación de recursos energéticos no convencionales) son otras dos megatendencias que se juzgaron imposibles de obviar. Se rechaza la idea de que los alimentos están subiendo por causa de China. China ya consume más calorías por habitante que Argentina y es el primer productor de alimentos del mundo (de alimentos, no de granos) –el doble que EEUU–, mientras que su participación en el comercio mundial es apenas del 2% (en el caso de la soja es del 70%).

El incremento del precio de los alimentos obedece más bien a una combinación de factores climáticos y, sobre todo, responde al intento poco afortunado de usar "energía verde" para sustituir energía fósil.

En última instancia, las verdaderas fuerzas que impulsan estos grandes procesos son el avance del conocimiento y los cambios culturales. Esto se hace evidente en el campo de la energía y de la explotación creciente de hidrocarburos no convencionales.

El petróleo y el gas se forman en la roca madre (*shell*); un pequeño reservorio se filtra y se acumula en reservorios naturales, pero el 94% queda en la roca madre. Se está descubriendo, entonces, cómo sacarlo. Esto se está explotando a un ritmo muy acelerado, y Estados Unidos puede convertirse pronto en un exportador neto de gas y hasta de hidrocarburos, lo que modificaría la geopolítica de la energía. Pero sobre todo, va a cambiar la tendencia a desarrollar la bioenergía.

A manera de conclusión, se arriba a un consenso sobre un puñado de afirmaciones. Primero que todo, la convicción de que la crisis no va a forjar el nacimiento de un nuevo sistema internacional como se presagió en su momento de mayor apogeo. Los cambios dentro del sistema apuntarán, sí, a reducir los desequilibrios actuales, aunque no lograrán su eliminación. John Maynard Keynes sostenía que los desbalances constantes en la cuenta corriente podían generar conflictos entre los países y que se debía crear, para evitarlos, un mecanismo eficaz de ajuste. En 1972, la reforma internacional era un borrador listo para ser aplicado. Se pensaba en un sistema basado en los derechos especiales de giro, la liquidación de desequilibrios en activos, donde nadie podía acumular desequilibrios en forma permanente, pero EEUU decidió boicotearlo para poder financiar la guerra de Vietnam. Nunca se volvería a tratar el tema con igual profundidad. La caída de Bretton Woods le abrió las puertas a la flotación de las monedas. Y hoy el país que no deja flotar su moneda es percibido como un manipulador, pero el problema de fondo es la ausencia de un sistema internacional que garantice un ajuste automático de los desbalances.

2- Compromisos asumidos con el G20

Los cinco compromisos principales que la Argentina asumió ante el G20 son:

a- Política fiscal: Argentina sigue comprometiéndose a seguir políticas de superávit fiscal, que en la práctica no ocurre porque depende del impuesto inflacionario, las mal llamadas utilidades del Banco Central. El uso del impuesto inflacionario como instrumento fiscal para mantener la deuda pública produce un mal funcionamiento del sistema económico.

b- Subsidios: se fueron implementando gradualmente, pero hoy el programa de reducción de subsidios ha sido prácticamente eliminado, sin ningún impacto. Debería volver al compromiso de reducción de subsidios.

c- Fondeo estructural de la inversión y rol del Banco Central: el problema fundamental de la Argentina es la falta de mercado de capitales, que es muy complicado en un contexto inflacionario y de fuga de capitales, donde la manera de atacar la fuga de capitales con el control cambiario, en el mejor de los casos, ataca el síntoma pero no resuelve el problema.

d- Política agrícola: por su importancia en el mundo, la Argentina podría hacer una contribución, pero muchas de las políticas puntuales de restricciones y tributarias están haciendo que la dependencia y la importancia de la soja se acreciente.

e- Energía: las políticas erradas han convertido a la Argentina en un importador neto, pese a su enorme potencial.

Segunda reunión: Finanzas

16 de agosto de 2012

Participantes: Ubaldo Aguirre, Alfredo Gutiérrez Girault, Miguel Kiguel, Martín Lagos, Daniel Marx, José Siaba Serrate.

Las grandes crisis dejan grandes lecciones. Y eso es válido para la gran crisis de 1930 como para la del período actual. El principal aprendizaje, estimaron los participantes, surgirá del estudio detallado de lo que sucedió, como lo hizo Ben Bernanke de la crisis de los años treinta, con provecho directo para su gestión al frente de la Reserva Federal. Se consideró que habrá que profundizar sobre el delicado equilibrio entre la regulación y el riesgo derivado de la subjetividad (*moral hazard*).

Se sugirió que Basilea I funcionó porque era simple, mientras que en Basilea II se pasó a un sistema extremadamente complejo (con ponderaciones de riesgo aportadas por agencias de calificación, modelos propietarios diseñados por los bancos para sí mismos y otras sofisticaciones técnicas) que luego los propios reguladores no sabían cómo interpretar y administrar. Uno de sus problemas fue apoyarse sobremanera en las evaluaciones equivocadas de las agencias calificadoras de crédito. Se sostuvo que la política y la ideología prevalecieron sobre el sentido común. Así se pudo desarrollar este sistema tan intrincado que dio origen a los

créditos hipotecarios *subprime* que estuvieron en el corazón de la crisis. Basilea III será más complejo aún.

Se concluyó que el desafío hoy es definir hasta qué punto se puede confiar en que los reguladores (y supervisores) tienen efectivo dominio de la situación y hasta dónde hay que aceptar que no lo tienen, y que la normativa y el control pueden fallar. En última instancia, ello no depende tanto de los organigramas o de los circuitos de control, sino del carácter de la supervisión. Vale más su calidad que la letra de la regulación. La crisis enseña que se debe mejorar la regulación en muchos aspectos de la actividad financiera y que, en general, cabe adoptar un enfoque más conservador. Una banca más robusta y "aburrida" no sería un mal propósito a perseguir.

El tópico del *ring fencing* –la separación entre la banca comercial y la banca de inversiones a la manera que lo propone la regla Volcker (inspirada en el modelo de Glass Steagall)– ocupó buena parte de la discusión. Se sostuvo que la crisis demostró que ante una situación crediticia muy complicada, el Estado –invariablemente– se ve obligado a rescatar a los sectores críticos dañados. Por lo cual cuanto más acotada sea la crisis, más acotado será el rescate (más bajo su costo). Precisamente, limitar la necesidad de salvataje es lo que se busca con la separación del sistema bancario en compartimentos que no guarden conexión entre sí. Sin embargo, se recordó que los casos de Bear Stearns y Lehman Brothers estallaron, no en el área de la banca comercial sino en el propio mercado de capitales. De haber persistido la ley Glass Steagall, la protección hubiera estado radicada en la banca que captara depósitos del público. Y ningún banco comercial perdió depósitos significativamente. Allí no hubo corrida (a diferencia de los años treinta). No obstante ello, igual hubo que acudir al rescate de los bancos sin una vinculación directa con el público.

Existió consenso en considerar que el problema de las iniciativas de separación (*ring fencing*) estriba en definir con precisión dónde cortar y erigir el cerco, ya que –aunque sería deseable– no se pueden separar completamente los sistemas de pagos y el crédito.

Se indicó la conveniencia de una mayor regulación a través de la normativa sobre préstamos bancarios. Se postuló la necesidad de operar con menos apalancamiento (*leverage*) y, en consecuencia, de alentar un proceso (suave) de desapalancamiento (*deleveraging*) de los principales intermediarios financieros. Las medidas que se adopten para reducir el riesgo también comprimirán el sistema de crédito. Los bancos verán limitado su poder de acción. Habrá menos crédito y será más oneroso, pero –a cambio– el sistema resultante será más estable. Se añadió que el sistema alcanzó un mayor nivel de *leverage* que lo pensado por los reguladores, justamente por la mala regulación. En ese sentido, se precisan modelos más confiables de exámenes de estrés (*stress-testing*).

En el caso de la Argentina, por el estadio de desarrollo de su sistema financiero, se juzgó que la separación entre la banca comercial y los bancos de inversión no es una cuestión primordial. Pero sí se consideró apropiada una versión de *ring fencing* que podría ser aplicable en otros

países. La normativa nacional debería reforzarse para contemplar el aislamiento de las filiales locales de las entidades financieras extranjeras, de manera tal que éstas no tengan que financiar a las casas matrices cuando aquellas estén atravesando dificultades.

Finalmente, se advirtió sobre el peligro de que la mirada más favorable hacia las regulaciones sirva para justificar cualquier tipo de norma restrictiva. Se coincidió en la importancia de evitar un péndulo desregulación-suma regulación y se propuso que lo mejor sería tender a una regulación prudencial, simple y con no muchas reglas, que permita preservar la claridad.

En el marco de análisis de la crisis actual, también se puso la lupa sobre los efectos de las políticas monetarias expansivas llevadas adelante por los bancos centrales de las economías avanzadas. Una de las razones que explican el mantenimiento de tasas de interés irrisorias es la pretensión de recapitalizar los sistemas bancarios. Gracias a ello, las grandes empresas de dichos países –muchas de ellas con capacidad de endeudarse de manera directa– pueden financiarse a tasas muy bajas, lo cual funciona como una especie de subsidio oculto que puede generar competencia desleal con los productores de otras regiones. Lo mismo cabe señalar de los rescates bancarios.

Más adelante se consideró que no hay un gran impacto de la situación internacional en la Argentina debido al aislamiento de los bancos en nuestro país. Se manifestó que la Argentina necesita más crédito, pero el actual modelo no tiene acceso al crédito internacional. Asimismo, se sugirió que quizás lo que se necesitan son vías más expeditas de inversión extranjera directa, porque las oleadas de crédito tampoco son buenas.

Se evaluó que la Argentina tiene una posición muy fuerte en lo que es la política de control de capitales, con restricciones tanto a la entrada como a la salida de los recursos. Y se la estimó exagerada, sobre todo, en lo concerniente a la salida de capitales. La efectividad de los controles en el corto plazo es dudosa pero debatible. A largo plazo, sin embargo, no cabe esperar que tengan una incidencia significativa. Si bien el mundo acepta su aplicación, es difícil justificar controles que implican un diferencial entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo que excedan una brecha pequeña.

También se trató el problema de la reestructuración de las deudas soberanas, un asunto que no está cabalmente resuelto en el plano internacional. Se reconoció que la experiencia argentina provee un aprendizaje que puede ser útil para el mundo. Se dijo que es una referencia que bien podría servir para la situación que atraviesa Europa, donde varios países están conectados a la ayuda multilateral sin poder recobrar el acceso a los mercados voluntarios de financiación. La Argentina mostró que un Estado soberano tiene mucha capacidad para imponer los términos de la negociación en un proceso de reestructuración, aunque no queda claro si sería lo mismo en Europa. En esencia, la Argentina impuso los términos que quería: un “tómalo o déjalo”. Pero todavía no terminó de completar la regularización de sus obligaciones y permanecen muchas incógnitas sin responder. Se concluyó que siendo un tema tan relevante hay una enorme incer-

tidumbre sobre el particular y que se precisan más discusión y debate para dilucidar todas sus consecuencias. Como se piensa que el mercado de capitales se dirige a una mayor interrelación, el desafío de resolver la cuestión –a la manera en que lo hacen el régimen de quiebras para el sector privado– será cada vez más acuciante. En ese sentido, se urgió a separar el tratamiento de los riesgos privados y públicos. Ello permite una reestructuración más rápida y eficiente de las deudas y reduce las posibilidades de contagio. En la actual crisis europea, esa distinción tiende a desdibujarse y ello puede acarrear serios dolores de cabeza en el futuro. Se citó el caso de España en el que los bancos son incentivados a adquirir deuda pública y, luego, los problemas de la deuda pública española realimentan la debilidad patrimonial de las entidades. Así, todo tiende a fundirse en un mismo riesgo, lo cual no sólo no es necesario sino que aumenta el alcance de la desconfianza. Existe consenso en que la mejor solución es tratar los problemas de ambos sectores por carriles separados.

También se ponderó el rol de los organismos internacionales, los cuales pueden proveer bienes públicos internacionales de gran utilidad, tales como la "armonización estadística", y así ofrecer una respuesta unificada con respecto a lo que es deuda pública y una correcta definición de déficit fiscal relevante. Se reconoció la importancia de contar con información pública disponible de buena calidad. La falta de transparencia en estadísticas básicas detectada tardíamente ha sido una constante a lo largo de las crisis y los organismos internacionales podrían hacer un gran trabajo en ese campo.

En lo que hace a los temas cambiarios, se apuntó que el G20 cumplió un buen papel en prevenir los errores del pasado, especialmente la presencia de una ola proteccionista y una guerra de monedas. Para América Latina, su recientemente ganada flexibilidad cambiaria fue un pasaporte útil para reducir la vulnerabilidad de la región ante las adversidades que procedían de fuera de sus fronteras. Se concluyó que es preferible, llegado el caso, retener la flexibilidad cambiaria y soportar una guerra de monedas antes que un tipo de cambio fijo que, sucesivamente, aliente y frene los avances (*stops-n-go's*).

Se destacó como muy valioso que una economía pueda producir y operar y financiarse en su propia moneda, manejándose en el mercado de capitales en su moneda nacional (la "pesificación"). Para reflejar el margen de maniobra que permite la flexibilidad, se hizo referencia al caso de Italia, que entre 1945 y 2000, mientras tuvo su propia moneda, cuando se excedía un poco su deuda solucionaba los desequilibrios ajustando un poco la lira con respecto al marco.

Por último, se acordó que no hay una receta única permanente para el sistema financiero, y que se necesita coherencia sobre las fuerzas decisorias de política en materia fiscal y de deuda. Un aspecto central de una buena administración debería ser "mantener la sencillez, estúpido" (*keep it simple, stupid*), reforzando particularmente la transparencia y manteniendo a rajatabla los límites que dicta la prudencia.

Tercera reunión: Economía real

22 de agosto de 2012

Participantes: Marcela Cristini, Alfredo Gutiérrez Girault, Ricardo López Murphy, Martín Piñeiro, Adalberto Rodríguez Giavarini, José Siaba Serrate.

El objetivo de la reunión fue efectuar un análisis preliminar sobre la situación del comercio internacional, con cierto énfasis en las commodities, al cumplirse cinco años del inicio de las turbulencias financieras internacionales, considerando el papel del G20.

Se comenzó analizando, en clave comparada, las dos grandes crisis mundiales de magnitud extendida: la crisis de los años treinta y la crisis del siglo XXI. En relación con la primera, se coincidió en que las fuentes de fracaso fueron dos: las políticas monetarias contractivas que agudizaron la crisis y la iniciativa de cerrar la economía. Pero también existió consenso en que las autoridades monetarias aprendieron la lección, sobre todo en EEUU, y fueron cuidadosas para proveer de liquidez a las economías con la política monetaria y a mantener las economías abiertas, aunque en el primer caso el aprendizaje fue parcial. De hecho, se sostuvo que el sistema monetario mundial requería todavía otra ronda de *quantitative easing* y que los bajos niveles de la tasa de inflación mundial indicaban que no existían riesgos para mayores facilitaciones desde ese frente.

Luego de ese planteo introductorio, el análisis se volcó hacia el comercio. En ese sentido, existió consenso en las opiniones vertidas en que el mundo en general reconoció que era crucial evitar el proteccionismo. Sin embargo, en los hechos se observó ya que si bien a nivel discursivo hay una actitud positiva a la apertura, algunos países son más reticentes en la práctica tanto en América Latina cuanto en Asia. Esto, en definitiva, es negativo a los intereses de Argentina, dadas sus ventajas competitivas.

Se señaló que esta actitud dual en algunos países, que actúan como *free riders*, se vincula con la sensación de que no tiene costo ni consecuencias actuar en sentido contrario de lo acordado o lo establecido. Pero al mismo tiempo, la falta de gobernanza puede llevar a una suerte de anarquía que es peligrosa para países pequeños (como Argentina) y debería estar en sus intereses de largo plazo coordinar acciones para reducir la anarquía.

En este sentido, si bien en la etapa inicial de la crisis el G20 buscó reforzar a la OMC como coordinadora/administradora de los conflictos, y fue éste uno de los aspectos donde mejor se avanzó, en el último episodio de la crisis hubo algunos retrocesos.

En este sentido, se hizo puntualmente referencia a la aplicación de medidas antidumping por parte de ciertos países. Entre 2007 y 2011, el país que peor se comportó en este sentido fue la India, seguido por Indonesia, en tercer lugar Turquía y, en cuarto lugar, la Argentina. La India es uno de los casos más preocupantes, ya que es uno de los países más grandes que está mostrando retrocesos. El papel de Brasil, en cambio, es más razonable, más a medida con sus compromisos

internacionales. La Argentina, por su parte, ha tomado medidas de manera discrecional, en una tendencia que ya en 2007 era marcada. Se observó que los ataques a la Argentina por las cuestiones comerciales generan un reforzamiento de la posición proteccionista.

Se consideró el pasaje de la "globalización galopante" observada en la década del 90 a una "globalización selectiva" en la década en curso, donde el crecimiento del comercio internacional está liderado por las economías emergentes, aunque algo suavizado en esta etapa del ciclo económico internacional (por caso en China), y el regionalismo es una realidad que se consolida. Se estima que este crecimiento va a seguir, pero los países que hicieron *catch up* con Estados Unidos han visto madurar su tasa de crecimiento, por lo que la tasa de crecimiento promedio estructuralmente no será la misma que la previa a las dos crisis mencionadas más arriba.

Se destacó el impacto de las cadenas de valor, que están para quedarse, que multiplican el comercio (comercio de valor agregado) y que convirtieron a países o regiones en fábricas.

El este asiático es el ejemplo más notable de una región que se convirtió en una gran cadena de valor. China, en este caso, es la organizadora de la cadena y en muy pocos años logró tomar un nuevo rol, ahora en un contexto de salarios industriales crecientes. En cambio, en América Latina no hay economía que lidere ese proceso. Brasil ha demorado en tomar la delantera, con prioridades diferentes a las de China (la estabilidad macroeconómica para garantizar los equilibrios sociales y las exportaciones como generadoras de divisas antes que como parte de una cadena de valor integrada). Consecuentemente, el Mercosur falta a la cita de las cadenas de valor, dada la ausencia de ese tipo de mecanismos entre los países que lo conforman.

En relación con Argentina, se señaló en esta materia que, dado que las características del comercio agropecuario van a ir cambiando y que el gran mercado de las commodities será Asia, una estrategia posible es hacer acuerdos productivos a lo largo de las cadenas, que son un fenómeno privado. En ese marco, los empresarios deberían decidir cuál será la modalidad de inserción, y el Estado deberá acompañarlos.

Un aspecto no menor es que las cadenas de valor facilitaron el diálogo fuera de la mesa de negociaciones en distintos ámbitos y foros. Por caso en el G20, en la reunión de Los Cabos, Estados Unidos y Chile decidieron invitar a México y a Canadá a la Alianza Transpacífica, y se estima que Japón y Corea muy probablemente sean invitados en la cumbre de Rusia (2013). El G20 actúa como un coordinador informal, y es allí donde también resurge la Alianza Transatlántica, que tuvo un nuevo avance en junio de 2012. Se observó que Brasil y la Argentina, por su parte, están lejos de recibir dicha invitación.

En relación con aspectos más coyunturales vinculados al comercio, se afirmó que en el escenario global real, el comercio internacional no se encuentra en una mala situación, pero se advirtió que en el caso de América Latina, su situación es más complicada debido a que uno de sus principales socios comerciales (Europa) está atravesando dificultades.

En cuanto a las “commodities”, se manifestó que es necesario diferenciar las alimenticias y el resto, ya que se mueven a dos velocidades distintas. La desaceleración de la actividad económica en China y en el flujo de las inversiones debilita la demanda de metales luego del pico de 2011. En lo referente a la demanda de maíz y soja, las tendencias de largo plazo son en general alentadoras (más allá de cierta estabilidad de los precios o incluso una leve declinación desde los picos de mediados del 2012), considerando elementos como los biocombustibles y el cambio climático.

En relación con las commodities agrícolas, se aseveró que el esfuerzo del G20 frente a la crisis monetaria financiera hizo que el tema agrícola quedara transitoriamente de lado hasta que la crisis de precios de alimentos de 2008 le devolvió relevancia. En ese momento, el debate quedó circunscripto, con una perspectiva muy particular, a la cuestión de la volatilidad de precios de alimentos y la seguridad alimentaria. La propuesta de París tenía 10 puntos que incluían, entre otros tópicos, la eliminación de los subsidios a los biocombustibles, pero el tema central era el control de la financialización. En realidad, la financialización no es el principal problema sobre los precios, pero aumenta la volatilidad.

Se afirmó que la volatilidad es inevitable, aunque hay mecanismos que podrían atenuarla. A nivel internacional, el efecto manada podría acelerar en un proceso procíclico al incremento de la volatilidad. Ha habido un conjunto de medidas que intentan regular este efecto manada. En parte, el problema radica en que hay dos tipos de jugadores: los actores reales del mercado y aquellos que juegan a favor de la volatilidad para beneficiarse de ella. Frente al problema de la insolvencia (y de su efecto dominó en los mercados), la clave es evitar el riesgo moral y que no haya especulación sin capacidad de pago.

Se señaló que se está frente al riesgo de una nueva crisis alimentaria. Los principales factores planteados son las cuestiones climáticas y un incremento en volatilidad de los precios. Las sequías en Estados Unidos y Rusia, y las altas probabilidades de que haya nuevas inundaciones en Asia, ponen en riesgo también el precio de los alimentos, más allá de que las proyecciones de organismos internacionales preanuncian, *caeteris paribus*, el clima, una leve baja. Si el escenario pesimista se concreta, la cuestión de la seguridad alimentaria seguramente volverá a surgir en la agenda. Se recordó que en la Cumbre de las Naciones unidas para el Desarrollo Sustentable (Río+20) se reconocieron los derechos a la alimentación y se indicó que en caso de una nueva crisis alimentaria, los países que pongan trabas a la producción y al comercio van a encontrarse bajo la lupa.

Se remarcó que los bajos niveles de stocks constituyen un dilema: no permiten intervención eficaz y si algún país decidiera conformarlos, ello sería un factor adicional de demanda y volatilidad a nivel agregado. Conceptualmente, existen dos tipos de stocks: los que se crean para proteger a la población de una situación de hambruna, los que hay que apoyar, aunque en esta altura del ciclo podrían agregar volatilidad. Y los stocks para la estabilización de mercados, que en la práctica son irrealizables.

Se manifestó que en la cumbre de Los Cabos, México decidió darles lugar a nuevos sectores, incorporando así a think tanks ("Think 20") y al sector privado ("Business 20"). En un documento elaborado por el Chicago Council on Global Affairs, se destaca la importancia de la cooperación tecnológica, aunque los temas son prácticamente los mismos.

Finalmente, se plantearon tres sugerencias para el foro del G20:

1- Restablecer el énfasis en materia monetaria y comercial.

2- Realizar un esfuerzo regional e internacional de normalización de las relaciones comerciales, un saneamiento de las mismas.

3- Llamado a un rol más decisivo de los organismos multilaterales.

Cuarta reunión: Argentina y el marco político internacional

23 de octubre de 2012

Participantes: Alfredo Gutiérrez Girault, Rogelio Pfirter, Daniel Montamat, Adalberto Rodríguez Giavarini, José Siaba Serrate.

En las tres primeras reuniones de análisis del accionar del G20 se procuró evaluar en qué se avanzó, qué iniciativas se impulsaron, qué debería haberse hecho, qué impacto ha habido en el terreno macroeconómico, en el de las políticas comerciales, en la reforma del sistema financiero. Esta cuarta reunión tratará de ofrecer un marco desde la política internacional que contenga los temas abordados en las reuniones previas. Todo ello considerando lo que podrían ser los objetivos para la Argentina en su inserción política en el G20, los aportes que nuestro país podría hacer y qué podría exigirle al G20.

Se coincidió en que la participación en el G20 ofrece una oportunidad inigualable para que la Argentina se integre al conjunto de naciones que normalmente toman las decisiones en el sistema internacional.

Se recordó que la Argentina fue invitada a participar del G20 en 1999, cuando nuestro país estaba integrado de manera muy activa en el sistema internacional, a nivel político, económico y financiero. Se reconoció que, más allá de las consecuencias de la década del 90, en aquel período la Argentina intentó incorporarse plenamente a través del proceso de privatizaciones, la atracción del ahorro externo y una mayor participación en el comercio internacional, acompañando estas iniciativas con una actitud política de integración.

A fines de la década del 80, con la caída del muro de Berlín, se abrió un horizonte novedoso y la Argentina buscó incorporarse en aquel escenario internacional a través de una serie de medidas que implicaron su involucramiento activo en el multilateralismo, por ejemplo en las Naciones Unidas, con la promoción de agendas relacionadas con el fortalecimiento de la paz y la seguridad internacional; particularmente, la participación en operaciones para el mantenimiento de la paz.

En esta iniciativa, la Argentina profundizó sus relaciones con los Estados Unidos y otros países occidentales, a la vez que fortaleció el esquema regional, primero, a través de la creación del Mercosur, y segundo, a través de la búsqueda de acuerdos de seguridad, que crearon un marco sumamente propicio para que pudieran funcionar los acuerdos de integración comercial.

Se destacó la normalización de la relación con Brasil a través de los acuerdos nucleares, la generación de medidas de fomento de la confianza con Chile, la promoción –junto con Chile y Brasil– de la vigencia del Tlatelolco, los cuales tuvieron un impacto sumamente positivo.

Como consecuencia de estas políticas en relaciones internacionales y de su política económica, la Argentina alcanzó un importante grado de involucramiento y de influencia en los asuntos internacionales, en relación con el peso específico del país (que es una potencia mediana). Debido a sus riquezas naturales, a su situación geográfica y a su capacidad humana, la Argentina está en condiciones de ejercer cierta influencia en el mundo y, también, beneficiarse a través de la potenciación de esas condiciones y de su relacionamiento con otros países.

Durante la década del 2000, que nació con el trauma del default, se han desandado algunos de esos caminos. La integración de la Argentina en la economía del mundo sufrió un retroceso a través de medidas que han desalentado de manera directa o indirecta ese relacionamiento, a través de un proceso que contribuyó al cierre de la economía y al cuestionamiento a las estructuras fundamentales del sistema financiero internacional. En el campo político se transitó un camino paralelo. La tendencia al aislamiento impacta en el conjunto de las políticas del Estado. De tal manera, se ha favorecido un menor compromiso de la Argentina en los asuntos internacionales, por lo menos a través de los esquemas multilaterales tradicionales, que le daban mayor impacto a la presencia de nuestro país.

Contrario sensu, ha habido un énfasis notable en el campo regional, que sobresale por su importancia ya que es la primera esfera de la Argentina y es donde naturalmente va a encontrar satisfacción para su comercio e inversiones. Pero esa actividad regional no siempre ha sido satisfactoria porque está llena de contradicciones debido a que el proteccionismo ha permeado los acuerdos regionales y subregionales.

En síntesis, la Argentina no mantuvo su actividad en el plano multilateral y con eso ha perdido influencia y peso específico. No obstante, en la región la Argentina es un país influyente. Tiene fronteras extensas de entre casi 9 mil kilómetros. Es un país que no puede ser ignorado y, de hecho, es buscado por otros para su relacionamiento; aunque las relaciones no siempre se ajusten a un marco de armonía.

Se identificó la vinculación con Brasil como una relación correcta, aunque los dos países no han logrado superar las necesidades y las exigencias de sus políticas internas. Se convino en que el Mercosur de hoy no funciona de la manera en que debería funcionar, como una zona económica con un arancel externo común y una absoluta complementariedad en una cantidad de disciplinas y tarifas. Uno de los obstáculos identificados fue que el Mercosur no ha podido avanzar institucionalmente para proporcionarse mecanismos propios para resolver sus controversias. Por lo tanto, el Mercosur sigue siendo un acuerdo en el cual los conflictos y las decisiones inevitablemente deben escalar al más alto nivel para ser resueltas. Y se sugirió que, en cierta medida, esto conspiró para que el Mercosur también desaprovechara otras oportunidades comerciales, ya que, por ejemplo, dificulta la vinculación del Mercosur con la Unión Europea.

Se concluyó que, en lo fundamental, se atraviesa una crisis de confianza para las relaciones y para los negocios. Si la Argentina no ha logrado despertar confianza es porque ha trasladado al campo externo un marco de conflicto que es característico a nivel interno.

A pesar de ello, se valoró a la Argentina como un país con una riqueza extraordinaria y con recursos humanos capaces de reinsertarlo, haciendo cambios en la medida en que la situación política así lo permita, adoptando medidas legislativas que permitan rever aquellas situaciones que han provocado la desconfianza, que han alejado a los inversores, y que desalientan a los gobiernos extranjeros. Un mejor relacionamiento requiere atenuar el carácter contestatario en el G20 y asumir más banderas positivas (como las identificadas en el primer documento del CARI), y que la Argentina puede representar.

En el repaso de la situación económica internacional se hizo referencia al papel de los desbalances en el relacionamiento. Se pasó revista al rol de los Estados Unidos como país deficitario en su cuenta corriente, al rol de Europa (deficitario, excepto Alemania), Asia y China (superavitarios) y se apuntó que Latinoamérica deberá interactuar en este mundo en rebalanceo, con fuertes presiones que recibirá para que aprecie su tipo de cambio y que sus excedentes de cuenta corriente cedan frente a las políticas comerciales de los países que hoy tienen problemas. Y se advirtió que si se ignoran el precio del petróleo y la dinámica que propicia, va a ser más penoso corregir la situación de desequilibrios. De ahí que se planteara que falta definir el rol que deben asumir los países petroleros en este esquema de rebalanceo del poder mundial. En este sentido, un gran atractivo del G20 es que allí está representada Arabia Saudita.

Se explicó que los países petroleros se han beneficiado de unos precios del barril de petróleo de entre 90 y 100 dólares que les han permitido acumular grandes superávits de cuenta corriente. Además, para no cometer los errores del pasado, casi todos los países petroleros de Medio Oriente han acumulado fondos soberanos de magnitud extraordinaria, que los habilitan a posicionarse en compra de activos en el mundo. Por eso, no aprecian sus monedas, como en otras oportunidades.

En este sentido, se manifestó que estos países tienen un servicio que prestar porque hoy son los grandes excedentarios en cuenta corriente y que su rol sería mantener un precio

del petróleo más bajo, aunque no mucho. Pero, por ejemplo, una diferencia de diez dólares en el precio del barril de petróleo sería importante para el relanzamiento de la economía mundial, que todavía no logra reflotar de la crisis. En este escenario, el petróleo tan oneroso es un enemigo.

Se propuso que el mensaje directo a la OPEP fuera disminuir las restricciones de producción autoimpuestas, liberando la oferta de petróleo y, así, bajando el precio por acumulación de stock. Se estimó que los costos marginales de largo plazo cierran con un petróleo a 80 o 75 dólares, ya que seguirían produciéndose combustibles no convencionales (de arenas bituminosas, petróleo y gas de pizarra o esquisto –shale gas y shale oil– y gas de arenas profundas/compactas como tight gas). Es decir, los costos marginales de largo plazo cierran contra un petróleo de ese precio. Además, se mencionó que hasta el propio presidente venezolano Hugo Chávez admitió que un petróleo a 80 dólares no le genera inconvenientes. Teniendo en cuenta que por unos años Argentina dependerá de la energía importada, y que esto no va a cambiar en el corto plazo, aquí se identificó una oportunidad para que nuestro país asuma un nuevo papel. El abaratamiento de la energía alinearía los intereses de nuestro país con los de muchos otros países en el G20 con intereses convergentes porque también son importadores.

Posteriormente, se discutió trasladar al G20 los intereses estratégicos de nuestra región en el mundo, en la búsqueda de alineamientos y convergencias, trazados principalmente por dos vectores, con Asia y con los Estados Unidos.

Se observó que los Estados Unidos quieren seguridad energética. Venezuela tiene las mayores reservas de petróleo del mundo, Brasil posee el Pre-sal con un potencial inmenso, Argentina tiene shale gas y shale oil. Entonces, se evaluó que se podría discutir con los Estados Unidos, en términos de seguridad energética como una región integrada. Y por eso, se manifestó que el relanzamiento de un proceso de integración regional debe tener como eje la energía.

Desde el punto de vista de la Argentina, se resaltó que cuando se desarrolle el potencial del shale gas, el mercado doméstico será insuficiente para comerciarlo, por lo que será necesaria la integración. En este sentido, se consideró que la Argentina podría volver a poner en funcionamiento los ductos regionales de gas, y que esto sería una herramienta de negociación muy importante. Por un lado, en el caso de Chile o Uruguay, podría ayudar a superar otras rugosidades políticas de las agendas bilaterales. Y por el otro lado, como ya se apuntó, se juzgó favorable a los ojos de los Estados Unidos y sus propios objetivos de seguridad energética que avance la integración de la región en función de la energía.

El segundo vector identificado en este esquema estratégico está orientado a Asia. En este caso, se propuso convertir proteína vegetal en proteína animal y biocombustibles, y no vender exclusivamente poroto y soja, a fin de incorporar todo el valor agregado que sea posible en la cadena de valor. Para esto, parte de una estrategia de largo plazo con los países asiáticos sería venderles pollo, cerdo y leche; y, con los desechos, también vender biocombustibles.

Más tarde se discutió cuál sería la agenda que la Argentina debería desarrollar según su interés nacional de largo plazo, teniendo en cuenta las circunstancias actuales. Se coincidió en que lo prioritario es organizarse y elaborar un inventario de las cuestiones tratadas dentro del G20 en las cuales la Argentina pueda hacer un aporte beneficioso: temas energéticos, temas vinculados con el desarrollo, políticas monetarias y fiscales, entre otros. El documento de Los Cabos, por caso, incluye una variedad de políticas vinculadas a la restructuración de los organismos financieros internacionales, las regulaciones, las políticas fiscales y monetarias donde el país podría verter experiencias.

Se sugirió que la Argentina podría asumir una posición más flexible, saliendo de la rigidez actual que ofrece su modelo, ya que se encuentra en condiciones de realizar aportes concretos a estas áreas y ofrecer opiniones a la luz de la experiencia propia.

En síntesis, se acordó que el interés argentino es integrarse plenamente en los mecanismos de decisión; para lo cual se propuso tomar una actitud proactiva organizando reuniones bilaterales con los otros países que integran el G20 a fin de definir los temas comunes, y luego tratar de elaborar posiciones conjuntas previas a las reuniones de los 20. Se lo calificó como una cuestión táctica sumamente productiva para preparar cualquier negociación. En este contexto se manifestó cierta preocupación porque la Argentina no se reúne a nivel bilateral con determinados países.

En el primer documento del CARI sobre la Argentina en el G20 se planteó la búsqueda de una identidad particular dentro del foro, distinta de las de Brasil y México (los otros países latinoamericanos integrantes del G20), y la posibilidad de actuar como interlocutor expresando la voz de otros países de la región. Se evaluó que ello presupone la existencia de un ámbito de diálogo donde negociar posiciones con aquellos países. En esta búsqueda de asociación con otros, y preservando las relaciones con Brasil, la Argentina se encargaría de resumir y presentar las posiciones que son comunes a la región, llevando al G20 un mayor peso específico que el que aportaría la Argentina sola. Se coincidió en que este sería un rol importante para nuestro país podría asumir, teniendo en cuenta la cercanía del gobierno argentino otros gobiernos de la región.

Luego, la discusión volvió a centrarse en materia energética y se coincidió en que éste puede ser uno de los pilares del relacionamiento de la Argentina con el mundo, aunque se anotó que las posibilidades de éxito en ese diálogo también van a reflejarse en las actitudes generales de Argentina respecto de los contratos y la vigencia de la ley. La confianza es el presupuesto fundamental sobre el cual se fundan el diálogo, la influencia y la negociación.

Así, se propuso aprovechar el G20 para regenerar confianza, asumiendo los temas del G20 y tratando de influenciarlos desde adentro de manera constructiva. De hecho, se valoró que, bajo el actual gobierno, la Argentina trabajó muy bien en la primera etapa del G20, liderando temas concretos e involucrándose en las comisiones. Sin embargo, en una segunda etapa se cambió el foco y se perdió compromiso. Se reconoció que si bien el tema de los fondos buitres es importan-

te para la Argentina y que es verdad todo lo que se dice sobre los paraísos fiscales, se evaluó que esta lucha no debería ser la principal causa que enarbole nuestro país en el G20. Se señaló aquí que la Argentina tiene un interés nacional que difiere de la agenda del gobierno.

Se concordó en que la agenda que la Argentina debe defender y proponer, en buena medida, deriva de políticas y decisiones que toman los demás y que repercuten en el país. Hay una crisis internacional y hay una respuesta política diferente en Estados Unidos y en Europa, y ambas tienen impacto en la Argentina. Sin duda, existe un proceso de rebalanceo del poder global. Y el curso que insinúa tomar va a obligar a la Argentina a reposicionarse, apreciando el tipo de cambio y transfiriendo excedentes. No es descabellado suponer un escenario futuro con tres pilares económicos: Estados Unidos, China y la Unión Europea. La Argentina puede relacionarse Sur-Sur, pero no podrá ignorar este aspecto desde su perspectiva política.

BIBLIOGRAFÍA

Banco Central Europeo, *Monthly Bulletin*, números varios. Disponible en www.ecb.org.

Banco de Ajustes Internacionales, *Progress Report on Basel III Implementation*, octubre 2012. Disponible en http://www.bis.org/publ/bcbs232.pdf.

China Quarterly Update, *Sustaining Growth*, Banco Mundial, abril 2012.

Consejo Argentino de Relaciones Internacionales (CARI), "Argentina en el G20. Oportunidades y desafíos en la construcción de la gobernanza económica global", *Documento de Trabajo* 88, CARI-Fundación Konrad Adenauer, Buenos Aires, octubre 2010.

Fanelli, J. y Albrieu, R., *Asymmetric Demography, Global Savings, and Financial Development*, Cedes, julio 2012.

Fondo Monetario Internacional, *Fiscal Monitor. Balancing Fiscal Policy Risks. World Economic and Financial Surveys*, Washington D.C., abril 2012.

Fondo Monetario Internacional, *Fiscal Monitor Update. Nurturing Credibility while Managing Risks to Growth. World Economic and Financial Surveys*, Washington D.C., julio 2012. Disponible en versión PDF en www. imf.org.

Fondo Monetario Internacional, *Panorama de la economía mundial, abril 2012: el crecimiento se resume y los peligros permanecen*, Washington D.C., abril 2012.

Fondo Monetario Internacional, *Panorama de la economía mundial, octubre 2012: enfrentando el elevado endeudamiento y el lento crecimiento*, Washington D.C., octubre 2012.

Grupo de los 8. Declaraciones varias. G8 Information Centre, Universidad de Toronto. Disponible en http://www.g8.utoronto.ca/.

Grupo de los 20, Declaraciones varias. Disponible en http://www.g20.org/.

Higgins, M., "Demography, national savings and international capital flows", *International Economic Review* 39, nro. 2. 1998. Disponible en http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr34.pdf.

Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF), *El dólar como reserva de valor en el mundo y su nivel de equilibrio en Argentina*, Serie Trabajos de Investigación, nro 36, Buenos Aires, abril 2010.

Morgan, J.P., "Moving towards a much larger ECB balance sheet", *Global Issues*, julio 2012.

Morgan, J.P., *Intra-Emu Currency Valuations: Estimates for a Break up Scenario,* Kariya, agosto 2012. Disponible en www.morganmarkets.com/GlobalFXStrategy.

Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) de los EEUU, An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022, agosto 2012. Disponible en www.cbo.gov/publication/43539.

Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica, *Panorama económico*. Varios números. Disponible en www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm.

Piñeiro, M. y Gutiérrez Girault A., "G 20: tendencias y volatilidad del precio de los alimentos. Implicancias para Argentina", Documento de Trabajo 90. Consejo Argentino de Relaciones Internacionales-Fundación Konrad Adenauer, Buenos Aires, noviembre 2011.

Reserva Federal Board of Governors, *Select Statistical Releases*. Disponible en www.federalreserve.org.

Siaba Serrate, J., *El porvenir del dólar como moneda internacional de reserva*, Ciclo Academia y Sociedad, Publicaciones de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, 2008. Disponible en www.anceargentina.org.

Siaba Serrate, J., *¿Existen riesgos de inflación en los EEUU? La crisis internacional, la política monetaria y los riesgos de inflación*, Ciclo Academia y Sociedad, Publicaciones de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, 2009. Disponible en www.anceargentina.org.

Siaba Serrate, J., "Crisis y mercado de capitales. Qué falló, cuál es la agenda de reformas y cómo será el futuro sistema financiero internacional". Presentación en el CARI, diciembre 2010.

Siaba Serrate, J., "Europa ganó la guerra (hasta el próximo accidente)", diario *Ámbito Financiero*, 29 de junio de 2010, pág. 6.

Siaba Serrate, J., "En la huella de una década perdida", *Alzas y Bajas* 122, año XIX, junio 2012.

Spilimbergo, A. , Symanksy, S. y Schindler, M., *Fiscal Multipliers. IMF Staff Position Note*, mayo 2009. Disponible en http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0911.pdf.

White, W., *Is Price Stability Enough?,* BIS Working Papers, nro. 205, abril 2006.