

De Washington a Antalya: el G20 en busca del rediseño de la arquitectura financiera internacional

Susana Nudelsman*

Introducción

En la era global actual, particularmente en algo más de dos décadas, el mundo ha experimentado una extraordinaria integración económica internacional. En este mismo lapso, la diferencia entre el crecimiento de las exportaciones y el crecimiento en el producto mundial ha subido notablemente. Sin embargo, el comercio internacional no ha sido el principal factor que explica la aceleración de la integración económica global. El capital internacional ha jugado un rol dominante en este proceso global. Los flujos financieros internacionales se han expandido colosalmente en tanto que el alcance y la profundidad de la integración financiera han superado los de los mercados de bienes. A su vez, la movilidad del capital ha sido más significativa para los flujos de capital de corto plazo que para los de largo plazo.

En efecto, los cambios ocurridos en el sistema monetario internacional desde comienzos de los años setenta, llevaron a inversores, especuladores y corporaciones de todas las latitudes a transferir vastas sumas de capital mediante la utilización de múltiples instrumentos financieros¹. Junto al espectacular crecimiento de estas transacciones, los episodios de crisis recrudecieron, particularmente en los años

* Universidad de Buenos Aires

1 Así por ejemplo, el *turnover* -valor total promedio- de las transacciones en moneda extranjera a nivel global pasaron de 880 miles de millones de dólares en 1992 a 5,3 billones en 2013.

noventa. Un síntoma distintivo de la globalización financiera en estos años es la explosión de crisis cambiarias y financieras que afectaron severamente a México en 1994, el Este de Asia en 1997, Rusia en 1998 así como Turquía y Argentina en 2001. Más aún, lo que antes era un fenómeno preferentemente circunscripto a los países en desarrollo, en 2007-2008 se extendió al mundo desarrollado.

Las crisis financieras son fenómenos comunes históricamente; sin embargo, la mayor integración financiera y las innovaciones financieras agregaron nuevos elementos. A pesar de las similitudes, las crisis recientes muestran un mayor alcance del contagio global. El sistema financiero integrado opera en un mundo con mayor interdependencia. Como Krugman (2008)² lo expuso, el multiplicador financiero internacional, según el cual los cambios en los precios de los activos se transmiten internacionalmente a través de sus efectos en los balances de las instituciones financieras con altísimo grado de apalancamiento es hoy más relevante que en el pasado.

En este contexto, el mapa imaginario del dinero está cada vez menos representado por el primigenio patrón “una nación/una moneda”. En cambio, la nueva configuración de la geografía monetaria puede ser visualizada como un pasaje de categorías territoriales a categorías relacionales y estructurales. Las primeras implican el poder de “A” a fin de conseguir que “B” realice algo que de otra manera no habría llevado a cabo. Las segundas implican el poder para dar forma y determinar las estructuras de la economía política global (Strange, 1994).

El análisis de las relaciones monetarias enfatiza el papel de la cooperación. Este es esencial no sólo en la operatoria de las finanzas globales sino también en la gobernabilidad de las mismas. La cooperación -entendida como una estructura de responsabilidades y toma de decisiones compartidas- puede materializarse de diversas formas incluyendo desde redes de negociación informales hasta procedimientos más formalmente establecidos. Ello permite corregir las externalidades negativas de modo que, las acciones de cada gobierno ejerciendo cierto grado de control sobre la conducta de los otros gobiernos llevan a resultados tales que las políticas elegidas aisladamente, aún cuando luzcan óptimas desde el punto de vista individual, suelen ser sub-óptimas desde el punto de vista global (Cohen, 2002).

Prima facie, los organismos internacionales fueron diseñados para promover la cooperación internacional. Estos tienen la capacidad de restringir y dar forma a la conducta facilitando los acuerdos y haciendo cumplir las normas. Este ha sido el argumento central en la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI) en el contexto de los acuerdos de Bretton Woods y ha sido, en muchas ocasiones, el argumento central de varias iniciativas posteriores.

Sin embargo, la gobernabilidad de las finanzas globales devino compleja en el mundo posterior a Bretton Woods. En un contexto de altísima inestabilidad financiera, la coordinación de las políticas no ha sido tan estrecha como podía esperarse. La agenda de los organismos internacionales se desarrolla entre enunciados

2 La expresión de Krugman “hoy somos todos brasileños” alude al hecho de que las crisis financieras ya no son una característica que afecta sólo a los países en desarrollo.

grandilocuentes e intereses diversos que, a menudo, minimizan la probabilidad de cumplirlos. El objetivo de la colaboración global parece utópico pero las sociedades están condenadas a alcanzarlo.

El G20

El G20 reúne a los líderes de las principales economías avanzadas y emergentes del mundo. Este conjunto de países se inició en 1999 en ocasión de la reunión de ministros de finanzas y de presidentes de bancos centrales en las postrimerías de la crisis asiática. La magnitud y la propagación de la crisis internacional de 2007-2008 llevaron a los líderes de las economías avanzadas a incluir una mayor cantidad de países en las discusiones de las políticas necesarias para alcanzar una rápida recuperación y un sistema financiero más estable. Creado para instaurar un foro de cooperación económica internacional, el G20 tiene por objetivo alcanzar un equilibrio entre los países avanzados y emergentes sistémicamente importantes y discutir en conjunto los problemas principales que afectan a la economía global.³ La explosión de la reciente crisis global modificó la dinámica del G20 otorgándole un mayor protagonismo.

Este foro surgió en el contexto de los cambios experimentados en el seno del G8 percibiendo la necesidad de abrir espacios de diálogo y cooperación con otros países de diferente nivel de desarrollo para abordar los principales desafíos de la escena mundial y reflejando las transformaciones en las relaciones de poder en la gobernanza internacional.

En la Primer Cumbre de Líderes celebrada en Washington, DC, en noviembre de 2008, los jefes de Estado del G20 reflexionaron sobre las causas que dieron origen a la crisis e intercambiaron opiniones sobre las medidas macroeconómicas de corto y mediano plazo necesarias para enfrentarla. El G20 cumplió un rol protagónico en la reunión de Londres en abril de 2009, cuando se instó a restablecer el crecimiento y el empleo, fortalecer la regulación financiera, reformar las instituciones financieras globales y construir una recuperación sostenible. Se acordó el mayor estímulo fiscal y programa de apoyo integral de mayor magnitud para el sector financiero en los tiempos modernos. Se creó el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés) como entidad responsable de supervisar los cambios en la regulación financiera y bancaria. Se acordó canalizar grandes montos disponibles a través de las instituciones financieras globales y otro tanto en apoyo al comercio internacional durante el bienio siguiente. Se discutió la reforma del sistema financiero internacional a fin de reflejar mejor los cambios en la economía mundial⁴. En total, se tomaron medidas para evitar el colapso global manteniendo firme la

3 En la actualidad, el foro reúne a Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica, Turquía y la Unión Europea.

4 El detalle de los diferentes temas tratados en las cumbres se encuentra en www.G20.org

confianza de los consumidores y empresarios y movilizándolo en paquetes de estímulo fiscal a nivel mundial que crearon millones de trabajos que de otro modo hubieran caído.

En un gran número de aspectos de las reformas de la arquitectura financiera internacional, la agenda del G20 para la próxima Cumbre - a realizarse en Antalya en noviembre de 2015 - aún deberá plasmar muchos de sus objetivos inaugurales en hechos concretos. Aunque los problemas de la economía global son hoy menos apremiantes, aún constituyen un reto por superar para el liderazgo del G20.

La cooperación internacional en el área financiera: resultados mixtos

El pasaje del sistema monetario internacional surgido de los acuerdos de Bretton Woods a su sucesor- el sistema de los tipos de cambio flotantes- trajo aparejado serios problemas. Mientras que el primero se caracterizó por permitir una profusión de acuerdos sobre la base del consenso, el segundo careció de los mismos. En el marco de una altísima movilidad del capital- rasgo distintivo de la actual era de la globalización-, el sistema monetario global se vio expuesto a una gran inestabilidad financiera. En este contexto, la crisis global llevó a un replanteo de la eficacia de la regulación financiera y el de las organizaciones financieras internacionales.

En lo concerniente a la reforma financiera regulatoria, desde la primera cumbre realizada en 2008, el G20 ha trabajado en la gestión de los riesgos económicos y financieros globales acordando e implementando un amplio rango de reformas con el objetivo de promover la estabilidad financiera y lograr un crecimiento económico sustentable. Sobre la base de una crítica a la capacidad de los hacedores de política de medir el riesgo sistémico, el marco de la reforma financiera regulatoria lanzada por el G20 se propuso varios objetivos. El fortalecimiento de los estándares prudenciales ha buscado elevar los requisitos de capital y mejorar su calidad así como de medir el apalancamiento para evitar la pro-ciclicalidad endógena del sistema financiero. La redefinición del alcance de la regulación y de la supervisión se ha basado en un enfoque macro-prudencial que, a diferencia del micro-prudencial tradicional, es más apropiado para alcanzar la estabilidad financiera. Por su parte, la revisión de los estándares contables ha reconocido que la armonización global y la menor complejidad de los mismos impactan favorablemente sobre la estabilidad financiera.

Una pieza central de la reforma regulatoria ha sido el acuerdo Basilea III. Este constituye un marco regulatorio voluntario y global diseñado para establecer requisitos más estrictos de calidad y liquidez del capital así como para bajar el apalancamiento. Ha sido acordado por el Comité de Basilea para ser introducido entre 2013 y 2015 aunque los últimos cambios han extendido su implementación hasta marzo de 2019. Cabe notar que este marco es de carácter global pero las normas surgidas de este documento han quedado en manos nacionales.

Una evaluación de esta reforma da lugar a comentarios mixtos. Al respecto, Verón (2014) sostiene que los coeficientes de capital y de apalancamiento representan una mejora respecto a su antecesor, Basilea II de 2004. En efecto, la definición de capital se ha vuelto considerablemente más estricta, los coeficientes mínimos han aumentado, algunos riesgos y activos que podían ser colocados fuera de las hojas de balance bajo convenciones anteriores ya no existen y la introducción del coeficiente de apalancamiento, existente antes de la crisis en Estados Unidos pero no en otras jurisdicciones, previene contra los riesgos que los bancos suelen jugar. Los requerimientos macro-prudenciales de capital pueden aplicarse a los bancos sistémicamente importantes- a nivel global, regional o nacional- o en todos los bancos en todos los puntos altos de los ciclos financieros absorbiendo los shocks contra-cíclicos.

En relación a los coeficientes de liquidez, el autor sostiene que el Comité de Basilea ha establecido un período de prueba y transición para la introducción del coeficiente de cobertura de liquidez que pretende evitar la escasez de liquidez de corto plazo en los períodos de tensión financiera y uno de más largo alcance para el coeficiente de financiamiento estable neto que pretende equilibrar los perfiles de liquidez de los activos y las obligaciones de los bancos. No obstante, no se sabe aún cuan adecuado ha probado ser este requisito a los efectos de los objetivos mencionados.

Aunque el G20 ha impulsado reformas en materia de brechas de información, derivados extra-bursátiles, resolución de bancos sistémicamente importantes así como de instituciones financieras sistémicamente importantes no bancarias y banca en la sombra, la factibilidad práctica de las mismas es compleja y difícil de alcanzar. Mientras tanto, la convergencia contable ha fracasado rotundamente.

Por su parte, Eichengreen (2011a) sostiene que los requisitos de capital de Basilea III son más altos que los de Basilea II, pero son significativamente más bajos desde una perspectiva histórica. El amortiguador contra-cíclico es una idea convincente pero el Comité de Basilea ha delegado esta decisión a las autoridades nacionales, lo que abre una brecha para el logro de un patrón uniforme. El sobrecargo de capital sobre instituciones financieras sistémicamente importantes también es una idea muy buena para pre-financiar rescates de dicho tipo de instituciones y para disuadir su crecimiento excesivo, conectado y sistémicamente importante como para fracasar. Sin embargo, tanto la aplicación del sobrecargo como la medición de la importancia sistémica no están debidamente especificadas. Si se toma en cuenta el lobby bancario, la magnitud del sobrecargo y la definición de importancia sistémica resultan aún más inciertas. Finalmente, el rol de las agencias de calificación es cuestionable. Aunque se desea minimizar su peso en la nueva agenda financiera, estas agencias son centrales en la evaluación del grado de riesgo de títulos complejos en manos de los bancos por lo que Basilea III es aún un enfoque riesgoso de regulación financiera.

En lo que atañe a las reformas en las instituciones financieras internacionales, el G20 ha puesto énfasis especialmente en el rol del FMI. El incremento en la asigna-

ción de recursos y el fortalecimiento institucional de la misma reflejan el importante rol que los miembros del G20 le han asignado al FMI como actor principal para promover la estabilidad y el crecimiento de la economía mundial. En particular, los líderes del G20 deben asegurarse de que el acceso a los recursos del Fondo y su supervisión es ecuánime y no sesgados hacia países específicos. En los últimos años, las economías de mercados emergentes y en desarrollo se han convertido en jugadores importantes en la economía mundial. No obstante, su representación en el FMI no ha seguido el ritmo de estos cambios. En este sentido, el G20 deberá continuar apoyando los esfuerzos para aprobar las reformas sobre las cuotas de participación acordadas en 2010. Por su parte, las instituciones complementarias al FMI requerirán mejoras en el fondeo para habilitar una respuesta más contundente a las necesidades generadas por las crisis en los países en desarrollo. También serán necesarios cambios en la forma de gobierno en estas instituciones puesto que, al igual que en el FMI, los países emergentes se encuentran sub-representados y con poco poder de influencia en las decisiones.

Desde la Cumbre de Líderes inicial hasta la actualidad, el G20 ha trabajado en la gestión de los riesgos económicos y financieros globales acordando e implementando reformas con el objetivo de promover la estabilidad financiera y lograr un crecimiento económico sustentable. El G20 debe aún completar su acción en aspectos relevantes en la última crisis global. Ellas se refieren a la construcción de instituciones financieras resilientes mediante el cumplimiento de los compromisos en materia de regulación financiera, la garantía de que las instituciones “que sean demasiado grandes para fracasar” no requieran de apoyo financiero por parte del gobierno, el enfrentamiento a los riesgos de la banca sombra y la transformación de los mercados de derivados en mercados más seguros. A su vez, el avance de las instituciones financieras globales constituirá un paso fundamental para que las economías emergentes cuenten con mayor voz.

En total, los logros en materia de reformas financieras vis-à-vis las declaraciones de la Cumbre de Washington han sido importantes. No obstante, la efectividad de estas reformas en hacer más estable el sistema financiero internacional no ha mostrado aún un progreso equivalente al tiempo que su implementación puede llevar un tiempo considerable. Más aún, el G20 no ha podido crear una visión política consistente con un sistema financiero integrado globalmente.

La cooperación internacional en el área monetaria: una tarea olvidada

Tras la reciente crisis global, la persistencia de los desequilibrios globales, las deficiencias del sistema de reservas global, la ausencia de un prestamista de última instancia a nivel internacional y la falta de una adecuada normativa para la restructuración de deudas soberanas constituyen los puntos críticos más relevantes de la actual arquitectura financiera internacional. En efecto, la agenda desatendió

aspectos cruciales relativos al sistema monetario internacional. La cooperación internacional contribuye, sin duda, a superar en buena medida los problemas que estos fenómenos presentan.

El objetivo del reequilibrio global ha sido uno de los problemas más importantes en los años alrededor de la crisis global. Respecto del nivel máximo registrado en 2006, los desequilibrios en cuenta corriente globales han disminuido significativamente en 2015. Según estimaciones recientes del FMI (2015), ello coincide con una reducción del déficit de Estados Unidos y del superávit de China⁵. En Estados Unidos, el cambio en el patrón del gasto involucró un menor endeudamiento y un aumento del ahorro junto a un debilitamiento del dólar que le permitió exportar más; en China, el reequilibrio involucró un aumento en el consumo y en la demanda doméstica junto a una apreciación del renminbi. Los superávits en cuenta corriente también disminuyeron en las economías avanzadas aunque siguen siendo significativos en algunas de ellas, mientras que los saldos en cuenta corriente disminuyeron en los países en desarrollo.

El G20 puso especial empeño en el objetivo del reequilibrio global. El Proceso de Evaluación Mutua (PEM), pieza central del Marco para un Crecimiento Fuerte, Sustentable y Equilibrado, fue adoptado en la Cumbre de Pittsburgh en 2009 para promover los beneficios de la acción conjunta. A través del PEM, los países han buscado identificar objetivos para la economía global y asegurar que sus políticas nacionales monetarias, cambiarias, fiscales, financieras y estructurales cumplen tales objetivos.

Uno de los problemas con el PEM es que nunca se clarificó el concepto de crecimiento fuerte, sustentable y equilibrado. Además, este concepto evolucionó sobre la base de presentar estos tres objetivos como independientes en lugar de hacerlo como uno solo con tres componentes. En un comienzo, el G20 focalizó en el reequilibrio del crecimiento global pero con el transcurso del tiempo lo hizo en la reducción de los desequilibrios en cuenta corriente. Aunque la corrección de tales desequilibrios es una de las áreas que registraron progreso, no resulta claro si ello se debió a factores de carácter temporario o permanente. Además, la reaparición de los desequilibrios depende del tamaño de las brechas de producto de los países. En las estimaciones del FMI, éstas no son grandes en las economías avanzadas, lo que implica que aunque los desequilibrios globales pueden declinar, el crecimiento se mantendrá en tasas inferiores a los niveles anteriores a la crisis. Por lo tanto, el G20 deberá diseñar una estrategia que no sólo contemple la reducción de los desequilibrios en cuenta corriente sino también la importancia de elevar el crecimiento potencial (Callaghan, 2014).

Entre 2006 y el presente, algunos países avanzados han mostrado mayor progreso que otros en la tarea del reequilibrio global. En la actualidad, el impacto de

5 Según el FMI (2015), entre 2006 y 2015 el déficit de Estados Unidos pasó de 5.8 % a 2.3 y el superávit de China de 10% a 3.2 %. Los datos del año 2015 se corresponden con proyecciones.

la baja en el precio del petróleo y de los cambios en los tipos de cambio es mixto. En China y Estados Unidos, los movimientos en los tipos de cambio debilitan el equilibrio de la cuenta corriente mientras que la reducción del precio del petróleo lo fortalece al tiempo que las proyecciones señalan un ligero ensanchamiento del desequilibrio. No obstante, las proyecciones - basadas en tipos de cambio reales que se mantienen estables a los niveles de inicios de 2015- señalan que los desequilibrios en cuenta corriente como proporción del PIB mundial se mantendrán estables durante los próximos cinco años. En el caso de los países emergentes y en desarrollo, los precios relativos actuales favorecen a los importadores de petróleo y perjudican a los exportadores tanto de este producto como de materias primas. Además, una apreciación más pronunciada del dólar podría desencadenar tensiones financieras en estas regiones.

Aunque resulta improbable que la economía mundial experimente una nueva crisis, el G20 deberá seguir ejerciendo un papel primordial. El desafío actual para el liderazgo del G20 consiste en alcanzar un crecimiento global sustentable así como diseñar recetas preventivas para evitar crisis futuras en un mundo de interrelaciones financieras y económicas complejas.

Por su parte, el objetivo de diseñar un nuevo sistema global de reservas es una tarea compleja. Según Ocampo (2010), el sistema actual presenta varias deficiencias. El sistema monetario internacional tiene un sesgo anti-keynesiano, lo que implica que los ajustes que necesitan adoptar los países deficitarios no tienden a estar compensados con políticas expansivas en los países superavitarios puesto que éstos no experimentan una presión similar a ajustar sus cuentas. Además, el dilema de Triffin refiere al problema asociado al hecho de que un sistema global de reservas basado en una moneda nacional es intrínsecamente inestable ya que la economía mundial está sujeta a los ciclos de confianza de la moneda de reserva dominante. Finalmente, el sistema de reservas es inequitativo ya que las reservas externas que los países en desarrollo se ven obligados a acumular como auto-seguro frente a flujos pro-cíclicos de capital son invertidas en activos financieros de los países desarrollados, particularmente del gobierno de Estados Unidos. El diseño de un sistema global basado en los Derechos Especiales de Giro (DEG) que además vislumbre una reforma integral a fin de que el FMI deje de ser un mero "financiador de emergencia" es una propuesta plausible.

De manera similar, Stiglitz et al. (2011) sostienen que el G20 debería implementar una expansión limitada de DEG que ayudaría a iniciar los debates sobre una reforma más profunda y a acelerar la recuperación global, especialmente durante las crisis y las consecuencias que éstas generan. Además, el FMI podría considerar como depósitos los DEGs que los países no usen para luego utilizarlos en la financiación de sus programas de préstamo. Esta medida puede representar un paso inicial en la integración de recursos generales y DEG en una cuenta única del FMI realizando el papel de éstos últimos a fin de que sea el primordial, o incluso el único- mecanismo de financiamiento del FMI. En episodios de crisis, los préstamos del FMI deberían

estar financiados totalmente por nuevas emisiones de DEG en escalas ilimitadas. A su vez, un sistema alternativo de asignación de DEGs, por medio del cual se otorgara una mayor proporción de la asignación de DEGs a los países en desarrollo, podrían contribuir al crecimiento y la estabilidad a nivel mundial.

En una posición diferente, Eichengreen (2011b) argumenta que los DEG no son utilizados ni para transacciones extrafronterizas ni como una unidad en que se denominan los bonos internacionales. Ello implica que no hay mercados privados para DEG y crearlos significaría un extenso y arduo proceso. Además, para que los DEG se transformen en una verdadera moneda global, el FMI tendría que ser autorizado a emitir más en caso de crisis, algo como lo que - en línea con la Cumbre del G20 en Londres - la FED de Estados Unidos efectivizó en ocasión de otorgarles a los bancos centrales extranjeros grandes montos en créditos de emergencia tras el colapso de Lehman Brothers.⁶ Es decir, el FMI debería contar con las facultades de un banco central mundial, lo que parece una empresa impracticable actualmente.

En el pasado, la demanda adicional de reservas era limitada. A medida que las economías emergentes fueron creciendo, sus reservas en dólares también lo hicieron. Detrás de estas compras subyace el estatus del dólar a nivel global. Actualmente, se avecina un mundo de múltiples monedas internacionales minando el tradicional patrón del monopolio de dicha divisa. Al finalizar la segunda guerra, el dólar no tenía rivales como moneda internacional. En el siglo XXI, hay poca duda sobre la aparición de otros jugadores líderes en un nuevo sistema multipolar.

Por cierto, actualmente se observa un reacomodamiento significativo de monedas. Aunque el dólar y el euro son las monedas de referencia actuales, todo parece apuntar a que el mundo avanza hacia un nuevo patrón de monedas. En el contexto de los debates a fin de fortalecer la arquitectura financiera internacional, el G20 ha reconocido el hecho de que la economía internacional exhibe una creciente importancia de las monedas de los países emergentes. No obstante, poco se ha materializado en la práctica.

En relación al tema del prestamista de última instancia a nivel internacional, prima facie debe analizarse el antecedente planteado por Bagehot (1873) su seminal libro *Lombard Street*. Este argumenta que en la eventualidad de un devastador colapso bancario, los bancos centrales deben funcionar como prestamistas de última instancia. Dicha obra sentó las bases que ayudaron a definir el rol de los modernos bancos centrales, especialmente en tiempos de crisis. El principio fundamental consiste en prestar ampliamente pero a una alta tasa de interés. El objetivo fundamental es contener el pánico y para este objetivo existen dos reglas básicas - los préstamos deben ser dados sólo a tasas de interés muy altas y a esta tasa, los préstamos deben ser dados contra buenos colaterales y tan ampliamente como el público los demandara. En este contexto, el nivel de reservas es crucial. Un nivel excesivamente bajo de reservas seguramente causará un pánico. En cualquier momento, existe una "aprensión mínima" debajo de la cual las reservas no

6 El monto otorgado por la FED a los bancos extranjeros alcanzó los US\$120.000 millones.

pueden caer sin causar un gran riesgo de miedo que se extiende instantáneamente en la mente del público.

Los arreglos institucionales del presente difieren significativamente de los arreglos de los tiempos de Bagehot. Se ha registrado un importante cambio estructural- se ha pasado de un sistema financiero basado en bancos a uno basado en el mercado de capitales, es decir de un sistema basado en bancos a otro sistema basado en activos financieros con mercado secundario. Mehrling (2011) puntualiza que en ocasión de la reciente crisis global, el Banco de la Reserva Federal (FED) también actuó como un prestamista de última instancia. La respuesta de la FED podría identificarse, en parte, con lo que Bagehot proponía. Pero lo que no condice con su propuesta es el nivel de las tasas de interés que luego cayeron prácticamente a cero. Esto fue posible sólo porque la FED, a diferencia del Banco de Inglaterra del siglo XIX, no se enfrenta a una restricción en términos de oro. El mundo entero trata a los depósitos en dólares en la FED no sólo como un bien en términos de una moneda sino también en términos de la última reserva en tiempo de crisis. Esto significa que la FED, a diferencia del Banco de Inglaterra, puede crear ambos- más dólares domésticos para frenar un drenaje interno y más dólares internacionales para frenar un drenaje externo. La FED no necesita de una salvaguarda para sus tenencias de reservas mundiales manteniendo alta la tasa de interés ya que las reservas mundiales son sus propias obligaciones.

El mundo moderno difiere significativamente del mundo de Bagehot pero su concepción teórica respecto a la visión monetaria clásica sigue siendo válida. No ha sido casual que la FED estuvo en el centro de la respuesta de política. Más recientemente, el Banco Central Europeo (BCE) también ha desplegado una política monetaria no convencional. Las motivaciones de la FED y del BCE difirieron en tanto el primero buscó promover la recuperación mientras que el segundo focalizó en la construcción de una mejor unión monetaria. Ambas entidades enfrentaron la crisis de manera inédita, lo que demuestra las amplias responsabilidades de la banca central en la actualidad (Mistral, 2013).

Ello es particularmente complejo para los países emergentes que - ante severas turbulencias financieras - experimentan reversiones en los flujos de capital, reduciendo el espacio para aplicar políticas contra-cíclicas. La repetición de episodios de shock de liquidez global limitan el papel de los prestamistas de última instancia domésticos ocasionando un fuerte sesgo pro-cíclico y una considerable dependencia respecto a las condiciones externas. La inestabilidad en las reservas internacionales de los bancos centrales generada por tal hecho sugiere la posibilidad de crear una institución independiente y reconocida internacionalmente que cumpla con la función de prestamista de última instancia global (Carrera, 2009).

El sistema monetario internacional actual carece de un prestamista de última instancia global. Las instituciones financieras internacionales han cumplido un papel clave en la respuesta a las turbulencias globales movilizando recursos del FMI y de los bancos multilaterales de crédito. La asistencia a nivel internacional

ha puesto en evidencia la relevancia de estos organismos como plataforma de cooperación global.

Finalmente, la cuestión de la reestructuración de deudas soberanas constituye un problema significativo de la arquitectura financiera internacional. Las demandas de acreedores contra estados en circunstancias de default han crecido durante la última década al tiempo que los cambios están aconteciendo cuando los niveles de deuda soberana han crecido a niveles altos en todo el mundo tras la última crisis global.

Cabe recordar que en los ochenta, en los tiempos en que las deudas soberanas estaban mantenidas principalmente en los bancos, las reestructuraciones eran efectivizadas de una manera relativamente sencilla. Sin embargo, con el crecimiento sustancial de los mercados de capital, en particular de los derivados financieros, las reestructuraciones se han vuelto más complejas. Los “fondos buitres” - acreedores que no participan en los canjes voluntarios y que litigan contra los estados soberanos a la espera del repago total de la deuda - pueden frustrar reestructuraciones ordenadas de deuda. La Asociación Internacional de Mercados de Capital ha propuesto nuevas cláusulas para su inclusión en los contratos de deuda soberana. Estas cláusulas vinculan a todos los inversores de manera tal que se ven obligados a acordar con las decisiones de la mayoría. Sin embargo, la incorporación de estas cláusulas tomará años incluirlas en todos los nuevos contratos de bonos.

El enfoque contractual vigente para las reestructuraciones de deuda presenta problemas adicionales. El diseño de nuevas cláusulas en los contratos de deuda no resuelve el problema de los enormes montos emitidos bajo los términos originales. Otro problema deriva del hecho de que, en el marco de información imperfecta, los países deudores suelen elegir jurisdicciones fuertes para señalar que están lejos de “defaultear”. La señalización es costosa y, en general, el resultado global es ineficiente. Además, los “fondos buitre” pueden haberse asegurado contra la eventualidad del default pudiendo incluso obtener más dinero con su ocurrencia que en el caso contrario (Stiglitz, 2014).

Dadas las limitaciones del enfoque contractual vigente en mitigar los problemas de acción colectiva en la reestructuración de deudas soberanas, un enfoque alternativo considera la posibilidad de un tribunal internacional formal de quiebras para deudores soberanos. El así llamado enfoque estatutario presentado por el FMI en los inicios de los años 2000 y relanzado recientemente permitiría una más rápida y mejor resolución de tales reestructuraciones.

En el litigio que NML Capital Ltd. inició contra Argentina, la interpretación de la cláusula *pari passu* las cortes de Nueva York otorgando a los “fondos buitre” el derecho a cobrar el total de los bonos adeudados genera serias consecuencias sobre las resoluciones de crisis de deuda. Tras el fallo a favor del grupo inversor, difícilmente se acepte una reestructuración que permite a un país comenzar de nuevo cuando el perfil de la deuda se hace imposible de honrar. En una misiva dirigida al Congreso de Estados Unidos, el Profesor Solow (2014) junto a otros cien renombrados economistas elevaron su crítica a la decisión tomada en el caso de

la deuda argentina. En particular, los economistas puntualizaron que tal decisión crea un caso de riesgo moral al permitir que los acreedores que no aceptaron los canjes de deuda ofrecidos por Argentina obtener el repago total, sin importar cuán riesgosa es la inversión original. Los litigantes habían adquirido bonos argentinos en el mercado secundario tras el default, a menudo por pocos centavos de dólar. Estos podrían haber aceptado la reestructuración y así obtener una gran ganancia; en cambio optaron por una batalla legal en búsqueda de beneficios extraordinarios⁷. Puesto que la contienda de los “fondos buitres” versus Argentina no implica un juego de suma cero, en el área de reestructuraciones de deuda, el G20 debería cumplir un papel activo que beneficie no sólo a Argentina sino a otros países en situación similar.

En lo concerniente al sistema monetario internacional, el G20 no produjo grandes avances. Aún están pendientes los debates sobre las reglas de juego del sistema monetario internacional. El punto no es menor ya que muchos de los aspectos involucrados tienen gran gravitación en la dinámica actual de las interrelaciones monetarias globales.

Conclusiones

El G20 fue creado como un foro de cooperación global y así superar la incapacidad del G8 para resolver los nuevos problemas de la era global en curso. La respuesta de este grupo de países a la crisis financiera y económica global pone de manifiesto el impacto del accionar de sus miembros trabajando en conjunto. El G20 movilizó grandiosas sumas de dinero a nivel mundial que crearon o mantuvieron millones de trabajos que de otro modo hubieran colapsado. Los desafíos que la economía global enfrenta actualmente son menos acuciantes que los enfrentados en ocasión de la crisis global aunque no son menos relevantes.

La crisis reveló las deficiencias de la arquitectura financiera nacional e internacional. Aunque los compromisos asumidos en el G20 apuntaron a ensamblar los estándares financieros locales con el marco internacional, la responsabilidad de las reglas de juego locales quedó en manos de cada país. Los avances en torno a las reformas financieras han sido importantes. Sin embargo, el G20 no avanzó significativamente para construir un sistema financiero más resiliente que permita reducir el riesgo sistémico. El foro tampoco progresó en la construcción de instituciones financieras internacionales más eficaces y representativas.

Asimismo, el G20 tuvo por objetivo fortalecer el sistema monetario internacional. Por el lado positivo, los desequilibrios globales se han reducido significativamente en relación a los años de la crisis. Por el lado negativo, nada se hecho por reformar las vicisitudes que el sistema global de reservas vigente ocasiona. Aunque el dólar y el euro juegan un papel dominante, todo parece apuntar a que el mundo avanza

7 NML había adquirido bonos argentinos por 20 centavos de dólar y los beneficios tras el fallo ascienden a más de 1000 %.

hacia un nuevo patrón de monedas. Además, la comunidad internacional no ha tratado de resolver el poco margen de acción que disponen los bancos centrales de los países emergentes ni la posibilidad de crear un prestamista de última instancia independiente. Finalmente, el G20 no produjo una adecuada normativa en relación a las reestructuraciones de deudas soberanas, lo que es significativo no sólo para Argentina sino también para otros países en situación similar. En suma, el foro de cooperación global no produjo grandes avances en lo concerniente al sistema monetario internacional.

En un contexto global caracterizado por inestabilidad y crisis financieras, el G20 se ha propuesto promover la discusión de aspectos económicos y financieros claves de las economías sistémicamente significativas por la vía del fortalecimiento de la cooperación. Sin embargo, es oportuno preguntarse si el G20 puede ser considerado un actor autónomo o un mero foro donde se dirimen los intereses políticos de los países; si puede ser un mecanismo efectivo para que las economías emergentes puedan ser “hacedoras de reglas” en vez “tomadoras de reglas” e influir sobre la arquitectura financiera internacional; si puede superar las acciones de corto plazo y proveer un mecanismo para reformas; o si puede distribuir equitativamente el poder regional.

En total, aunque estamos en presencia de una mayor globalización financiera, no se ha construido una equivalente globalización de la cooperación entre los miembros de la comunidad de naciones. A fin de evitar el mito de Sísifo, es importante que el G20 replantee su camino por recorrer.

RESUMEN

Surgido en el contexto de la necesidad de abrir espacios de diálogo y cooperación con países de diferente nivel de desarrollo para abordar los principales desafíos de la escena mundial, el G20 ganó protagonismo tras la crisis global de 2007-2008. En tal oportunidad, este foro de cooperación internacional tomó medidas para evitar el colapso de los mercados financieros a fin de mantener la confianza de consumidores y empresarios y de movilizar montos colosales en paquetes de estímulo fiscal a nivel mundial que crearon o sostuvieron millones de trabajos que de otro modo hubieran caído.

Los logros en materia de reformas financieras vis-à-vis las declaraciones inaugurales han sido importantes. Sin embargo, la efectividad de estas reformas en hacer más estable el sistema financiero global no ha mostrado un progreso equivalente. Además, aún es necesario continuar con la construcción de instituciones financieras internacionales más eficaces y representativas. Asimismo, el G20 no ha producido grandes avances en lo concerniente al sistema monetario internacional. Mientras que los desequilibrios globales han disminuido, las deficiencias del sistema de reservas global, la ausencia de un prestamista de última instancia a nivel internacional y la falta de una adecuada normativa para la reestructuración de deudas soberanas constituyen aspectos críticos de la actual arquitectura financiera internacional.

A su vez, cabe preguntarse si el G20 puede ser considerado un actor autónomo o un mero foro donde se dirimen los intereses políticos entre los Estados, si puede permitir que las economías emergentes puedan ser “hacedoras de reglas” en vez “tomadoras de reglas”,

si puede superar las acciones de corto plazo y proveer un mecanismo para reformas de largo plazo, o si puede distribuir equitativamente el poder regional. En total, el G20 tiene un largo camino por recorrer.

ABSTRACT

*z*Arisen in the context of the need to open spaces for dialogue and cooperation with countries of different levels of development to address the main challenges of the global scene, the G20 gained prominence after the global crisis of 2007-2008. On that occasion, this forum for international cooperation took steps to prevent the collapse of financial markets, maintaining the confidence of consumers and entrepreneurs and mobilizing colossal amounts of fiscal stimulus packages worldwide that created or maintained millions of jobs which would otherwise have fallen.

The achievements in financial reforms vis-à-vis the opening statements have been important. However, the effectiveness of these reforms in making more stable the global financial system has shown no equivalent progress. Moreover, it is still necessary to continue building more effective and representative international financial institutions. Also, the G20 has not produced significant progress with regard to the international monetary system. While global imbalances have diminished, the shortcomings of the system of global reserves, the absence of a global lender of last resort and the lack of adequate norms for the restructuring of sovereign debts are critical aspects of the current international financial architecture.

In turn, it is worth questioning whether the G20 can be considered an autonomous actor or a mere forum where political interests between states are resolved, can allow emerging economies be "rule makers" instead of "rule takers", can overcome the short-term actions and provide a mechanism for long-term reforms, or can evenly distribute regional power. In total, the G20 has a long way to go.

Bibliografía

- Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street*, <http://oll.libertyfund.org/titles/bagehot-lombard-street-a-description-of-the-money-market>.
- Callaghan, Mike (2014), "The G20 Needs a Growth Strategy", *Policy Brief*, Lowy Institute for International Policy, Australia, pp. 1-9.
- Carrera, Jorge (2009), "El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional", *Ensayos Económicos*, BCRA, Enero-Junio 2009, pp. 217-244.
- Cohen, Benjamin J. (2002), "International Finance", en Walter Carlsnaes, Thomas Risse and Beth A. Simmons (eds.), *Handbook of International Relations*, Londres Thousand Oaks Nueva Delhi, SAGE Publications, pp. 429-447.
- Eichengreen, Barry (2011a), "Reforming the International Financial Architecture", California, University of California at Berkeley.
- Eichengreen, Barry (2011b), "The bear of Bretton Woods", <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-bear-of-bretton-woods>.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), "Perspectivas de la Economía Mundial: crecimiento dispar; factores a corto y largo plazo", Washington DC, Abril 2015, pp. 1-68.

- Krugman, Paul (2008), *"The International Finance Multiplier"*. NJ: Princeton University.
- Mehrling, Perry (2011), *The New Lombard Street How the FED Became the Leader of Last Resort*, New Jersey Oxford, Oxford University Press.
- Mistral, Jacques (2013), "Uncomfortable Exits: A Tale of Two Lenders of Last Resort", <http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2013/08/g20-central-banks-monetary-policy/tt20-central-banks-monetary-policy-2.pdf>.
- Ocampo, José Antonio (2010), "Building an SDR Based Global Reserve System", *Journal of Globalization and Development*. Volume 1, Issue 2, ISSN (Online) 1948-1837, DOI: 10.2202/1948-1837.1115
- Solow, Robert (2014), "Economists Call on Congress to Mitigate Fallout from Ruling on Argentine Debt", *Centre for Economic and Policy Research*, <http://www.cepr.net/index.php/press-releases/press-releases/economists-call-on-congress-to-mitigate-fallout-from-ruling-on-argentine-debt>.
- Stiglitz, Joseph E. (2014), "Debt Restructuring: Gaps in Legal and Institutional Structures", *Initiative for Policy Dialogue*, https://www.google.com.ar/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=8&ved=0C-C0QFjAD&url=http%3A%2F%2Fpolicydialogue.org%2Ffiles%2Fevents%2FJoe_Newest_PPT.pptx&ei=Y0bnVI7dIoOWgwSA_4GQBw&usg=AFQjCNF90aUmrVfB9C7FHT0Ii3nYJ3DA&sig2=ConmUyRgmg01d3ftv9fnUw.
- Stiglitz, Joseph E., Jean-Paul Fitoussi, Haihong Gao, Stephany Griffith-Jones, Yiping Huang, Peter Kenen, Jing Li, Jose A. Ocampo, Yaga Venugopal Reddy, Ulrich Volz, Robert Wade, Benhua Wei, John Williamson, Wing Thye Woo, Geng Xiao, Yu Yongding, Liqing Zhang, Zhu Andong (2011), *A Modest Proposal for the G20*, Columbia University Academic Commons, <http://hdl.handle.net/10022/AC:P:14989>.
- Strange, Susan (1994), *"States and Markets"*, Londres, Pinter 2da edición.
- Verón, Nicolás (2014), *"The G20 Financial Reform Agenda After Five Years"*, Bruegel, Bruselas, pp. 1-9.