

Ensayos Económicos

Fluctuaciones periféricas: notas sobre el análisis macroeconómico de Raúl Prebisch

Daniel Heymann

Incertidumbre y política económica: grandes problemas y pequeños modelos

P. Ruben Mercado

Instrumentos financieros imperfectamente sustituibles en un modelo de desarrollo económico

Agustín Filippo

Determinantes de la tasa interbancaria de préstamos en Argentina

Alejandra Anastasi, Pedro Elosegui, Máximo Sangiacomo

Reestructuración del sistema financiero: presentación sintética de un enfoque alternativo para la regulación financiera

Mario Tonveronachi, Elisabetta Montanaro

El ajuste estacional y los efectos del calendario doméstico en un agregado monetario para Argentina

Tamara Burdisso, Emilio Blanco, Mariano Sardi

Apuntes de la crisis global

Una segunda etapa de la crisis signada por la incertidumbre

Jorge Carrera, Federico Grillo

57

58

Enero - Junio de 2010



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Apuntes de la crisis global

Una segunda etapa de la crisis signada
por la incertidumbre

Una segunda etapa de la crisis signada por la incertidumbre

Jorge Carrera

Federico Grillo

Banco Central de la República Argentina*

Resumen

A partir del segundo trimestre de 2009 la actividad económica global comenzó a mostrar señales de recuperación, luego de la recesión generada por la crisis *subprime*. Sin embargo, el optimismo de fines de 2009 ha dejado lugar a una mayor cautela sobre los tiempos de salida de la crisis, particularmente en los países desarrollados. Esto marca una segunda etapa de la crisis caracterizada por la incertidumbre respecto a las posibilidades de que se sostenga la recuperación de la economía global. En este contexto, los países emergentes y en desarrollo están mostrando un mejor desempeño económico, aunque cabe preguntarse si un “desacople” es posible en un escenario de debilidad del crecimiento en los países avanzados. Paralelamente a los desarrollos de la coyuntura, continuaron las negociaciones relacionadas con la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional en el ámbito del G-20, que tiene como objetivo hacer a la economía global menos proclive a crisis. A pesar de los avances en las negociaciones, todavía no está claro cómo lucirá el nuevo sistema financiero internacional luego de las reformas y, principalmente, cómo impactará esto en el desempeño de la economía global en el corto y en el largo plazo, lo que constituye un factor adicional de incertidumbre.

JEL: E52, E62, F01, F33, F42, G01.

Palabras clave: crisis financiera internacional, coordinación internacional, política fiscal, política monetaria, macroeconomía, reforma de la arquitectura financiera internacional.

* Se agradecen los valiosos comentarios de Alejandra Anastasi, Emiliano Basco, Diego Elías, Sebastián Katz, María Fernanda Martijena, Cristina Pailhe, Carlos Suarez Doriga y Federico Traverso. Las opiniones vertidas en este artículo no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: jorgecarrera@bcra.gov.ar, fgrillo@bcra.gov.ar.

I. Introducción

La crisis *subprime* sumergió a la economía global en la peor recesión de posguerra. Las medidas tomadas por los gobiernos, principalmente en los países desarrollados, pusieron un piso a la caída de la actividad, evitándose una depresión como la de los años 30. A partir del segundo trimestre de 2009 la actividad económica global comenzó a mostrar señales de recuperación, en un contexto de muy baja inflación y de mercados laborales reaccionando débilmente a la mejora de la economía. Sin embargo, el pobre desempeño de algunos indicadores de actividad en Estados Unidos y la crisis griega desatada en la primera parte de 2010, que contagió a varios países de la Eurozona y hasta generó dudas sobre la continuidad de algunos de ellos en la unión monetaria, aportaron incertidumbre a la continuidad del escenario de recuperación global e incrementaron los riesgos de un escenario de estancamiento con deflación.

Paralelamente a los desarrollos de la coyuntura, continuaron avanzando las negociaciones relacionadas con la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional con distinto grado de éxito.¹ Estas reformas tienen por objetivo corregir las debilidades en el sistema financiero internacional y coordinar las políticas macroeconómicas para evitar que vuelvan a repetirse eventos como la crisis *subprime*, así como el posterior contagio que derivó en una crisis internacional de proporciones inusitadas. Esta tarea quedó en manos del G-20, lo que significó por primera vez una mayor participación de las economías emergentes en las discusiones sobre la macroeconomía mundial.

La presente nota retoma la temática analizada en “Apuntes de la crisis global” publicada en Ensayos Económicos 53-54, tratando de ofrecer una visión más bien objetiva que crítica de los hechos. Primero se describe brevemente la situación de la economía global y de las políticas fiscales y monetarias implementadas. Luego se comenta la crisis de deuda griega, su impacto en la Eurozona y las posibles implicancias para la macroeconomía global. Finalmente se trata el tema de los avances observados en la reforma financiera que impulsa el G-20.

¹ Arquitectura Financiera Internacional: se entiende la expresión como el conjunto de instituciones, normas (implícitas y explícitas) y comportamientos sobre las que se basan las relaciones monetarias y financieras de los países.

II. Evolución reciente de la economía global

Los efectos de la crisis *subprime*, que impactaron con toda su fuerza en el último trimestre de 2008, continuaron reflejándose en los indicadores de actividad de 2009.² Así, la economía mundial cayó 0,6% durante el año pasado, luego de crecer 3% en 2008, lo que significó la mayor recesión desde la posguerra. Este desempeño fue explicado principalmente por las economías desarrolladas, que luego del expandirse 0,5% en 2008 cayeron 3,2% en 2009.³ Las economías emergentes también se vieron afectadas por la crisis, aunque en menor medida, y mostraron una desaceleración en sus tasas de crecimiento de +6,1% en 2008 a +2,5% en 2009. Sin embargo, algunas de estas economías mantuvieron niveles elevados de crecimiento, como China, India y algunos países del Sudeste Asiático, lo que ayudó a sostener la actividad económica mundial. Este contexto recesivo se combinó con una caída de las tasas de inflación en los países emergentes (de 9,3% en 2008 a 5,2% en 2009), con un escenario deflacionario en los países desarrollados (la inflación pasó de 3,4% en 2008 a 0,1% en 2009) y con un deterioro de los mercados de trabajo, en particular en las economías desarrolladas, en las cuales las tasas de desempleo tocaron máximos de varios años.

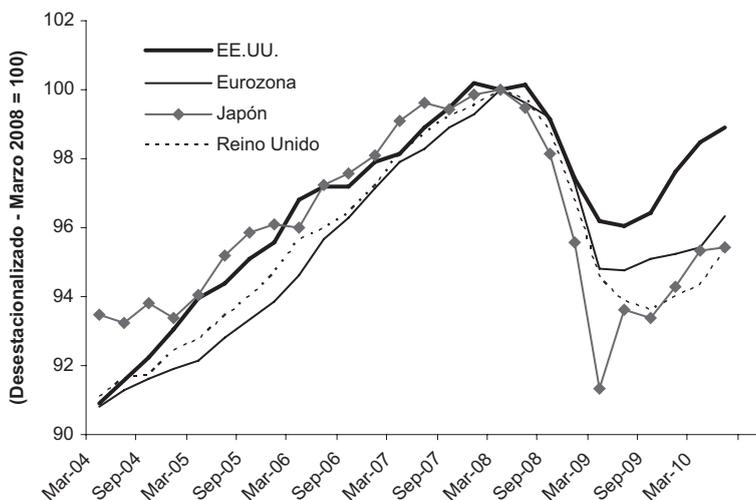
En los países avanzados, las medidas expansivas monetarias y fiscales, las garantías y los aportes de capital otorgados por los gobiernos a las instituciones financieras y la ausencia de nuevos *shocks* negativos permitieron mejorar las condiciones financieras notablemente, con caídas en los *spreads* interbancarios, de la deuda pública y de la deuda corporativa, y con una recuperación de los mercados de valores, aunque en todos los casos sin alcanzar los niveles previos a la crisis. A pesar de las mejoras en los mercados financieros, el crédito se mantuvo estancado, reflejando los procesos de desendeudamiento de los agentes económicos y de saneamiento de los bancos.

En este contexto, la actividad económica comenzó a recuperarse a partir del segundo trimestre de 2009 (ver Gráfico 1). Sin embargo, las velocidades de recuperación no fueron homogéneas entre el subgrupo de economías desarrolladas. Así, Estados Unidos y Japón presentaron tasas de crecimiento mayores

² Para una descripción de la crisis *subprime* y sus implicancias, ver los trabajos incluidos en "Apuntes de la crisis global", Ensayos Económicos, N° 53-54, enero-junio de 2009.

³ Fuente de los datos de crecimiento e inflación: World Economic Outlook, FMI, julio de 2010.

Gráfico 1 / PIB real en países desarrollados

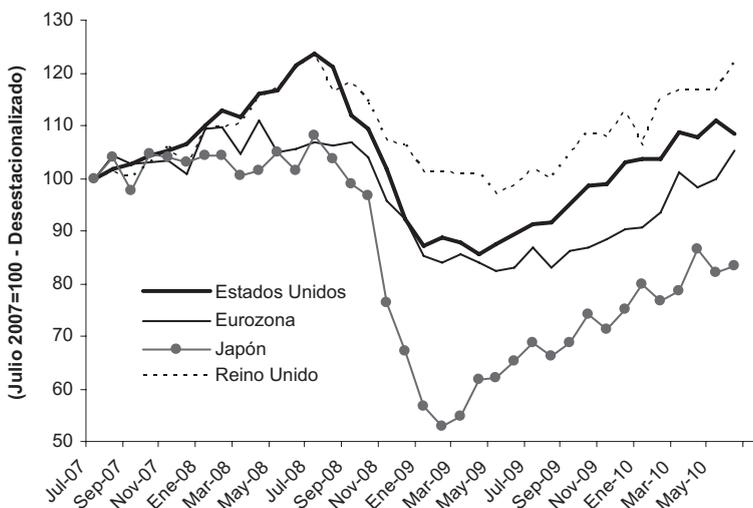


Fuente: BEA, BCE, SNA Japón y UK National Statistics.

que los países europeos, aunque todavía no lograron alcanzar los picos de actividad de mediados de 2008. Los flujos del comercio internacional también comenzaron a normalizarse a partir del segundo trimestre de 2009, pero manteniéndose todavía por debajo de los niveles máximos de mediados de 2008 (ver Gráfico 2).

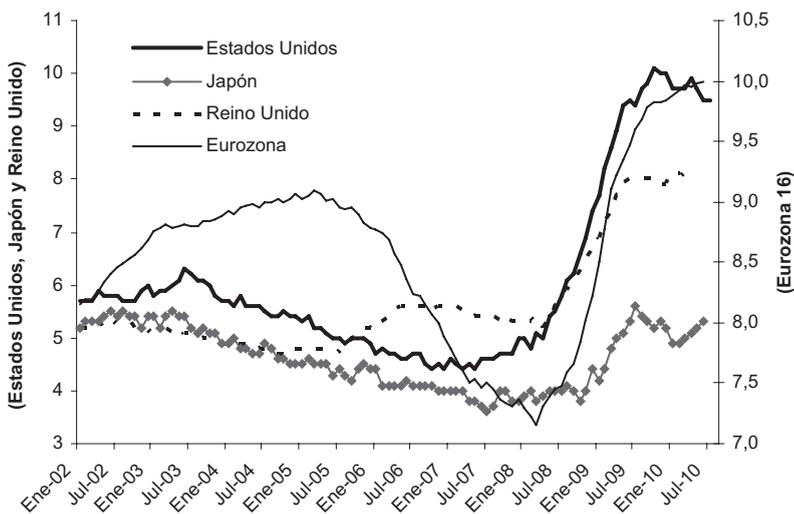
Los mercados de trabajo frenaron su deterioro recién hacia principios de 2010, quedando las tasas de desempleo estancadas en niveles elevados (ver Gráfico 3). Por su parte, las tasas de inflación se incrementaron luego de tocar niveles mínimos a mediados de 2009 (mostrando incluso deflación en algunos meses, principalmente en Japón), impulsadas por la recuperación de los precios de la energía y de los alimentos (ver Gráfico 4). Sin embargo, las tasas de inflación núcleo (sin alimentos ni energía) permanecieron en niveles extremadamente bajos (1% en Estados Unidos y la Eurozona y -1,6% en Japón en los primeros meses de 2010), sin mostrar señales de que la reactivación de la economía haya comenzado a generar todavía presiones en los precios domésticos y de que hayan disminuido los riesgos de un escenario de deflación.

Gráfico 2 / Exportaciones de países desarrollados (valores nominales)



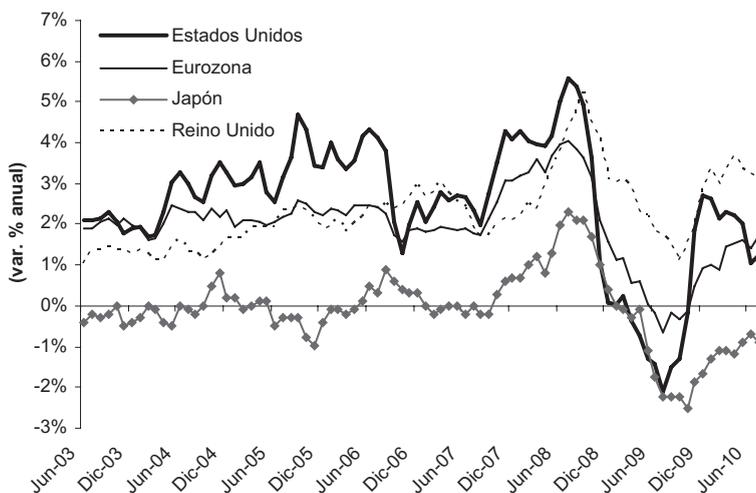
Fuente: BEA, BCE, Min. Economía Japón y UK National Statistics.

Gráfico 3 / Tasa de desempleo en países desarrollados (en %)



Fuente: BLS, BCE, Statistics Bureau Japón y UK National Statistics.

Gráfico 4 / Precios al consumidor en países desarrollados



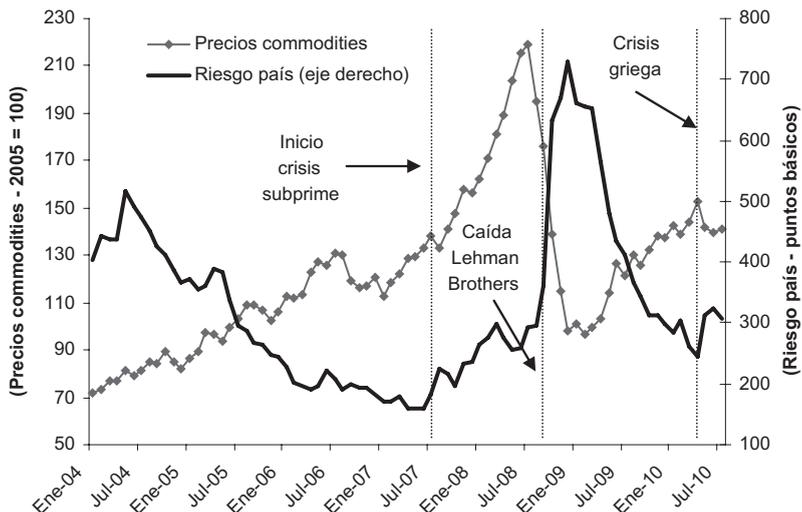
Fuente: BLS, BCE, Statistics Bureau Japón y UK National Statistics.

La normalización de las condiciones financieras en el mundo desarrollado a partir del primer trimestre de 2009 alentó una vuelta de los capitales hacia los países emergentes, aunque con menor intensidad que en el período previo a la crisis, lo que se reflejó en una caída del riesgo país (el EMBI+ pasó de 700 a 300 puntos básicos entre marzo de 2009 y principios de 2010) y en un aumento de los precios de los activos emergentes (ver Gráfico 5). La contracara del mayor apetito por el riesgo fue la recuperación de los retornos de los bonos del Tesoro norteamericano, habitual refugio de los inversores en los momentos de turbulencias financieras. La vuelta a los activos emergentes no sólo permitió la mejora de los precios de bonos y acciones (aunque sin volver a los máximos registrados antes de la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008), sino que también derivó en presiones apreciatorias sobre sus monedas, con distintos grados de intervención de los bancos centrales emergentes en los mercados cambiarios para contenerlas.

Por su parte, los precios de los *commodities* volvieron a recuperarse a partir del primer trimestre de 2009, luego de la fuerte baja generada por el recrudecimiento de la crisis financiera en septiembre de 2008. Así, luego de caer cerca de 60% hasta febrero de 2009, mostraron un incremento del 45% hasta julio de 2010. Si bien todos los principales rubros han mostrado una dinámica similar, las velocidades

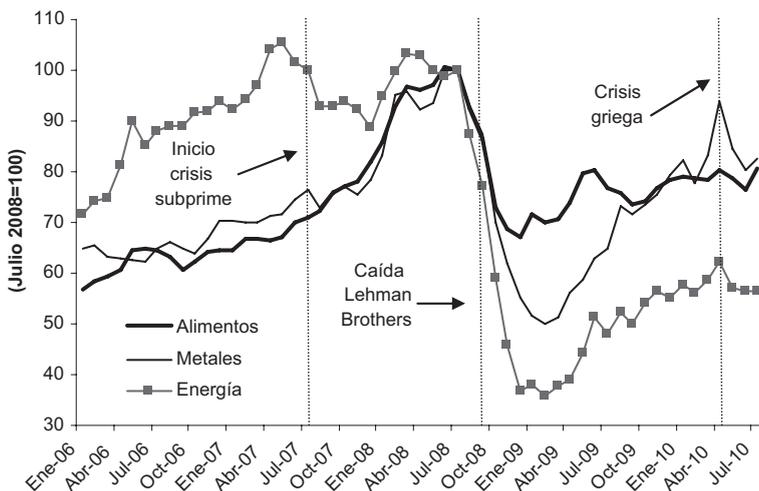
de caída y aumento han sido distintas: los metales y los combustibles han mostrado una mayor volatilidad que los alimentos (ver gráficos 5 y 6).

Gráfico 5 / Precios de *commodities* y riesgo país de países emergentes



Fuente: en base a datos de FMI y JPMorgan.

Gráficos 6 / Precios de *commodities* por principales rubros



Fuente: en base a datos de FMI.

En este contexto, las economías emergentes continuaron presentando un mejor desempeño que las desarrolladas. Además de no haber sido el centro de la crisis financiera, con lo cual no fueron fuertemente afectadas por procesos de desendeudamiento hacia senderos más sostenibles de deuda, en varios casos han podido aplicar políticas anticíclicas para atenuar los *shocks* negativos generados por las turbulencias financieras. La región con mayor dinamismo es Asia emergente, seguida por Medio Oriente (ante la recuperación del precio del petróleo), luego Latinoamérica y, finalmente, Europa emergente. Así, la perspectiva de crecimiento para estos países en 2010 se ubica en 6,8% contra un 2,6% pronosticado para las economías desarrolladas.⁴

Los efectos de la crisis sobre la macroeconomía mundial han contribuido a generar una reducción de los desbalances globales. En este sentido, el superávit de cuenta corriente de China cayó de 9,5% del PIB en 2008 a 5,75% del PIB en 2009, reflejando la reducción del comercio de bienes industriales y el incremento del gasto público, mientras que el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos cayó de 5% del PIB a 3% del PIB en el mismo lapso, ante la retracción del consumo doméstico y la inversión. Al mismo tiempo, la caída del precio del petróleo redujo el superávit de cuenta corriente de las economías de Medio Oriente. Sin embargo, estas correcciones en los desequilibrios globales tienen un componente transitorio dado por la fase descendente del ciclo económico mundial. En este sentido, la recuperación de los precios de los *commodities* y una eventual consolidación de la mejora de la actividad económica en Estados Unidos pueden derivar en una reversión de la corrección observada hasta ahora. El reciente anuncio de la autoridad monetaria de China sobre la flexibilización del régimen cambiario apunta a una solución más estructural de estos desequilibrios, sin embargo, su implementación será gradual, con lo cual no se espera que contribuya en el corto plazo.

La magnitud de la crisis *subprime* llevó a una reacción sin precedentes de los gobiernos de los países desarrollados en materia de medidas de política económica. Estas medidas se destacaron por su tipo, por su magnitud y también por el grado de coordinación de los países, y apuntaron, en un primer momento a contener, la debacle financiera y luego a estimular una recuperación de la actividad económica. La reacción de la política económica no logró evitar la crisis, pero claramente le puso un piso a la caída y permitió el inicio de la recuperación. Por el momento,

⁴ Fuente: WEO, FMI, julio 2010.

esta dinámica parece diferir de la observada durante la crisis del '30, en la cual la respuesta de la política económica fue más lenta y de menor magnitud.⁵ De todas formas, el aumento del riesgo de un escenario de estancamiento de la actividad en los países desarrollados está condicionando las discusiones de política económica acerca de la conveniencia de mantener las medidas expansivas o de avanzar con las “estrategias de salida”, como veremos en la siguiente sección.

III. Dilemas de política económica: ¿continuar las medidas expansivas o avanzar en las “estrategias de salida”?

La incipiente recuperación de la actividad económica global comenzó a despertar entre los hacedores de política la discusión sobre las “estrategias de salida”. Es decir, a cómo desarmar las medidas expansivas sin precedentes utilizadas para paliar los efectos recesivos de la crisis financiera. En este contexto, la respuesta a las preguntas sobre en qué momento y en qué magnitud retirar los impulsos monetario y fiscal plantea un difícil dilema entre salir demasiado temprano y abortar la recuperación económica o salir demasiado tarde con elevados niveles de inflación y/o problemas de sostenibilidad fiscal. A pesar de la mejora de la actividad económica global, el riesgo de un escenario de estancamiento con deflación no se ha disipado, lo que hasta el momento está inclinando la balanza hacia el mantenimiento de las medidas expansivas, salvo en Europa, donde la crisis griega obligó a una anticipada reversión de la expansión fiscal en algunos países (como veremos más adelante).

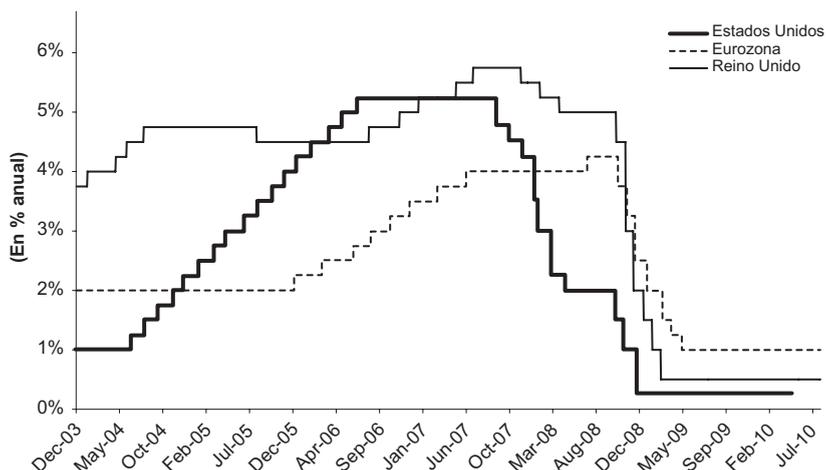
En lo que respecta a la política monetaria, en los últimos meses los principales bancos centrales de los países desarrollados (la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra) mantuvieron sus tasas de referencia en los niveles cercanos a cero, mínimos históricos alcanzados como consecuencia de la crisis financiera (ver Gráfico 7).⁶ No obstante, dentro del grupo de países desarrollados, Australia, Canadá, Corea, Israel, Nueva Zelanda y Suecia incrementaron en los últimos meses sus tasas de interés de referencia. Al mismo tiempo, la

⁵ Ver B. Eichengreen, “A tale of two depressions: What do the new data tell us?”, febrero de 2010, <http://voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

⁶ Japón también mantuvo su tasa de interés de política sin cambios en 0,1%, aunque el caso japonés es especial puesto que su tasa de interés de política ya se encontraba en niveles excepcionalmente bajos antes del comienzo de la crisis.

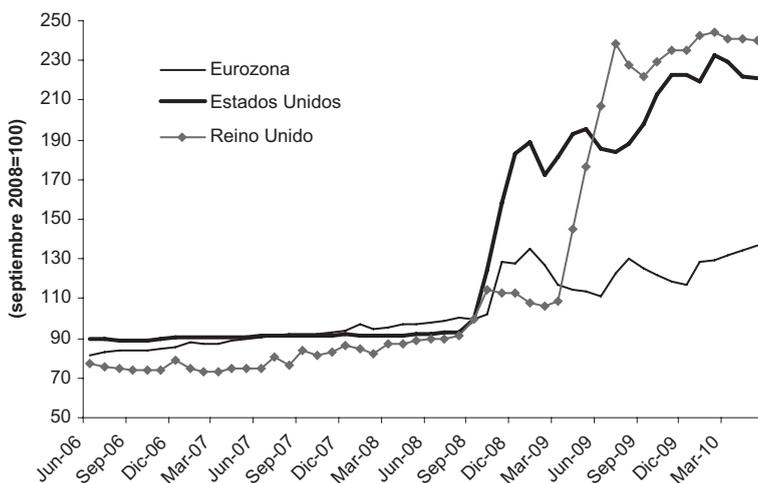
base monetaria en las principales economías desarrolladas se mantuvo en torno a los máximos niveles generados por el *quantitative/ credit easing* que utilizaron los bancos centrales para resolver los problemas de liquidez/solvencia de los mercados financieros (ver Gráfico 8).

Gráfico 7 / Tasas de interés de referencia de países desarrollados



Fuente: Reserva Federal, el BCE y el BOE.

Gráfico 8 / Expansión de la base monetaria en países desarrollados



Fuente: en base a datos de la Reserva Federal, Banco de Inglaterra y BCE.

En Estados Unidos y en la Eurozona, los bancos centrales habían comenzado a poner en práctica los mecanismos de salida de la expansión monetaria realizada, sin embargo, luego revirtieron su postura cuando aparecieron ciertas dudas sobre la solidez de la recuperación del nivel de actividad, en el caso de EE.UU., y los temores respecto de las consecuencias de la crisis griega, en el caso de Europa. Por otra parte, las expectativas inflacionarias ancladas y los elevados niveles de desempleo y de capacidad instalada ociosa les otorgan a las autoridades monetarias margen de maniobra para mantener el sesgo expansivo de la política. Así, no hubo hasta el momento una esterilización de la expansión realizada de la base monetaria, aunque en algunos casos sí se observaron algunos cambios en el portafolio de activos o en los instrumentos utilizados hacia una gradual normalización de los balances de los bancos centrales (como la vuelta a una mayor participación de los títulos públicos en sus activos).⁷

En el caso de las economías emergentes, si bien la inflación se mantiene en niveles bajos, la recuperación de la actividad económica y de los precios de los *commodities* ha iniciado presiones sobre los precios en algunos países. Es por ello que algunos bancos centrales emergentes han comenzado a incrementar sus tasas de interés de referencia, como los de Brasil, India, Chile y Perú. En el caso de China, a pesar de la baja tasa de inflación minorista, el fuerte aumento observado en los valores inmobiliarios llevó al banco central a incrementar el encaje bancario con el fin de contener dicha dinámica.

En lo que respecta a los mercados cambiarios, las principales monedas mundiales, como el dólar, el euro y la libra esterlina, operaron en condiciones de plena flexibilidad. Sin embargo, algunos países desarrollados decidieron intervenir en el mercado para contener la apreciación de sus monedas frente al dólar, destacándose el caso de Japón, que vendió a mediados de septiembre de este año yenes por un equivalente a US\$ 23.600 millones (la primera intervención en seis años). Más extendida fue la operatoria de los bancos centrales emergentes para frenar la tendencia apreciatoria de sus monedas, comprando dólares en el mercado cambiario e incrementando sus reservas internacionales, donde sobresale notoriamente el caso de China. Estos intentos de evitar la fortaleza de la moneda

⁷ Si bien no se implementaron hasta el momento políticas amplias de esterilización de la liquidez generada por las políticas expansivas no convencionales, no debe confundirse esto, con la expansión completamente esterilizada llevada a cabo por el Banco Central Europeo mediante el *Securities Markets Programme* (ver más adelante).

doméstica ponen de relieve el tema de las depreciaciones competitivas, cuestión que todavía no se ha extendido abiertamente a las principales monedas desarrolladas (salvo la reciente intervención japonesa), pero que podría generar tensiones cambiarias significativas si se diera un escenario de mayor debilidad en el crecimiento económico en los países avanzados.

Por el lado de la política fiscal, que se utilizó ampliamente ante las dificultades generadas por la crisis en los canales de transmisión de la política monetaria, las medidas expansivas, la ayuda otorgada al sistema financiero y los estabilizadores automáticos generaron un deterioro de las cuentas públicas y un notable incremento de los ratios de deuda a PIB en las economías desarrolladas. Así, el resultado financiero de este grupo de economías pasó de un déficit de 1,1% del PIB en 2007 a uno de 8,8% del PIB en 2009 (principalmente explicado por el aumento del gasto y, en menor medida, por la caída de los ingresos), en tanto la deuda pública se incrementó de 72,9% del PIB a 90,6% del PIB en el mismo lapso (los pronósticos para 2010 indican que el desequilibrio fiscal se mantendrá elevado y el ratio de deuda a PIB continuará creciendo hasta alcanzar cerca de 98% del PIB para el promedio de países desarrollados).⁸ La dinámica de la deuda se debió principalmente al aumento del déficit fiscal y a la ayuda directa de los Tesoros a sus sistemas financieros, aunque también por efecto de la caída en el PIB. Los mayores incrementos del desequilibrio fiscal y del peso de la deuda se dieron en Estados Unidos, Reino Unido, Japón, España, Islandia, Irlanda y Grecia. Por su parte, el deterioro de las cuentas públicas fue mucho más leve en las economías emergentes debido al menor impacto de la crisis sobre el nivel de actividad y, en muchos casos, al menor espacio fiscal para tomar medidas, en tanto, los ratios de deuda a PIB prácticamente no variaron en promedio (ver Tabla 1 y Gráficos 9 y 10).

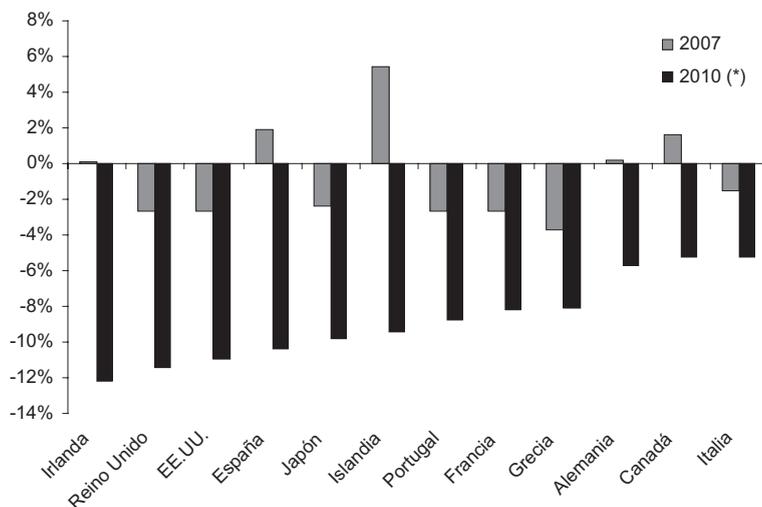
⁸ Fuente: "Fiscal Monitor", FMI, mayo de 2010.

Tabla 1 / Situación fiscal en países desarrollados y emergentes (en % del PIB)

	2007	2008	Var. 08-07	2009	Var. 09-07	2010 (*)	Var. 10-07
AVANZADOS							
Ingresos públicos	37.4%	36.5%	-0.9%	35.1%	-2.3%	34.9%	-2.5%
Gasto público	38.4%	40.1%	1.7%	43.9%	5.5%	43.2%	4.8%
Resultado fiscal	-1.1%	-3.7%	-2.6%	-8.8%	-7.7%	-8.4%	-7.3%
Resultado primario	0.7%	-1.9%	-2.6%	-7.1%	-7.8%	-6.5%	-7.2%
Resultado primario ajustado	0.1%	-1.6%	-1.7%	-4.3%	-4.4%	-4.8%	-4.9%
Deuda bruta	72.9%	78.7%	5.8%	90.6%	17.7%	97.8%	24.9%
EMERGENTES							
Ingresos públicos	26.4%	26.5%	0.1%	25.2%	-1.2%	25.5%	-0.9%
Gasto público	26.4%	27.1%	0.7%	30.0%	3.6%	29.4%	3.0%
Resultado fiscal	0.0%	-0.6%	-0.6%	-4.9%	-4.9%	-3.9%	-3.9%
Resultado primario	2.2%	1.5%	-0.7%	-2.7%	-4.9%	-1.7%	-3.9%
Resultado primario ajustado	1.7%	0.3%	-1.4%	-2.0%	-3.7%	-1.5%	-3.2%
Deuda bruta	36.9%	35.2%	-1.7%	38.0%	1.1%	38.0%	1.1%

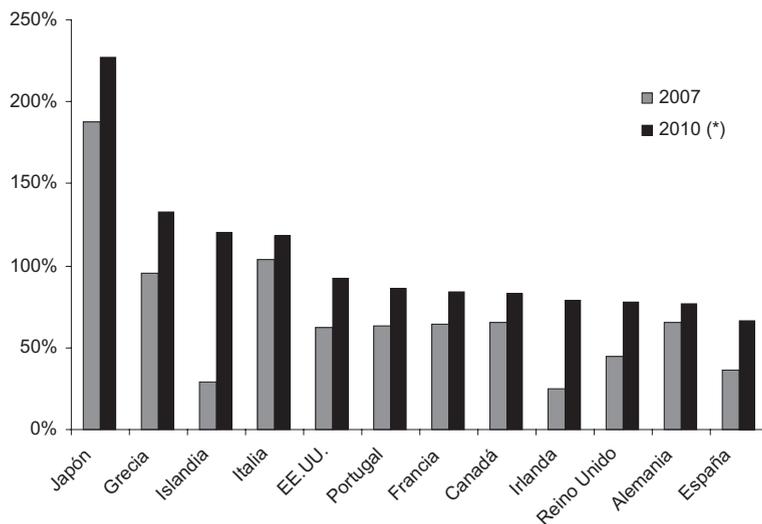
Fuente: Fiscal Monitor, FMI, mayo 2010. (*) estimado.

Gráfico 9 / Resultado fiscal del gobierno general en economías desarrolladas (2007 y 2010, en % del PIB)



Fuente: Fiscal Monitor, FMI, mayo 2010. (*) estimado.

Gráfico 10 / Deuda bruta del gobierno general en economías desarrolladas (2007 y 2010, en % del PIB)



Fuente: Fiscal Monitor, FMI, mayo 2010. (*) estimado.

La ayuda directa otorgada por los gobiernos a los sistemas financieros en las economías avanzadas, bajo la forma de aportes de capital y compras de activos/préstamos, fue de 3,5% del PIB.⁹ La normalización de las condiciones financieras ha permitido el inicio del recupero de dichos recursos, que hasta el momento alcanzó 0,8% del PIB a través de la recompra de acciones y vía dividendos (que principalmente se ha dado en Francia, Reino Unido y Estados Unidos). Esto implica una tasa de recupero del 22% de la ayuda otorgada, siendo el valor histórico para crisis en países desarrollados del 55% (para un plazo de 5 a 7 años).

Al mismo tiempo, parte del deterioro fiscal tiene un componente transitorio basado en el efecto del ciclo económico sobre las cuentas públicas, el cual explicó cerca de un 44% del deterioro del resultado primario entre 2007 y 2009. En este sentido, el FMI proyecta que el efecto negativo del ciclo se eliminaría en 2014 (el resultado primario coincidiría con el cíclicamente ajustado). Sin embargo, en dicho escenario los países desarrollados aún registrarían un déficit primario de 1,7% del PIB en promedio. Es más, para que dichas economías vuelvan a mostrar ratios de deuda bruta a PIB en niveles precrisis (60% del PIB) hacia 2030, se requeriría un esfuerzo fiscal considerable, estimado en una mejora del resultado primario cíclicamente ajustado de 8,7 puntos del PIB, desde el déficit de 4,9% previsto para 2010 a un superávit de 3,8% del PIB en 2020.

La urgencia por evitar el colapso del sistema económico y los problemas generados por la crisis en los canales de transmisión de la política monetaria llevaron a los gobiernos a decidir las expansiones fiscales. Por otro lado, se confiaba en que los niveles de credibilidad de los gobiernos afectados evitaría, al menos en el corto plazo, crear incertidumbre sobre la salud de las cuentas públicas. Sin embargo, las dificultades fiscales de la economía griega, que se desataron a principios de 2010, iniciaron una cadena de dudas sobre la sostenibilidad fiscal en varios países de la Eurozona. Al mismo tiempo, los desequilibrios externos de esas economías en un contexto de moneda única generaron dudas sobre su sostenibilidad externa, y hasta alimentaron temores de que alguna de ellas saliera de la unión monetaria. Como veremos en la siguiente sección, estas dificultades adelantaron el anuncio e implementación de planes de consolidación fiscal, lo que abrió un interrogante acerca de la continuidad de la recuperación de la actividad económica de la región, y también sobre la continuidad de la recuperación global.

⁹ El costo "potencial" de las medidas anunciadas de inyección de capital y compras de activos se estima en 6,2% del PIB de 2009 (fuente: Fiscal Monitor, FMI, mayo 2010).

IV. La crisis griega y su impacto en la Eurozona

En Europa, los límites a la expansión fiscal comenzaron a hacerse evidentes en algunos países hacia fines de 2009 con la aparición de la crisis en Grecia. Las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda griega se transmitieron a los mercados de deuda soberana de varios de los países de la región y hasta llegaron a generar incertidumbre sobre la continuidad de algunos países en la unión monetaria.

Siguiendo el deterioro de los indicadores fiscales generado por la crisis financiera internacional y por las medidas de estímulo, en diciembre del año pasado surgió la primera señal de volatilidad financiera con la rebaja de la calificación de la deuda griega a BBB+ por parte de la agencia Fitch Ratings (era la primera vez en 10 años que se la ubicaba debajo del nivel A), quedando con la peor calificación de la Eurozona. Luego Moody's redujo la calificación de la deuda griega de A1 a A2 (la Tabla 2 muestra el cambio de calificación de los países más afectados entre octubre de 2009 y julio de 2010).

La situación empeoró a mediados de enero de 2010 cuando se conoció, a través de una denuncia de la Comisión Europea, que los datos fiscales de Grecia de los últimos años no reflejaban correctamente la realidad. Los valores de déficit fiscal y deuda pública estaban muy por debajo de los reales: el déficit fiscal informado para 2008 de 5% del PIB era en realidad de 7,7% del PIB, en tanto el estimado oficialmente para 2009 de 3,7% del PIB era en realidad de 12,6% del PIB. El gobierno griego respondió en varias oportunidades con anuncios de recortes fiscales que no terminaron de convencer a los mercados y que no lograron reducir los *spreads* de la deuda pública.

Tabla 2 / Calificaciones de deuda pública de largo plazo

	Moody's			S&P			Fitch		
	Oct-09	Jul-10	Cambio (grados)	Oct-09	Jul-10	Cambio (grados)	Oct-09	Jul-10	Cambio (grados)
Grecia	A1	Ba1	-6	BBB+	BB+	-3	A-	BBB-	-3
Portugal	Aa2	A1	-2	A+	A-	-2	AA	AA-	-1
Irlanda	Aa1	Aa2	-1	AA	AA	0	AA-	AA-	0
España	Aaa	Aaa	0	AA+	AA	-1	AAA	AA+	-1

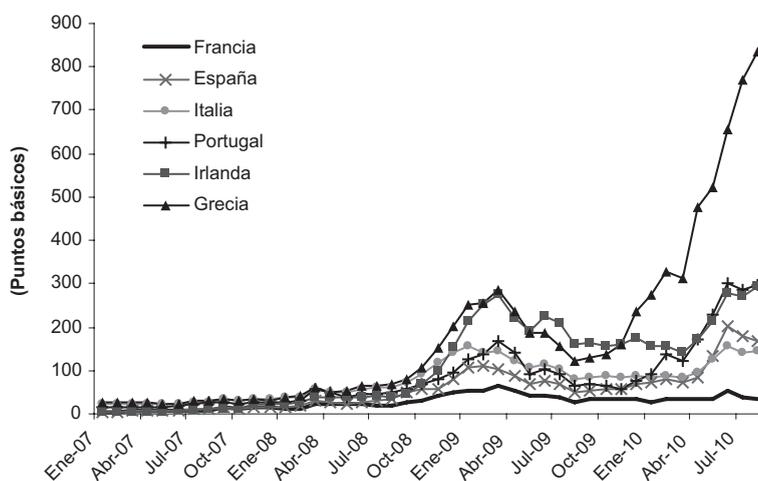
Grado de inversión: Fitch y S&P: hasta BBB- Moody's: hasta Baa3.

En febrero, la Eurozona anunció que ayudaría a Grecia de manera coordinada y determinada si dicho país implementaba medidas para reducir el déficit fiscal, en tanto a fines de marzo se establecieron los principios para el eventual diseño de un mecanismo de financiación de préstamos bilaterales de los estados miembros de la región junto con el FMI. La demora en la definición de los detalles de la ayuda a Grecia y del mecanismo de préstamos bilaterales contribuyó con la persistencia de la incertidumbre en los mercados financieros. Así, durante abril se produjo una nueva ronda de reducción de calificaciones de la deuda griega (Fitch a BBB-, Standard & Poor's a grado especulativo al llevarla a BB+ y Moody's a A3). Luego se conoció el resultado final del análisis de las estadísticas fiscales griegas por parte de la Comisión Europea. Así, Eurostat anunció que el déficit fiscal correctamente calculado para 2009 había sido de 13,6% del PIB (mayor al estimado a principios de 2010).

A mediados de abril, finalmente la Eurozona realizó anuncios concretos con un primer paquete de ayuda a Grecia por 30.000 millones de euros, junto a 15.000 millones de euros por parte del FMI, para renovar los vencimientos del siguiente año, a la vez que el gobierno griego decidió utilizar el paquete ofrecido debido al aumento de las tasas de interés que solicitaba el mercado en las sucesivas renovaciones de los vencimientos de capital (cercasas al 10% anual).

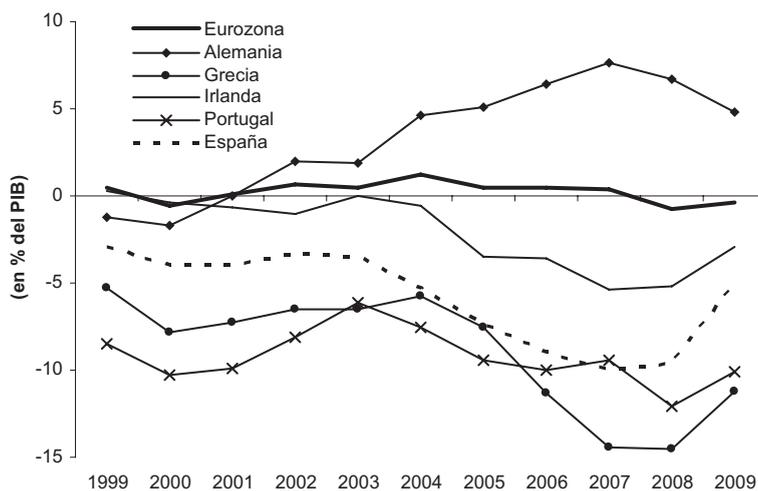
Sin embargo, la volatilidad en los mercados de capitales europeos empeoró, al punto que comenzó a contagiar a otros países de la región con características similares al caso griego, (por situación fiscal débil o por problemas de competitividad) como España, Portugal e Irlanda, lo que se reflejó en los *spreads* de los bonos públicos de estos países frente al título alemán (ver Gráfico 11). Las similitudes entre las economías más afectadas se concentraban en sus elevados niveles de deterioro de las cuentas públicas (ver Gráfico 9). Pero también compartían el hecho de tener abultados déficits de cuenta corriente (ver Gráfico 12). Estos desequilibrios externos reflejaban las distorsiones en los precios relativos que se habían acumulado en los últimos años por los niveles de inflación superiores al promedio de la región en un contexto de tipo de cambio fijo intrazona. Así, los tipos de cambio reales multilaterales de Grecia, España, Portugal e Irlanda mostraban en 2009 una apreciación frente a Alemania de entre 10% y 25% (ver Gráfico 13).

Gráfico 11 / Spreads de países seleccionados de la Eurozona respecto al bono del Tesoro alemán a 10 años



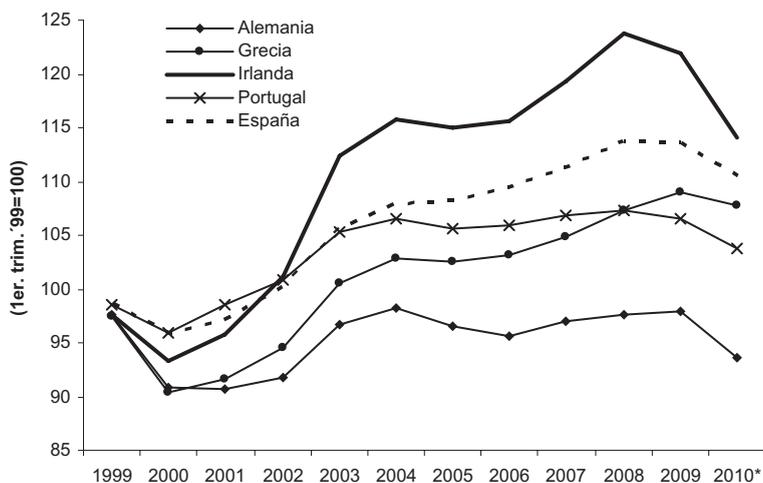
Fuente: BCE.

Gráfico 12 / Balanza de cuenta corriente - Países seleccionados de la Eurozona (en % del PIB)



Fuente: FMI.

Gráfico 13 / Tipo de cambio real multilateral (con comercio intra y extrazona) - Países seleccionados de la Eurozona



(*) Primer semestre.

Fuente: Banco Central Europeo.

El contagio dentro de la región también operó a través del canal de la exposición de los bancos de cada país al riesgo soberano de los países sobre los que el mercado comenzaba a tener dudas de sostenibilidad fiscal, con el consecuente temor de que se generara una nueva crisis en el sistema financiero, el cual se estaba recuperando lentamente del impacto de la crisis *subprime*. Esto pudo apreciarse en la intensificación de la correlación de los *spreads* de los *CDS* de los bancos europeos con los de los *CDS* soberanos. Si bien se observaron algunas tensiones en los mercados interbancarios, éstas no alcanzaron los niveles de la crisis anterior. Al mismo tiempo se evidenció cierto vuelo a la calidad dentro de la Eurozona, que se reflejó en la caída de los retornos de los bonos públicos franceses y alemanes, en comparación a los aumentos de los retornos de los bonos de los países más afectados.

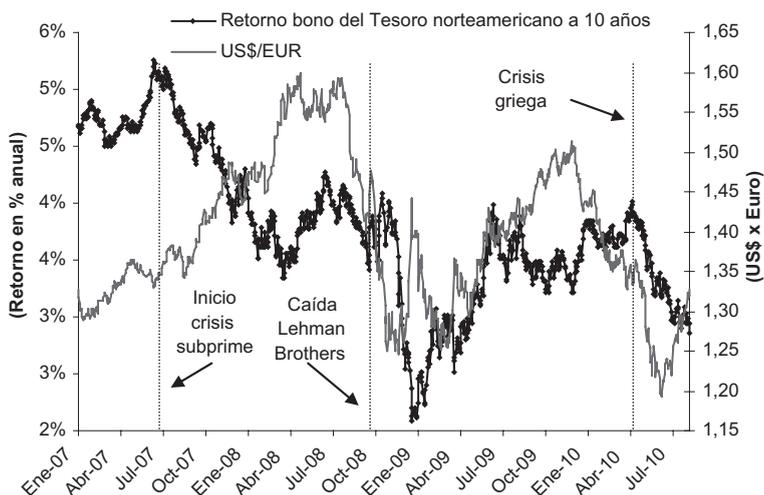
Por otra parte, las turbulencias en los mercados financieros europeos se transmitieron al resto del mundo. Así, se observó un aumento de la aversión al riesgo con caídas en los mercados accionarios y en los precios de los activos de los países emergentes, aunque en menor magnitud que en la crisis previa. La huida a la calidad se evidenció principalmente en la reducción de los retornos de los

bonos norteamericanos y en la apreciación del dólar, en particular frente al euro. Los temores de que algunos países abandonaran la unión monetaria ante las dificultades para resolver sus problemas de competitividad contribuyeron también a la caída de la moneda europea frente al dólar (ver Gráfico 14).

Ante la continuidad de la turbulencia financiera, a principios de mayo la Eurozona amplió la ayuda a Grecia mediante el anuncio de un paquete de 110 mil millones de euros para evitar el contagio a España y Portugal (80 mil millones de la región y 30 mil millones del FMI), con el compromiso del gobierno griego de llevar el déficit fiscal a 3% del PIB en 2014 (que implicaba un ajuste del déficit estructural de 10 puntos del PIB). Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) colaboró con las medidas para reducir el contagio de la crisis griega al resto de la región a través de la suspensión de la calificación mínima requerida para bonos públicos de Grecia en sus operaciones de provisión de liquidez.

A pesar de estos esfuerzos, se mantuvo la incertidumbre en los mercados financieros, especialmente en los europeos. Esto determinó que, entre el 7 y 10 de mayo, las autoridades económicas europeas tomaran una serie de medidas sin precedentes para calmar a los inversores:

Gráfico 14 / Retorno del bono del Tesoro norteamericano y tipo de cambio dólar/ euro



Fuente: en base a datos de mercado.

- **Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera:** destinado a ayudar a Estados miembros en dificultades financieras. Así, se estableció un monto de hasta 500 mil millones de euros, con dos sistemas. Por un lado, un fondo de estabilidad de hasta 60 mil millones de euros aportados por la Unión Europea y gestionado conjuntamente con el FMI, sujeto a condicionalidades; y por otro, la creación de un *Special Purpose Vehicle* (SPV) por hasta 440 mil millones de euros aportados por la Eurozona. A su vez, el FMI contribuyó con fondos adicionales por hasta 250 mil millones a través de sus líneas de crédito usuales, con lo cual el paquete completo ascendió a 750 mil millones de euros.

- **Pacto de consolidación fiscal:** los países acordaron tomar medidas adicionales de consolidación fiscal para alcanzar las metas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (déficits no mayores al 3% del PIB) de acuerdo a los procesos de déficit excesivo.¹⁰ En este sentido, además de Grecia, otros países anunciaron recortes adicionales de déficit: España (0,5% y 1% PIB en 2010 y 2011 respectivamente) y Portugal (1% en 2010).

- **Mejoras en la gobernanza de la Eurozona y reformas estructurales:** se decidió incrementar el monitoreo económico, incluyendo la atención a los niveles de deuda y competitividad; reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento endureciendo las sanciones por incumplimientos y coordinando las políticas fiscales en la Eurozona; y crear un marco más robusto para el manejo de crisis con condicionalidades en los términos del FMI y bajo el principio de que cada estado es responsable por sus cuentas públicas.

- **El BCE tomó medidas destinadas a restaurar el funcionamiento del mercado interbancario y de algunos mercados de deuda soberana** para evitar que surjan problemas en el sistema financiero que afecten el desempeño macroeconómico de la región. Para ello estableció un programa de intervención en los mercados de deuda pública y privada de la Eurozona (*Securities Markets Pro-*

¹⁰ La decisión sobre si un estado miembro presenta una situación de déficit excesivo depende del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN), el cual actúa por recomendación de la Comisión Europea. Para ello la Comisión evalúa la existencia de un déficit fiscal excesivo teniendo en cuenta todos los factores relevantes (como reformas, condiciones cíclicas, etc.) y el valor de referencia para déficits fiscales (no mayor al 3% del PIB), e informa a ECOFIN. Si llega a la conclusión de que un país miembro registra un déficit fiscal excesivo el Consejo realiza recomendaciones a dicho país para corregir la situación en un período determinado. Si dicho estado no cumple, el Consejo tiene la opción de imponer penalidades o multas o de sugerir al Banco de Inversión Europeo que reconsidere su política de préstamos hacia el país en cuestión.

gramme) para asegurar liquidez y reestablecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria; definió que dichas intervenciones serían esterilizadas para minimizar su efecto monetario; restableció las subastas con adjudicación plena y reactivó la línea *swap* con la Reserva Federal para la provisión de liquidez en dólares a corto plazo en la región.

Las medidas y los montos implicados en el programa, los ajustes fiscales anunciados y el accionar del BCE en los mercados de deuda permitieron aliviar la situación financiera y reducir el contagio de la crisis griega al sistema bancario y a otras economías. Así, se recuperaron los mercados de acciones, cayeron los *spreads* soberanos y el euro se apreció, aunque en todos los casos sin llegar a recuperar los niveles previos al surgimiento de la crisis griega.

En este contexto, la corrección de los desequilibrios gemelos en los países afectados no está exenta de dificultades. Por un lado, el tipo de cambio fijo dificulta el ajuste externo vía cambio de precios relativos, aunque la depreciación que registró la moneda europea contribuyó en algo con el ajuste requerido, por lo menos con relación a los países extrazona. En este sentido, algunos países han anunciado medidas de “reforma estructural” para mejorar su competitividad vía precios internos. Sin embargo, este tipo de medidas suelen dar resultados en un horizonte de mediano plazo y pueden también encontrar resistencia social o política en su implementación (el ejemplo típico es el de la flexibilización laboral). Al mismo tiempo, el camino de la “deflación” doméstica para mejorar la posición externa de la economía puede atentar contra la sostenibilidad de los balances del sector público y privado a través del incremento del peso de la deuda.

Por otro lado, las medidas de ajuste fiscal destinadas a despejar las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública podrían afectar negativamente la incipiente recuperación que muestra la economía europea. Si bien las economías más grandes, como Alemania y Francia, tienen menos urgencias de corto plazo y podrían sostener la expansión fiscal, han decidido privilegiar las señales de sostenibilidad anunciando una consolidación fiscal de mediano plazo. Distinto es el caso de las economías más afectadas por las dudas sobre la sostenibilidad de sus deudas, las cuales debieron aplicar ajustes fiscales más drásticos para calmar las tensiones financieras, como Grecia y España. El tamaño de las economías que cuentan con mayor espacio fiscal (Francia y Alemania) y la menor velocidad del ajuste fiscal requerido pueden compensar en alguna medida el

efecto contractivo sobre la actividad económica de los ajustes implementados en las economías fiscalmente más comprometidas. Al mismo tiempo, consolidaciones fiscales creíbles pueden ayudar también a morigerar el impacto contractivo inicial de las medidas a través de su efecto positivo sobre la confianza de los agentes económicos, aunque este efecto parece limitado con el sector privado en un proceso de desendeudamiento.

De todas formas, la región pasó a contar con un menor espacio fiscal que antes de la crisis de Grecia para estimular la actividad económica en el caso de un escenario de débil crecimiento o recesión. Esto deriva en una mayor responsabilidad de la política monetaria para estabilizar el ciclo económico, lo que puede dar lugar a situaciones donde la necesidad de estimular la actividad económica o de evitar el colapso del sistema financiero se vea limitada por chocar con el mandato de estabilidad de precios del BCE o con la ineffectividad de la política monetaria por una situación de “trampa de la liquidez” (lo que en la crisis *subprime* llevó a utilizar la política fiscal). Estos límites en la implementación de las políticas macroeconómicas, en un contexto de debilidad del consumo y la inversión por el proceso de desendeudamiento del sector privado, incrementan los riesgos de que Europa pueda caer en un período de estancamiento deflacionario, que a su vez impacte en el desempeño de la economía mundial.

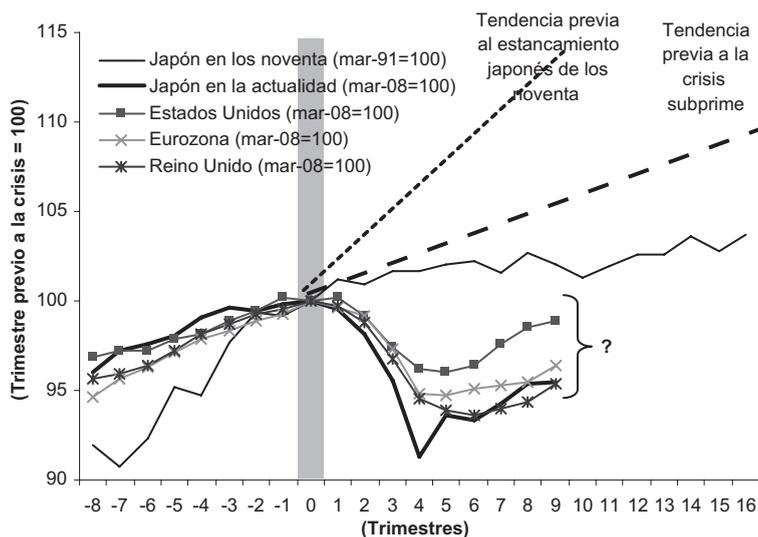
Al mismo tiempo, indicadores económicos recientes generaron algunas dudas acerca de la fortaleza de la recuperación de la economía norteamericana, lo que también reavivó los temores de un escenario de estancamiento o, incluso, de una nueva recesión. Sin embargo, Estados Unidos parece contar todavía con mayores grados de libertad, tanto en la política fiscal como en la monetaria, para evitar dicho escenario debido al papel del dólar como reserva de valor mundial, a la preferencia por los bonos del Tesoro como lugar de refugio de los inversores en tiempos de crisis y a la mayor flexibilidad de la Reserva Federal para implementar la política monetaria.

En este contexto no queda claro todavía cómo continuará evolucionando la actividad económica en los países desarrollados en los próximos trimestres. Si bien el escenario base de las proyecciones del FMI muestra tasas de crecimiento positivas para 2010 y 2011 (superiores al 2% anual), se han incrementado los riesgos de los escenarios negativos, como podría ser un estancamiento al estilo Japón en los noventa o incluso una nueva recesión (*double dip recession*). Por su parte, los pronósticos para las economías emergentes y en desarrollo son más

favorables, con tasas de crecimiento esperadas superiores al 6% anual en 2010 y 2011, aunque cabe preguntarse si podrían llegar a desacoplarse en un escenario en el que finalmente se debilite el crecimiento de las economías más avanzadas. Más allá de las posibilidades individuales que tenga cada una de las economías más grandes para evitar escenarios desfavorables, un tema relevante para la sostenibilidad de la recuperación global es el de la coordinación de políticas, de manera tal de potenciar los esfuerzos individuales de cada país y de evitar recuperaciones a “expensas del vecino”. Como se verá en la siguiente sección, el marco de coordinación de políticas que se busca implementar en el ámbito del G-20 es una iniciativa que trata de lidiar con esta cuestión.

También se abre un interrogante acerca de cómo quedará la tendencia de crecimiento de largo plazo de las economías desarrolladas luego de la crisis (ver el Gráfico 15). En este sentido, uno de los aspectos que influirá en el nuevo patrón de crecimiento será el cambio que sufra el sistema financiero internacional como consecuencia de la reforma financiera que también está llevando a cabo el G-20, tema que se explicará en la siguiente sección.

Gráfico 15 / ¿Cuál será el perfil del crecimiento de los países desarrollados? (PIB real desestacionalizado)



V. Avances en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional

La magnitud de la crisis financiera internacional iniciada en Estados Unidos a mediados de 2007 generó una fuerte iniciativa de coordinación de políticas a nivel global. En este contexto el G20 se convirtió en el ámbito de discusión y acción más relevante frente a la crisis, lo que resultó una novedad respecto a eventos similares del pasado, ya que por primera vez los países emergentes tuvieron la oportunidad de participar en el debate y en la toma de decisiones.¹¹

Este grupo concentró su trabajo en dos áreas: primero, en la coordinación de las políticas macroeconómicas para salir de la crisis y, segundo, en la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) para lograr un sistema financiero más estable y menos proclive a la generación de crisis. Este último punto se dividió a su vez en dos grandes temas: la reforma de las organizaciones multi-laterales de crédito y supervisión, y la reforma de las regulaciones financieras.

La primera reunión de presidentes del G20 para encarar estos temas se realizó en Washington en noviembre de 2008, en la cual se definió una amplia y detallada agenda con las cuestiones que los distintos grupos de trabajo debían resolver y acordar en el corto y mediano plazo. Luego se realizaron más reuniones de líderes del G20: en Londres en abril de 2009, en Pittsburgh en septiembre de 2009 y en Toronto en junio de 2010. A continuación trataremos los principales avances de las negociaciones:

V.1. Coordinación de políticas macroeconómicas

Uno de los primeros temas que trató el G20 fue el de las medidas para detener el deterioro de las condiciones financieras, y reducir así su efecto recesivo sobre la actividad económica global. Así, los países del grupo se comprometieron a implementar políticas fiscales y monetarias expansivas de manera coordinada, incluyendo la utilización de instrumentos no convencionales de política monetaria.

¹¹ El Grupo de los Veinte (G-20) Ministros de Finanzas (o Economía) y Presidentes de Bancos Centrales se creó en 1999 para la discusión de temas clave de la economía mundial por parte de economías desarrolladas y emergentes de mayor tamaño. Incluye a los siguientes países/regiones: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, República de Corea, Rusia, Sudáfrica, Turquía y la Unión Europea. En conjunto estas economías representan el 90% del producto nacional mundial, el 80% del comercio mundial (incluyendo el comercio intra Unión Europea) y dos tercios de la población mundial.

Como señalamos previamente en esta nota, las medidas tomadas permitieron frenar la caída libre que experimentó el sistema financiero global luego del cierre de Lehman Brothers y, así, evitar una depresión de la economía real. Al mismo tiempo comenzó a tratarse el tema de las “estrategias de salida” de las medidas tomadas, para el cual el grupo se comprometió a sostener de manera coordinada las medidas expansivas hasta que la recuperación estuviera asegurada, pero buscando respetar en el largo plazo la sostenibilidad fiscal y la estabilidad de precios.

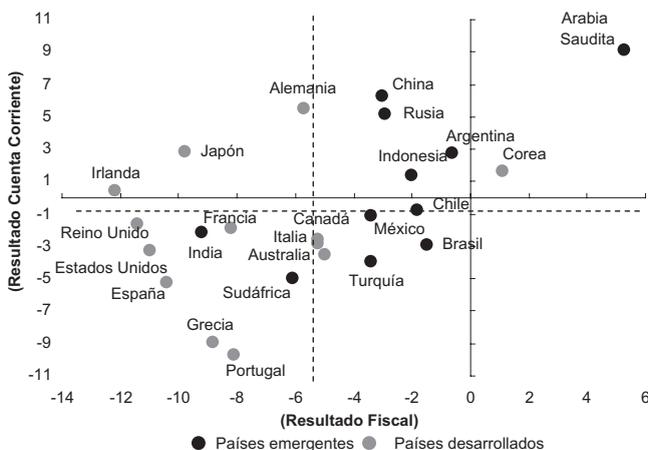
Más adelante, en la reunión de Pittsburgh, con el objetivo de crear una instancia de manejo macroeconómico coordinado a nivel global más permanente, se estableció el Marco de Crecimiento Global Sólido, Sostenible y Balanceado. Este marco significó el inicio de un proceso cooperativo de definición de los objetivos comunes perseguidos, de análisis mutuo de las políticas económicas de los países del grupo y de sus implicancias para la economía global, y de intercambio de información sobre las experiencias de los países en reformas estructurales, orientado a promover la adopción de medidas coordinadas que permitan un crecimiento sostenido y más balanceado de la economía mundial.

La primera etapa del proceso de análisis mutuo (*Mutual Assessment Process - MAP*) consistió en que cada miembro estableciera su marco de política de mediano plazo y presentara las perspectivas de su economía. Con dicha información el FMI generó un escenario base y escenarios alternativos de política, y el Banco Mundial analizó las implicancias de dichas políticas en el desarrollo y la reducción de la pobreza a nivel global. Otras organizaciones internacionales relevantes, como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Naciones Unidas y la Organización Internacional del Trabajo (OIT), también colaboraron en las tareas de análisis. En base a este trabajo se concluyó en una serie de recomendaciones a implementar por “grupos de países” con situaciones similares para mejorar el desempeño de la economía mundial: mantener el estímulo fiscal, pero anunciando para el mediano plazo planes de consolidación fiscal “procrecimiento” en los países avanzados; incrementar las redes de asistencia social, aumentar el gasto en infraestructura, estimular el desarrollo financiero e incrementar la flexibilidad cambiaria en algunos países emergentes; mantener una política monetaria acorde con la estabilidad de precios; rebalancear la demanda global con los países deficitarios tomando medidas para incrementar el ahorro nacional y con los países superavitarios tomando medidas para reducir su dependencia a las exportaciones y para incrementar las fuentes domésticas de creci-

miento; e impulsar reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial en todos los países. Dado que las recomendaciones por grupo de países pueden resultar inadecuadas para países considerados individualmente, se impulsó una segunda etapa del MAP, que está en proceso, y que consiste en que cada país miembro defina iniciativas de política a nivel de país y regional acordes con las recomendaciones mencionadas previamente.

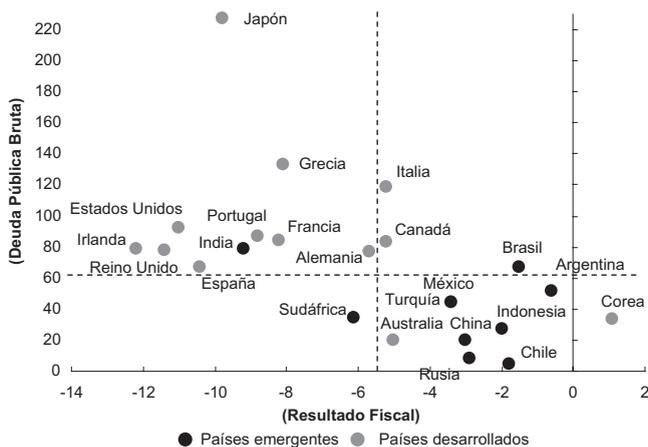
Las dificultades que enfrentan los esfuerzos de coordinación internacional para generar un crecimiento global sostenible y balanceado se basan en que algunas economías desarrolladas relevantes presentan condiciones de vulnerabilidad externa y fiscal (ver el cuadrante inferior izquierdo del Gráfico 16) y a la vez un débil crecimiento; mientras que en general las economías emergentes presentan menores déficits fiscales y externos (incluso superávits externos importantes, ver el cuadrante superior derecho del mismo gráfico) y tasas de crecimiento elevadas. En un contexto de debilidad del sector privado para estimular el crecimiento en las economías desarrolladas (por el proceso de desendeudamiento), aparece el sector público como un posible motor de la recuperación. Sin embargo, en muchas de estas economías los gobiernos enfrentan limitaciones crecientes para expandir la demanda agregada debido al menor espacio fiscal con el que cuentan luego de la crisis, particularmente en Europa (por los niveles de deuda y déficit a PIB elevados, ver Gráfico 17). Además una expansión fiscal puede exacerbar el desequilibrio externo o evitar su ajuste en las economías deficitarias. Al mismo tiempo, las exportaciones podrían resultar otra fuente de estímulo a la actividad económica en dichas economías. Esto requiere un ajuste vía tipos de cambio, con depreciaciones de las monedas de los países deficitarios y apreciaciones en los superavitarios, con la dificultad de que en muchos de estos últimos, la apreciación es resistida por los bancos centrales por sus efectos negativos sobre la producción doméstica, particularmente en los países emergentes, aunque Japón ha intentado recientemente contener la tendencia a la suba de su moneda (como mencionamos anteriormente).

Gráfico 16 / Vulnerabilidad fiscal y externa - Miembros del G-20 y otros países seleccionados - (Estimación 2010, en % del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI. Las líneas punteadas marcan los valores promedio de los países de la muestra para cada eje.

Gráfico 17 / Espacio fiscal - Miembros del G-20 y otros países seleccionados - (Estimación 2010, en % del PIB)



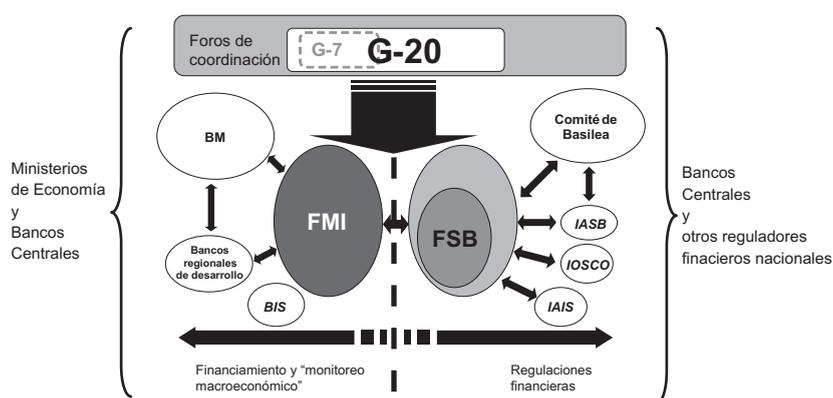
Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI. Las líneas punteadas marcan los valores promedio de los países de la muestra para cada eje.

V.2. El rediseño de las instituciones multilaterales

A diferencia de lo que se observa en la esfera del comercio exterior, donde la regulación y coordinación internacional está bajo la órbita de un único organismo, la Organización Mundial de Comercio, en el caso de la coordinación macroeconómica y de las regulaciones financieras las competencias no recaen en una sola institución. En la esfera macroeconómica existen instituciones que ofrecen financiamiento y administran fondos en forma asimilable a un banco: FMI, BM, BIS y Bancos Regionales (como el BID, FLAR, CAF, Banco Asiático de Desarrollo). En tanto en la esfera financiera aparecen varias instituciones que coordinan las regulaciones nacionales o proponen regulaciones internacionales: Comité de Basilea (regulaciones bancarias), IOSCO (mercados de capitales), IAIS (aseguradoras), IASB (normas contables), FATF (regulaciones contra el lavado de dinero), OECD (regulaciones contra el secreto fiscal y bancario) (ver Gráfico 18).

En este contexto, en lo que respecta a los organismos ya existentes, el G20 trató dos grandes cuestiones. La primera de ellas, en la cual hubo avances significativos, fue ampliar el fondeo de los organismos multilaterales y flexibilizar el acceso a sus líneas crediticias para reducir el impacto negativo de la crisis en los países emergentes y en desarrollo. Así, se anunció un incremento de US\$ 750 mil millones de los fondos disponibles para prestar por parte del FMI, se

Gráfico 18 / El nuevo mapa de las instituciones multilaterales



Fuente: de Carrera, J. (2009), "El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional", Ensayos Económicos, Nº 53-54, enero-junio 2009.

realizó una emisión de DEG equivalente a US\$ 250 mil millones y se decidió realizar un aporte de US\$ 350 mil millones a los Bancos Multilaterales de Desarrollo.

En respuesta a las sugerencias del G20, en agosto de 2010, el FMI reformó sus líneas de crédito. Por un lado, mejoró la *Flexible Credit Line* (FCL), creada en marzo de 2009 para asistir a países con políticas macroeconómicas sólidas y que no demanda las condicionalidades típicas de los acuerdos *Stand By* para desactivar los desembolsos (sólo requiere una precalificación). Para ello duplicó su plazo de vencimiento hasta 2 años e incrementó el monto máximo disponible. Por otro lado, introdujo la *Precautionary Credit Line* (PCL), que permite extender la disponibilidad de fondos en tiempos de crisis a países con políticas macroeconómicas sólidas pero que todavía no alcanzan los estándares necesarios para calificar para la FCL y que a su vez no requieren ajustes de política importantes para normalizar su situación económica. Esta línea ofrece un menor monto disponible y exige una mayor frecuencia de control por parte del FMI que la FCL.

Estos cambios se dieron en el contexto de los trabajos realizados por el grupo de *Global Financial Safety Nets*, creado por el G20 para generar recomendaciones relacionadas con la volatilidad de los flujos de capitales y la prevención del contagio característico de los episodios de crisis financieras globales. Este grupo reconoció tres ámbitos en los que deben tomarse las medidas de prevención: el nacional, que es la primera línea de defensa e incluye políticas macroeconómicas sólidas y una correcta regulación y supervisión financiera; el regional, con mecanismos de provisión de liquidez regionales (ejemplo: *swaps* entre Bancos Centrales); y el internacional, que incluye las facilidades de financiamiento con las que cuenta el FMI.

La otra cuestión, donde las negociaciones resultaron más complejas, fue la de mejorar la gobernanza de los organismos multilaterales con el objetivo de incrementar la efectividad y transparencia de su funcionamiento, y de otorgar una mayor participación a los países emergentes para lograr una mayor legitimidad de las decisiones. Así, en la reunión de Londres los miembros del G20 se comprometieron a implementar la reforma de voz y voto del FMI acordada en abril de 2008 y solicitaron que se complete la revisión de las cuotas en enero de 2011. Más tarde, en Pittsburgh se comprometieron a cambiar la participación de los países emergentes más dinámicos en al menos 5%, redistribuyendo participación de los sobrerrepresentados hacia los subrepresentados utilizando las fórmulas de cuota existentes. Además instaron a acelerar los trabajos para resolver

la reforma de las cuotas y los demás temas relacionados con el funcionamiento del organismo. Entre esos temas adicionales se destacan: el tamaño y composición del comité ejecutivo, la necesidad de mejorar su efectividad, el aumento de la diversidad del personal del organismo y el cambio del proceso de selección de la dirección del organismo para hacerlo más transparente y basado en el mérito. Asimismo, los líderes del G20 remarcaron la importancia de adoptar una fórmula dinámica para el Banco Mundial que refleje principalmente el peso económico de los países y la misión de promover el desarrollo de dicha institución, y que genere un aumento de al menos 3% en el poder de voto de los países en desarrollo, orientado a los países subrepresentados. Estas iniciativas están en proceso de negociación y pendientes de definición.

Además de modificar las instituciones existentes, el G20 decidió crear un nuevo organismo, el FSB (*Financial Stability Board*), sucesor del FSF (*Financial Stability Forum*). El mismo quedó conformado por los antiguos miembros del FSF, a los que se sumaron los países emergentes del G20, España y la Comisión Europea. El FSB quedó a cargo de coordinar a los distintos órganos de emisión de estándares y normas de regulación prudencial financiera, como el Comité de Basilea, IOSCO, IAIS, IASB y FATF; elaborar informes de alerta temprana junto con el FMI; intercambiar información entre los supervisores; y establecer ámbitos para monitorear a los grandes bancos transnacionales. Respecto a esto último, el FSB instrumentó los denominados “colegios de supervisores” para monitorear a cerca de 30 entidades transfronterizas sistémicas.

V.3. Las nuevas reglas para la regulación financiera

Las fallas en la regulación y supervisión de los sistemas financieros y las fallas de mercado que explicaron la aparición y agravamiento de la crisis financiera llevaron al G20 a plantear nuevas “reglas de juego” para las finanzas nacionales e internacionales con el fin de hacer al sistema financiero menos proclive a crisis. Entre los puntos tratados por el grupo se destacan los siguientes:

- **Fortalecimiento de la adhesión a los estándares internacionales de regulación y supervisión**

El FSB puso en práctica a principios de 2010 un marco para el fortalecimiento de la adhesión a los estándares internacionales. Bajo este marco los países miembros se comprometieron a implementar los estándares financieros inter-

nacionales, a realizar el monitoreo del FMI-Banco Mundial cada cinco años (el *Financial Sector Assessment Program - FSAP*), a participar en las revisiones temáticas y por país del FSB y a publicar sus resultados. Ambos tipos de revisiones ya comenzaron a realizarse. El FSB completó la primera revisión temática sobre compensaciones en marzo de 2010. Dos revisiones adicionales serán completadas antes de fin de año: una sobre los riesgos de difusión de información de las entidades más relevantes, y la otra sobre las prácticas existentes para la originación de hipotecas.

▪ **Desarrollo de marcos y herramientas macroprudenciales**

Una lección de la crisis fue la necesidad de una mayor concentración de los supervisores en el riesgo macroprudencial, es decir, en considerar al sistema financiero como un todo y no solamente como la suma de entidades financieras individualmente analizadas. Esto requiere una reforma en la regulación y supervisión de las entidades orientada a mitigar el riesgo sistémico.

En este sentido, varios países han comenzado a modificar sus marcos institucionales para incorporar este tipo de supervisión, ya sea a través de la creación de una nueva entidad con dicha finalidad o asignando dicha función a instituciones ya existentes. Al mismo tiempo, se están analizando herramientas para mitigar el riesgo macro, buscando hacer al sistema menos procíclico: incorporación de “colchones” contracíclicos en la regulación, cambios en el manejo de los márgenes de garantía para limitar el aumento del endeudamiento, provisiones esperadas sobre créditos para facilitar el reconocimiento temprano de pérdidas, mejoramiento de la infraestructura de los mercados *over the counter* (OTC), entre las principales. También se está estudiando la información que se requerirá de las entidades para poder realizar un adecuado análisis macropudencial, para lo cual se establecieron una serie de recomendaciones sobre las fallas de información del sistema financiero observadas en el período previo a la crisis financiera.

▪ **Expandiendo los límites de la regulación**

Otra lección fue la existencia de instituciones, mercados e instrumentos de importancia sistémica que contribuyeron con la crisis y que no estaban regulados o supervisados adecuadamente. Así, se está discutiendo sobre la regulación y supervisión de una serie de instituciones e instrumentos:

- *Hedge funds*

Las jurisdicciones más grandes, en particular Europa y Estados Unidos, están analizando la legislación necesaria para establecer el registro, la información a presentar y la supervisión de estos fondos. En febrero de 2010, IOSCO publicó un formato estandarizado que posibilita la recolección global de información sobre *hedge funds* para facilitar una supervisión coordinada, y está estudiando la implementación de los principios para la regulación de *hedge funds* definidos en junio de 2009.

- *Agencias calificadoras de riesgo*

En la reunión de Londres se acordó que el régimen de regulación y supervisión de estas agencias sea consistente con el Código de Conducta definido por IOSCO. Siguiendo este compromiso, diversas iniciativas nacionales y regionales han aparecido para reforzar la supervisión de estas entidades. Sin embargo, el FSB sugirió que se estudien las posibles inconsistencias o fricciones que pudieran surgir de las diferentes reformas en los países, para lo cual Estados Unidos, la Unión Europea y Japón han comenzado un proceso de discusión para coordinar las acciones.

- *Colegios de supervisores*

Desde 2009 han empezado a funcionar colegios de supervisores para monitorear a más de 30 de las entidades financieras transfronterizas más grandes. Al mismo tiempo, el FSB está revisando el rol de estos colegios y las acciones requeridas para mejorar su efectividad. En mayo de 2010, IOSCO publicó los Principios sobre Cooperación en la Supervisión Transfronteriza, los cuales establecen cómo los reguladores pueden mejorar la cooperación para incrementar la efectividad de la supervisión de las entidades financieras que operan en múltiples jurisdicciones. Asimismo, en marzo de 2010 el Comité de Basilea lanzó un documento sobre buenas prácticas de los colegios supervisores, que incluyen recomendaciones sobre objetivos, gobernanza, comunicación e intercambio de información para ayudar al supervisor local y al supervisor de la casa matriz a incrementar la efectividad del monitoreo.

- *Securitización*

La opacidad del proceso de titulización de activos hizo difícil la evaluación correcta del riesgo en la fase ascendente del ciclo y luego dificultó la evaluación del estado

de los balances de los bancos una vez desatada la crisis. En este sentido, son varias las iniciativas que han surgido para mejorar la transparencia y el alineamiento de incentivos en el área de las finanzas estructuradas. En diciembre de 2009 el Comité de Basilea, que ya había realizado algunos cambios en la normativa en julio de 2009, propuso requerimientos adicionales de capital para productos estructurados y continuó revisando su tratamiento. En abril de 2010, IOSCO publicó los Principios para la Presentación de Información de los Activos Estructurados, en tanto se propuso un proyecto para estudiar la estructura de incentivos de estos productos, el cual debería finalizar a fines de 2010. A pesar de los esfuerzos realizados para mejorar estos mercados (tanto los relacionados con la política monetaria, como los relacionados con la regulación), los volúmenes de securitización todavía se mantienen en niveles muy bajos.

- *Mercados de derivados OTC*

Los líderes del G20 acordaron en Pittsburgh que todos los contratos de derivados estandarizados *over the counter* (OTC) deben operar en mercados o en plataformas electrónicas centralizadas y deben liquidarse por contrapartes centrales (CCP) para fines de 2012. Las CCP deben estar sujetas a vigilancia de los supervisores y al cumplimiento de estándares de gestión de riesgos, de funcionamiento, etc. En este sentido, los cambios necesarios se están realizando en los organismos internacionales relevantes y en las jurisdicciones más grandes. Es necesaria una implementación consistente para evitar que el arbitraje regulatorio quite utilidad a esta iniciativa. En mayo 2010 IOSCO publicó una guía para que las CCP apliquen los estándares existentes y actualmente está revisando los estándares para la infraestructura de los mercados financieros, cuyos resultados se publicarán en 2011.

▪ **Requisitos de capital y liquidez y mitigación de la prociclicidad**

Uno de los puntos más relevantes de la reforma es el de buscar herramientas para mitigar la prociclicidad del sistema financiero. En este sentido, los principales objetivos propuestos por el G20 para lidiar con este tema fueron: elevar la cantidad, calidad, consistencia y transparencia del capital; incrementar la cobertura de riesgo del esquema de requisitos de capital (incorporando nuevos riesgos); introducir un ratio de endeudamiento como una medida complementaria de los requerimientos basados en riesgo; promover la acumulación de colchones de capital en los buenos tiempos y mecanismos de provisionamiento de créditos basados en pérdidas esperadas; e introducir un estándar global de liquidez mínima.

Se realizaron propuestas sobre estos temas, las cuales tuvieron un período de consulta entre diciembre de 2009 y abril de 2010. El Comité de Basilea realizó un estudio sobre el impacto cuantitativo de las propuestas en los balances de los bancos. Por otra parte, el Comité de Basilea y el FSB llevaron adelante un análisis del impacto macroeconómico de las reformas a través de sus efectos sobre el crédito del sistema financiero. Finalmente, a mediados de septiembre de 2010 el Comité de Basilea anunció los principales puntos de la agenda de reformas, que fueron recomendados por el FSB, y que se presentarán a los líderes del G20 para su aprobación. Las novedades principales abarcan cinco áreas: la calidad del capital, el nivel mínimo de solvencia en términos del riesgo, un ratio máximo de apalancamiento, la exigencia de colchones de capital por sobre el mínimo y un estándar internacional de liquidez. El acuerdo anunciado incluye un cronograma de implementación: las modificaciones a las normas de capital se introducen progresivamente desde 2013 hasta 2018, mientras que para las normas de liquidez se prevé una implementación desde 2015 a 2018. Tanto para el máximo apalancamiento como para los ratios de liquidez se establecieron períodos de observación a partir del 1ro. de enero de 2011.

▪ **Tratamiento de las instituciones financieras sistémicamente relevantes y resolución de entidades**

El FSB está trabajando en un marco de recomendaciones concretas para lidiar con el riesgo moral y el impacto sistémico asociado a este tipo de instituciones, el cual cubre tres frentes. El primero se relaciona con reducir la probabilidad y el impacto de los problemas que puedan tener estas entidades. En este tema, los líderes del G20 han solicitado el análisis de la definición de límites al tamaño de las entidades; de la exigencia de requerimientos prudenciales adicionales, como recargos de capital y/o liquidez; y del uso de capital contingente. Resulta relevante en este punto también, fortalecer las tareas de supervisión, lo que requerirá la modificación de legislaciones nacionales para generar mandatos, niveles de independencia y recursos adecuados para los supervisores. El segundo frente consiste en mejorar la capacidad de los supervisores para resolver el cierre de estas entidades en tiempos de crisis. En este caso, las tareas se están concentrando en el diseño de medidas y herramientas para una resolución ordenada de las entidades que minimice el impacto al resto del sistema financiero y el riesgo moral, y que deberían requerir que los accionistas y algunos deudores absorban las pérdidas y que algunas funciones financieras críticas se mantengan. En marzo de 2010 el Comité de Basilea presentó un reporte con recomendaciones sobre

estos temas, en tanto el FSB presentará principios comunes para lograr una mayor consistencia de los marcos regulatorios nacionales y una mayor cooperación para las resoluciones de entidades transfronterizas. El tercer tema se concentra en reducir los riesgos de contagio mediante el fortalecimiento de la infraestructura financiera y de los mercados. Finalmente, resulta necesario asegurar que todas las jurisdicciones con entidades sistémicas tengan un marco regulatorio adecuado, que además esté coordinado con las restantes para evitar el arbitraje regulatorio. Para ello el FSB implementará un mecanismo de análisis para los distintos países involucrados.

▪ **Fortalecimiento de los estándares contables**

En la reunión de Pittsburgh los líderes del G20 instaron a las instituciones internacionales de reglas contables a lograr un conjunto único de estándares contables globales y a completar su convergencia para junio de 2011, con el objetivo de mejorar los niveles de transparencia y reducir la prociclicidad de los balances de las entidades. En términos generales, los temas más relevantes se concentran en las normas contables para la valuación de activos financieros teniendo en cuenta su liquidez y los horizontes de tenencia de los inversores, y las relacionadas con el provisionamiento de los préstamos y con las tenencias fuera de balance. Al mismo tiempo, casi todos los miembros del FSB han adoptado los estándares del IASB o tienen programas para converger hacia ellos o considerar su adopción para 2012.

▪ **Reforma de las prácticas de compensación**

El FSB lanzó en diciembre de 2009 una revisión del avance realizado y de los futuros pasos a dar por las distintas jurisdicciones para implementar los Principios para las Prácticas de Compensación y sus Estándares de Implementación. En términos generales, los principios buscan que las compensaciones tengan una visión de largo plazo y sean ajustadas por riesgo, que sean implementadas en todas las entidades financieras de tamaño significativo y que se incluyan dentro de los temas a monitorear por los colegios de supervisores para las entidades financieras transfronterizas sistémicas. Los miembros del FSB deberían finalizar la implementación de estos principios hacia fines de 2010, en tanto el comité realizará una nueva evaluación de los progresos en el segundo trimestre de 2011.

Como síntesis puede decirse que los mayores avances se observan en la coordinación macroeconómica, con la creación de un marco de cooperación entre

los países del G20 basado en los análisis conjuntos y en la generación de compromisos (no tiene mecanismos formales de *enforcement*); en la provisión de fondos a los organismos multilaterales; y en la creación del FSB para coordinar el monitoreo del sistema financiero y la reforma de sus “reglas de juego”. Por otra parte, la implementación de los cambios en la gobernanza de los organismos multilaterales, que incluye otorgar una mayor participación a los emergentes en la toma de decisiones, todavía no está finalizada. De la misma manera, la reforma de la regulación y supervisión del sistema financiero está en proceso. Se han verificado avances en los trabajos propuestos y se están realizando esfuerzos para cumplir con la agenda definida por los líderes del G20. Son muchos los frentes de negociación abiertos dada la cantidad de temas en discusión, y en muchos casos las definiciones son complejas dado que hay que coordinar realidades nacionales distintas, y a la vez, evitar los arbitrajes regulatorios. Otra dificultad para las discusiones sobre las reformas resulta de la necesidad de balancear la conveniencia de generar un sistema financiero menos proclive a crisis con la posibilidad de “ahogar” a la actividad financiera, lo cual puede afectar tanto la presente recuperación de la actividad económica como el crecimiento de largo plazo de la economía global. Al mismo tiempo, existe el riesgo de que una consolidación de la recuperación de la economía mundial estimule la complacencia del G-20 y debilite los esfuerzos de reforma. Lo que resta de 2010 y el próximo año serán claves para poder evaluar los avances de la reformas y tener una mejor idea de cómo lucirá el nuevo sistema financiero internacional y de cómo podría impactar en el desempeño de la economía mundial.

VI. Conclusiones

La economía mundial se encuentra frente a una crisis que ha probado ser de difícil resolución. El optimismo de fines de 2009 ha dejado lugar a una mayor cautela sobre los tiempos (y resultados esperados) de salida de la crisis, lo que marca una segunda etapa caracterizada por la incertidumbre respecto a las posibilidades de sostener la recuperación de la economía global.

La probabilidad de que la economía alcance en 2011 una completa “normalidad” ha disminuido notablemente. A la vez, con la reforma de la AFI se está redefiniendo qué será la normalidad en el próximo quinquenio y qué peso tendrá en dicha evaluación la normalidad financiera *versus* la normalidad real (empleo y producto), lo que aporta un factor de incertidumbre adicional.

Por otro lado, ha surgido una intensa puja en torno al nivel del tipo de cambio entre las principales monedas, tanto en lo referido a las paridades entre países avanzados como a las presiones apreciatorias sobre las principales economías emergentes. Veremos entonces si la discusión sobre los tipos de cambio y la coordinación del régimen monetario internacional finalmente sale del espacio académico para instalarse en el de los hacedores de política.

Finalmente, en esta segunda fase apareció con fuerza la diferenciación entre países avanzados, donde están centradas las nuevas dudas sobre la recuperación, y los países emergentes, que parecen consolidar un virtual desacople, responsable de la mayor parte de la recuperación global. Esta dicotomía entre los protagonistas de la crisis, de consolidarse como una situación no transitoria, debería provocar cambios en la arquitectura financiera (reglas, instituciones y poder efectivo) mucho mayores de los que han aparecido y se han logrado hasta el presente.

Referencias

BCRA (2010); *Informe de Inflación*, 3er. trimestre.

Blanchard, O., H. Faruqee y M. Das. (2010); “The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries”, *Brookings Papers on Economic Activity*, por publicar.

Carrera, J. (2009); “El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional”, *Ensayos Económicos*, BCRA, N° 53-54, enero-junio 2009.

Eichengreen, B. (2010); “A tale of two depressions: What do the new data tell us?”, febrero, <http://voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

Ffrench-Davis, R. (2009); “Crisis global, flujos especulativos y financiación innovadora para el desarrollo”, *Revista de la CEPAL*, N° 97, pp. 57-75, abril.

FMI (2010); *World Economic Outlook*, julio.

FMI (2010); *Fiscal Monitor*, mayo.

G-20 (2010); Toronto Summit Declaration, 26 y 27 de junio.

G-20 (2010); Progress report on the economic and financial actions of the London, Washington, and Pittsburgh G20 Summits, preparado por Corea, 20 de julio.

Investigaciones Económicas (2009); “Crónica de una crisis inesperada”, *Ensayos Económicos*, BCRA, N° 53-54, enero-junio 2009.

Krugman, P. (2009); *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, Nueva York.

Ocampo, J. A. (2009); “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina”, *Revista de la CEPAL*, N° 97, pp. 9-32, abril.

Stiglitz, J. E. (2010); *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, W. W. Norton & Company, Nueva York.