

**RIBEI** Red Iberoamericana  
de Estudios  
Internacionales

Rede Ibero-americana  
de Estudos  
Internacionais



# Crisis económica y nueva gobernanza internacional

José Antonio Alonso

José María Fanelli / Ramiro Albrieu

Luis A. Riveros

Federico Steinberg

Ponencias

I Conferencia Internacional RIBEI

© 2011. Fundación Real Instituto Elcano  
de Estudios Internacionales y Estratégicos  
Príncipe de Vergara, 51  
28006 Madrid  
[www.realinstitutoelcano.org](http://www.realinstitutoelcano.org)

Diseño y maquetación: Quinteral  
Servicios Gráficos, s.L.  
Impresión: Quinteral Servicios Gráficos, s.L.  
Deposito legal: M-18209-2011  
ISBN: 978-84-92983-00-1

# **Crisis económica y nueva gobernanza internacional**

José Antonio Alonso  
José María Fanelli / Ramiro Albrieu  
Luis A. Riveros  
Federico Steinberg

Ponencias  
I Conferencia Internacional RIBEI



# Índice

## **Introducción: Gustavo Suárez Pertierra**

### **La gran recesión: respuestas y desafíos** **11** **José Antonio Alonso**

- Punto de inflexión en la economía internacional 11
- El origen de la crisis 13
- Los efectos de la crisis 16
- ¿Cómo salimos de ésta? 21
- El mundo que viene 27

### **La crisis global y sus implicaciones para América Latina** **31** **Ramiro Albrieu y José María Fanelli**

- Introducción 31
- América Latina y la crisis *subprime* 33
- América Latina y la crisis global 47
- Reflexiones finales y perspectivas 79

### **Las economías G-20 y la crisis financiera: preocupación por la gobernanza** **85** **Luis A. Riveros**

- Introducción 85
- Sobre la crisis y sus causas 87
- La Agenda de Política de los G-20 89
- El informe sobre las acciones en el campo económico y financiero 92
- Consideraciones finales 98

### **La agenda de la gobernanza global y el papel del G20** **103** **Federico Steinberg**

- Introducción 103
- La agenda de la gobernanza global 105
- El papel del G-20 en el entramado de la gobernanza económica global 116
- Conclusión 118



# Introducción

**Gustavo Suárez Pertierra**

En noviembre de 2010, después de muchos meses de preparativos, se constituía en Buenos Aires la Red Iberoamericana de Estudios Internacionales. La iniciativa, que surgió en el contexto de una conmemoración histórica, la de los Bicentenarios de las independencias en América Latina, tiene no obstante vocación de permanencia y supone una apuesta por el análisis del presente y futuro de las relaciones entre Iberoamérica y el resto del mundo, en una línea claramente prospectiva.

La RIBEI reúne a 38 centros de estudios de América Latina, España y Portugal. Este carácter iberoamericano del núcleo inicial no impide, sin embargo, que la Red esté abierta a otros centros de Europa, Norteamérica y otras regiones, siempre que compartan los rasgos básicos que le dan su carácter fundacional: naturaleza no lucrativa; independencia de la actividad académica e investigadora; y la ausencia de posición prefijada sobre las cuestiones que son objeto de su estudio.

La RIBEI, que se ha formalizado como asociación, tiene la voluntad de mantener la naturaleza horizontal, participativa y de cooperación que caracteriza las redes de investigación y análisis a las que muchos de los centros fundadores pertenecemos en otras áreas geográficas o de conocimiento. Para ello se ha dotado de una estructura de gobierno ligera y flexible, que atribuye las principales decisiones a la Asamblea anual y a un Comité de Dirección formado por los

representantes de seis centros miembros de la Red. Con el mismo objetivo de crear espacios de participación, y para sacar el mayor partido a las tecnologías de la comunicación para una Red que se extiende por un escenario geográfico tan vasto, uno de los primeros proyectos que hemos puesto en marcha es el desarrollo de las herramientas web necesarias para facilitar el trabajo conjunto de los centros asociados, estimular la participación social en los debates que genere la Red y contribuir a la difusión internacional de sus trabajos. Este proyecto cuenta con la participación como socios de cuatro de los centros miembros y con el respaldo de la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo.

No obstante, y al igual que para otras redes de carácter académico a las que pertenecen los miembros de la RIBEI, el debate y la reflexión conjuntas, la proximidad y las oportunidades de intercambio y de decisión que ofrece una asamblea periódica son insustituibles. Por eso, desde las primeras reuniones preparatorias de la Red hubo acuerdo en que la mejor forma de estructurar la labor de la RIBEI sería mediante la convocatoria de una conferencia anual en la que se presentasen y sometiesen a debate, además de darlos a conocer a la opinión pública, los resultados de los trabajos realizados a lo largo del periodo.

La primera actividad de carácter público de la RIBEI, por tanto, fue la Conferencia Internacional sobre *Crisis económica*

*y nueva gobernanza internacional*, que tuvo lugar en Buenos Aires el 19 de noviembre de 2010, y reunió a los representantes de los centros fundadores de la Red y a un grupo representativo de expertos en relaciones internacionales. El libro que el lector tiene en sus manos reúne las ponencias presentadas en Buenos Aires, una vez revisadas por sus autores después de los debates sostenidos allí.<sup>1</sup> El tema de la Conferencia, la crisis económica de 2008-2009 –que algunos llaman la Gran Recesión– y las respuestas institucionales que los gobiernos han dado a la misma, ilustra la voluntad de los centros fundadores de la RIBEI de dar seguimiento a los acontecimientos y tendencias más relevantes de la actualidad global, y de hacerlo desde una perspectiva iberoamericana.

Los cuatro trabajos recogidos aquí muestran por parte de sus autores una incisiva capacidad de análisis y entendimiento de las causas que precipitaron la que algunos argumentan que ha sido la primera crisis financiera global, y adelantan valiosas ideas que pueden ser útiles para remediar sus efectos más devastadores y para prevenir futuros episodios de la misma magnitud. Aunque la 'tormenta perfecta' no ha afectado de modo homogéneo a todas las regiones que forman parte activa de la economía mundial –buena parte de América Latina ha capeado con notable éxito el temporal– e incluso en puntos neurálgicos del tornado como Estados Unidos o Europa hay indicios de recuperación, estoy convencido de que si conseguimos extraer de lo

sucedido las lecciones correctas, este ejercicio de análisis y recomendación será provechoso para el buen clima de la economía mundial. Esta es la razón de ser, o al menos así lo entendemos los fundadores de la RIBEI, de promover la generación de pensamiento en perspectiva iberoamericana sobre la realidad global, y darlo a conocer internacionalmente.

La I Conferencia Internacional de la RIBEI resultó ser, desde mi punto de vista, un inmejorable comienzo de las actividades de la Red, gracias tanto a la organización de la misma, en la que intervinieron varios de los centros miembros, como a la participativa respuesta del conjunto de los socios y a la sobresaliente calidad de las presentaciones y debates.

Sin el respaldo de Telefónica, que desde sus oficinas de Madrid y Buenos Aires prestó un imprescindible apoyo, no sólo económico sino también de carácter personal, mediante la presencia de sus representantes, la Conferencia no hubiera tenido el alcance que, en nuestra opinión, merece la iniciativa. El peso de los preparativos logísticos recayó, en Madrid, en la Fundación Carolina y el Real Instituto Elcano, y en Buenos Aires, en el Consejo Argentino de Relaciones Internacionales. La participación de los miembros argentinos de la RIBEI, anfitriones de la Conferencia, no se limitó al lado organizativo sino que fue decisivo en la elección de contenidos y ponentes, y en el mismo desarrollo de la misma por cumplir brillantemente Roberto Russell,

---

<sup>1</sup> Las ponencias pueden encontrarse también en línea, con acceso libre y en edición española e inglesa, en la sección "RIBEI" de la página web del Real Instituto Elcano, a la que se puede acceder asimismo desde la página web de otros centros asociados.



de la Universidad Torcuato di Tella, y Roberto Bouzas, de la Universidad de San Andrés, con los papeles de moderadores en las respectivas mesas de debate. No puedo dejar de reconocer aquí la calidad y puntualidad de los entonces ponentes, ahora autores, todos ellos académicos de reconocido prestigio: José Antonio Alonso, de la Universidad Complutense de Madrid; José María Fanelli, del Centro de Estudios de Estado y Sociedad de Buenos Aires, que escribe junto a Ramiro Albrieu del mismo Centro; Luis A. Riveros, de la Universidad de Santiago de Chile, y Federico Steinberg, del Real Instituto Elcano.

La asistencia y participación de un buen número de socios fue, en fin, definitiva para poner en marcha la RIBEL y hacer de la Conferencia un fructífero ejercicio de reflexión y debate. Representantes de treinta y ocho centros de estudios expresaron su voluntad de constituirse en Red e hicieron con sus críticas y comentarios valiosas aportaciones a los trabajos que ahora se reúnen en este volumen. Quiero también agradecer el apoyo activo de instituciones como la SEGIB, la Cancillería de la República Argentina y la Embajada de España en Buenos Aires, así como el de otros centros de estudios argentinos que sin ser aún miembros estuvieron presentes en la primera actividad de la RIBEL.

Estoy seguro de que en su andadura futura, tanto en la ya cercana reunión correspondiente al año en curso como en los trabajos que ya estamos desarrollando, la RIBEL seguirá

encontrando respaldo a sus propuestas por parte de las instituciones, las empresas, el mundo académico y la opinión pública. La RIBEL es una apuesta por fomentar el conocimiento sobre las relaciones internacionales no sólo en América Latina, sino también en Europa –debido al carácter iberoamericano de la Red, que incluye a España y Portugal y potencialmente a otros países europeos– y en otras áreas geográficas, especialmente en Norteamérica.

En este sentido, nos gusta pensar a los fundadores de este proyecto, y en esto encuentro una especial satisfacción como presidente del Real Instituto Elcano, primer centro miembro que asume la responsabilidad de la Presidencia y la Secretaría Ejecutiva, que la RIBEL es el primer *think tank* de raíz iberoamericana –y alcance internacional. Tenemos muchas esperanzas puestas en que pueda contribuir a poner en valor, dentro de las sociedades iberoamericanas, la importancia de las relaciones internacionales para el desarrollo social y económico, además de fomentar una mayor proyección exterior de los países de la región a través de actividades de análisis y debate que promuevan el diálogo y el entendimiento mutuo dentro de América Latina y con el resto del mundo.

**Gustavo Suárez Pertierra**

Presidente de la RIBEL

Presidente del Real Instituto Elcano

Mayo de 2011



# La gran recesión: respuestas y desafíos

**José Antonio Alonso**

**Catedrático de Economía Aplicada y director del Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI)**

## **Punto de inflexión en la economía internacional**

Si bien sus primeros síntomas se dejaron sentir en 2007, es en septiembre del año siguiente cuando la comunidad internacional tomó plena conciencia de la inminencia y severidad de la crisis a la que parecía abocada la economía mundial. Aunque los orígenes de la inestabilidad se localizaban en un segmento del mercado financiero norteamericano vinculado al sector inmobiliario, se advirtió de forma inmediata el potencial de contagio que encerraba el fenómeno y su capacidad para afectar gravemente a la economía mundial. La inopinada quiebra de Lehman Brothers fue la señal de la tormenta que se venía encima, poniendo al sistema financiero norteamericano al borde del precipicio. La rápida reacción de las autoridades a ambos lados del Atlántico hizo posible eludir el colapso financiero internacional, pero no pudo evitar que la economía mundial se sumiese en una fuerte recesión sincronizada que está teniendo devastadores efectos sobre el crecimiento y el bienestar agregados. La destrucción de riqueza, la caída de la producción, el aumento del desempleo y el incremento del endeudamiento están golpeando tanto a los países avanzados –donde se originó la

crisis– como, aunque de forma muy desigual, a algunos países con mercados emergentes y en desarrollo.

Para afrontar este proceso los gobiernos echaron mano de medidas verdaderamente excepcionales, tanto en su afán de sostener el sistema financiero, primero, de estimular la demanda para eludir la recesión, más tarde, y de recomponer el equilibrio presupuestario y evitar la crisis de deuda soberana, por último. Las respuestas individualizadas de los países se complementaron con el recurso a una más visible coordinación internacional, especialmente en las primeras fases de la crisis. El marco elegido para facilitar esa tarea fue el G-20, que desde entonces parece haberse convertido, no sin reparos, en la instancia preferente de la gobernanza económica del sistema internacional. La sucesión de Cumbres desplegada a lo largo de estos tres años (Washington, Londres, Pittsburgh, Toronto y Seúl) revela un avance desigual en las iniciativas reformadoras. De hecho, tanto el grado de consenso con el que se ha accedido a las citas como la relevancia de los acuerdos alcanzados en ellas parece haberse ido diluyendo a medida que se fue avanzando en el tiempo y se superaron las urgencias más inminentes de la crisis.

Lo cierto es que más de tres años después de iniciado el episodio de inestabilidad y tras la inversión de un volumen extraordinario de recursos públicos, no parece que se hayan disipado de forma plena los temores de recaída. Se ha logrado una cierta recuperación de la actividad económica, pero sin que ello se haya traducido en una recuperación del empleo perdido en buena parte de los casos, y persisten –como reconoce el FMI– riesgos asociados a la debilidad de los sistemas financieros.

Con la senda recorrida cabe decir, en todo caso, que por su alcance y efectos la presente crisis constituye un punto de inflexión en la marcha de la economía internacional. Cada vez son más los que piensan que el mundo que saldrá tras la crisis probablemente sea, en muchos aspectos, muy diferente del que hemos conocido en el pasado. La crisis ha puesto de relieve, en primer lugar, la necesidad de acometer reformas de amplio calado para atenuar los niveles de riesgo sistémico con que opera el sistema financiero internacional y doten a la economía mundial de los mecanismos de gobernanza adecuados a las condiciones del presente. Unas condiciones muy distantes de aquellas en las que nacieron buena parte de las instituciones internacionales hoy vigentes. Al tiempo, la crisis ha sacudido alguno de los supuestos sobre el funcionamiento de los mercados sobre los que se erigía la opinión económica más ortodoxa, aconsejando una revisión de los esquemas teóricos con los que se construye la política económica. La

respuesta ofrecida a la crisis comportó una dilatación, hasta extremos no previstos, de los márgenes admitidos de actuación de los gobiernos: no obstante, la asimetría en la distribución de costes que esas intervenciones han comportado constituye un factor de insatisfacción social manifiesto. Por último, la crisis ha evidenciado de forma inequívoca el progresivo basculamiento hacia el Este de la economía mundial y la emergencia de nuevos centros de gravitación del poder económico a escala internacional como consecuencia de la consolidación del éxito de algunos países con mercados emergentes y proyección regional contrastada. En suma, parece que nos encaminamos hacia un mundo más multipolar, con un sistema financiero sometido a una más exigente regulación, obligado a corregir los llamados desequilibrios globales y con una erosión de la pretérita hegemonía asociada a la economía norteamericana.

El presente documento de trabajo reflexiona sobre estos aspectos a partir de una consideración de las causas y consecuencias de la crisis. La ponencia se estructura en torno a cuatro epígrafes adicionales a esta introducción. El segundo epígrafe discute los orígenes de la crisis, considerando los diversos factores que la alentaron. El tercer epígrafe se dedica a considerar los efectos de la crisis, tomando nota del diferente comportamiento económico de las diversas regiones de la economía mundial. El cuarto epígrafe repasa en las respuestas a la crisis, discutiendo hasta qué punto constituyen vías

adecuadas de salida de la situación. Finalmente, el quinto epígrafe hace un balance de los factores de cambio que parecen estar asociados a la crisis.

### **El origen de la crisis**

Aun cuando no todos tengan similar peso, la presente crisis es el resultado de un conjunto heterogéneo de factores que, combinados, dieron lugar a una mezcla explosiva. La dimensión adquirida por los llamados desequilibrios globales y la política de colocación de los recursos derivados de la agigantada acumulación de reservas en los países excedentarios, la prolongación más allá de lo debido de una política monetaria excesivamente relajada a cargo de la Reserva Federal norteamericana, la excesiva confianza por parte de las autoridades en las capacidades autorregulatorias del mercado y la consiguiente persistencia en el sistema financiero de espacios opacos a la regulación y supervisión, el ánimo de sostener la demanda a través del recurso al crédito, convirtiendo en deudores agentes con limitada capacidad de pago, la acelerada promoción de niveles crecientes de apalancamiento en las instituciones financieras a través del recurso a nuevos productos, excediendo los límites convenidos de estimación del riesgo, la presencia de incentivos inadecuados para los directivos de las instituciones promotoras del crédito, el conflicto de intereses que rigió la conducta de las agencias calificadoras o, en fin, los comportamientos cercanos a lo delictivo

de ciertos gestores financieros son algunos de los factores que están detrás de la presente crisis. La coincidencia de todos estos factores hizo que la crisis financiera revistiese una severidad no conocida por la economía internacional desde 1929.

Es conveniente señalar que alguno de los factores antes señalados difícilmente cabría considerarlos como obligadamente perversos y que parte de ellos constituyen respuestas a situaciones o desequilibrios previos a los que es difícil encontrar alternativa. Tal sucede, por ejemplo, con la política de bajos tipos de interés sostenida por la Reserva Federal tras la recesión de 2001 motivada por la crisis en las industrias "punto-com", habida cuenta de las dificultades a las que se enfrentaba la economía norteamericana para recuperar la actividad y el empleo; con la política de acumulación de reservas por parte de los países excedentarios como mecanismo de auto-aseguramiento, habida cuenta de la experiencia previa de la crisis financiera asiática y la ausencia de mecanismo globales de cobertura frente a los cambios de temperatura de los mercados; o, en fin, el recurso a un mayor apalancamiento en un entorno de sostenidos bajos tipos de interés. El problema radica tanto en la dimensión con la que se manifestaron estos rasgos como en el hecho de que todos ellos coincidieran en el tiempo y en un entorno de deliberada renuncia por parte de las autoridades a las tareas de regulación y supervisión.

Ahora bien, cuando más allá de la relación de factores motivadores se pretende proceder a una selección de las causas más centrales de la crisis, la opinión económica no es coincidente. Rajan (2010), anterior economista jefe del FMI, identifica esas causas más profundas en tres grandes fallas tectónicas (*fault lines*) de la economía internacional, que operaron como factores motivadores del resto de los desequilibrios. La primera falla (que se refiere al mercado norteamericano) alude al afán de los poderes públicos de emplear el crédito de una manera abusiva como vía para estimular la demanda (particularmente de vivienda) y generar una clientela electoral satisfecha en sectores empobrecidos, eludiendo la necesidad de actuar sobre la desigualdad social que está en la base de las limitaciones de gasto de ese segmento social. La segunda remite al despliegue de modelos (de los que China es exponente) de crecimiento intensivamente exportador basado en la permanente búsqueda de excedentes comerciales, lo que conlleva la obligada presencia en alguna otra parte del planeta de consumidores excedentarios dispuestos a endeudarse de manera recurrente. Por último, la tercera falla se refiere al conflicto que se produce en un mundo crecientemente abierto y globalizado como consecuencia de la existencia de sistemas financieros que responden a lógicas dispares: en unos casos sometidos a criterios de competencia, transparencia y respuesta a incentivos, en otros más opacos al control público y guiados por criterios políticos.

Las fallas a las que apunta Rajan son ciertamente problemas que condicionaron la marcha de la economía en este último tramo histórico que se abrió en la década de los 80 del pasado siglo (sobre alguno de ellos se volverá más adelante). De hecho, nadie dudaría en calificar de excesivo el modo en el que se recurrió al crédito como vía para satisfacer la aspiración a una vivienda propia de parte de consumidores de baja renta; de igual modo que pocos calificarían de sostenible un modelo basado en la persistencia en el sistema internacional de unos productores excedentarios que son sostenidos por unos consumidores recurrentemente excedentarios; y, en fin, son claros los riesgos que comporta mezclar criterios y lógicas de gestión distintas en un espacio diáfano de competencia global. No obstante, por el modo en que los argumenta, no cabe sino concluir que subyace a la interpretación de Rajan una reivindicación de la economía liberal, que hace descansar una buena parte de las responsabilidades de la crisis en los comportamientos indebidos de los poderes públicos. Pareciera que la causa de la crisis está más en la inadecuada incidencia de los reguladores sobre los mercados, que a la lógica de funcionamiento de estos últimos.

Esta interpretación se hace especialmente presente en la insistencia con la que Rajan alude a la responsabilidad que la política pública (principalmente de la Administración demócrata) ha tenido en la extensión del crédito como vía para estimular la demanda de vivienda. Lo cual

estimuló la burbuja inmobiliaria y permitió el despliegue de nuevos productos financieros asociados al mercado hipotecario. Como apunta el propio Rajan (2010, p. 9), “cuando el dinero fácil inyectado por un gobierno manirroto entra en contacto con la búsqueda de beneficios de un sector financiero sofisticado, competitivo y amoral, se abre una profunda falla”.

Pese al prestigio de quien la formula, se trata de una opinión no necesariamente compartida por todos. En su contra cabe recurrir al menos a dos argumentos: (1) como recuerda Krugman (2010), a que ha habido países –como Irlanda, el Reino Unido y España– en los que se ha desarrollado una potente burbuja inmobiliaria sin que necesariamente haya habido una acción deliberada por parte de las autoridades en la promoción del crédito hipotecario (al menos con la intensidad y con los procedimientos seguidos en EEUU); (2) –y en esto insisten Roubini y Mihm (2010)– a que la participación de las instituciones de naturaleza pública en la promoción del crédito hipotecario en la economía norteamericana parece haber sido sólo parcial. Una parte importante de la promoción de las *subprime* ha estado asociada a la actividad autónoma de agentes privados.

A la búsqueda de las causas centrales de la crisis, Krugman (2010) opta por apuntar a dos factores principalmente responsables. En primer lugar, la superabundancia mundial de ahorro derivada de la existencia de países excedentarios que trataron de evitar

el ajuste en sus superavitarias balanzas comerciales a través del recurso a una política neomercantilista activa; en segundo lugar, al despliegue de una burbuja inmobiliaria, que –como todas las burbujas– tuvo un enigmático origen, pero que resultó estimulada por el embolsamiento del ahorro anteriormente mencionado. En esta explicación la mal llamada innovación financiera asociada a las *subprime* y su posterior empaquetamiento y titularización tiene un papel relativamente menor: agudizaron el problema, pero no necesariamente constituyeron la causa inicial. La prueba la aportan de nuevo las economías europeas, sumadas a la burbuja inmobiliaria sin necesidad de desarrollar esos sofisticados productos financieros.

Aunque la discusión sobre las causas últimas de la crisis puede tener cierto interés, semeja un debate un tanto escolástico, por cuanto para avanzar sería obligado diferenciar entre causas necesarias y factores coadyuvantes de difícil segregación. Está claro que el exceso de ahorro crea un entorno propicio para el desarrollo de la burbuja inmobiliaria, pero sin el concurso de unas autoridades dispuestas a torcer la mirada frente a los excesos financieros, el proceso hubiese adoptado otros perfiles; y, a su vez, esos excesos se hubiesen visto menos estimulados en un contexto de política monetaria menos laxa o de agencias calificadoras más exigentes que advirtiesen acerca de su incapacidad para evaluar el riesgo implícito en los nuevos instrumentos financieros. En suma, lo peculiar de

la presente de la crisis, lo que explica su particular gravedad, no es en mi opinión tanto la existencia de una causa única determinante, sino la coincidencia de diversos factores que mutuamente se reforzaron. Es esa simultaneidad de elementos lo que otorgó a la crisis el carácter de una tormenta financiera casi perfecta.

### Los efectos de la crisis

Más allá de su origen, entre los rasgos que singularizan la presente crisis con respecto a las que jalonaron las dos décadas precedentes, dos parecen especialmente sobresalientes. El primero es el alcance planetario de su impacto, que ha afectado –aunque con intensidades dispares– al conjunto del sistema internacional, sin que apenas hayan quedado economías libres de su contagio. Se ponía así en cuestión aquella hipótesis que, en su momento, aludía al desacoplamiento (*decoupling*) de ciertos mercados emergentes, para enfatizar la autonomía de su comportamiento cíclico. Lo cierto es que todas las economías, incluidas aquellas que más rápidamente lograron recuperar su crecimiento –como China–, se vieron afectadas por la crisis. Se trata, por tanto, por su dimensión y alcance, de una crisis enteramente global, acaso la primera de la historia, habida cuenta de la existencia de continentes enteros (Asia y África) a los que apenas alcanzó la crisis del 29.

El segundo rasgo alude al epicentro de la crisis, que por primera vez aparece

distante de aquellas economías –los mercados emergentes– que habían protagonizado los episodios previos de inestabilidad que jalaron la evolución de la economía mundial desde comienzos de los años 80. En esta ocasión –como ya se ha dicho– el origen de la crisis está localizado en un segmento del sector financiero de EEUU, el mercado más desarrollado y sofisticado del mundo. Por primera vez la responsabilidad de este episodio de inestabilidad es ajena al comportamiento de los países en desarrollo. De hecho, es gracias a la capacidad de recuperación de un activo grupo de estos países en desarrollo que el dinamismo de la economía internacional no cayó en mayor medida o por un tiempo más prolongado.

Aunque su alcance es global, las formas de transmisión de la crisis han sido muy diferentes según los casos. Tras su eclosión en EEUU, la crisis afectó de modo inmediato a los sistemas financieros de buena parte de los países europeos y de Japón. Alguno de estos países habían permitido que sus sistemas financieros nacionales se viesen comprometidos por la adquisición de activos tóxicos, derivados de la política de titulación de las hipotecas *subprime* emprendida por la banca de inversión norteamericana; otros (como España) habían logrado mantenerse al margen de ese circuito contaminante, pero habían dejado que se desarrollase su particular versión de la burbuja inmobiliaria (este último factor afectó también a Irlanda y al Reino Unido, entre otros). El efecto de la sacudida



financiera se tradujo en un colapso del mercado interbancario y en una sequía del crédito que terminó por afectar muy severamente tanto a los sistemas financieros como a la economía real. El canal de transmisión de la crisis, en el caso de los países desarrollados, fue, por tanto, fundamentalmente financiero, aunque posteriormente terminase por afectar a la economía real.

No sucedió lo mismo, sin embargo, en el caso de los países en desarrollo, que sufrieron los efectos de la crisis en ocasiones por vías distintas a la estrictamente financiera. Los canales más centrales de transmisión de los efectos aparecen en este caso asociados a la aguda contracción del comercio internacional, que sufrió una caída más intensa que la experimentada a comienzos de los años 30 del pasado siglo. Los flujos comerciales tuvieron en 2009 una caída en términos reales algo superior al 10%. Semejante contracción afectó tanto al intercambio de bienes como de servicios, en particular al turismo, que es una fuente de financiación relevante de una parte importante del mundo en desarrollo. Otra vía a través de la que se transmitieron los efectos de la crisis es la que deriva del enrarecimiento de las condiciones de empleo en los mercados laborales de los países desarrollados. El incremento muy agudo del desempleo supuso no sólo un freno de las corrientes migratorias –activadas durante la década previa–, sino también una contracción de las remesas que los emigrantes envían a sus familias. Aunque los efectos en

este ámbito han sido muy dispares según los casos, en todos se aprecia un retroceso en los flujos de remesas. A estos factores se une la caída de otras fuentes de financiación, más acusadas en el caso de los flujos privados que en los de naturaleza pública (incluida la ayuda internacional que hasta el momento ha sido sólo ligeramente afectada por la crisis). En suma, no ha sido el canal financiero la vía preferente de transmisión de los efectos de la crisis sobre los países en desarrollo, sino otros canales de conexión internacional, buena parte de ellos más cercanos a la economía real.

Ahora bien, no sólo fueron distintos los canales de transmisión de la crisis, sino también sus efectos en términos de evolución del producto. Aunque las previsiones han cambiado con el tiempo, las últimas formuladas por el FMI (véase la Tabla 1) pueden servir de guía para hacernos un juicio. A nivel agregado cabría decir que, en esta ocasión, se han visto mucho más afectados los países desarrollados que los emergentes y en desarrollo. Un juicio que confirma la localización del epicentro de la crisis en el sistema financiero occidental (incluyendo a Japón) y que convierte en fenómeno preferentemente trasatlántico la burbuja inmobiliaria subyacente.

Entre los países en desarrollo son los de Asia los menos afectados, cualquiera que sea la subregión que se considere. Tampoco África ha sufrido un impacto elevado de la crisis, entre otras razones por la sostenida demanda de materias

**Tabla 1. Panorama de las proyecciones de perspectivas de la economía mundial**

	2008	2009	2010	2011
<b>PIB mundial</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>
EEUU	0,0	-2,6	2,6	2,3
Zona euro	0,5	-4,1	1,7	1,5
Alemania	1,0	-4,7	3,3	2,0
Francia	0,1	-2,5	1,6	1,6
Italia	-1,3	-5,0	1,0	1,0
España	0,9	-3,7	-0,3	0,7
Japón	-1,2	-5,2	2,8	1,5
Reino Unido	-0,1	-4,9	1,7	2,0
Canadá	0,5	-2,5	3,1	2,7
Otras economías avanzadas	1,7	-1,2	5,4	3,7
Economía asiáticas de reciente industrialización	1,8	-0,9	7,8	4,5
<b>Economías de mercados emergentes y desarrollo</b>	<b>6,0</b>	<b>2,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>
África Subsahariana	5,5	2,6	5,0	5,5
América Latina	4,3	-1,7	5,7	4,0
Brasil	5,1	-0,2	7,5	4,1
México	1,5	-6,5	5,0	3,9
CEI	5,3	-6,5	4,4	4,6
Rusia	5,2	-7,9	4,0	4,3
Economías en desarrollo de Asia	7,7	6,9	9,4	8,4
China	9,6	9,1	10,5	9,6
India	6,4	5,7	9,7	8,4
ASEAN-5	6,4	5,7	6,6	5,4
Europa central y oriental	3,0	-3,6	3,7	3,1
Oriente Medio y Norte de África	5,0	2,0	4,1	5,1

Fuente: FMI.

primas activada desde Asia. El efecto de la crisis sobre América Latina ha sido relativamente menor y se ha canalizado básicamente a través de la contracción del comercio, las remesas y la inversión privada. Con excepción de algún país de la región –como México–, los datos apuntan a una caída del producto concentrada en la primera mitad de 2009 y una recuperación rápida posterior, que hace que el continente presente tasas positivas y elevadas en 2010. Entre las economías con mercados emergentes y en desarrollo, las regiones que más han padecido la crisis han sido las agrupadas en torno a Europa Oriental y CEI (incluyendo muy especialmente a Rusia), que han sufrido una contracción del producto en 2009 del 3,6% y 6,5%, respectivamente, y son las que parecen sumarse con menor vitalidad a la recuperación de 2010.

El análisis realizado permite adelantar un juicio acerca de los factores que otorgaron mayor severidad a los efectos de la crisis. Visto en conjunto, tres factores parecen haber sido decisivos para amplificar las secuelas de la crisis: (1) el grado de contagio de activos tóxicos adquirido por los sistemas financieros nacionales y la capacidad que esos sistemas tuvieron para depurar los correspondientes balances de las entidades afectadas; (2) el grado en que la dinámica previa de la economía se había asentado sobre la expansión de la burbuja inmobiliaria, como principal sector generador de crecimiento y empleo; y (3) el grado en el que el país dependía de la financiación internacional para

enjuagar desequilibrios precedentes. En aquellos países –como Islandia– en los que se combinan estos tres factores, la situación se acerca a la de una tormenta perfecta. En el caso español se cumplen dos de los tres factores mencionados –presencia de la burbuja inmobiliaria y elevada dependencia de la financiación internacional–, lo que hace que su situación económica sea grave.

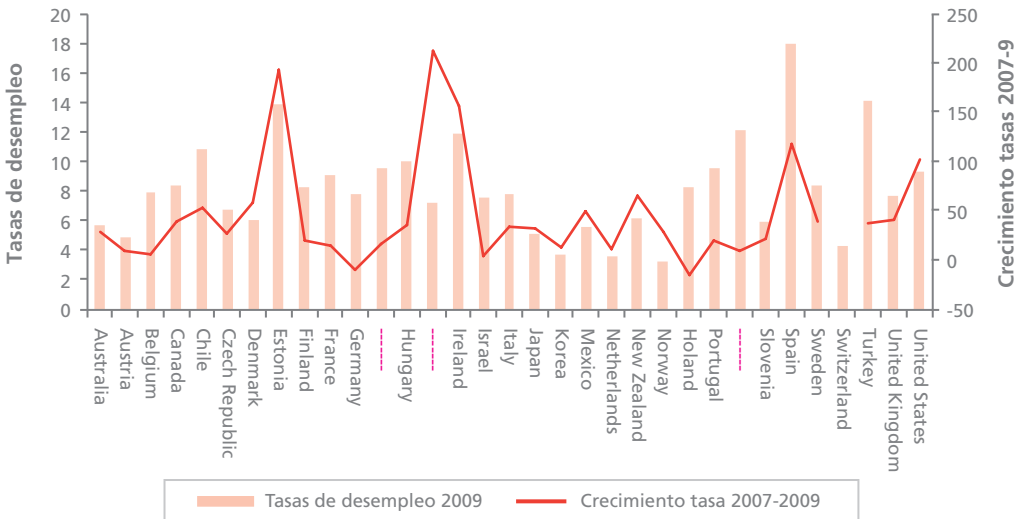
La mención a estos tres factores explica también porqué el efecto de la crisis no fue especialmente severo en América Latina. Por supuesto, sufrieron la crisis como consecuencia de la caída del comercio y de la contracción de los flujos financieros internacionales, pero ni sus sistemas financieros se habían visto implicados en la expansión de las *subprime*, ni su dinámica económica había sido activada por la burbuja inmobiliaria, ni –lo que es un hecho con limitados precedentes históricos– se encontraban en una situación de dependencia de la financiación internacional. Los esfuerzos realizados durante los años 90 para estabilizar las economías y restaurar los equilibrios básicos, unido a la financiación excedentaria derivada de la factura exportadora, en un entorno de precios de las *commodities* elevados, permitió a algunos países del área reducir anticipadamente sus pasivos externos y ganar autonomía respecto a las necesidades de financiación internacional. Todos estos factores fueron claves para dotar de mayores márgenes de maniobra a los países. Lo contrario sucedió, sin embargo, en los países de Europa

Oriental, que accedieron a las crisis con notables desequilibrios previos de sus economías, que les obligaban a depender acusadamente de la financiación internacional. En este caso, el efecto de la crisis se vio amplificado, acentuándose como consecuencia del ajuste los síntomas de la recesión.

La caída del empleo ha sido una de las manifestaciones socialmente más dolorosas de la crisis. Entre 1997 y 1999, todos los países desarrollados, con la excepción de Polonia y Alemania, experimentaron un incremento en la tasa de desempleo. En algunos casos –España, EEUU, Estonia, Irlanda e Islandia– la tasa se duplicó en apenas dos años y hay siete de la OCDE en los

que la tasa desempleo había superado los dos dígitos en 2009 (véase el Gráfico 1). La experiencia revela que el mercado laboral tiende a ser más inercial que el PIB en las fases de recuperación, de tal manera que sigue con rezago –en algunos casos, con bastante rezago– el inicial crecimiento del producto. La crisis ha abierto, por tanto, para una parte de los países de la OCDE una etapa de severos problemas laborales. De nuevo, España es un ejemplo. Dado que el desempleo es una de las variables que más inciden sobre la opinión ciudadana, para muchos la crisis se presentará como un episodio de duración prolongada, más allá de que se hayan recuperado las tasas positivas de evolución del PIB en sus respectivas economías.

**Gráfico 1. Tasa de desempleo y crecimiento de la tasa**



### ¿Cómo salimos de ésta?

Desde su origen y hasta la actualidad, la crisis ha pasado por muy diversas etapas, demandando de los gobiernos respuestas cambiantes. La primera etapa estuvo asociada a los problemas en los mercados financieros que se derivan de la desvalorización de activos asociados al mercado inmobiliario y a los instrumentos financieros derivados. El limitado conocimiento acerca del grado de afectación de las instituciones financieras con activos tóxicos, alimentó la desconfianza de los mercados y produjo una sequía del crédito muy aguda. Las autoridades respondieron con medidas excepcionales para evitar lo que se anunciaba como un posible derrumbe financiero. Las medidas recorrieron el amplio arco que va desde las inyecciones de liquidez al sistema al ofrecimiento de garantías a los depósitos y desde el respaldo de los activos a la adquisición –supuestamente temporal– de esos activos bancarios cuando la institución estaba seriamente afectada. Se daba así la paradoja de que los gobiernos tenían que poner en marcha medidas que contradecían aquello que durante años venían predicando. Como apunta con ironía Cassidy (2010, p. 12), “la Administración de Bush, tras ocho años predicando las virtudes de los mercados libres, los recortes de impuestos y un gobierno limitado, había convertido a la Hacienda Pública en copropietaria y, en la práctica, en aval de todos los grandes bancos del país”.

La intensidad y excepcionalidad de las medidas requirió de los poderes públicos justificación ante la ciudadanía. El argumento básico utilizado fue la necesidad de una acción rápida y contundente para contener un incendio llamado a contagiar a la totalidad del sistema financiero y, a su través, a toda la economía en su conjunto. No obstante, dado que el sistema financiero había estado en el origen de la inestabilidad, las ayudas fueron juzgadas por muchos como un proceder indebido de los poderes públicos, que eximía de sus responsabilidades –a costa del contribuyente– a quienes con su incompetencia o avaricia habían dado lugar al desastre económico. En suma, para una parte de la opinión ciudadana se trataba de una prueba más de la sistemática asimetría con que los gobiernos reparten los costes de las crisis. No cabe duda que este sentimiento creó una corriente de desencanto en el seno de la ciudadanía, que tuvo su traducción en la caída de la popularidad de los líderes políticos al frente de los gobiernos.

Pese a la reacción de las autoridades, lo cierto es que el efecto de la crisis financiera se trasladó de forma inmediata a la economía real, en forma de una recesión aguda, que condujo las tasas de crecimiento de buena parte de las economías del planeta –con algunas excepciones– a signos negativos en la primera mitad del 2009, incrementando el desempleo de forma acelerada. De nuevo, las autoridades reaccionaron con medidas excepcionales de estímulo de la demanda, a través del apoyo

al consumo, del respaldo a sectores estratégicos o de la reducción de los impuestos. Esta reacción la tuvieron no sólo las economías desarrolladas, sino también alguna de las consideradas en desarrollo, que igualmente activaron la demanda para atenuar la caída de la actividad económica. Un ejemplo de este proceder lo proporciona China, que se sumó a las políticas de contención de la crisis a través de un masivo paquete fiscal. Para muchos fue el renacer de la terapia keynesiana, tratando los poderes públicos de estimular la capacidad de gasto que los agentes privados no estaban en condiciones de promover. Estas medidas condujeron a las economías occidentales a agigantados déficit públicos, que han superado todo tipo de registros históricos previos. Lo cierto es que sólo una parte de esos déficit son debidos a los paquetes fiscales aludidos: en una buena medida el incremento del déficit fue la consecuencia de la aguda caída de los ingresos fiscales –derivados de la recesión– y del incremento de los gastos motivados por la crisis, particularmente los asociados al aseguramiento del desempleo. Es el efecto, por tanto, de los llamados “estabilizadores automáticos”.

Tras la puesta en marcha de estos paquetes fiscales, a mediados de 2009, parecían emerger ciertos síntomas que sugerían una cierta reactivación de la vida económica. Al calor de esos indicios surgieron toda una serie de voces que anunciaron el surgimiento de “brotos verdes” que anunciaban una nueva primavera de crecimiento

para la economía. No obstante, esos pronósticos no se cumplieron para buena parte de las economías, y muy especialmente para las europeas. No es el caso, sin embargo, de las economías con mercados emergentes y en desarrollo que –con la excepción de Europa Oriental y los países de la CEI– terminaron el año 2009 con perspectivas sólidas de crecimiento, que parecen haberse confirmado a lo largo de este año 2010. Así pues, pese a que no existiese decoupling en el origen de la crisis, parece que las dinámicas de salida de la crisis son bien diferentes para los países desarrollados y para una buena parte de los países con mercados emergentes y en desarrollo.

Finalmente, la crisis entró en una nueva deriva a comienzos de mayo del presente año, como consecuencia de haberse acentuado los riesgos soberanos asociados a los mayúsculos desequilibrios acumulados por algunas economías. En este caso, la región que en mayor medida padece la inquietud de los mercados financieros ha sido Europa, muy particularmente la zona euro. Algunos de los países con mayores desequilibrios previos (como es el caso de Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia) están sufriendo las consecuencias de la desconfianza de los mercados, viéndose obligados a acometer severas operaciones de ajuste, con costes sociales, políticos e institucionales evidentes. Su dependencia previa de la financiación internacional, unido a la dimensión alcanzada por sus déficit públicos, se convirtió en un factor mayúsculo de vulnerabilidad, que se

expresa a través de una amplificación notable de los diferenciales de los bonos en los mercados internacionales.

En realidad, la respuesta del ajuste trasciende el caso de las economías antes señaladas: toda la zona euro, arrastrada por el comportamiento de Alemania, parece implicada en una colosal y simultánea operación de ajuste. Las medidas adoptadas parecen trascender la mera contención ocasional de gastos, para convertirse en una operación que afecta a la dimensión de los respectivos Estados del Bienestar y al perímetro de los derechos sociales con los que se accedió a la crisis. En este marco se cuestiona no sólo las políticas de integración social (lo que afecta, entre otros, a los emigrantes), sino también hasta dónde debe llegar la financiación pública de servicios anteriormente garantizados (como la salud), y desde las condiciones de aseguramiento del desempleo hasta las prestaciones y la edad de jubilación. Pareciera que se quieren aprovechar las urgencias que impone la crisis y su implacable presión sobre el equilibrio presupuestario para acometer, con menores resistencias, reformas en el modelo social previo que había venido caracterizando a Europa.

Estas operaciones de ajuste conllevan para muchos una efectiva rendición de los Estados ante el poder de los mercados. Se cerraría de este modo el círculo que se inició con la crisis. Si ésta nacía como producto de una desmedida confianza en la capacidad autorregulatoria de los mercados, la

respuesta debía comportar para los poderes públicos nuevos espacios e instrumentos para una más activa y eficaz regulación. La propia reacción de las autoridades en respaldo a los sistemas financieros, primero, y del estímulo de la demanda, más adelante, parecería indicar el origen de una nueva etapa en la economía internacional caracterizada por un mayor activismo del Estado. Tras mayo de 2010 aquella impresión se ha venido abajo: son los Estados los que parecen recoger velas acuciados por la presión de los mercados, tratando de ganar reputación a través de una firme e irreversible consolidación fiscal, aunque ello comporte la desarticulación de equilibrios sociales previos.

Este proceder tiene, sin embargo, dos problemas. El primero es de orden político y social. La severidad de los ajustes necesariamente conducirá a una acentuación de las tensiones sociales, que puede acabar por afectar a la legitimidad de las instituciones y a la gobernabilidad del proceso de ajuste. En poco tiempo se han sucedido las movilizaciones sociales en Grecia, España, Portugal y Francia. Más allá de estas movilizaciones, los ajustes confirman la impresión –antes apuntada– de que los causantes de la crisis han sido los principales beneficiarios de las políticas puestas en marcha, mientras que sobre las víctimas inocentes recaen los costes más severos. La falta de equilibrio en la distribución de costes y beneficios asociados a la respuesta a la crisis forma parte de la crítica que se formula a los gobiernos,

incluidos los de izquierda como en el caso español.

El segundo problema tiene que ver con la propia funcionalidad del ajuste como vía de salida de la crisis. En un entorno de economías altamente integradas, como las que conforman la UE, la simultánea contracción del gasto público tendrá un efecto amplificado sobre la dinámica económica, a través de la reducción de las demandas recíprocas. Por ello, hay muchos que piensan que las medidas que ahora se están adoptando no harán sino prolongar la depresión y alejar la recuperación económica.

DeLong (2010) lo señalaba de una manera irónica contraponiendo los diagnósticos sobre la crisis con las señales que emanan del mercado. Como este autor sugiere, no parece que la crisis y el desempleo respondan a un problema estructural, por la vía de la oferta, sino a un problema de caída aguda de la demanda. El hecho de que coexista el desempleo con bajas tasas de inflación confirma este juicio, al tiempo que apunta a que más allá de reformas que se puedan realizar en mercados laborales excesivamente rígidos o segmentados (como el español), la solución está más bien en el estímulo de la demanda (y no en su contracción). Al tiempo, no parece que las presiones sobre las condiciones de la deuda soberana se deban en muchas economías a una sobreabundante deuda pública ofrecida por los gobiernos, sino a los excesivos niveles de deuda solicitada

por los sectores privados como refugio seguro a sus ahorros. Si la primera fuera la situación efectiva, lo que se esperaría es una caída de los precios y unos crecientes tipos de interés en cada nueva emisión; y lo que se observa es justamente lo contrario, precios altos y bajos tipos de interés, lo que respalda la segunda de las interpretaciones. Lo que sugeriría que existen márgenes para el endeudamiento y para el sostenimiento de una política pública activa. O, para decirlo en palabras de DeLong, "el problema de la deuda pública no es que los gobiernos hayan emitido tanta deuda que los inversores perdieran la confianza, sino que los gobiernos han emitido demasiada poca deuda para la enorme demanda del sector privado de lugares seguros donde depositar la riqueza".

Esta interpretación no es muy distante de la que se desprende del estudio de Koo (2010), en el que se utiliza la experiencia de Japón como referente para interpretar la crisis. El problema radica en que el intento de los agentes privados (incluidos los hogares) por deshacerse de su deuda condujo a una severa reducción del gasto. Pero, como nos enseña la paradoja del ahorro, cuando los recortes del gasto son simultáneos, conducen a una reducción de los ingresos agregados y prolongan la depresión económica. Por eso, la única solución que cabe que los gobiernos se muevan necesariamente en la dirección contraria. Esta interpretación es espacialmente querida por Krugman, que no se ha cansado de advertir que ni los ritmos, ni las



dimensiones de los paquetes fiscales eran los adecuados para enfrentar una crisis como la presente. Si se quiere hacer frente a la crisis, nos dirá Krugman (2010), es necesario que el Estado “se convierta, de hecho, en el prestatario de último recurso, emitiendo deuda y gastando más a medida que el sector privado se contrae”.

Está claro que alguno de estos comentarios están pensados más para la economía norteamericana que para las europeas. La zona euro impone una restricción más a los países que son parte de la moneda común. La sostenibilidad de esta moneda se haría imposible en un entorno de profundos y asimétricos desequilibrios fiscales. Esto es lo que percibieron los mercados en mayo de 2010, presionando poderosamente sobre aquellas economías con mayores dificultades para ajustar sus desequilibrios. El gobierno español vivió esa presión en carne propia, obligándole a un giro marcado –y hasta hoy poco entendido por parte de sus seguidores– en la orientación de su política económica. Y es esa misma convicción la que forzó a las autoridades europeas a crear mecanismos institucionales de respuesta y rescate –hasta entonces inexistentes– para hacer frente a crisis soberanas de unos de los países miembros.

Por lo que se refiere a España, pareciera que las autoridades sólo en mayo se hicieron conscientes de que la preservación del euro reduce obligadamente los márgenes de holgura de los gobiernos, lo que se hace más

gravoso en tiempos de crisis. Como es obvio, no hacía falta que la crisis se desencadenase para llegar a semejante conclusión, el problema es que España –y otros países europeos– vivieron hasta entonces como si esas restricciones no existiesen. Durante la fase de expansión, España se permitió mantener un diferencial de inflación sostenido a lo largo de todos sus años de pertenencia a la zona euro. La consecuencia de ello fue, en primer lugar, una continuada pérdida de competitividad, que se tradujo en un severo agravamiento del desequilibrio externo, y, en segundo lugar, en una contracción de los tipos reales en un contexto de tipos de interés bajos que estimuló la demanda interna y propició el desencadenamiento de una enorme burbuja inmobiliaria, que a su vez acentuó el desequilibrio exterior. Todo ello se tradujo en una notable necesidad de financiación internacional de la economía española, que alimentó la deuda creciente a cargo de familias y empresas. Cuando la crisis llega, España era un país con una enorme necesidad de financiación internacional y con un dinamismo que descansaba en el sostenimiento artificial de la construcción. Dos factores que justifican el severo efecto de la crisis sobre nuestra economía.

En balance, cabría decir que España se incorporó en la zona euro, pero vivió hasta bien recientemente ajena al tributo que semejante decisión comportaba en términos de gestión de la política económica. Es más, la pertenencia a la zona euro sirvió para confundir a una parte de la opinión

económica nacional. Aunque algunos advirtieron acerca de la gravedad del nivel adquirido por el desequilibrio externo (y su consecuencia en términos de endeudamiento de los agentes), fueron muchos los que respondieron que en un entorno de Unión Monetaria semejante desequilibrio carecía de relevancia económica. Su principal argumento lo encontraban en la fácil financiación que los agentes encontraban en los mercados internacionales, amparados por la garantía del euro. No advirtieron, entonces, que ese proceso era insostenible y que no siempre el riesgo en el mercado es capaz de transmitir adecuadamente esa información.

La consecuencia de todo ello es que hoy España está obligada a una severa operación de ajuste, para la que no puede recurrir a la devaluación del tipo de cambio, por lo que sólo le cabe una política en la que se combine la devaluación interna (lo que Blanchard (2007) denomina "desinflación competitiva"), haciendo recaer el ajuste sobre salarios y empleo, con un cierto incremento de la productividad (no espuria), que mejore la capacidad competitiva de la economía. Como construir esa combinación no es fácil, en un entorno de severas restricciones presupuestarias. Como tampoco es fácil gestionar los importantes costes que esta política depara, en términos de tensión social y de degradación de las condiciones de gobernabilidad de los países afectados. El hecho de que esto se produzca en varios países comunitarios, bajo la égida de una

excesivamente conservadora Alemania, no hace sino prever que esa obligada salida tendrá también consecuencias en términos de prolongación, más allá de lo conveniente, de la recesión en el entorno europeo.

## El mundo que viene

La crisis –antes se ha dicho– supone un punto de inflexión en la evolución de la economía internacional. Es muy probable que la economía que salga tras la recuperación presente rasgos diferentes a los de aquella con la que se acabó el siglo pasado. En algunos casos las tendencias de cambio ya se advertían con anterioridad, de modo que la crisis sólo añadió un factor más a su vigencia. En otros casos, sin embargo, el cambio está centralmente relacionado con los factores que motivan la crisis y con sus efectos. Pues bien, seis son los aspectos de cambio que me interesa subrayar:

- (1) La evolución de la economía internacional revela un creciente basculamiento hacia el Este de sus polos más dinámicos. Desde hace cuando menos dos décadas, en Asia se localizan las economías con más capacidad de crecimiento del planeta. La crisis no ha hecho sino acentuar ese desplazamiento del eje económico, habida cuenta del limitado efecto que la recesión tuvo sobre las economías de la región y su rápida e intensa recuperación. Acompañando a este proceso parece registrarse una pérdida de la capacidad hegemónica que EEUU

gozó durante estas últimas seis décadas. Un proceso que, aunque lento, parece irreversible. Aunque sólo sea porque como señalan Cohen y DeLong (2010, p. 143), "Tras casi un siglo, los Estados Unidos dejaron de tener el dinero... El dinero es la clave del poder. Cuando una gran nación se hace un deudor masivo pierde considerable libertad de acción, y este es un hecho con consecuencias. Estados Unidos seguirá siendo un poder mundial, y quizá, la nación líder; pero nunca más será capaz de ser el jefe".

- (2) El creciente protagonismo del Este, y particularmente de China, no parece que conduzca a una reedición de un mundo dual como el que dominó la posguerra, en este caso gobernado por la dialéctica EEUU-China. Es cierto que en la actualidad la economía internacional aparece gobernada por un equilibrio financiero equivalente al de la disuasión armamentística propia de la Guerra Fría, si bien en este caso expresado a través de las formas de canalización del ahorro entre China y EEUU. Pero, más allá de este factor, lo que parece abrirse hacia el futuro es un mundo con más de dos centros de gravitación del poder económico, un mundo multipolar en el que otras potencias emergentes (como México, Brasil, Irán, la India o Rusia) están llamadas a tener un creciente peso. Acompañando a este proceso se registra el –ya señalado– declive relativo de la hegemonía de EEUU y el ensimismamiento progresivo de

Europa y Japón, que no obstante mantienen su enorme peso económico y capacidad de acción internacional. Ahora bien, como nos recuerdan los estudios de los equilibrios estratégicos, un mundo multipolar es mucho más inestable e inseguro que un mundo bipolar.

- (3) La crisis parece poner fin a la vigencia de los modelos de crecimiento basados en la generación intensiva de excedentes comerciales, a través de políticas sostenidas de control cambiario. Para que puedan existir productores excedentarios, como en el pasado, es necesario que existan consumidores excedentarios dispuestos a endeudarse. Ese papel lo cumplió durante mucho tiempo EEUU, alimentando el éxito de las estrategias de crecimiento exportador. Es difícil pensar que EEUU pueda desempeñar ese papel en el futuro, prosiguiendo en su escalada de endeudamiento; y no se avizora economía alguna que sustituya a la norteamericana en ese papel. Así pues, este tipo de estrategias tendrán más dificultades para ser puestas en juego en el futuro. Ello no obsta, sin embargo, para que la exportación siga siendo un factor clave en el dinamismo de las economías, pero sin dar lugar a estos modelos hipertrofiados de generación de excedentes comerciales sostenidos en el tiempo.
- (4) En cuarto lugar, y relacionado con el factor anterior, parece necesario que el mundo que salga

de la crisis establezca sistemas más formales y eficaces de coordinación macroeconómica internacional. En un mundo integrado como el actual se acentúan las externalidades derivadas de las decisiones de política económica adoptadas por los países. En este entorno, aun cuando cada país esté concernido exclusivamente por su propio bienestar, sus decisiones pueden verse mutuamente afectadas, condicionando los resultados en términos de bienestar agregado. Estas externalidades son fuente de potenciales conflictos de intereses, pudiendo dar lugar a comportamientos estratégicos que pueden ser mutuamente dañinos. Una respuesta razonable frente a este problema es avanzar en los niveles de coordinación macroeconómica, al objeto de inducir que cada país internalice los efectos de sus decisiones sobre terceros y permitir, por esta vía, el logro de equilibrios cooperativos más eficientes que los que resultarían de una suma de respuestas independientes (Alonso, 2010). El G-20 consideró la gravedad de este problema, referido muy sustancialmente al riesgo que incorpora para la estabilidad internacional la persistencia de los desequilibrios globales, pero su respuesta fue claramente insatisfactoria. La referencia acordada en Pittsburg a la creación de un “marco para un crecimiento fuerte, sostenible y estable” parece de muy limitados efectos prácticos.

Mayor relevancia han tenido las alusiones a la conveniencia de limitar los desequilibrios externos. El secretario del Tesoro norteamericano, Geithner, sugirió un 4% del PIB como límite. Este tipo de propuestas, sin embargo, entran en colisión con los intereses y opiniones de algunos países con mercados emergentes. Así pues, existe un problema relevante, la coordinación macroeconómica y –vinculado a ella– la corrección de los desequilibrios globales, que condicionará la estabilidad futura de la economía, a la que no se le ha dado solución.

- (5) Un factor vinculado a los dos puntos anteriores tiene que ver con el sistema de reservas que rige en la economía internacional. La llamada “guerra de divisas” está asociada tanto a los desequilibrios antes mencionados como a las deficiencias derivadas del sistema de reservas internacional. Su dependencia del dólar genera problemas en términos de estabilidad, de equidad y de eficiencia dinámica (Ocampo, 2010). Parece obligado plantearse cuál va a ser el modelo de reservas internacional del futuro. El planteamiento del presidente del Banco Mundial, en el sentido de recuperar el oro como elemento de referencia, puede ser un paliativo, pero no resuelve el problema. Parecería más lógico apuntar hacia un uso más intensivo de una divisa fiduciaria, amparada en las monedas existentes, en la línea planteada por Keynes en su día. Semejante

medida sugeriría otorgar un mayor peso y protagonismo a los Derechos Especiales de Giro, analizando las formas de su emisión y distribución.

- (6) El último factor alude al tema que estuvo en el origen de la crisis: la necesidad de poner fin a un sistema bancario en la sombra, cambiar el modelo bancario, imponer una mayor exigencia en la calidad del capital de las instituciones financieras, evitar el arbitraje regulatorio, reclamar transparencia y rendición de cuentas a las agencias calificadoras y revisar los incentivos de los directivos. En este ámbito es en el que se avanzó más y de forma más fructífera. Las nuevas normas de Basilea (el acuerdo Basilea III) constituye quizá, más allá de la retórica, el resultado más efectivo de los esfuerzos de coordinación realizados en el seno del G-20. Estaremos en el futuro en un mundo financiero algo mejor regulado, que operará con menores niveles de apalancamiento y de asunción de riesgos. Esto tendrá sus costes en términos de crecimiento, pero en beneficio de una mayor dosis de estabilidad. No obstante, el hecho de que se avance en la regulación no quiere decir que los riesgos de crisis desaparezcan: lo único que sugiere es que la causa de la siguiente crisis será probablemente un factor distinto de los hoy considerados en las reformas regulatorias.

### Referencias

Alonso, J.A. (2010), "Coordinación macroeconómica y desequilibrios globales", *Pensamiento Iberoamericano*, nº 6, 2ª época, pp. 285-314.

Blanchard, O. (2007), "Adjustment Within the Euro. The Difficult Case of Portugal", *Portuguese Economic Journal*, vol. 6, nº 1, pp. 1-21.

Cassidy, J. (2010), *Por qué quiebran los mercados*. La lógica de los desastres financieros, RBA, Barcelona.

Cohen, S., y J. Bradford DeLong (2010), *The End of Influence. What Happens when Other Countries Have the Money*, Basic Books, New York.

DeLong, J. Bradford (2010), "Economía para loros", *El País Negocios*, 24/X/2010.

Krugman, P., y R. Wells (2010), "¿Por qué seguimos cayendo?", *El País Negocios*, 3/X/2010.

Ocampo, J.A. (2010), "La reforma del sistema monetario internacional", *Pensamiento Iberoamericano*, nº 6, 2ª época, pp. 211-232.

Rajan, R.G. (2010), *Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.

Roubini, N., y S. Mihm (2010), *Cómo salimos de ésta*, Destino, Barcelona.



# La crisis global y sus implicaciones para América Latina

Ramiro Albrieu y José María Fanelli

Investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Buenos Aires

## Introducción

La crisis financiera internacional que se desató tras la caída de Lehman Brothers marcó un antes y un después en la economía global. La crisis apartó a la economía mundial del sendero de alto crecimiento que venía transitando para colocarla de manera abrupta en un sendero cuyas características distintivas son los desbalances sistémicos y la incertidumbre monetaria y financiera. Cuando se echa una mirada a las cifras, el efecto impacto de la crisis no deja de sorprender. Hasta la crisis el desempeño era envidiable: con una tasa de expansión anual mayor en un punto y medio al registro de décadas anteriores, la magia del interés compuesto hizo que la economía global se expandiera bien por encima del patrón histórico: mientras en el período 2000-2008 el PIB mundial creció un 50%, en los 80 y los 90 lo había hecho entre un 25% y un 30%. Después del colapso de los mercados financieros de alto riesgo en EEUU a fines de 2008, en cambio, la economía mundial se contrajo casi un 1% en 2009.

La evolución de América Latina no fue ajena a estos vaivenes. Entre 2003 y 2008 el producto por habitante se expandió de manera sistemática en todos los años y a una tasa promedio del 4% anual. De la mano de este

fuerte crecimiento, la región estuvo en condiciones de retomar el proceso de convergencia con las economías avanzadas que se había revertido desde la crisis de la deuda de 1982. Una característica remarcable fue que la expansión fue bastante generalizada. Por ejemplo, todos los países de América Latina y el Caribe registraron un crecimiento positivo en el bienio 2007-2008. Habría que remontarse al fin de la década de los sesenta para encontrar un desempeño similar. Al igual que en el resto del mundo, la crisis internacional puso fin a esta etapa de alto crecimiento: el PIB por habitante regional se contrajo un 2,9% en 2009.

La crisis financiera y sus secuelas han cambiado radicalmente el escenario internacional y ese cambio está reclamando respuestas adaptativas en el plano de las políticas e institucional. Este trabajo se propone, justamente, reflexionar sobre las implicancias de las mudanzas del escenario global para América Latina. Con tal propósito se analizan tanto los efectos impacto de las turbulencias financieras de fines de 2008 como las consecuencias de la recuperación posterior. Se pone el énfasis en la evaluación del tamaño y características de los shocks externos que recibió la región, la vulnerabilidad a esos shocks y las respuestas de política.

El trabajo consta de tres secciones. En la sección II se estudian los mecanismos que operaron como canales de transmisión de la crisis hacia la región así como el desempeño relativo de las economías latinoamericanas en el período de recuperación posterior. Un hecho muy relevante es que los desequilibrios de la economía global tuvieron consecuencias distintas sobre los países, dependiendo del tipo de inserción internacional. En el caso particular de América Latina, las heterogeneidades pueden captarse en gran medida dividiendo a la región en dos grandes grupos o subregiones: los países de América del Sur (LAS), ricos en recursos naturales, y el resto (LAN), cuya inserción es más dependiente de factores como las remesas y la maquila. La sección III revisa el desempeño de la región (y las subregiones) en relación a su propia historia, discute si es cierto que, como se dice usualmente, "esta vez fue diferente". El foco está en evaluar la significación de los shocks, la vulnerabilidad y la existencia de espacios de política para dar respuesta a los desequilibrios macroeconómicos. La sección IV presenta conclusiones y reflexiones sobre los desafíos del futuro.

### **América Latina y la crisis *subprime***

En esta sección presentamos evidencia sobre la magnitud y las repercusiones de la crisis global. En primer lugar mostramos los efectos sobre nivel de actividad y enfatizamos las diferencias entre el mundo avanzado

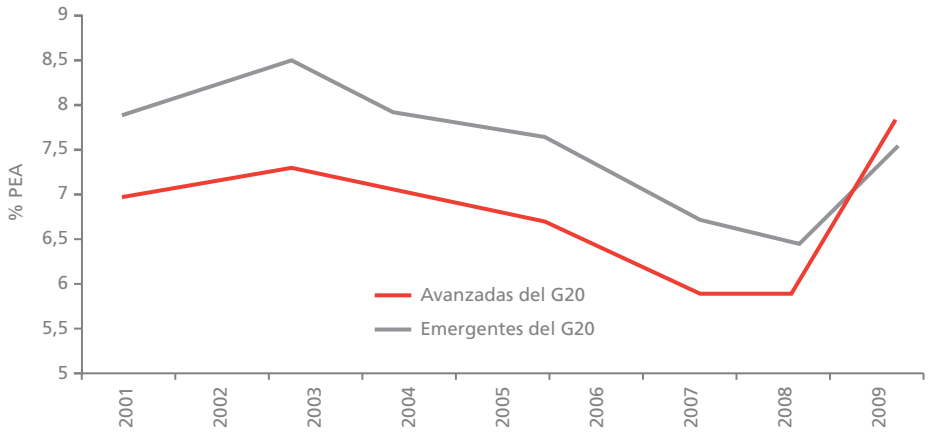
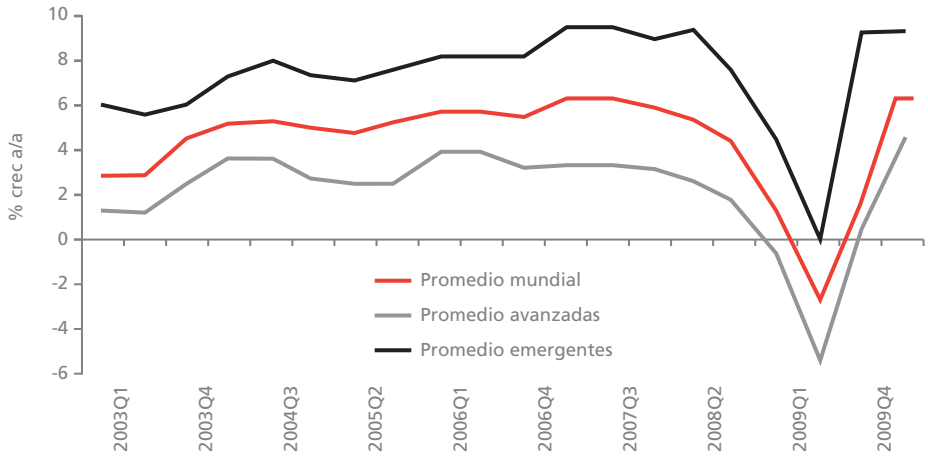
y el emergente. En segundo lugar estudiamos los canales de contagio desde el epicentro en EEUU hacia el resto del mundo. Examinamos los canales tanto financieros como reales y ponemos el centro de atención en el caso de América Latina. Por último, evaluamos los efectos de la crisis y la recuperación en la región tomando como patrón de medida la evolución del nivel de actividad global y de otras regiones.

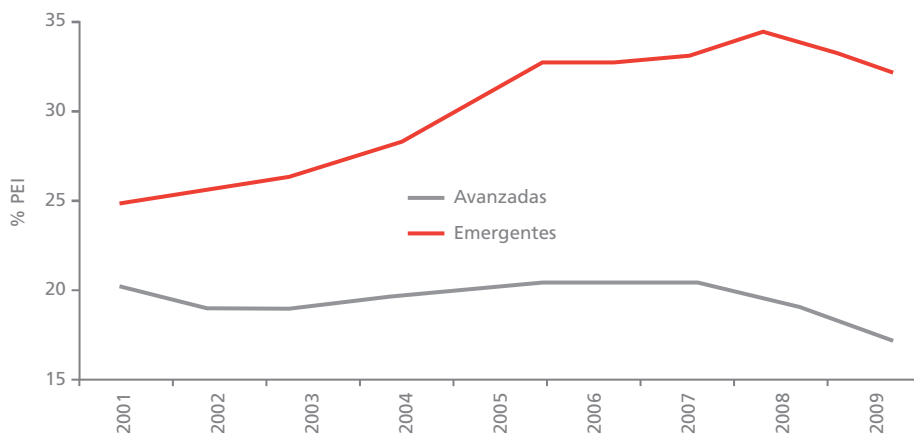
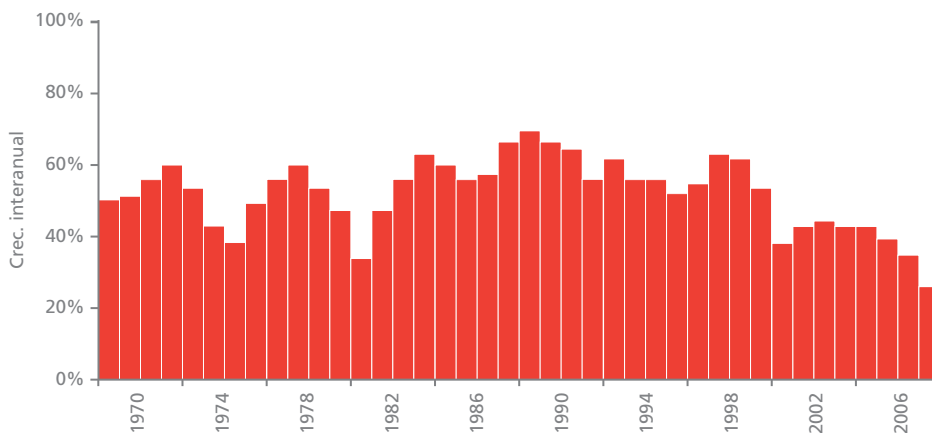
### ***La crisis, el crecimiento y los canales de contagio***

La inestabilidad global que disparó el colapso del mercado de hipotecas norteamericanas interrumpió, como ya se dijo, una dinámica de alto crecimiento en la economía mundial. Como se observa en el Gráfico 1a, el nivel de actividad global se contrajo un 0,6% en 2009, tras haber crecido a tasas cercanas al 4,4% al año entre 2003 y 2008. La fase recesiva se inició en el último trimestre de 2008 y se extendió hacia el segundo trimestre de 2009, para luego dar paso a la recuperación. Los países avanzados fueron los más afectados: registraron una contracción del 3,2% en dicho año. El crecimiento emergente, en cambio, no se movió hacia terrenos negativos a pesar de desacelerar fuertemente su crecimiento. El crecimiento pasó del 7,3% en 2003-2008 al 2,5% en 2009. Este desfase en el desempeño relativo se repitió en la recuperación, cuando el mundo emergente duplicó el registro de las economías avanzadas.



Gráficos 1a, 1b, 1c y 1d. Los efectos reales y globales de la crisis *subprime*





(a) Tasas de crecimiento del PIB.

(b) Contribución al crecimiento global (negro: desarrolladas; gris: emergentes).

(c) Tasa de desempleo.

(d) Tasa de inversión.

Fuente: elaboración propia en base a FMI y OECD.

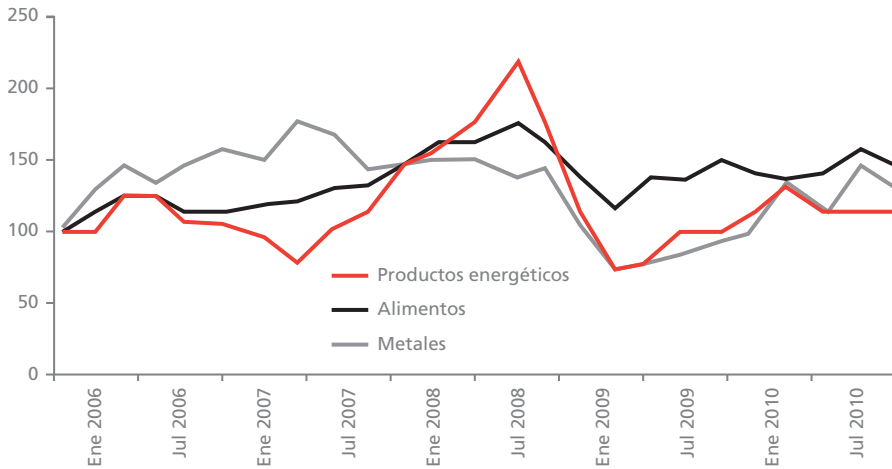
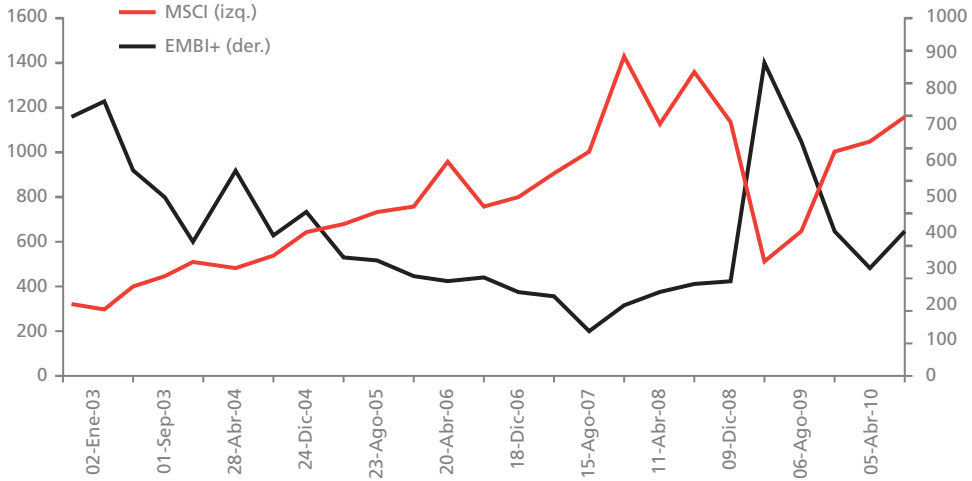
La tendencia a la reducción de la brecha de ingreso entre emergentes y desarrollados que se había manifestado en los dos mil no desaparece con la crisis. Como se exhibe en el Gráfico 1b, las economías emergentes, que aportaban un tercio del crecimiento económico durante los ochenta y principios de los noventa, explicaron casi dos tercios de la expansión en el nivel de actividad en el período 2003-2007. La evidencia sobre la crisis y la recuperación confirma hasta ahora la persistencia de múltiples velocidades (v. Canuto, 2010). El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que hacia 2012 las economías emergentes como un todo producirán más que las economías avanzadas.

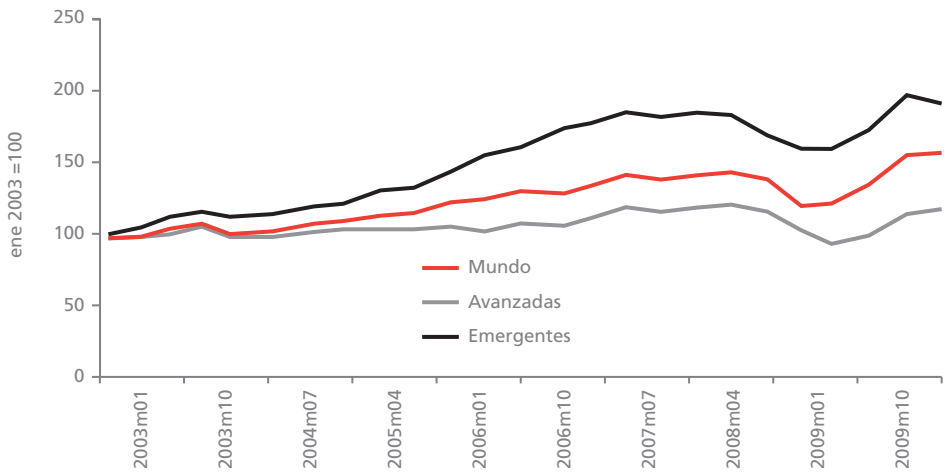
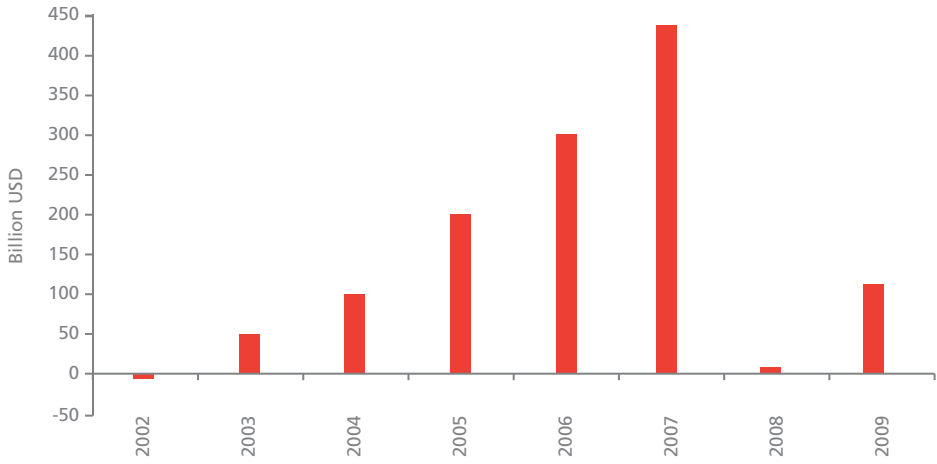
La contracción en el nivel de actividad tuvo dos consecuencias de fundamental importancia para la economía real: la elevación en la tasa de desempleo (Gráfico 1c) y la caída en el ritmo de acumulación de capital físico (Gráfico 1d). Nuevamente, en las economías desarrolladas el efecto fue más fuerte: la tasa de desempleo pasó de 5,7% al 7,9% entre 2008 y 2009, de acuerdo a datos de la OCDE. El pico se registró en países europeos como España, Irlanda y Eslovaquia, donde la tasa de desempleo se ubicó cómodamente en los dos dígitos. El mundo emergente, que había combinado el mayor crecimiento con

una marcada reducción en las tasas de desempleo, revirtió la tendencia con la llegada de la crisis. La tasa de inversión, indicador clave del producto máximo o potencial que una economía podrá generar en el futuro, se desplomó en 2009, tras registrar picos en 2008 (del 33,5% y 20,2% del PIB en las economías emergentes y las avanzadas, respectivamente).

Los mecanismos de contagio de las turbulencias financieras norteamericanas hacia el resto del mundo fueron múltiples y abarcaron mecanismos tanto reales como financieros. Del lado de las finanzas, el efecto más directo se relacionó con la operación de los bancos globales en los mercados financieros de alto riesgo de otros países, aunque el contagio se limitó a países desarrollados como Alemania y los Países Bajos (Acharya y Schnabl, 2010). En cambio, la transmisión fue más generalizada por otro canal: la reducción en el apetito global por el riesgo (v. FMI 2009a). El *repricing* de riesgo en los mercados emergentes implicó un salto en el *spread* que pasó de 280 puntos básicos en julio de 2008 a 860 hacia fines de octubre del mismo año (Gráfico 2a). Las bolsas de valores también acusaron impacto del descalabro global luego de haber registrado un boom en los meses previos.

Gráficos 2a, 2b, 2c y 2d. De cómo la crisis *subprime* se hizo global





- (a) Repricing global del riesgo.
  - (b) Flujo de financiación a emergentes.
  - (c) Precio de *commodities*.
  - (d) Volumen de las exportaciones.
- Fuente: elaboración propia en base a FMI, CPB y CEI.

Más allá del colapso en el precio de los activos, el mundo emergente también se vio afectado por la fuerte caída en el financiamiento externo. De acuerdo a las estimaciones del Instituto de Finanzas Internacionales que se presentan en el Gráfico 2b, el flujo de financiamiento hacia las economías emergentes pasó de 423 billones de dólares en 2007 a sólo 4,5 billones en 2008. Este fenómeno de *sudden stop* en el financiamiento operó tanto a través de los mercados como a través de las instituciones bancarias. Esto es importante porque como se ve en la recuperación, los primeros son más volátiles y ajustan rápidamente a los cambios en el apetito por riesgo. Las instituciones bancarias, en cambio, proveen financiamiento más estable. Dicho de otra manera, que los flujos internacionales bancarios se hayan visto afectados nos habla de efectos persistentes de la crisis *subprime*.

Del lado real los mecanismos de contagio internacional también fueron variados. Un efecto contemporáneo a la crisis fue el colapso en el precio de las materias primas (Gráfico 2c). En los meses previos al descalabro global el precio de los productos energéticos y –en menor medida de los alimentos– experimentó una fuerte expansión, para luego derrumbarse con el “paro” global y el vuelo hacia la calidad (Caballero et al., 2008). Para las economías exportadoras de materias primas, como muchas de las latinoamericanas, ello implicó una fuerte presión sobre la balanza de pagos, que ya presentaba

tensiones del lado de la cuenta de capital por el descalabro de las finanzas.

Los efectos de mayor impacto estuvieron asociados, sin embargo, con la sincronizada y profunda caída en el volumen del comercio internacional. Las estimaciones del *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis* que se exhiben en el Gráfico 2d hablan de una contracción del volumen de exportaciones cercana al 18% en el primer trimestre de 2009 con respecto al mismo período de 2008. La recuperación fue acompañada por una recomposición del comercio internacional más lenta que las finanzas, de manera que 2009 cerró con una caída del 14%. Nótese además el carácter global del crash comercial que se expresa en la alta correlación entre las exportaciones del mundo emergente y del mundo avanzado.

### *América Latina y los canales de transmisión de los desequilibrios globales*

¿Qué ocurrió con el contagio en América Latina? Una rápida mirada a los acontecimientos atinentes al canal financiero muestra que el mismo fue considerable, aún cuando en muchos casos el efecto directo fue relativamente pequeño, habida cuenta del subdesarrollo financiero que caracteriza a la región. No obstante, las dos economías de mayor tamaño y dinamismo en términos de innovación financiera –Brasil y México– tuvieron problemas por la exposición cambiaria de grandes empresas a los mercados de derivados (Fahri y Zanchetta, 2009).

Un canal de contagio más generalizado fue el que operó vía incrementos en el coste del financiamiento externo, que fueron marcados en los primeros meses de la crisis (Gráfico 3a). Los gobiernos latinoamericanos, que a principios de 2008 pagaban por sus pasivos una tasa de entre dos y tres puntos por encima de la tasa que paga el tesoro de EEUU, vieron triplicarse dicha tasa en los meses siguientes. Dentro del grupo de las siete economías grandes (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; LAC7 en adelante) la peor evolución la mostraron Venezuela y Argentina. En este último país los valores registrados por la prima de riesgo igualaron a los inmediatos previos al *default* de 2001-2002 mientras que en Venezuela esa variable se mantuvo sistemáticamente por encima de los 1000 puntos básicos. En el resto de los países de LAC7, en cambio, si bien el impacto de la crisis fue claramente discernible, una vez transcurrido el período de mayor turbulencia en los países desarrollados, el riesgo soberano comenzó una trayectoria descendente en consonancia con el movimiento de los emergentes como un todo.

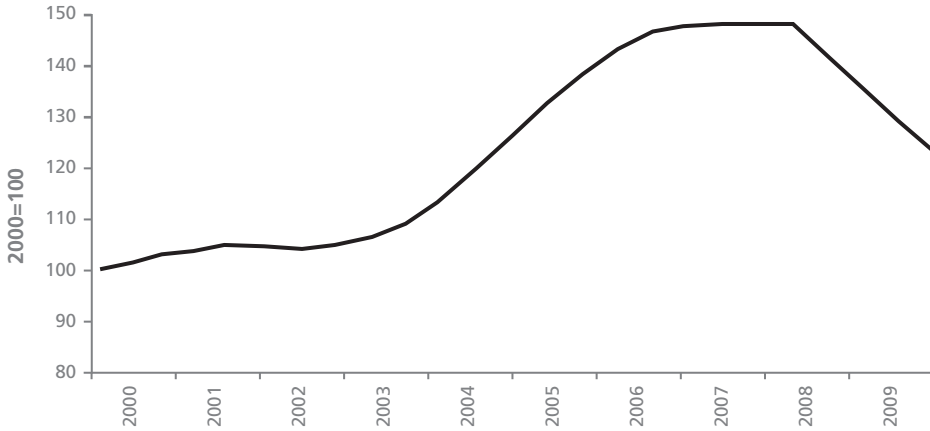
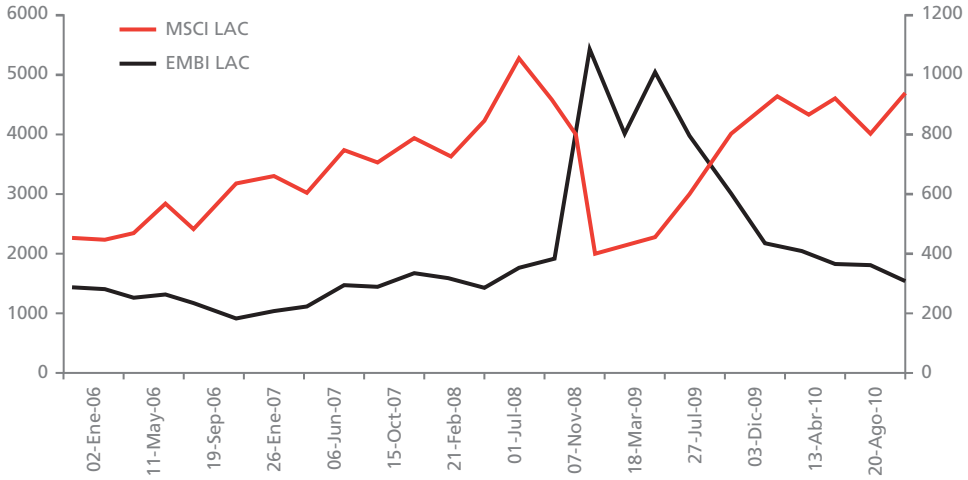
El empeoramiento en las condiciones financieras externas se hizo sentir, también, bajo forma de racionamiento: muchos países de la región perdieron acceso a los mercados internacionales. Por un lado, los préstamos (sindicados y otros) provenientes de los bancos globales cayeron un 40% en el último trimestre de 2008 con respecto al mismo período de 2007 (Jara et al., 2009). Este efecto se hizo sentir particularmente

en países de América Central (que están agrupados junto a México en la subregión LAN), donde los sistemas financieros son intensivos en bancos y la penetración extranjera es alta (Swiston, 2010). Por otro lado, los mercados de deuda también colapsaron con la crisis global: si en el primer semestre de emitieron obligaciones por 40.000 millones de dólares, en la segunda mitad del año se emitieron sólo 18.000 millones. En la etapa de recuperación los mercados se recompusieron con relativa rapidez, aunque el financiamiento bancario reaccionó algo más tarde.

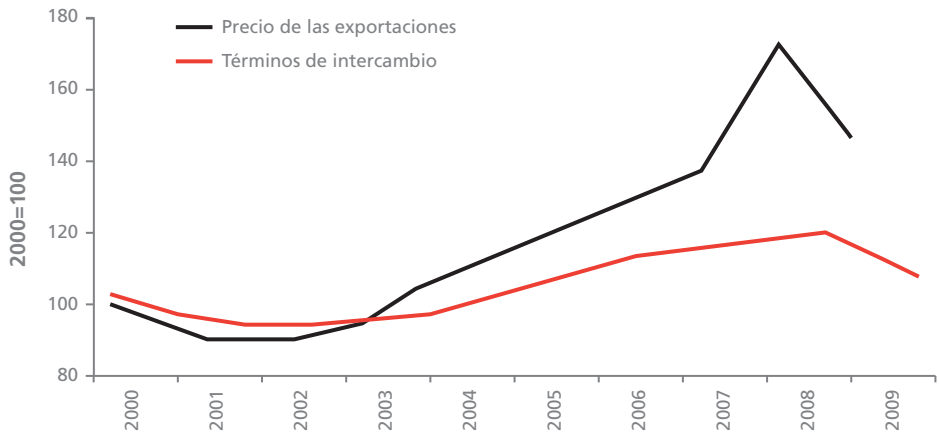
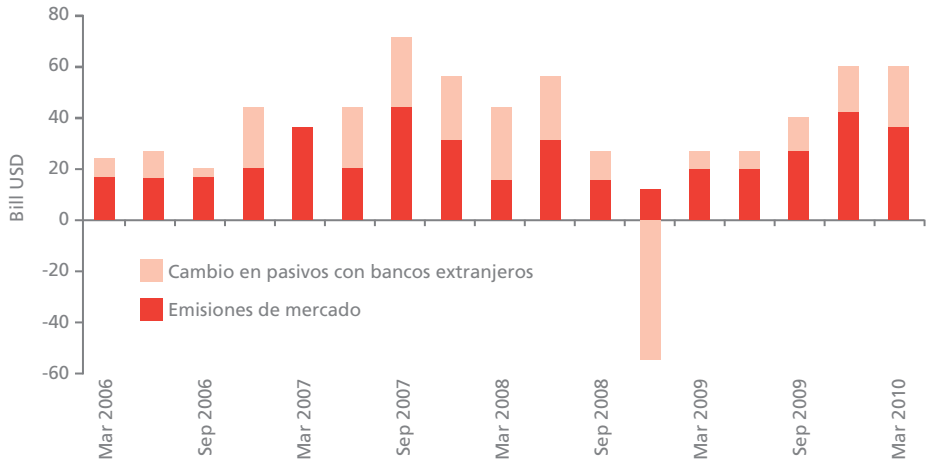
Del lado del comercio, la crisis redujo dramáticamente la entrada de divisas por las ventas externas. En promedio, América Latina vio caer sus ingresos por exportaciones un 23% en 2009. El impacto no fue pequeño: representa la mayor caída desde la Gran Depresión (entre 1931 y 1932 las exportaciones se redujeron un 40% –Díaz Alejandro, 1985–). El colapso se dio tanto por una caída en las cantidades (que se redujeron un 11% –Gráfico 3c–) como en los precios (que explican el 11% restante de la caída en los ingresos totales –Gráfico 3d–).

El contagio vía comercio no fue estrictamente homogéneo. Los países especializados en materias primas básicas y en combustibles, que habían experimentado un boom de términos de intercambio en 2003-2007, fueron también los que registraron una caída mayor en los términos del intercambio. De hecho, para los países de América del Sur (la subregión LAS) tres cuartos de la

**Gráficos 3a, 3b, 3c y 3d. El contagio a América Latina**







- (a) Repricing del riesgo.
- (b) Financiación externa.
- (c) Volumen de exportaciones.
- (d) Precios del comercio exterior.

Fuente: elaboración propia en base a FMI, CEPAL, CPB y BIS.

caída en los ingresos por exportaciones se explica por la baja en el precio de las exportaciones (CEPAL 2010a). Los países del Mercado Común Centroamericano, importadores de combustible y exportadores de productos de la maquila, vieron aumentar sus términos de intercambio en 2009, al contrario de lo que había ocurrido en el período 2003-2007.

Dos diferencias adicionales entre los países de LAS y de LAN merecen destacarse por su rol determinante en cuanto a la magnitud del impacto de la crisis. La primera tiene que ver con la orientación geográfica de las exportaciones y la dinámica del crecimiento mundial. Hacia principios de la década de los 90 tanto el sur como el norte de América Latina tenían poco comercio con Asia: China como destino de exportaciones no alcanzaba al 1% de las ventas externas totales. Con la emergencia de Asia como locomotora del crecimiento mundial el comercio internacional cambió y en América Latina aparecieron heterogeneidades: mientras para los países de LAS Asia tomó una importancia creciente, no fue así en el caso de los LAN (siendo Costa Rica la excepción al respecto). Tanto es así que hacia 2008 un 9% de las exportaciones de LAS se dirigieron a China, mientras que sólo un 3% de las ventas de LAN tuvieron ese destino (Rosales, 2010). Por supuesto, fue clave la especialización relativa: la demanda mundial de materias primas está cada vez más ligada al crecimiento chino. De acuerdo con estimaciones del FMI, China representa un 28%

de la demanda mundial de cobre, un 22% de la demanda de soja y un 9% de la demanda de petróleo; hace una década representaba 10%, 11% y 4%, respectivamente (FMI, 2010b).

El segundo factor diferencial se relaciona con el papel de las remesas en la dinámica de la balanza de pagos. En los países de LAN las transferencias provenientes de trabajadores residentes en EEUU es uno de los principales factores proveedores de divisas. De hecho, en países como Honduras, Haití y el Salvador el monto de las remesas ronda el 15%-20% del PIB y cerca de un 80% proviene de EEUU (Ratha y Shaw, 2007). En ese sentido, las perspectivas de la economía norteamericana en términos de demanda y empleo tienen fundamental importancia para estas economías.

### *La crisis y la recuperación en América Latina*

El desempeño macroeconómico de la región durante la crisis fue bastante positivo, tanto en relación con las demás regiones del mundo como con su propio pasado de inestabilidad, tema este último que discutiremos en la sección III.

El nivel de actividad fue afectado por la crisis, pero las consecuencias fueron menores a las observadas en las economías avanzadas. La actividad industrial, por ejemplo, se redujo un 11% en promedio en los países del grupo LAC7 entre septiembre de 2008 y mayo de 2009, mientras que en los países del G-7 la reducción fue del 18% (Gráfico 4a). En la región el país más afectado fue

Brasil. En los meses siguientes la industria se recuperó a lo largo del mundo, pero aquí también aparecen diferencias a favor de la región: mientras en LAC7 el pico previo a la crisis se alcanzó hacia marzo de 2010, en las economías avanzadas la información preliminar de agosto de 2010 nos dice que esto no se ha logrado aún.

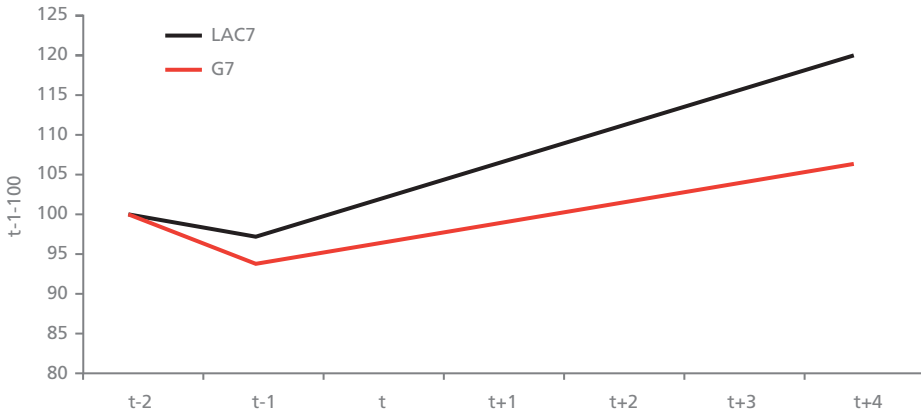
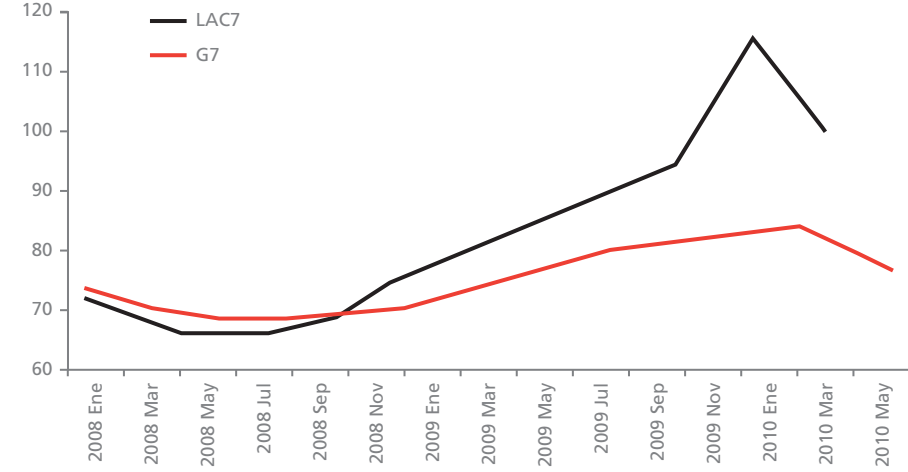
La instalación de fuertes tendencias recesivas tuvo, obviamente, efectos sobre variables que son sensibles desde el punto de vista social. La tasa de desempleo, como vimos más arriba, aumentó sustancialmente en los países ricos llegando a los dos dígitos en promedio hacia el último trimestre de 2010. En los países de la región el desempleo también aumentó como consecuencia de la crisis internacional, aunque en menor medida que en el mundo avanzado (Gráfico 4b y CEPAL y OIT, 2010). La evidencia sobre la recuperación, por otra parte, muestra que las tasas de desempleo en la región han continuado la trayectoria descendente que exhibían antes de la crisis, mientras que en las economías avanzadas los problemas de empleo aún persisten.

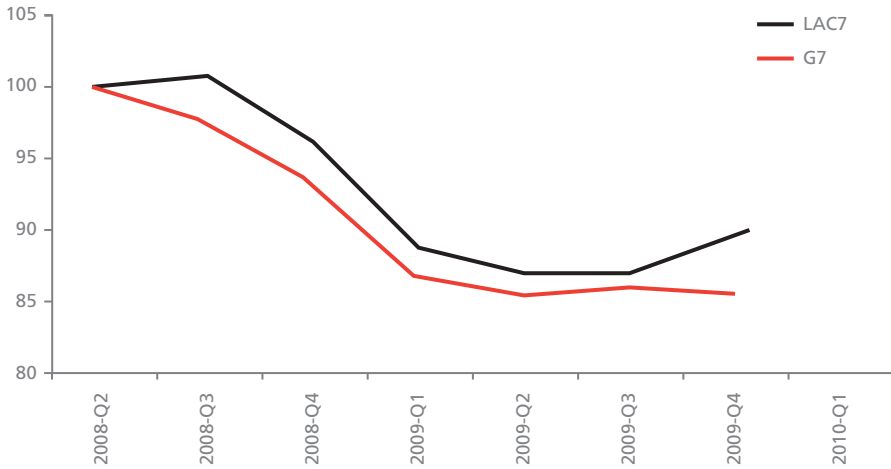
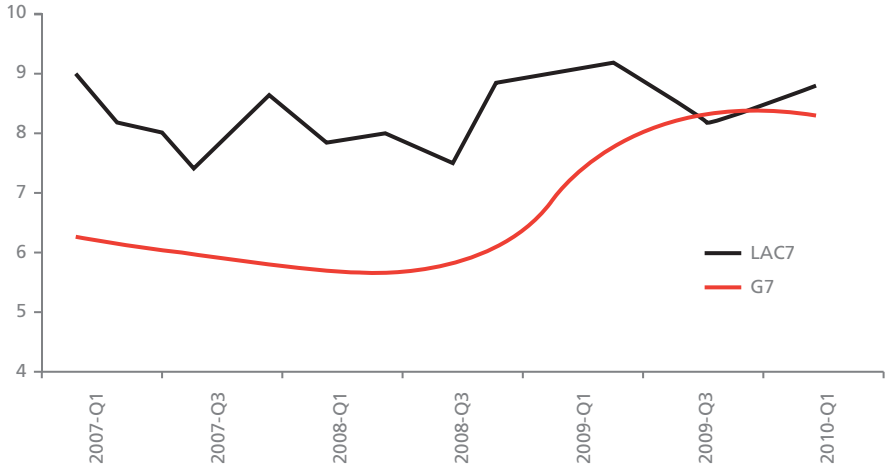
¿Qué puede esperarse en relación al desempeño futuro de la región? Para evaluar esta pregunta recurrimos a las estimaciones del FMI (Gráfico 4c). Según las proyecciones, en consonancia con lo ocurrido hasta ahora, la recuperación será más rápida. Esto implica que se espera que se mantenga la dinámica de crecimiento liderada por los emergentes que comentamos más arriba. Esto tiene

implicaciones para la convergencia macroeconómica entre regiones: entre 2003 y 2008 los países de la región se acercaron un 2% al año a los países avanzados, entre 2009 y 2010 se espera que lo hagan otro 1,5% al año y entre 2011 y 2015 un 1% al año. De cumplirse estos pronósticos, en algo más de una década la región habrá reducido en un cuarto la brecha que existía en 2003. La evidencia sobre tasas de inversión, como proxy del producto potencial futuro, es consistente con la hipótesis de una continuidad en el proceso de convergencia entre las regiones (Gráfico 4d).

¿Se ubicará definitivamente, entonces, la región en el pelotón de las economías emergentes dinámicas –que crecieron más en 2003-2008, cayeron menos durante la crisis y se espera que crezcan más– junto con algunos países africanos y el mundo asiático? Si bien esta pregunta podría contestarse afirmativamente, también hay que tomar en cuenta la gran heterogeneidad existente hacia dentro de los emergentes; un rasgo al que América Latina no es ajena. Más específicamente, Asia se destaca por encima del resto con claridad. Entre 2003 y 2008 la participación de los emergentes en el producto mundial pasó del 39% al 45%; de ese 6% adicional, un 4% fue explicado por el avance de Asia Emergente, mientras que América Latina aportó sólo un 0,3%. Durante la crisis *subprime* la divergencia se acrecentó: sólo Asia Emergente y en menor medida el Medio Oriente aumentaron su participación en el producto mundial.

**Gráficos 4a, 4b, 4c y 4d. Desempeño macroeconómico de América Latina durante la crisis**





(a) Producción industrial.

(b) Tasa de desempleo.

(c) Pronóstico de PIB.

(d) Tasa de inversión.

Nota: LAC7 = Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

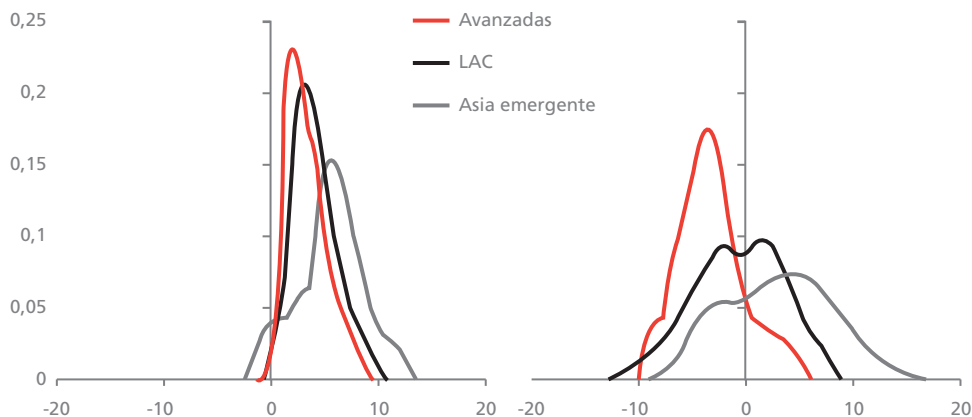
Fuente: elaboración propia en base a FMI, OECD y CEPAL.

Para echar algo más de luz sobre la cuestión de la heterogeneidad el Gráfico 5 muestra la función de distribución empírica de las tasas de crecimiento de los países de cada región, tanto en la fase expansiva (Gráfico 5a) como en la recesiva recientes (Gráfico 5b). Nótese allí que durante la expansión el crecimiento promedio en los países de Asia fue sensiblemente más alto que en América Latina, que a la vez superó el registro de las economías avanzadas. A medida que vamos considerando regiones de mayor crecimiento, también aparece más heterogeneidad. Con la llegada de la crisis, en tanto, las tasas de

crecimiento promedio se redujeron marcadamente y sólo Asia Emergente se mantuvo en terreno positivo. Más allá del crecimiento en la heterogeneidad, lo interesante es que hay dominancia estocástica en el sentido de que el desempeño relativo en Asia fue mejor durante la crisis, tanto para los que les fue bien como para los que les fue mal.

La dinámica de crecimiento latinoamericana también muestra heterogeneidades. Entre 2003 y 2008 el PIB global de los países de la subregión LAN se expandió a tasas cercanas al 6,5% al año, mientras que en LAS la expansión alcanzó el 8%.

### Gráficos 5a y 5b. Dinámica del crecimiento global a tres velocidades: Asia, América Latina y las economías avanzadas



(a) Pre-crisis (promedio 2003-2007).

(b) Crisis (2009).

Nota: LAC = América Latina y el Caribe.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

Durante la crisis el PIB de los países de LAN se contrajo un 3%, mientras que en el sur se expandió un 0,6%. Esta divergencia tanto en recesiones como en expansiones tiene como ingrediente adicional una mayor uniformidad entre los países del sur a diferencia del grupo del norte donde la evidencia no es tan concluyente (Gráfico 6).

Vale la pena remarcar, por otro lado, que tanto en el caso de la economía global como de las economías latinoamericanas hay un aumento en la varianza de la distribución de probabilidades, lo que podría estar anunciando un proceso de diferenciación dentro de los grupos de países en función de cómo fueron impactados los mismos, dada su inserción internacional, su grado de vulnerabilidad y el espacio de políticas para responder a los *shocks*. Pasaremos, entonces, a analizar estos factores en mayor detalle para el caso latinoamericano que nos ocupa.

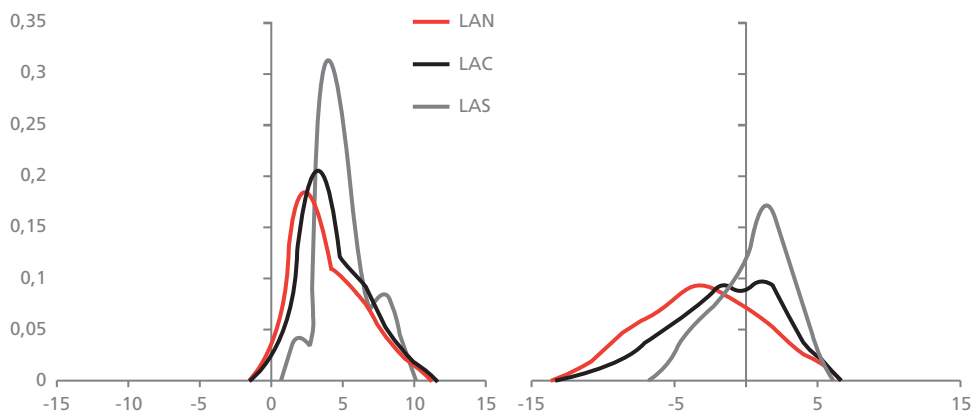
### América Latina y la crisis global

Una forma de evaluar los impactos y el alcance de la crisis de 2008-2009 es utilizar como patrón de comparación otros acontecimientos con características similares ocurridos en la región en el pasado. En el caso de América Latina esta estrategia parece bastante razonable ya que se trata de una región que, por un lado, ha mostrado históricamente una dinámica macroeconómica muy sensible a las perturbaciones de origen externo y,

por otro, ha recibido *shocks* globales de magnitud en las últimas décadas (Izquierdo *et al.*, 2008; CEPAL, 2008). En este sentido, vale remarcar que, a medida que la llamada “segunda globalización” se consolidaba luego de la caída del régimen de Bretton Woods, la influencia de las perturbaciones internacionales aumentó. Así, mientras que bajo las reglas de Bretton Woods las crisis fueron acontecimientos raros, en el período de la segunda globalización las crisis se hicieron mucho más frecuentes y la volatilidad agregada aumentó sensiblemente. En particular, América Latina vivió tres episodios de alta inestabilidad asociados a *shocks* globales en las últimas décadas: la crisis de la deuda en 1982, las crisis de los emergentes de fines de los 90 y la crisis actual (IMF WREO de abril de 2009). Cabe acotar, no obstante, que más allá de que en América Latina la frecuencia y la profundidad de las crisis tendieron a ser superiores al resto del mundo, la ocurrencia de fenómenos de fuerte inestabilidad fue bastante generalizada a lo largo de las regiones del mundo (Bordo y Lane, 2010).

En lo que sigue, entonces, evaluaremos el desempeño de la región luego de la crisis *subprime* utilizando como patrón de comparación los episodios de inestabilidad regional relacionados con la crisis de la deuda de 1982 y con las crisis en los emergentes de los 90 (cuyos momentos clave son la crisis asiática en 1997 y la rusa en 1998). Comenzaremos por comparar la evolución del producto en los tres episodios de inestabilidad. Esa comparación mostrará que el

## Gráficos 6a y 6b. ¿Dinámica del crecimiento global a dos velocidades? América Latina al sur y el norte



(a) Pre-crisis (promedio 2003-2007).

(b) Crisis (2009).

Nota: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

desempeño relativo de América Latina fue mucho mejor en el episodio más reciente. Con esa evidencia como marco de referencia, procederemos a analizar tres factores que son centrales para evaluar la capacidad de una economía para dar respuesta a una situación de stress: (a) el tamaño y las características del shock externo recibido; (b) el nivel de vulnerabilidad macroeconómica doméstica al momento de recibir el *shock*; y (c) la disponibilidad de espacios de política para implementar medidas anti-crisis una vez ocurrido el shock.

### *El impacto sobre el crecimiento: esta vez fue diferente*

En la sección II vimos que la región sobrellevó la crisis *subprime* bastante bien en relación a otras regiones. Los datos sugieren la misma conclusión cuando la comparación se hace con los episodios de inestabilidad del pasado: el nivel de actividad se resintió pero el impacto lejos estuvo de revestir el dramatismo de los registros anteriores (BID, 2009; Kacef, 2010). Para examinar este punto hemos elaborado una serie de Gráficos en los que mostramos el comportamiento promedio del nivel de



actividad regional en el entorno de las recesiones asociadas con la inestabilidad de origen externo. El Gráfico 7 exhibe la evolución del PIB en el caso de las tres crisis, tanto para el agregado de todos los países de América Latina como para las dos subregiones bajo análisis. La base 100 representa el nivel de actividad en el período previo al comienzo de la recesión.

El contraste más saliente se registra, sin dudas entre lo acontecido en los 80 y en los 2000. Como consecuencia de la crisis de principios de los 80 el producto se colapsó un 5% en promedio, se mantuvo estancado por varios años y sólo recupera el nivel previo cinco años después de la crisis. No en vano la década de los 80 ha sido bautizada como la década perdida. En el episodio actual, por el contrario, el producto cae sólo un 0,6% y retoma su sendero de crecimiento de forma bastante rápida. De acuerdo con las proyecciones del FMI, el crecimiento del nivel de actividad será apenas más bajo en el lustro posterior a la crisis que en el lustro inmediato anterior. Si esto ocurriera efectivamente, el contraste con la evolución posterior a la crisis de la deuda sería aún más impactante: en los 80 la recuperación se produjo a una velocidad cuatro veces inferior a la velocidad observada en la expansión previa (se puede ver una discusión sobre recuperaciones de crisis en Cerra y Saxena, 2007). La evolución presente se compara favorablemente también con la etapa de inestabilidad de los 90. Resalta particularmente la mayor velocidad de recuperación.

Según Reinhart y Reinhart (2010), una característica típica de los episodios post-crisis es la persistencia de un período de inestabilidad. Si utilizáramos este criterio para evaluar lo que está ocurriendo, deberíamos concluir que, mientras la región sufrió una crisis en los ochenta, no está claro que ése sea el caso en la actualidad ya que, en principio, no han persistido los signos de inestabilidad. Cabe señalar, no obstante, que la economía global muestra aún niveles de incertidumbre muy altos y, por lo tanto, no parece conveniente extraer conclusiones apresuradas. Es altamente probable que los desajustes macroeconómicos en Europa y EEUU y el proceso de ajuste de los desbalances globales sigan siendo una fuente de *shocks* globales.

Este cuadro general, no obstante, oculta ciertas heterogeneidades importantes que resultan evidentes cuando se desagrega por subregiones. Es importante tener en cuenta estas heterogeneidades a la hora de evaluar la posible evolución futura de la región. En los países del grupo LAS, ricos en recursos naturales, la recuperación post-crisis es más rápida y más robusta que en el caso de los países LAN, más ligados a la evolución del nivel de actividad y el empleo en EEUU, vía exportaciones industriales y remesas (Gráficos 7b y 7c). Si bien los dos grupos se están comportando mucho mejor que en el período de inestabilidad de los 80, no ocurre lo mismo cuando se usan los 90 como patrón. En el caso del grupo LAN los desequilibrios en EEUU han inducido impulsos recesivos de mayor magnitud

que los asociados con la inestabilidad de los 90; de hecho, el grupo LAN mostraba una capacidad de recuperación importante en esos años. Esto último contrasta llamativamente con la evolución de las cuatro economías grandes de la subregión LAS (Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela); el producto se colapsó un 5% en promedio como consecuencia de la inestabilidad emergente de fines del siglo y a esos países les llevo tres años recuperar los niveles de actividad previos.

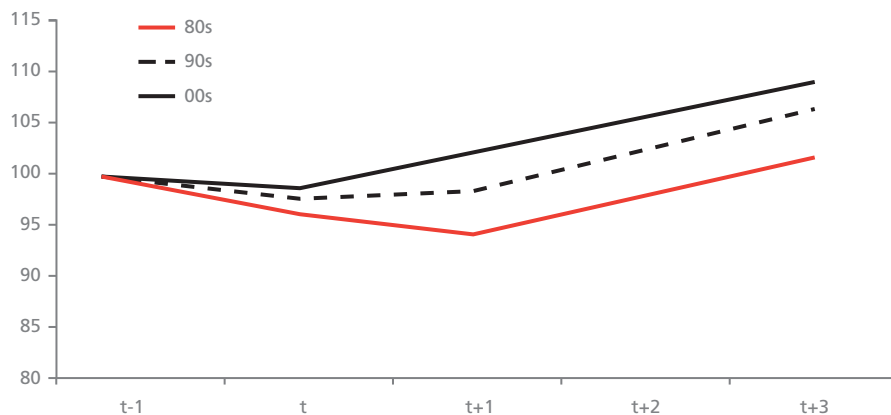
Estos hechos sugieren que el grado de vulnerabilidad de las subregiones LAN y LAS a shocks globales no es la misma y que el tipo de inserción en el comercio

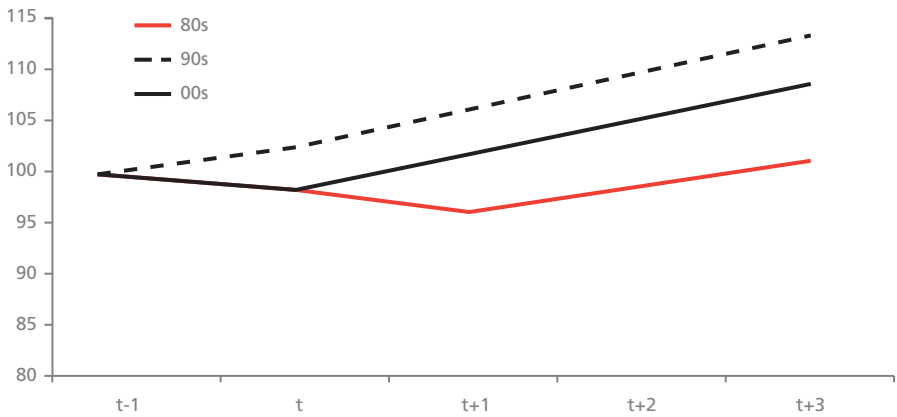
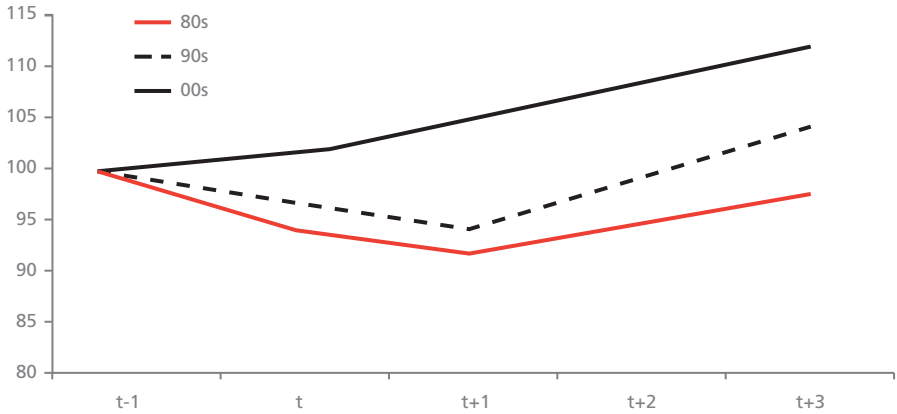
internacional probablemente juega un papel determinante en la explicación de las diferencias. Vale la pena, entonces, echar una mirada a las características de los *shocks* que afectaron a la región.

#### *La magnitud de los shocks externos*

Como se mostró más arriba, el comercio internacional y las finanzas operaron como canales importantes de transmisión de la crisis internacional hacia América Latina, tanto vía disminución del volumen del comercio y desplome del precio de las materias primas como por efecto de reversiones en los flujos de capital y volatilidad en los retornos.

### Gráficos 7a, 7b y 7c. Crisis y recuperaciones del PIB real en América Latina





(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela; los pronósticos del crecimiento están tomados del FMI.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI y WDI.

Comenzaremos por analizar cómo se comparan los shocks de comercio disparados por los acontecimientos de 2008-2009 con los observados en episodios del pasado.

Para evaluar la magnitud de las perturbaciones del comercio es necesario adoptar un estándar de "normalidad" para el volumen de exportaciones. Con tal propósito recurriremos a los desvíos respecto de la tasa de crecimiento de largo plazo de las cantidades exportadas, utilizando observaciones del crecimiento del volumen exportado con frecuencia anual para el período 1980-2009. El umbral que decide si se trata de un *shock* excepcionalmente fuerte o fuera de lo normal, es un desvío estándar: cuando la evolución en un período dado se ubica por encima de un desvío se considera que existe un *boom* de comercio real y, cuando se ubica por debajo, se considera que existe un *crash*. Una forma adicional de caracterizar la importancia del *shock* es evaluar el grado de "derrame" a través de la región y las subregiones. Diremos que el *crash* o el *boom* es generalizado si afecta a más del 25% de los países de cada grupo/subgrupo. El Gráfico 8 muestra la evidencia analizada; las líneas punteadas muestran el umbral de un desvío estándar.

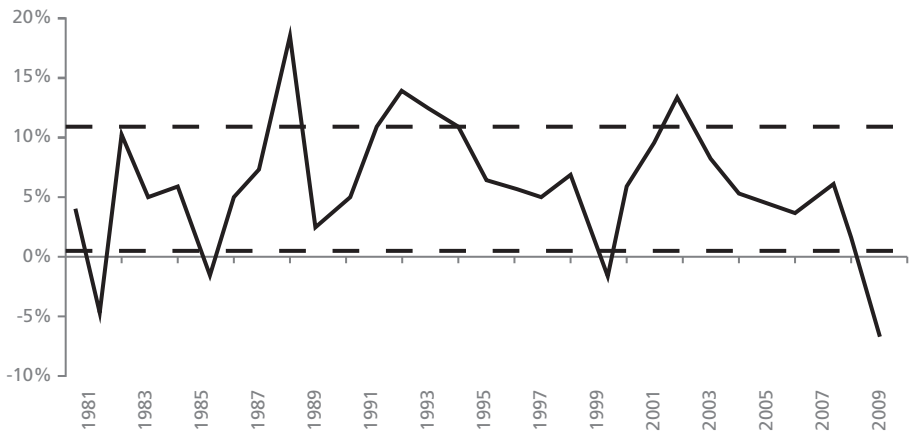
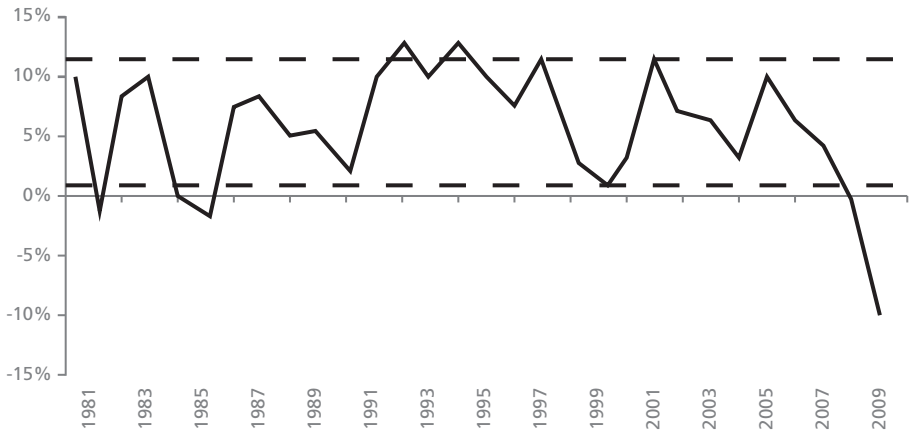
La evidencia indica claramente que ha habido un *shock* negativo de comercio excepcionalmente fuerte asociado con la crisis *subprime*. Como se observa en el Gráfico 8a, situaciones similares de "anormalidad" no se registraban

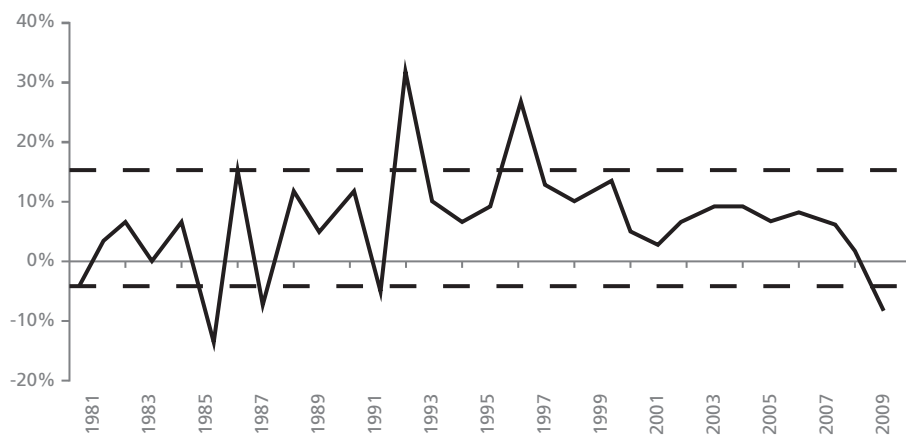
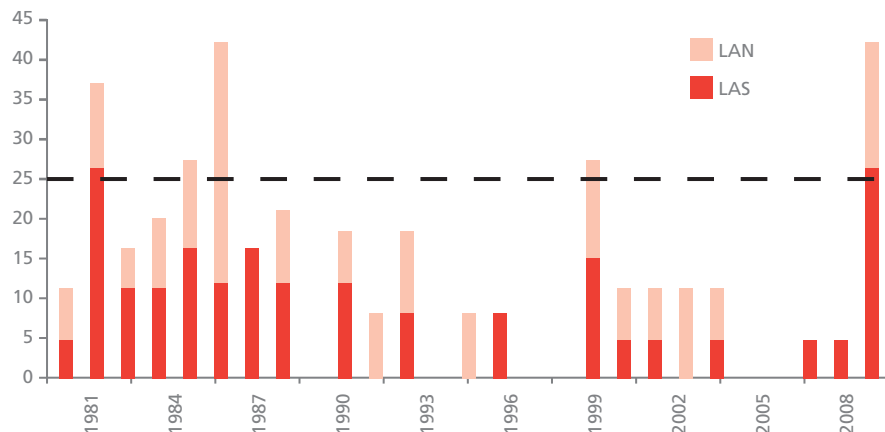
desde principios de los ochenta. Nótese, por otra parte, que al igual que en el caso de la década perdida, el *crash* fue generalizado: un conjunto amplio de economías de ambas subregiones se vio afectado (Gráfico 8b).

Al comparar la importancia del *shock* en el caso de las subregiones bajo análisis se observa un hecho similar: ambas subregiones experimentaron *crashes* de comercio real significativos y ambas los habían sufrido en los ochenta. Un punto interesante es que en el período de inestabilidad de los 90 el comercio internacional de la región LAS recibió un castigo mayor (Gráfico 8c). Probablemente este hecho explica en parte el mejor desempeño relativo del nivel de actividad en la subregión LAN en los 90.

¿Qué ocurrió con los términos del intercambio comercial? El Gráfico 9 aplica la técnica ya explicada para la detección del *crash* de comercio real al caso de los términos del intercambio. Nuevamente, para América Latina en su conjunto la situación actual, por su magnitud y su sincronía a lo largo de los países, remite a principios de los 80; luego no hubo *crashes* de términos del intercambio. En el caso de la subregión LAS, sin embargo, debemos agregar un episodio a fines de los 90. Es interesante notar, por otra parte, la marcada diferencia en la última década: mientras en los países del sur creció la volatilidad de los *shocks* externos de precios, en la subregión LAN pasó lo contrario. Además, la profunda diferencia en los perfiles de comercio exterior quedó

**Gráficos 8a, 8b, 8c y 8d. Shocks excepcionales de comercio real en América Latina**





(a) América Latina.

(b) Proporción de países donde se registra el acontecimiento.

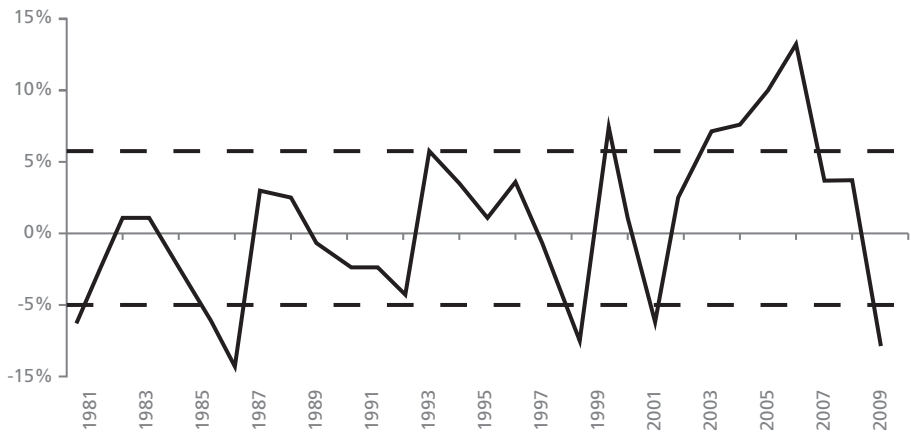
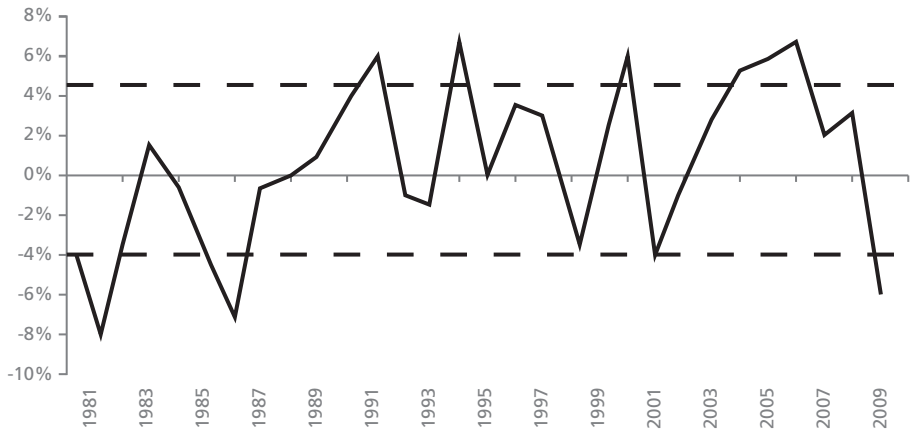
(c) LAS.

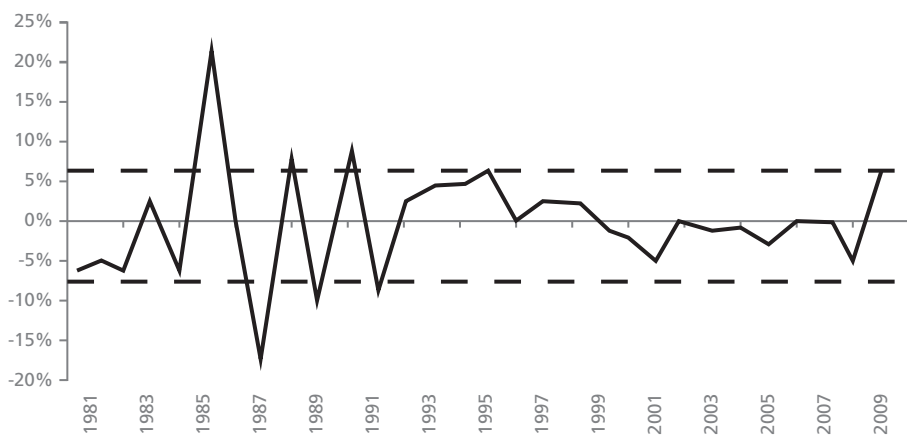
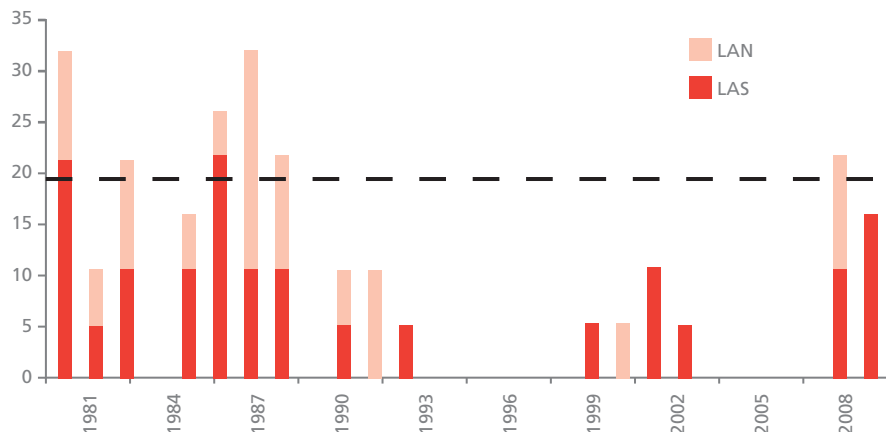
(d) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Gráficos 9a, 9b, 9c y 9d. Crash de precios del comercio en América Latina





- (a) América Latina.
- (b) Proporción de países donde se registra el acontecimiento.
- (c) LAS.
- (d) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.



reflejada en 2009, cuando al aparecer la crisis los términos del intercambio se mueven en direcciones opuestas.

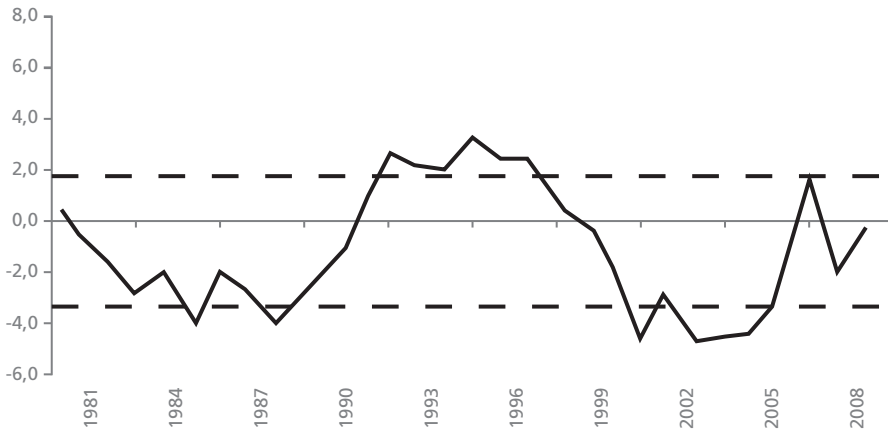
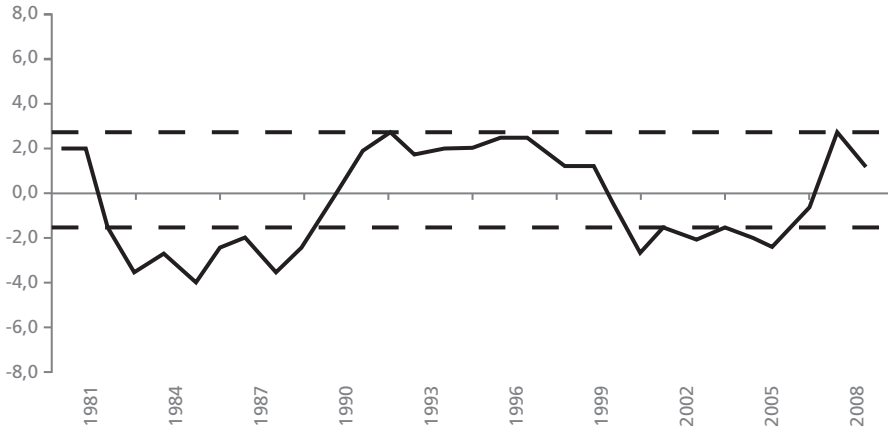
¿Cuán importantes fueron los *shocks* de origen financiero asociados a la crisis subprime cuando se los evalúa con una perspectiva de largo plazo? Una forma de echar luz sobre esta cuestión es analizar si existió o no una situación de salida brusca de capitales que pusiera a la región en el camino de un *sudden stop* en el sentido de Calvo *et al.* (2008). El Gráfico 10 presenta evidencia en este sentido. El indicador que se muestra computa la evolución de la entrada neta de capitales definida como la diferencia entre la variación de reservas y el saldo de la balanza comercial. Calvo identifica una situación como de *sudden stop* siempre que haya salida neta (entrada negativa) y los flujos hayan caído por debajo de un umbral mínimo; umbral mínimo que se define como el promedio del período 1980-2009 menos un desvío estándar. El Gráfico también muestra la proporción de países que experimentan un *sudden stop* como una forma de medir la amplitud regional del fenómeno.

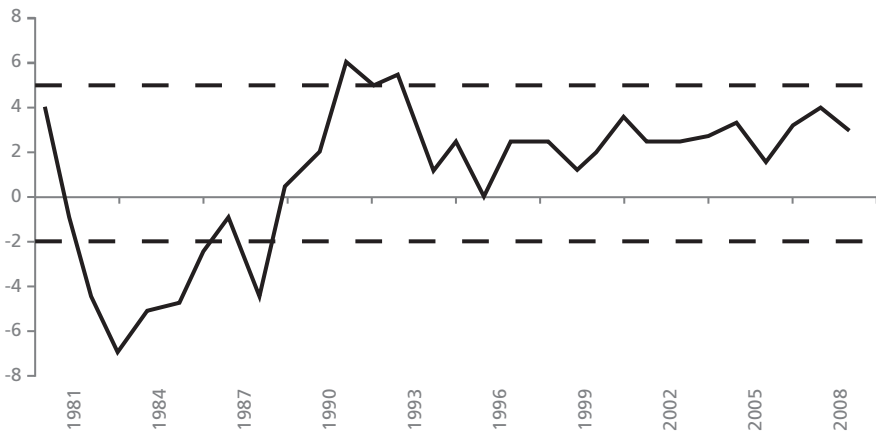
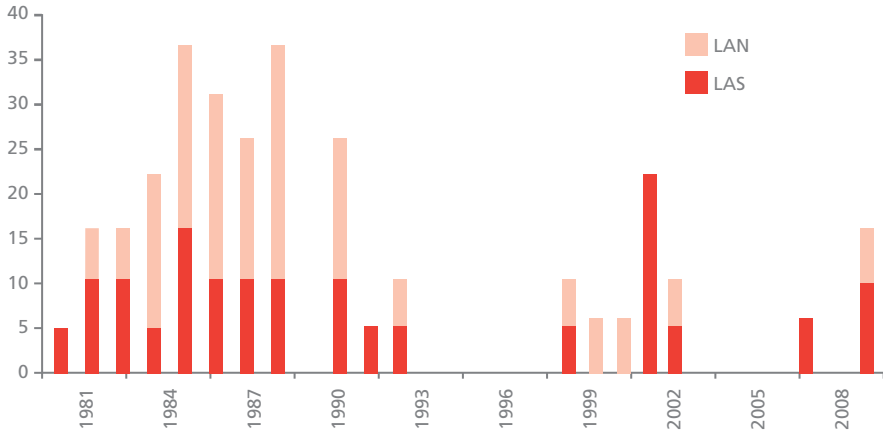
Surge claramente de los Gráficos que, para la región como un todo, los shocks financieros de los 80 y los 90 fueron más severos que en la actualidad: si bien en los tres acontecimientos se registra una reversión en los flujos de capital regionales, la significación es mucho menor en el caso de la crisis *subprime*. De hecho, si bien la reversión es significativa, el fenómeno no llega a constituir un *sudden stop* para la región en su conjunto en la medida

que el monto de salida no se ubica por debajo del umbral mínimo. Esto se debe a que, como vimos más arriba, una vez pasado el primer impacto, los capitales tendieron a retornar a la región en el segundo semestre de 2009. Esto contrasta con lo ocurrido a principios de los 80 y a fines de los 90 en que las reversiones sí constituyen *sudden stops*. Este cuadro no cambia mucho cuando se toman observaciones trimestrales en vez de anuales. En Albrieu y Fanelli (2009) aplicamos una métrica similar para series de frecuencia trimestral y detectamos un *sudden stop* regional en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. Más allá de ello, dos economías América del sur (Bolivia y Perú) y una de Centroamérica (El Salvador) experimentaron un *sudden stop*, mientras que otras dos del Sur (Argentina y Venezuela) registraban salidas de capitales con anterioridad a la crisis internacional.

Si bien estos hechos se observan tanto en la región LAN como en la LAS, la reversión es más pronunciada en América del Sur (Gráficos 10c y 10d). Mientras en esta última región la reversión hace que los flujos netos de capital se tornen negativos, no ocurre lo mismo en el grupo LAN. Lo que sí es cierto, no obstante, es que la reversión es bastante generalizada. El alcance regional del fenómeno es similar a los acontecimientos de los noventa (aunque no comparable a los 80). La ocurrencia de *sudden stops* en varias economías se refleja en el Gráfico 10b, que muestra la proporción de economías sufriendo el fenómeno en cada subregión.

Gráficos 10a, 10b, 10c y 10c. *Sudden stops* en América Latina





- (a) América Latina.
- (b) Proporción de países donde se registra el acontecimiento.
- (c) LAS.
- (d) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

### **Vulnerabilidad macroeconómica**

Un *shock* macroeconómico de magnitud y características dadas puede tener una incidencia muy diferente dependiendo del grado de vulnerabilidad de la economía que lo recibe. Por lo tanto, tan importante como caracterizar los *shocks* es evaluar los factores de riesgo que actúan como determinantes del grado de vulnerabilidad (Edwards, 2007; CEPAL, 2008; Ocampo, 2009). En el caso específico de los *shocks* externos, las investigaciones indican que la vulnerabilidad se relaciona con un conjunto de indicadores relativos al frente fiscal, el externo y el financiero (CEPAL, 2008). En línea con esto, pasaremos revista de una serie de indicadores regionales que se asocian con la vulnerabilidad. Tomaremos, por supuesto, el período previo a la ocurrencia de los *shocks* externos ya que la vulnerabilidad debe ser evaluada en términos *ex ante*.

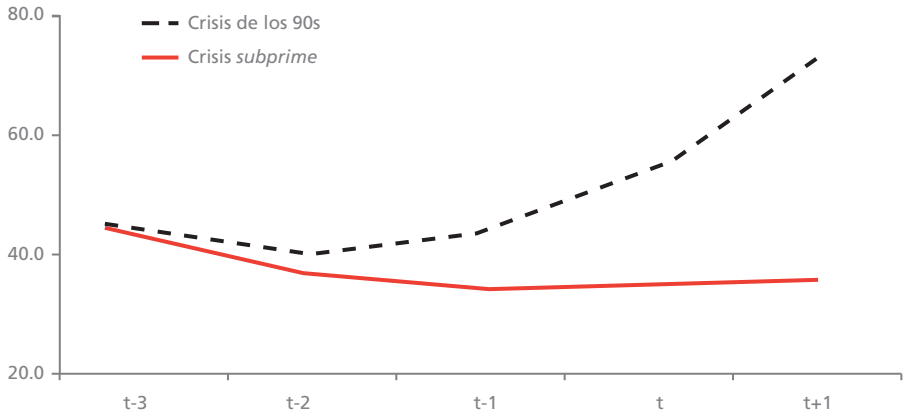
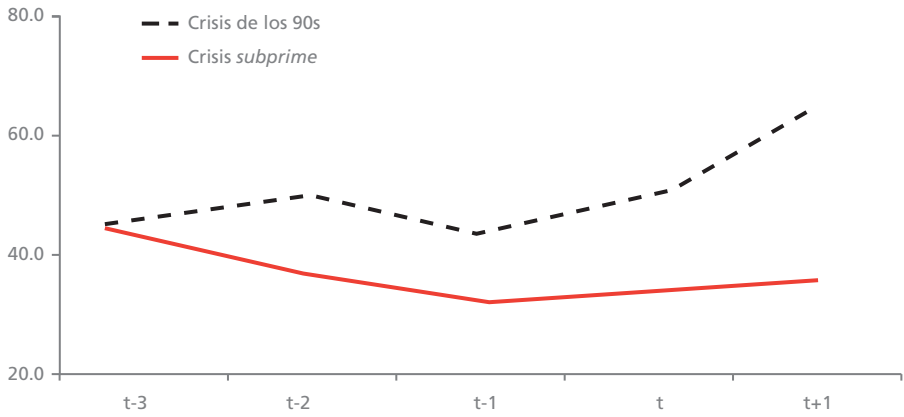
Comencemos por discutir la vulnerabilidad fiscal. La literatura sobre frenos bruscos identifica como dos factores de riesgo clave la relación deuda pública/producto y la proporción de la misma denominada en dólares. Como puede observarse en el Gráfico 11, los niveles de deuda pública siguieron una trayectoria descendente en los años previos a la crisis, de manera que al momento de la ocurrencia del episodio de inestabilidad global las obligaciones del fisco promediaban 35% del PIB. En los 90, la deuda pública promedio era superior a 40% del PIB.

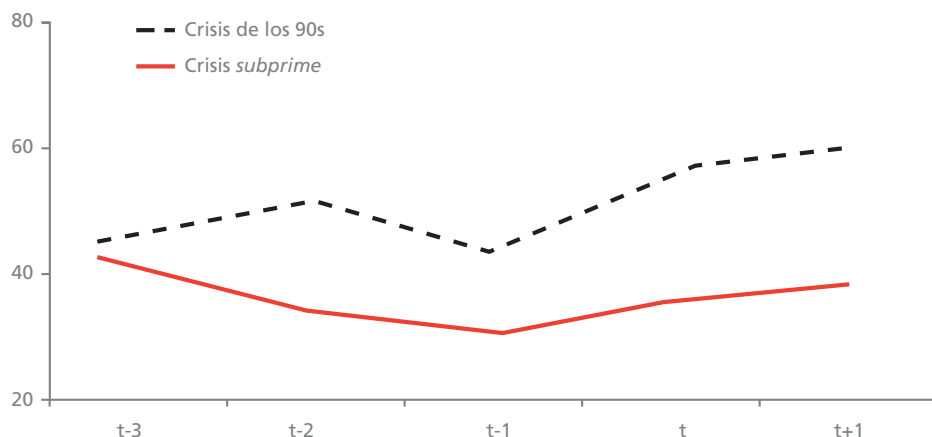
En la subregión LAS el proceso de desendeudamiento fue bastante marcado, en particular en Argentina, Bolivia, Chile, Perú y Uruguay. Sin embargo, como en general se partió de niveles relativamente altos (producto en parte de las crisis de fines de los noventa), ello no se tradujo en niveles de deuda pública particularmente bajos. En la subregión LAN se observa una dinámica similar. En particular, países como Honduras y Costa Rica entraron a la crisis actual con una fortaleza que no habían tenido en el pasado. Un hecho adicional muy positivo es que los niveles de endeudamiento no explotan como consecuencia de la inestabilidad inducida por el *shock* externo, lo que contrasta significativamente con lo ocurrido en episodios anteriores. Véase, sobre todo, el caso de LAS, donde explotan los niveles de endeudamiento como consecuencia de la inestabilidad de los 90.

Un hecho que probablemente explica el mejor comportamiento post-*shock* de la deuda pública es el menor grado de dolarización. La dolarización de la deuda se redujo sensiblemente en la región. A principios de los 90 la proporción de deuda de los gobiernos latinoamericanos denominada en moneda extranjera se ubicaba en un 70%-75% de la deuda total; hacia 2008, en cambio, llegaba sólo al 50% (Cowan et al., 2006).

Los indicadores de flujo también exhiben cambios positivos en lo que hace a vulnerabilidad (Gráfico 12). A principios de los 2000 las economías del

**Gráficos 11a, 11b y 11c. Vulnerabilidad fiscal en América Latina (I): stocks. Deuda pública del gobierno central (% PIB)**





(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

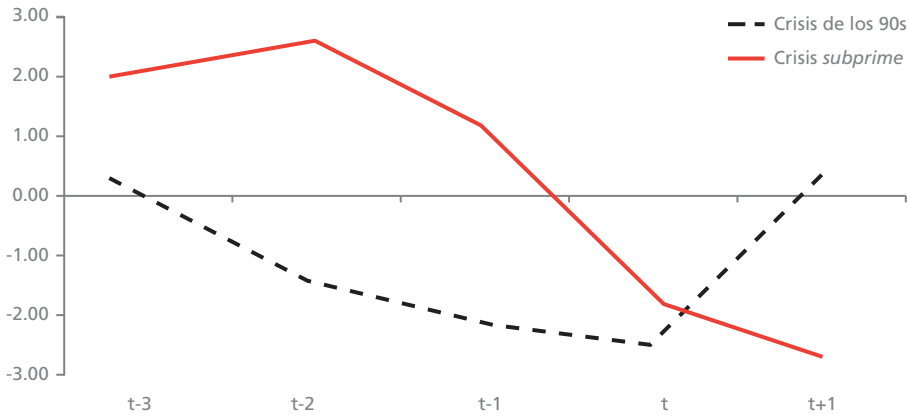
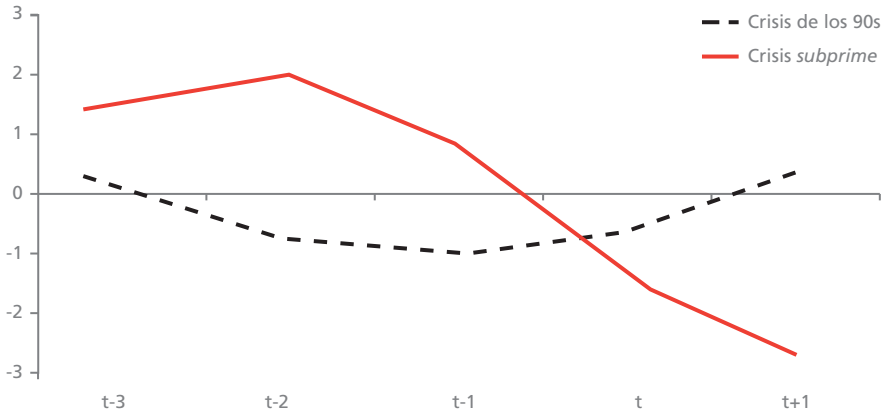
bloque registraban déficit financieros que promediaban 3% del PIB. Tras el proceso de desendeudamiento ya comentado, hacia 2007 los balances se tornaron superavitarios. Así, la llegada de la crisis *subprime* encontró a los países de la región con mayor espacio fiscal que en ocasiones pasadas, cuando el resultado fiscal era levemente deficitario (Gráfico 12a).

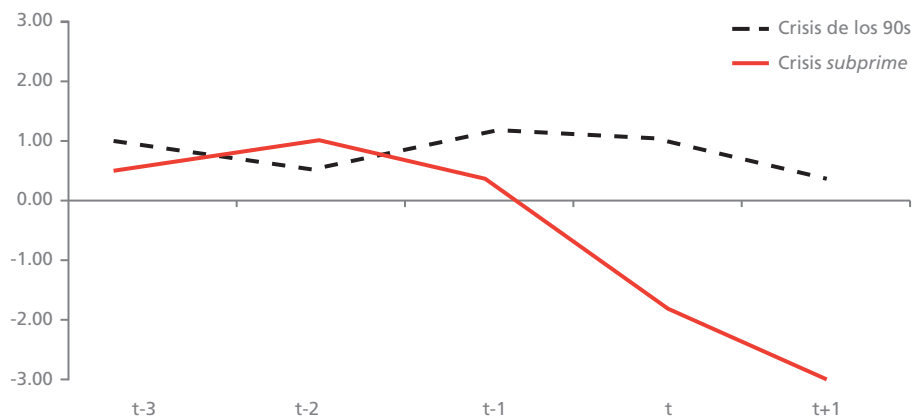
Al hacer la desagregación subregional vemos que la diferencia principal se dio en los países de sur. En efecto, estos iniciaron las crisis previas con fuertes déficit fiscales, del orden del 2% del PIB. No es el caso, no obstante, de la economía más grande de la subregión (Brasil), que si bien redujo

sensiblemente su déficit fiscal, inició la crisis *subprime* con los números en rojo. En la subregión LAN, en tanto, los números fiscales con la llegada de la crisis fueron similares a los de las crisis pasadas. Cabe destacar, sin embargo, que México –la mayor economía de la subregión– ha estado mostrando una situación de vulnerabilidad fiscal mucho menor en los últimos años.

En suma, puede afirmarse que la incidencia de la vulnerabilidad de origen fiscal ha sido mucho menor en relación al pasado. Aunque la situación dista de ser homogénea a través de los países, lo cierto es que la región parece haber aprovechado los años de bonanza de los 2000 para reforzar la posición

**Gráficos 12a, 12b y 12c. Vulnerabilidad fiscal en América Latina (I): flujos. Resultado financiero del gobierno central (% PIB)**





(a) América Latina.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL.

fiscal, tanto en términos de flujos como de *stocks*.

Pasemos ahora a los indicadores de vulnerabilidad externa. El Gráfico siguiente presenta la evolución de la vulnerabilidad externa utilizando como indicador la posición internacional neta de inversión financiera. Este indicador se define como la diferencia entre los activos financieros y los pasivos financieros externos de la economía en su conjunto. En el pasado, las crisis estuvieron acompañadas con una alta fragilidad externa reflejada en obligaciones financieras netas que se ubicaban en alrededor del 20% del PIB. Esta vez, en cambio, la región, en promedio, entra a la crisis *subprime* con una posición acreedora neta en relación

con el resto del mundo, por un par de puntos del PIB.

Detrás de esta mejora operaron dos factores. Por un lado los niveles de endeudamiento externo se redujeron sensiblemente en la región en la etapa 2003-2008, pasando del 38% del PIB a 21% del PIB. Por otro, los gobiernos latinoamericanos implementaron medidas de “blindaje” contra *shocks* financieros. Las estrategias de auto-aseguramiento de este tipo fueron motivadas por el deseo de evitar la exposición a episodios de *sudden stop* y contagio como los que se dieron, entre 1997 y 2002, en varios países de Asia, Rusia y América Latina. Instrumentos privilegiados de las estrategias de auto-seguro fueron la generación de



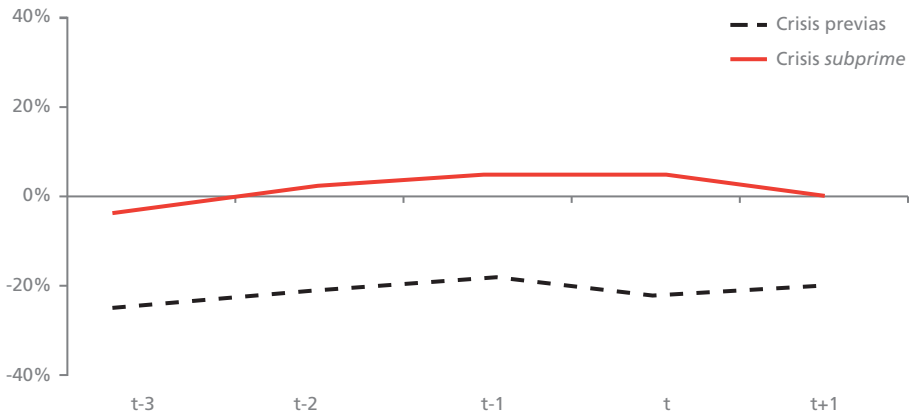
fuertes superávits de cuenta corriente y acumulación de reservas (Ocampo, 2009). En este marco, entre 2002 y 2008, las reservas internacionales de la región pasaron del 13% al 17% del PIB, a pesar del fenomenal crecimiento registrado en el PIB regional.

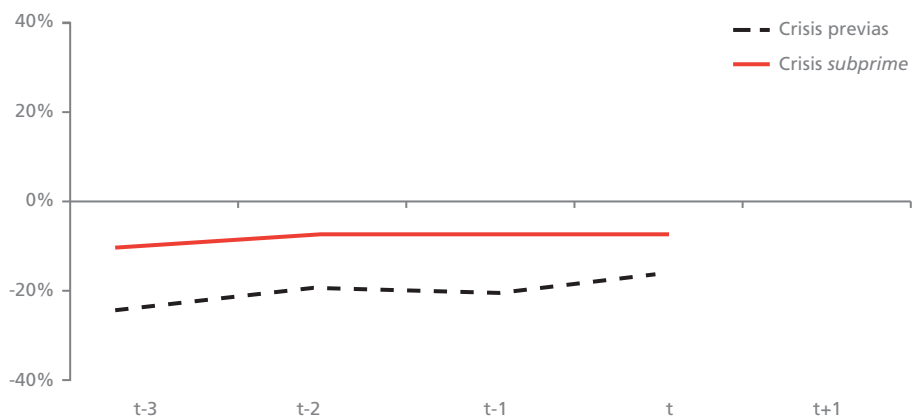
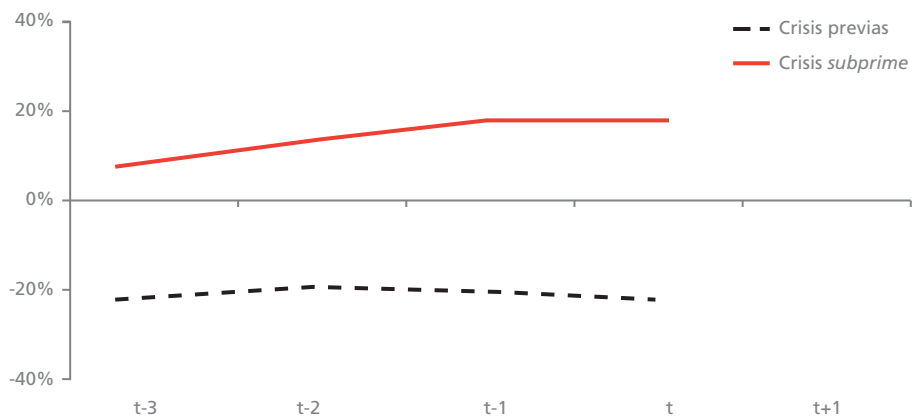
La parte inferior del panel (Gráficos 13b y 13c) muestra que existen diferencias entre las sub-regiones bajo análisis. Una de las principales es que la mejora en la posición financiera neta fue mucho más marcada en LAS. La subregión LAN muestra indicadores de vulnerabilidad que la dejan más expuesta. Hay que tomar en cuenta, no obstante, que los promedios regionales tienden a ocultar

las asimetrías. De aquí que hay que tener en cuenta que las dos economías más grandes de la región tienen niveles de exposición externa algo más altos que el promedio. México, por ejemplo, ostentaba una posición de deuda neta por 25% del PIB al inicio de la crisis y Brasil también era deudor neto a pesar de la fuerte acumulación de reservas. En ambos casos, buena parte del endeudamiento neto proviene no del sector público como en las crisis de los noventa, sino de las hojas de balance del sector privado.

En lo que respecta a los indicadores de vulnerabilidad basados en flujos, la evidencia sobre la trayectoria de la

**Gráfico 13. Vulnerabilidad externa en América Latina (I): stocks. Posición neta de inversión financiera (% PIB)**





(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Lane y Milesi-Ferretti (2007).

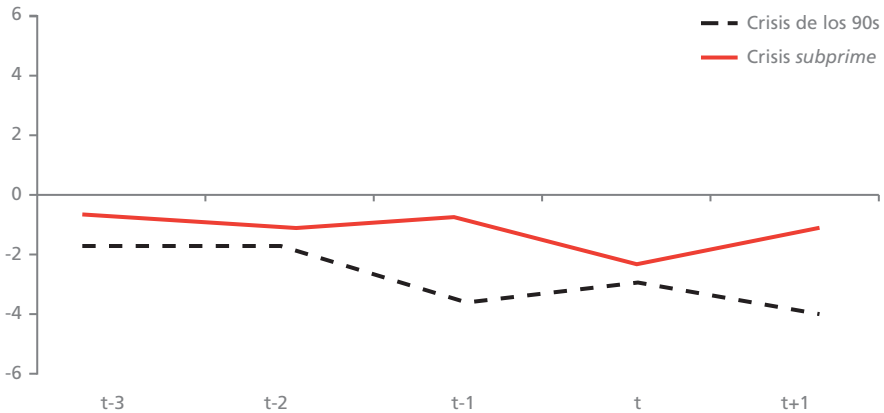
balanza comercial muestra un cuadro similar al *stock* de deuda neta: las mejoras son sensibles en América del Sur, pero no así en la región LAN (Gráfico 14). Para los países centroamericanos, ello no es otra cosa que la contracara de la anemia exportadora y la excesiva dependencia de las remesas provenientes de EEUU. Pero también es el caso de una economía grande como México, cuyo volumen de exportaciones creció un magro 3% al año en el período de bonanza 2003-2007.

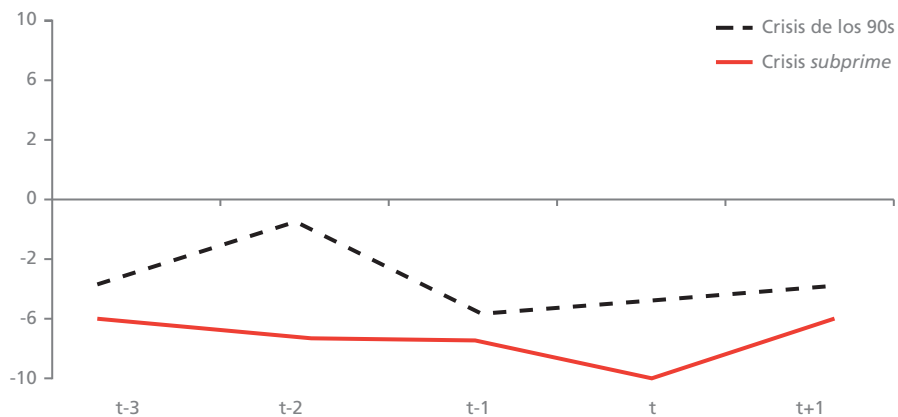
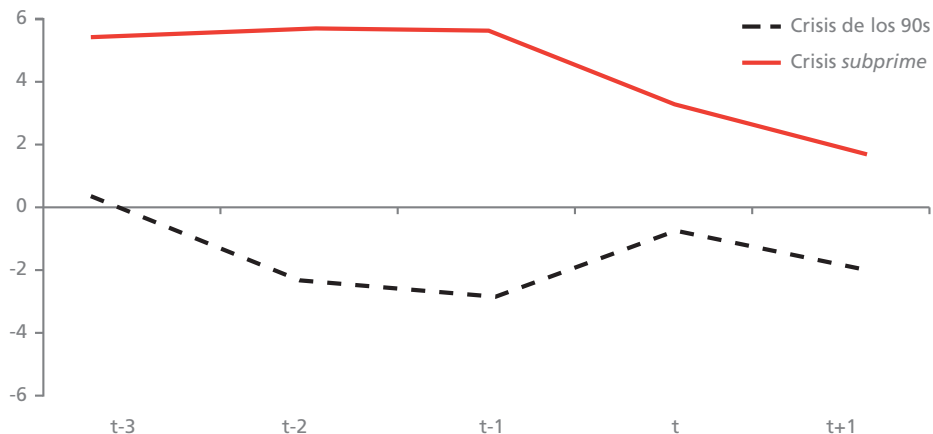
En suma, juzgados de manera global, los indicadores de fragilidad revelan que, al igual que en el caso de los indicadores

fiscales, la vulnerabilidad externa de la región evolucionó positivamente en el período inmediato anterior a la crisis, aunque las heterogeneidades existen y deben ser tenidas en cuenta; mientras la región LAN no logró reducciones sensibles en el frente externo, las mayores potencias regionales presentan una situación algo más vulnerable.

Pasemos, por último, a analizar los cambios en la vulnerabilidad asociados con la intermediación financiera doméstica. Al evaluar este punto hay que tomar en cuenta que la región presenta sistemas financieros poco profundos, que tienen un nivel de desarrollo menor que el que cabría

### Gráficos 14a, 14b y 14c. Vulnerabilidad externa en América Latina II: flujos. Balanza comercial (% PIB)





(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI.

esperar en función del PIB *per cápita* (Torre *et al.*, 2007). Más allá de lo que muestran indicadores cuantitativos como M2/PIB o crédito privado/PIB, hay características cualitativas que señalan falta de profundidad. Una importante es la debilidad de la oferta de crédito a largo plazo y la presencia de tasas variables, indexación y dolarización en los mercados de deuda de mayor duración. Otra característica negativa es que los mercados están muy segmentados. Sólo las grandes empresas tienen acceso a los mercados de bonos corporativos o a los mercados externos, al tiempo que las pequeñas firmas y las familias enfrentan un nivel significativo de racionamiento.

Dentro de este contexto de bajo desarrollo financiero, hay un número de factores de riesgo que la literatura sobre subdesarrollo financiero pone en primer plano: el crecimiento desmedido en los préstamos –y la fragilidad en las hojas de balance que ello implica– y el nivel de dolarización de los depósitos –que se puede traducir en un descalce entre activos no transables y pasivos en dólares–.

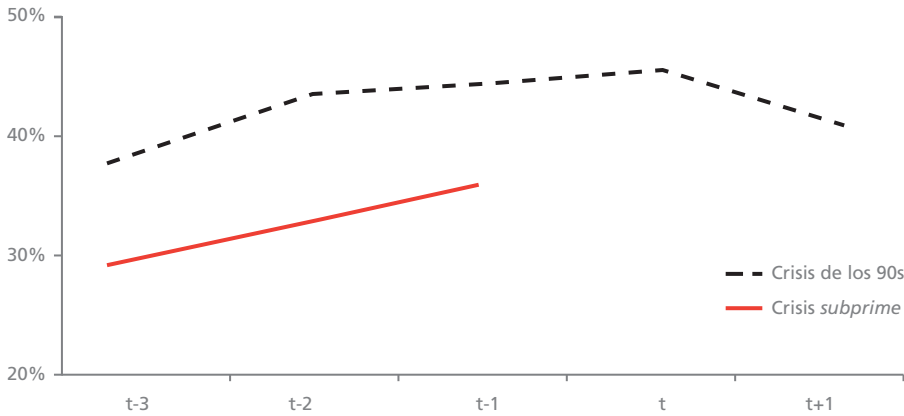
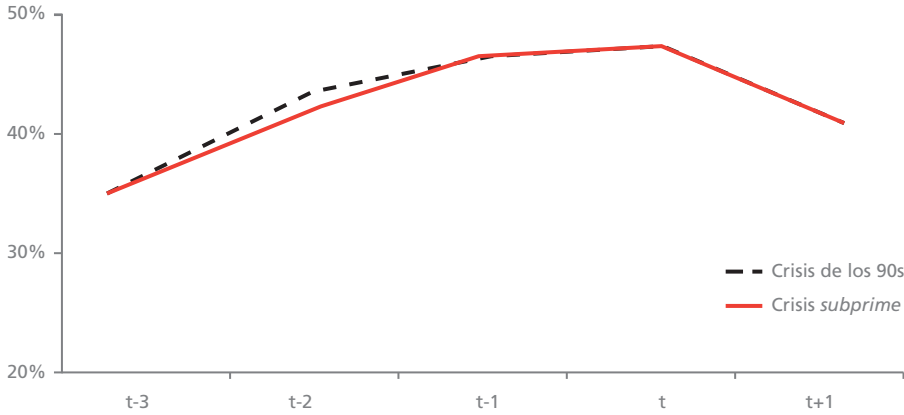
La vulnerabilidad que implica un exagerado aumento del crédito parece relevante en la región. El crédito como porcentaje del PIB ha estado subiendo marcadamente entre 2005 y 2008, y se encuentra por encima de los registros de las crisis anteriores. Esto es relevante porque, como se observa en el Gráfico 13a, las crisis sistemáticamente terminan en reversiones financieras masivas y contracciones del crédito.

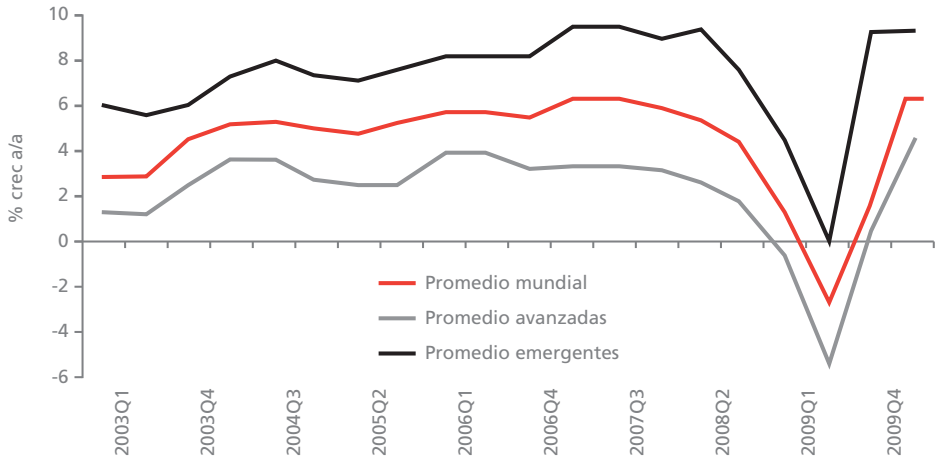
La desagregación por subregiones permite localizar geográficamente una mayor vulnerabilidad: en la subregión LAN. Allí el crédito se ha expandido rápidamente en los últimos años, de la mano de una mayor extranjerización del sistema financiero, y a la llegada de la crisis *subprime* se encontraba claramente por encima de los registros en crisis anteriores. En América del Sur, en tanto, el crédito se expandió en estos años, principalmente en Brasil y Venezuela, pero se encuentra en mejores condiciones que en las crisis del pasado.

Por supuesto, siendo una región subdesarrollada financieramente, la expansión del crédito debería ser, en principio, bienvenida. El toque de atención respecto de la vulnerabilidad aparece porque muchas veces las expansiones rápidas del crédito son difíciles de compatibilizar con mejoras en la regulación y la supervisión que eviten la formación de burbujas y la mala asignación del crédito.

Por último, en lo que hace a la dolarización y, por ende, al riesgo de descalce, la evidencia muestra una reducción modesta pero bastante generalizada en la vulnerabilidad. La dolarización del crédito siguió una trayectoria descendente en la etapa de bonanza, pasando del 35% al 30% en los momentos previos a la crisis. En los períodos de inestabilidad de los 90 la situación fue la opuesta: la dolarización creció marcadamente antes del colapso.

**Gráficos 15a, 15b y 15c. Vulnerabilidad financiera en América Latina I: stocks. Crédito al sector privado (% PIB)**





(a) América Latina.

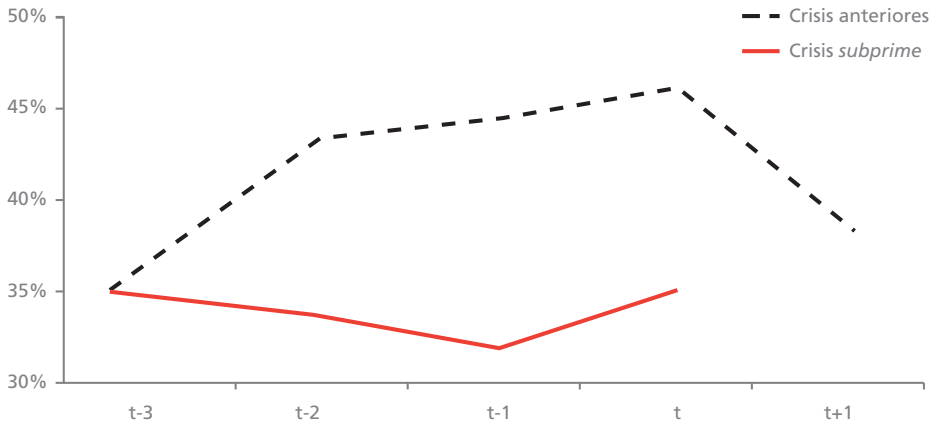
(b) LAS.

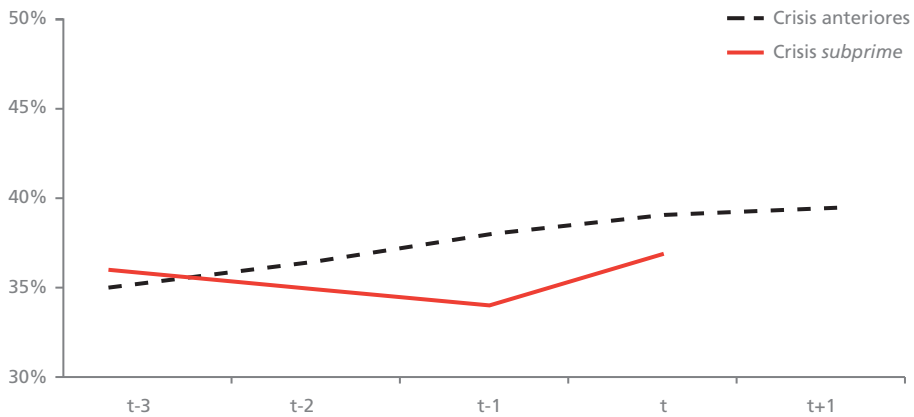
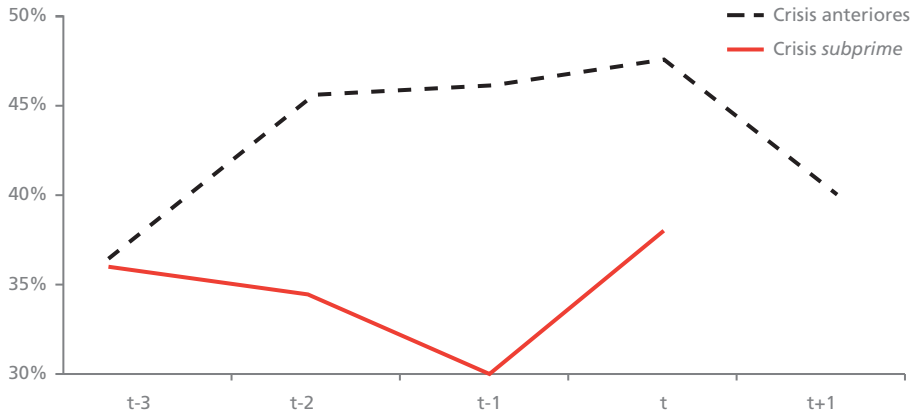
(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Beck et al. (2007) e IADB.

**Gráficos 16a, 16b y 16c. Vulnerabilidad financiera en América Latina II: créditos en dólares (% crédito total)**





(a) América Latina.

(b) LAS.

(c) LAN.

Notas: LAC = América Latina y el Caribe; LAN = Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá y República Dominicana; LAS = Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.



Al analizar este fenómeno en términos subregionales, vemos que si bien es generalizado, es más marcado en las economías de América del Sur. En particular, en Argentina y Bolivia la reducción de la vulnerabilidad financiera ha sido muy marcada. En otros países de la subregión, como Uruguay y Perú, en cambio, la dolarización persiste.

En síntesis, en conjunto, los indicadores de fragilidad financiera nos muestran que ha habido mejoras en los últimos años y ello seguramente ha coadyuvado a que no se produjeran en la región fenómenos de corrida bancaria o, peor, crisis gemelas como fue el caso en algunos países en los 90.

### *El espacio para respuestas de política anticrisis*

Como hicimos notar más arriba, además del tamaño del *shock* y el nivel de vulnerabilidad, un tercer determinante importante de la dinámica post-*shock* es la disponibilidad de espacio de política para dar respuesta a los desequilibrios. Por supuesto, un análisis detallado de la disponibilidad de espacios de política superaría ampliamente los límites de este trabajo. Por ello nos concentraremos en las dos políticas que tienen un papel determinante en lo que hace a respuesta anti-cíclica: la fiscal y la monetaria.

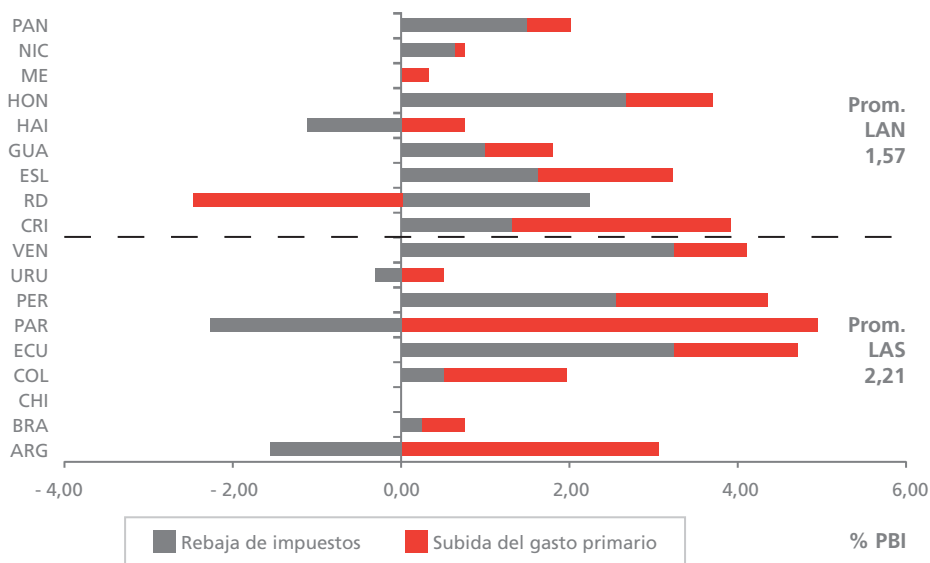
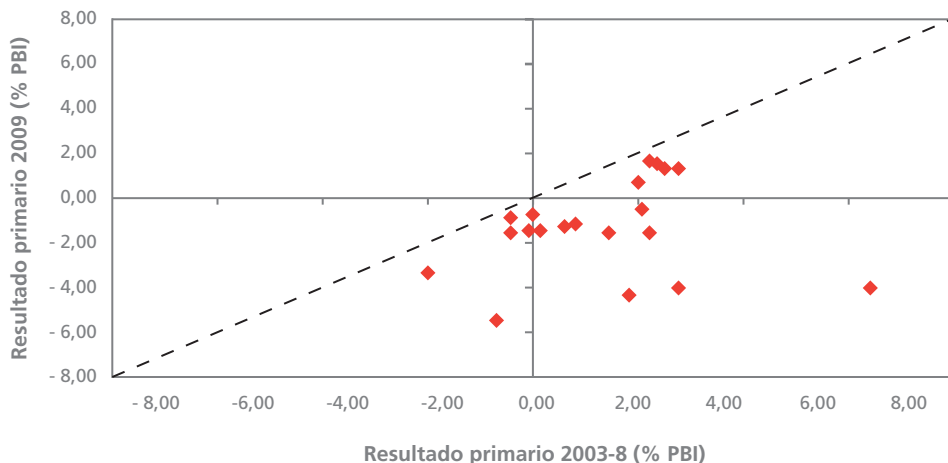
Las respuestas fueron particularmente activas. Al sostén directo de la demanda agregada de corto plazo a través de paquetes de gasto público

se adicionaron rebajas impositivas y acciones de política monetaria orientadas a reducir el costo del dinero, a dejar que el tipo de cambio absorba parte del ajuste y a asegurar una provisión adecuada de liquidez al sistema financiero. Como veremos, el análisis de estas políticas nos llevará a concluir que en esta ocasión las autoridades regionales estuvieron en condiciones de dar una respuesta de mayor calidad, lo cual coadyuvó con alta probabilidad a que se observaran mejores resultados en lo que hace a nivel de actividad.

En el plano fiscal los paquetes de estímulo implementados fueron de magnitud. Como se observa en el Gráfico 17a, las cuentas fiscales de todos los países de la región se movieron hacia el déficit frente al episodio recesivo. Si en el período 2003-2008 la región promediaba un resultado primario superavitario de 1,2% del PIB, 2009 cerró con un rojo del 0,8% del PIB. Este cambio en la orientación de la política fiscal se dio tanto por rebaja de impuestos como por subida de gastos. En la desagregación subregional vemos que hay una diferencia: en las economías de América del Sur el movimiento hacia el déficit fue algo más pronunciado.

Parte del impulso anti-cíclico se debe a los estabilizadores automáticos. Como es sabido, estos estabilizadores actúan en la región principalmente por la vía de la recaudación de impuestos debido al tamaño reducido de los sistemas

Gráficos 17a y 17b. La crisis *subprime* y la política fiscal en América Latina



(a) Resultado primario.

(b) Descomposición de la subida en el déficit primario.

Fuente: elaboración propia en base a CEPAL e IADB.

de transferencias –como el seguro de desempleo– existentes.

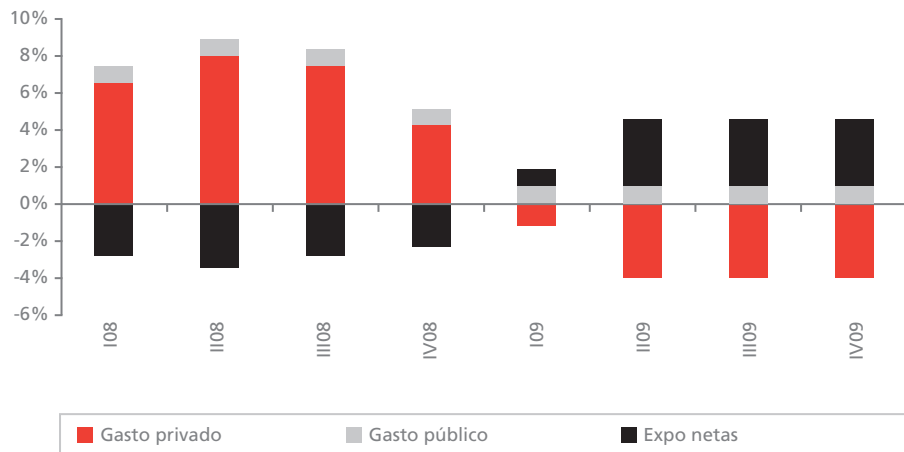
Los ingresos fiscales se desaceleraron sensiblemente durante el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, pasando de crecer un 15% en términos reales en el primer semestre a contraerse un 4% durante la crisis. En términos subregionales el efecto fue particularmente fuerte en los países de la subregión LAN, donde los ingresos reales se contrajeron más de un 10% en términos interanuales a lo largo del período recesivo. Las heterogeneidades más marcadas aparecen por el grado de dependencia de la economía internacional que muestran ciertas economías en lo que hace a ingresos del sector público. Así, Bolivia, México, Ecuador y Venezuela se vieron particularmente afectados por el desplome en los mercados internacionales de materias primas, mientras que en los países centroamericanos el efecto principal corrió por cuenta de las tendencias recesivas asociadas a caídas en remesas con la consiguiente repercusión en la actividad y la recaudación (Gómez Sabaini y Jiménez, 2009). Con respecto a las economías grandes, la actuación de los estabilizadores automáticos ha sido particularmente fuerte en Brasil, Chile y Colombia, llegando a representar más de la mitad del cambio en el déficit primario entre 2007 y 2009 (*Fiscal Monitor*, 2010).

Sin embargo, la diferencia que introduce el contraste más fuerte con las experiencias del pasado es la

implementación de políticas fiscales anti-crisis de carácter discrecional. Del lado de las erogaciones, los planes de estímulo aplicados por la región se focalizaron en la inversión en infraestructura y obras públicas, lo cual fue particularmente cierto para las economías grandes. De acuerdo con CEPAL (2010), en Argentina los nuevos gastos en viviendas, hospitales, alcantarillado y carreteras ascendieron en 2009 a 15.900 millones de dólares, representando una duplicación con respecto a lo gastado en 2008. En Brasil se amplió en 62.000 millones de dólares el financiamiento al Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC), el gobierno incrementó en 4.500 millones la inversión pública y aseguró un monto algo mayor del Fondo Soberano para contener la demanda agregada. En México el Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo (PICE) incrementó en un 0,7% los gastos en infraestructura, aunque su efecto fue parcialmente compensado por la reducción de otros gastos. En Chile el presupuesto de 2009 incorporó una fuerte subida en los gastos públicos, en particular los asociados a infraestructura, que se expandieron en términos reales un 9% en el año.

Los fuertes paquetes de estímulo implementados fueron un paliativo de importancia para la contracción tanto de la demanda privada como de la demanda externa y contribuyeron a suavizar la contracción del nivel de actividad. Como se observa en el Gráfico 18, en las economías grandes (LAC7) la contribución al crecimiento del PIB

**Gráfico 18. El papel de la política fiscal en América Latina en la crisis: contribución de los ítems de la demanda agregada al crecimiento del PIB**



**Nota:** América Latina se refiere a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

**Fuente:** elaboración propia en base a datos de CEPAL.

correspondiente al gasto público fue positiva e importante en los trimestres de crisis. En algunos países –como Uruguay– la contribución fue menor, pero ello se debió principalmente a que los efectos de la inestabilidad global sobre la demanda privada fueron más benévolos.

Una hipótesis razonable es que los gobiernos estuvieron en condiciones de implementar políticas anti-cíclicas debido a que operaron en un contexto en que la vulnerabilidad fiscal era menor, como ya se analizó. Menor vulnerabilidad implica mayor espacio fiscal en la medida que los servicios de la deuda pública y una mejor

evolución de las tasas de interés no obligan al gobierno a intentar generar resultados fiscales superavitarios en el marco de una recesión, como ocurrió en acontecimientos de inestabilidad anteriores.

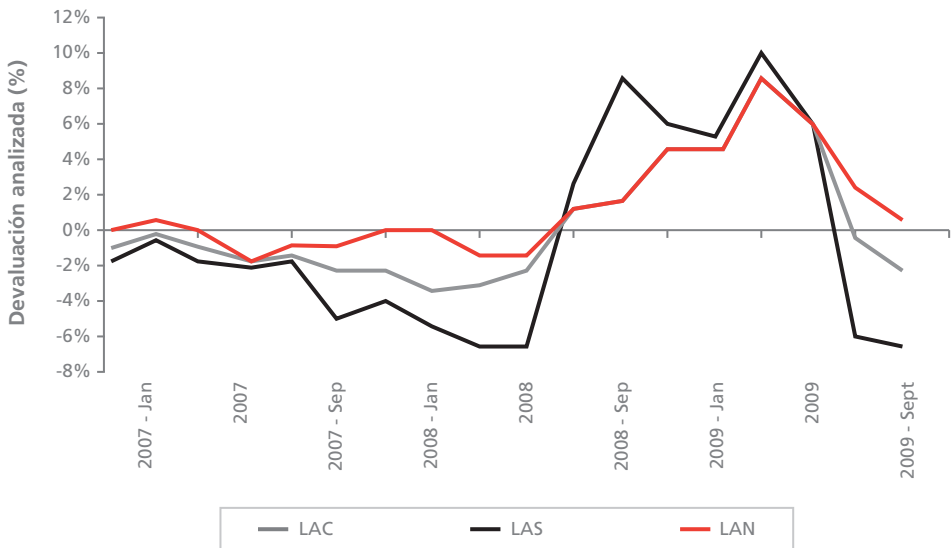
En el terreno de la política monetaria también hubo modificaciones de importancia. La primera es que, a diferencia de situaciones del pasado, los esquemas cambiarios mostraron mayor flexibilidad, dejando que las monedas absorbieran parte del *shock* externo y se depreciaran como respuesta a la escasez de divisas, sin que ello desencadene una crisis cambiaria (Gráfico 19).

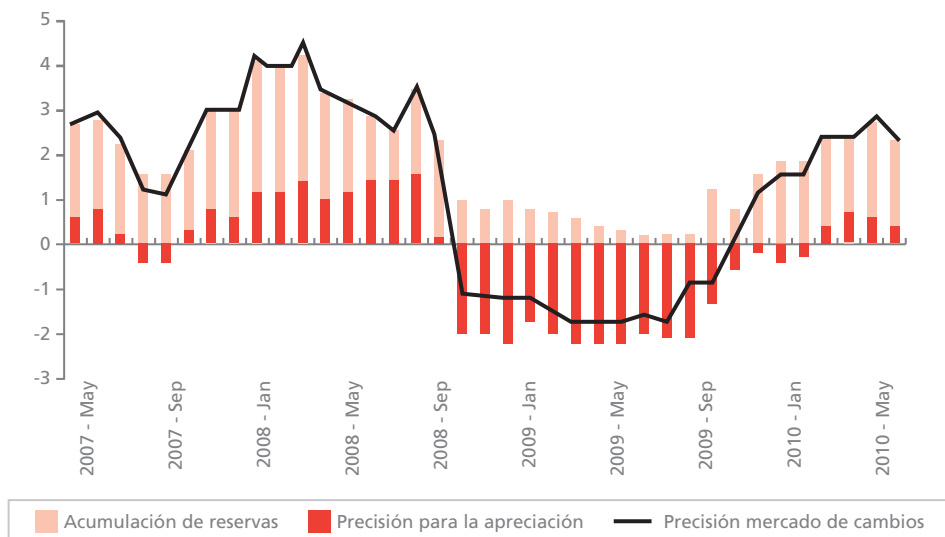
Para incentivar la demanda los bancos centrales redujeron las tasas de interés de referencia para la política monetaria (Gráfico 20). El efecto fue particularmente cierto en las economías que, a través de mejoras en los esquemas de política monetaria, se esforzaron por reubicar a la tasa de interés como un mecanismo de señalamiento eficiente para la política monetaria en el contexto de regímenes de metas de inflación, como es el caso de Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

Para paliar los efectos de la reversión en los flujos, la política monetaria intentó

proveer liquidez en moneda doméstica al mercado. En general los bancos centrales de la región incrementaron las líneas de asistencia financiera a los bancos, al tiempo que en las economías grandes como Brasil se autorizó a los bancos centrales a comprar carteras de bancos pequeños y medianos con problemas de solvencia. Por todo ello, el crédito bancario al sector privado, que en otras situaciones de estrés había colapsado junto con el nivel de actividad, se mantuvo relativamente estable durante la crisis actual. No obstante, el crédito total creció durante la crisis, y ello se debió principalmente a la actuación de los bancos públicos. En

### Gráficos 19a y 19b. Estrategias de política cambiaria durante la crisis





(a) Devaluación del tipo de cambio.

(b) Presiones sobre el mercado de cambios.

Nota: el índice de presión cambiaria resulta de la suma ponderada del crecimiento en las reservas y en el tipo de cambio nominal con EEUU (donde un crecimiento positivo implica una apreciación de la moneda doméstica). La ponderación viene dada por el desvío estándar de las reservas y la inversa del desvío estándar del tipo de cambio.

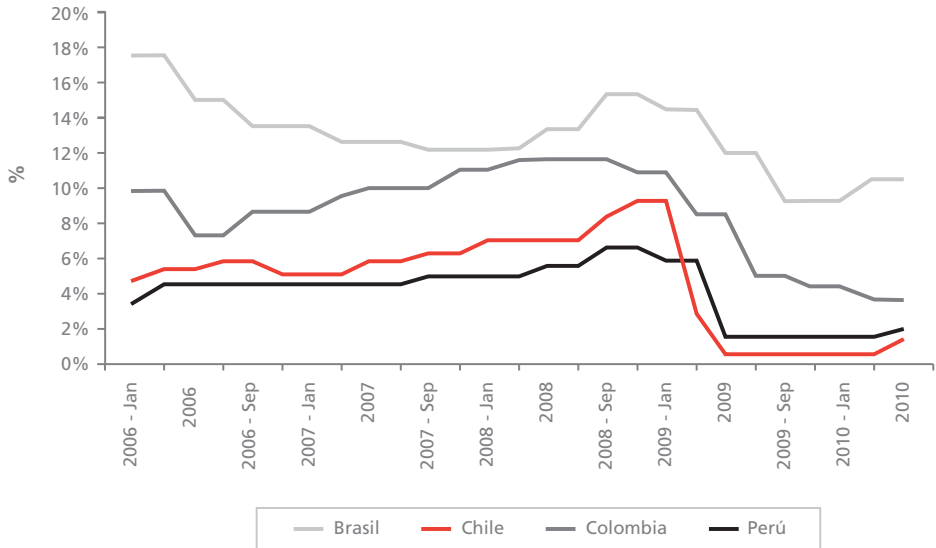
Fuente: elaboración propia en base a IADB.

Brasil, Chile y Colombia, por ejemplo, el crédito proveniente de los bancos públicos creció entre 15% y 20% en 2009, mientras que el crédito de los bancos privados se contrajo entre 3% y 5%.

Esta evidencia indica que los países también contaron con mayor espacio de política en el plano monetario. Asimismo, es posible extender la hipótesis de que, al igual que en el caso fiscal, el mayor espacio de política monetaria en relación al pasado aparece de la mano de la reducción en la vulnerabilidad. Obviamente, la

reducción de la exposición externa obtenida a través de las estrategias de auto-seguro jugó un papel crítico en el plano monetario; la región tenía margen para perder reservas y, además, no tenía una dependencia significativa del financiamiento externo para sustentar el crecimiento.

En algunos países también tuvieron un papel destacado las mejoras en el plano institucional que se dieron en el marco de la implementación de regímenes de responsabilidad fiscal combinados con metas de inflación. Estas mejoras pueden explicar

**Gráfico 20 Estrategias de política monetaria durante la crisis**

Fuente: elaboración propia en base a IADB.

la rápida reversión de la salida de capitales. De hecho, en la actualidad el problema es el contrario. En particular, en las economías grandes la presión en los mercados de cambios es fuerte y ha sido absorbida básicamente por la acumulación de reservas.

### Reflexiones finales y perspectivas

Hay tres puntos que nos gustaría resaltar a modo de conclusión de los análisis que hemos realizado en el trabajo:

- (1) Los *shocks* y episodios de inestabilidad asociados con la crisis *sub-prime* indican que América Latina sigue siendo muy dependiente de la evolución de la economía global. Si bien los *shocks* y el contagio afectaron a la región en menor medida que en los 80 y los 90, los efectos no dejaron de ser muy significativos.
- (2) La irrupción de China y las economías asiáticas está cambiando sensiblemente el conjunto de restricciones y oportunidades para la región. Esto es particularmente cierto para América del Sur que se ha beneficiado con la mayor

demanda por sus recursos naturales. En este nuevo contexto, América Latina tiene la oportunidad de participar del grupo de economías emergentes cuyas perspectivas de crecimiento son superiores a las que se avizoran para el mundo desarrollado. Hay que tomar en cuenta, no obstante, las asimetrías y heterogeneidades que existen en la región y que fueron señaladas en este trabajo. Hay indicios, incluso, de que las heterogeneidades en las oportunidades de crecimiento podrían profundizarse como reflejo de los ajustes post-crisis, como lo sugiere la mayor dispersión en las distribuciones de probabilidad de las tasas de crecimiento.

- (3) Hay avances significativos en la reducción de la vulnerabilidad macroeconómica. Este es un rasgo generalizado en la región y abarca las dimensiones fiscal, financiera y externa. Como consecuencia, se han ampliado los espacios de política y las autoridades estuvieron en condiciones de implementar políticas de corte anti-cíclico a los efectos de paliar las consecuencias de la crisis. Resaltan en este sentido la reducción de los niveles de endeudamiento público, de exposición financiera externa y de dolarización. Asimismo, fueron de gran ayuda las estrategias de auto-aseguramiento que se implementaron como reacción a la inestabilidad de los años noventa.

El frente financiero también aportó fortalezas, con crecimientos moderados en los niveles de crédito y una disminución en la dolarización del sistema financiero.

En este contexto, es muy auspicioso que la región haya recuperado hacia finales de 2009 el nivel de actividad previo a la crisis aún cuando los países del G7 cerraron el segundo trimestre de 2010 un 2,5% por debajo de dicho nivel. Pero esto no debería llevar a sobrevalorar los avances realizados en el plano de las políticas macroeconómicas ni a menospreciar la entidad de la incertidumbre reinante en la economía global.

Los desafíos no son menores. El primer punto a remarcar, que ya se vislumbraba antes de la crisis, es que América Latina no es Asia. La capacidad de las economías grandes de la región de seguir una estrategia de crecimiento guiado por exportaciones se ve seriamente limitada por los riesgos de apreciación cambiaria (como en Brasil y Chile) y/o inflación doméstica (como en Venezuela y Argentina) y en última instancia la potencial reaparición de la enfermedad holandesa. Los países centroamericanos y México, en tanto, han visto desacelerar el crecimiento de sus exportaciones. Estos países dependen cada vez más de la evolución de la maltrecha economía norteamericana para despegar y deben, adicionalmente, enfrentar una competencia de China y otros países asiáticos que se caracteriza por ser muy agresiva.



Ni los países ricos en recursos naturales del grupo LAS ni el resto han demostrado en los años recientes contar con un conjunto consistente de políticas para el desarrollo. Los casos más exitosos de desarrollo de la posguerra se basaron en estrategias de *export-led growth* y resulta difícil pensar que será posible repetir esas experiencias en una economía global que enfrenta la amenaza de guerras cambiarias y del proteccionismo como forma de generar empleo.

Un segundo desafío se relaciona con el espacio para las políticas macroeconómicas. Si bien es cierto que en esta ocasión las políticas anticrisis tuvieron un papel central y que el peso de la deuda disminuyó considerablemente, pensar que las mejoras en la gestión de las políticas están consolidadas puede llevar a mayores complicaciones en el futuro. De hecho, las cuentas fiscales en varios países de la región se habían movido hacia terrenos deficitarios aún antes de la crisis y la necesidad de buscar fuentes de financiamiento se habían incrementado. Es el caso de las dos economías mayores, Brasil y México, pero también de economías más pequeñas, como República Dominicana y Ecuador.

Por último, está la cuestión de la evolución de la economía internacional. Es importante tener en cuenta que los ajustes post-crisis no sólo no han terminado sino que en muchos casos acaban de comenzar y no está claro cuál es el sendero de ajuste que seguirán los grandes jugadores globales en el

plano monetario, cambiario y fiscal. Los distintos escenarios sobre las soluciones posibles a los desbalances globales y a los nudos que hoy existen implican ubicar a la región en "mundos" muy distintos. Una amenaza muy concreta que enfrenta América Latina en este escenario son los efectos de derrame (o externalidades) que provocan los excesos de liquidez internacional asociados con el *quantitative easing* y otras operaciones orientadas a reactivar el crédito en los países desarrollados. Las externalidades están tomando la forma de aumento en la probabilidad de formación de burbujas en la región así como de exacerbación de las presiones de apreciación de la moneda con el consiguiente peligro de contraer la enfermedad holandesa. Los países de la región no tienen espacio de política suficiente como para resistir por mucho tiempo excesos de liquidez de la magnitud que se están observando. Por otra parte, si esta situación llevara a una profundización de las estrategias de auto-seguro, ello no sería funcional ni para el crecimiento latinoamericano ni para la solución de los problemas de desequilibrio global.

Por supuesto, hablar de externalidades implica hacer referencia a problemas de coordinación y de acción colectiva que involucran a todos los actores globales. De ahí que los países de la región no deberían perder ninguna oportunidad para plantear sus problemas en los foros internacionales empezando, por supuesto, por el G-20 donde se cuenta con la participación de las tres economías más grandes de la región.

## Referencias

- Acharya, V.V., y P. Schnabl (2010), "Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–09", *IMF Economic Review*, vol. 58, nr 1, pp. 37-73.
- Albrieu, R., y J.M. Fanelli (2009), "América Latina frente a la crisis internacional: el desafío de la recuperación", *Boletín Informativo Techint*, agosto.
- BID (2009), "Dilemas de política para tiempos sin precedentes: cómo enfrentar la crisis global en América Latina y el Caribe", mimeografiado, BID.
- Bordo, M., y J. Lane (2010), "The Global Financial Crisis: Is it Unprecedented?", presentado en EWC/KDI Conference, Honolulu, Hawaii, 19-20/VIII/2010.
- Caballero, R., E. Farhi y P.O. Gourinchas (2008), "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances", *CEPR Discussion Papers*, n° 7064.
- Calvo, G., A. Izquierdo y L.F. Mejía (2008), "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration", *RES Working Papers*, n° 4581, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Canuto, O. (2010), "Recoupling or Switchover? Developing Countries in the Global Economy", mimeografiado, Banco Mundial.
- Cárdenas, O., y E. Levy Yeyati (2010), "Brookings Latin America Economic Perspectives", mimeografiado, septiembre.
- CEPAL (2008), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008* (LC/G.2386-P), publicación de las Naciones Unidas, n° de venta S.08.II.G.2, Santiago de Chile.
- CEPAL (2010a), "Panorama de la inserción internacional de las economías de América Latina y el Caribe", mimeografiado.
- CEPAL (2010b), "La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de diciembre de 2009", mimeografiado.
- CEPAL y OIT (2010), "Crisis, estabilización y reactivación: el desempeño del mercado laboral en 2009", *Boletín Coyuntura laboral en América Latina y el Caribe*, junio.
- Cerra, V., y S. Saxena (2007), "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *BIS Working Papers*, n° 226.
- Cowan, K., E. Levy Yeyati, U. Panizza y F. Sturzenegger (2006), "Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts", *RES Working Papers*, n° 4480, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Díaz Alejandro, C. (1985), "América Latina en la depresión 1929-1939", en Gerzovitz et al. (eds.), *Teoría y Experiencia del Desarrollo Económico*, FCE.
- Edwards, S. (2007), "Crises and Growth: A Latin American Perspective", *Working Papers in Economic History*, n° 07-07, Universidad Carlos III, Departamento de Historia Económica e Instituciones.
- Fahri, M., y R. Zanchetta (2009), "Derivatives Operations of Corporations

from Emerging Economies in the Recent Cycle”, mimeografiado, UNICAMP.

FMI (2009), “Global Financial Stability Report”, mimeografiado, abril.

FMI (2010a), “World Economic Outlook”, mimeografiado, octubre.

FMI (2010b), “Regional Economic Outlook: Western Hemisphere”, octubre.

FMI (2010c), “Fiscal Monitor”, mayo.

Gómez Sabatini, C., y J.P. Jiménez (2009), “El papel de la política tributaria frente a la crisis: límites y posibilidades”, mimeografiado, CEPAL.

Izquierdo, A., R. Romero y E. Talvi (2008), “Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors”, *IADB RES working paper*, p. 4569.

Jara, A., R. Moreno y C. Tovar (2009), “The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses”, *BIS Quarterly Review*, junio.

Kacef, O. (2010), “América Latina frente a la crisis internacional: ¿por qué esta vez fue diferente?”, *Pensamiento Iberoamericano*, n° 6.

Lane, P., y G.M. Milesi-Ferretti (2007), “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, *Journal of International Economics*, n° 73, noviembre, pp. 223-250.

Levy Yeyati, E. (2010), “Emerging Economies in the 2000s: Real Decoupling and Financial Recoupling”, mimeografiado, UTDT.

Ocampo, José (2007), “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista CEPAL*, n° 93, diciembre, pp. 7-29.

Ratha, D., y W. Shaw (2007), “South-South Migration and Remittances”, *World Bank Working Paper*, n° 102, World Bank, Washington DC.

Reinhart, C., y V. Reinhart (2010), “After the Fall”, presentado en el Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, *Macroeconomic Policy: Post-Crisis and Risks Ahead*, Jackson Hole, Wyoming.

Rosales, O. (2010), “El dinamismo de China y Asia emergente: oportunidades y desafíos para América Latina y el Caribe”, *Pensamiento Iberoamericano*, n° 6.

Swiston, A.J. (2010), “Spillovers to Central America in Light of the Crisis: What a Difference a Year Makes”, *IMF Working Paper*, n° 10/35.

Torre, A. de la, J. Gozzi y S. Schmukler (2007), “Capital Market Development: Whither Latin America?”, *World Bank Policy Research Working Paper Series*, n° 4156.



# Las economías G-20 y la crisis financiera: preocupación por la gobernanza

**Luis A. Riveros**

**Profesor titular de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, de la que fue rector en 1998 - 2006**

## Introducción

Entendemos como gobernanza las instituciones y sistemas que determinan el *modus operandi* y capacidad de respuesta de una cierta realidad organizacional, como es el caso de una empresa, una corporación o un gobierno. Por ello, el concepto se refiere a la institucionalidad, que es a menudo un factor de importantes proporciones en cuanto al adecuado funcionamiento de una colectividad o de la propia política en el caso de un país. Aunque usualmente aplicado al concepto corporativo, gobernanza se ha usado cada vez más en el contexto de la política pública, esto es en cuanto a la institucionalidad y funcionalidad del Estado como con relación a los organismos internacionales. Gobernanza financiera global es, entonces, un tema concerniente a la institucionalidad y a las formas de operar del sistema económico y financiero mundial, tema que se constituye en un factor clave en el proceso de salida de la actual crisis.

La crisis financiera global que explota a partir de fines del año 2007 en EEUU, y que tiene causas que se conectan con políticas practicadas en el curso de los últimos tres décadas, ha puesto de relieve un severo problema de

gobernanza financiera al interior de los países, como en el contexto propiamente internacional. El sector financiero de EEUU y otros países industriales no tenía la autorregulación, ni tampoco aquella impuesta por la autoridad, que le permitiera reprimir una conducta de crédito expansivo aun considerando el mayor riesgo de sus clientes y siguiendo de manera mecánica los incentivos y señales emanados de las políticas fiscal y monetaria. Las lecciones impartidas por esta crisis, tanto en sus orígenes como en su desarrollo y consecuencias, advierten que el propio gobierno y su conducta de gasto refleja e induce un problema de gobernanza a nivel macroeconómico que, como lo pone en evidencia en otra dimensión el caso europeo, se refleja en una conducta fiscal y monetaria permisiva que se diseña sobre la base de objetivos políticos-electorales. Con anterioridad a la crisis, además, y por problemas de acumulación de divisas, existe afluencia de crédito desde las economías emergentes hacia los países ricos, permitiéndoles a éstos sustentar una expansión sin precedentes en el precio de los activos. Finalmente, las instituciones financieras internacionales, también por problemas asociados a su gobernanza corporativa, actúan con insuficiente energía y efectividad

para abordar la recesión económica en sus inicios y en sus orígenes porque en realidad enfrentan también una crisis de legitimidad y de efectiva representatividad. La preocupación de los G-20 como grupo de países líderes en materia económica en el mundo, se refiere a las correcciones que se requieren para abordar los problemas de gobernanza revelados por este episodio económico, como también aquellos manifestados en términos de los efectos inducidos en las economías mas pobres.

La necesidad de una gobernanza económica global ha sido evidenciada por esta última crisis, cuyo desdoblamiento hacia el caso de la crisis europea no hace sino subrayar el papel primordial que tiene la coordinación y compatibilización de políticas a nivel global. En particular, considerando las probabilidades de una virtual guerra cambiaria y la existencia del caso chino, con una conducta cambiaria que no responde necesariamente a los intereses de la economía global, la necesidad de criterios financieros globales consensuados es cada vez mas evidente. A esto deberían contribuir los países G-20 por medio de un urgente rediseño de las instituciones financieras internacionales y la creación de nuevos mecanismos que permitan neutralizar las consecuencias cambiarias en el período de crisis y recuperación.

Pero no puede dejarse de lado que los países del G-20, en cuanto grupo de incidencia en políticas globales, adolecen de una cierta

crisis de representatividad e incluso de institucionalidad: no cuentan con un sistema permanente que permita al consorcio establecer continuidad y supervisión clara de sus acuerdos, mientras que su legitimidad como autoridad a nivel multilateral está en discusión. Quizá por ello, las recomendaciones e intenciones definidas por este grupo en materia de reforma de los organismos internacionales ha sido más bien general y carente de una agenda de acción con alcances significativos. En especial, los compromisos que han establecido en materia de agenda social, que requerirían una acción mas efectiva por parte de los organismos multilaterales, ha sido también de alcance más bien declaratorio que real. En definitiva, es necesario incluir en la agenda de los G-20 este básico problema de gobernanza, referido a la construcción de su propia institucionalidad y al peso efectivo de sus decisiones en el contexto mundial, específicamente en cuanto a los organismos multilaterales.

Este trabajo revisa los elementos fundamentales sobre el diagnóstico en cuanto a las causas de la crisis por parte de las economías G-20, poniendo de relieve las principales orientaciones de política que emanan de dicho análisis. Al mismo tiempo, revisa los acuerdos que han predominado en las sucesivas cumbres en cuanto a la crisis y sus mecanismos de propagación y control, estableciendo las acciones asociadas al diagnóstico e identificando, en particular, aquellas que tienen que ver con aspectos de gobernanza. El

trabajo concluye que no es satisfactorio el trabajo de los G-20 en materia de construir una gobernanza global, particularmente en cuanto al peso de los objetivos políticos contingentes en los países y que conducen a desequilibrios en materia económica, con efectos palpables en el resto del mundo. Asimismo, el énfasis en materia de apoyo a la gobernanza y a las políticas sociales en los países mas pobres se ha referido mas bien a aspectos generales, sin una reforma que permita que los organismos internacionales otorguen efectiva prioridad a esta materia. A pesar de su indiscutible relevancia, temas como el cambio climático, las migraciones internacionales, el cuidado del medio ambiente y la seguridad alimentaria han quedado prácticamente fuera de las agendas de temas relevantes. Por el contrario, existe una cuidadosa implementación de mejoras en cuanto a la gobernanza de los sectores financieros al interior de los países miembros del G-20, especialmente las economías industriales, mientras que incluso existe un riesgo de sobre-regulación de los mismos, introduciendo nuevas posibles rigideces que acusarán sus debilidades en presencia de nuevas crisis.

### **Sobre la crisis y sus causas**

Se ha apuntado a que las fallas en la regulación y supervisión del sistema financiero conjuntamente con una débil gestión de las expectativas expusieron debilidades fundamentales

del sistema financiero en varios países industriales, particularmente EEUU. En efecto, el sector financiero protagonizó una rápida expansión del crédito con clientes cada vez más arriesgados y en ausencia de respaldos (securitización) adecuada. La expansión del crédito fue, en gran medida, producto del incentivo otorgado por la política pública vigente basado en un discurso político exitista y alejado de la realidad económica, específicamente destinado a obtener resultados electorales. Por lo mismo, hay aquí un crucial tema de gobernanza que el G-20 ha reconocido como el factor fundamental de la crisis, como también tiende a ser el consenso entre la profesión económica (G-20, 2009; Taylor, 2008). La débil supervisión y regulación sobre un crédito que se expandía a velocidades y montos insostenibles sólo era parte de un modelo político basado en propiciar altas expectativas sobre el ritmo de la economía. Así, EEUU cayó en una crisis financiera significativa que tuvo como virtual cómplice al propio gobierno en sus sucesivas administraciones puesto que, al fin y al cabo, resultaba muy costoso políticamente reventar la burbuja, y se prefirió seguir alimentando el ciclo expansivo por medio de más gasto (déficit) fiscal.

Pero la crisis se hace global no solamente por el papel directo de la situación en EEUU y otras economías desarrolladas, incluyendo Japón y países de Europa, con relación a sus relaciones comerciales y financieras en el mundo. Hay otras debilidades macroeconómicas inherentes a la economía global. Por

una parte, porque el crecimiento de la demanda y el flujo neto de capitales no se correspondieron, poniendo en evidencia una debilidad del sistema monetario internacional (G-20, 2009; Roubini & Mihm, 2010). Una alta tasa de ahorro, debido a cambios en la composición por edades de la población, la acumulación causada por la extracción y exportación de recursos naturales por parte de economías emergentes, junto a un fuerte motivo precaución, reflejaron que el resto del mundo no compartiera la “fiesta” que se vivía con el crédito barato en EEUU. Junto a un tipo de cambio sobrevaluado persistió una baja propensión a invertir, y el capital fluyó más bien desde las economías emergentes a las economías desarrolladas, colaborando con ello a construir la crisis financiera puesto que ello facilitó el aumento en el precio de los activos y el mantenimiento de una política monetaria expansiva. De allí también la actual preocupación del G-20 por hacer más manejable en las actuales circunstancias la situación cambiaria, a través de una política pactada a nivel internacional para evitar una guerra de devaluaciones para estimular al sector exportador.

El sistema monetario internacional ha sido uno de los aspectos que concentran la mayor preocupación por parte de los G-20 en materia de diagnóstico y correcciones a propósito de la crisis. En primer lugar, porque se reconoce que la política monetaria en los países avanzados ha estado centrada en torno a una definición muy estrecha de estabilidad de precios. Es decir, se ha

conseguido estabilidad de precios (baja inflación) sin considerar la conducta en paralelo del precio de los activos que iba creando una significativa burbuja financiera. Una política monetaria muy expansiva, frente a una inflación moderada, llevó a un interés que permitió la expansión del crédito de manera insostenible respecto de la capacidad de la economía real. A pesar de las dificultades inherentes a la definición de burbuja financiera, todos creen que instrumentos de política adicionales fueron necesarios para aminorar el *boom* en el precio de los activos impulsado por la expansión crediticia (Collins, 2009).

Pero junto a lo anterior, el G-20 en su diagnóstico ha hecho hincapié en el problema de la divisa, que es a la vez un depósito de valor y una fuente de liquidez (G20, 2009). Quienes la emiten enfrentan menos restricciones que quienes acumulan y eso lleva a políticas monetarias expansivas. Las ideas para corregir este problema van desde la adopción de una nueva moneda fiduciaria que sirva para la acumulación de reservas, hasta la implantación de una regulación más drástica en materia cambiaria a través de países. Los chinos, por ejemplo, son partidarios de adoptar la vieja receta keynesiana de Derechos Especiales de Giro como moneda internacional, mientras que muchos otros creen que el euro debe por naturaleza constituirse en el más adecuado reemplazo del dólar como divisa internacional. Las ideas también han ido en la dirección de crear un fondo internacional de riqueza, que



permita invertir programadamente una proporción de los fondos acumulados en países desarrollados hacia economías emergentes (Helleiner & Kirshner, 2009).

Hasta ahora, sin embargo, el G-20 no ha abordado directamente el tema de la crisis europea, que se mantiene como un proceso distinto y aparte de la crisis generada en EEUU por razones fiscales y crediticias. Como se sabe, la situación europea es exclusivamente una derivada del excesivo endeudamiento público, y compromete en forma decisiva al menos a cinco economías, mientras que se constituye en un amenazante factor para el resto de Europa, exigiendo profundos programas de ajuste fiscal y de disminución de gastos, con los consiguientes resultados en el terreno político. Hay aquí obviamente también un tema de gobernanza asociado al diseño y ejecución de la política fiscal, que no ha sido explícitamente abordado por el grupo de los G-20.

### **La Agenda de Política de los G-20**

Un claro consenso existente entre los países del G-20 se refiere a la necesidad de conducir a una reforma en las instituciones financieras internacionales, como asimismo en cuanto a buscar mejor financiamiento para las mismas. En realidad, desde un punto de vista práctico, son éstas instituciones consideradas responsables en alta medida de la crisis porque nunca se han consolidado como un centro gravitante en política monetaria internacional, especialmente

con relación a las economías industriales. Se ha hecho notar que estas instituciones tienen adecuados sistemas de análisis y diagnóstico, pero que su debilidad reside en un poco adecuado seguimiento de las políticas. A ello habría que agregar que estas instituciones han estado concentradas en economías emergentes y subdesarrolladas, pero han prestado mucha menos atención al caso de las propias economías industriales y su política monetaria, donde sus recomendaciones y acciones parecen tener menos fortaleza que en el caso de aquellos otros países. Por ello, se considera que el proceso de reforma en la gobernanza de estas instituciones debe ser un tema central en el esfuerzo de hacer más consistente y creíble su intervención para evitar nuevas crisis y provocar una salida rápida de la actual. La principal dificultad es que, aparentemente, las propias economías G-20 no tienen un significativo acuerdo práctico respecto a cómo transformar estas instituciones en la dirección de una mayor efectividad y capaces de construir y supervisar la gobernanza económica global.

El principal reto económico existente para los G-20 consiste en asegurar un pleno retorno al crecimiento económico sostenido y con trabajos de calidad, a la vez que reformando el sistema financiero para darle consistencia a la política monetaria y lograr una efectiva coordinación global. Las acciones a que dio lugar la emergencia de 2008 se han centrado en mantener una política fiscal globalmente concertada

junto con la implementación de un estímulo monetario que no ha tenido precedentes en la historia económica mundial, para así asegurar una recuperación (G-20, 2010). En particular, ha habido un significativo flujo de mayores recursos hacia las instituciones financieras internacionales, buscando poder así aminorar el impacto de la crisis en las economías más vulnerables. También ha señalado el G-20 el compromiso del grupo en torno a un conjunto de reformas relativas a la gobernanza y con respecto al manejo institucional, particularmente en el contexto de mejorar la capacidad de respuesta del sistema financiero internacional y de evitar las tentaciones presentes en materia de un mayor proteccionismo y del desarrollo de virtuales guerras cambiarias (FMI, 2010). Al mismo tiempo, el grupo G-20 ha hecho un compromiso de avanzar hacia una mayor regulación al interior de los países como asimismo en el contexto internacional, siguiendo de este modo las líneas sugeridas por aquellos que abogan por un sistema financiero mucho más controlado (Stiglitz, 2010).

Es particularmente importante señalar que el esfuerzo de coordinación logrado por el G-20 a partir del año 2008 en materia de política fiscal y monetaria ha sido un factor crucial para aminorar la extensión temporal de la crisis, a la vez que disminuir su profundidad medida en términos del efecto negativo en el crecimiento. La crisis de los años 30, por ejemplo, no contaba con un nivel comparable de información para evaluar la situación vigente, ni con

un sistema coordinado en cuanto a las políticas fiscal y monetaria de los principales países. De este modo, la crisis se profundizó y extendió en el tiempo, conjuntamente con aumentos en el nivel de proteccionismo en las principales economías y la práctica de devaluaciones unilateralmente implementadas, que más bien causaron un estrechamiento del comercio y decisiva escasez de flujos de capital, además de problema de manejo macroeconómico en los países más pequeños.

Sin ninguna duda, la política de los G-20 trata con una agenda amplia y consistente con la gravedad de la situación económica creada, y que ha estado operando de forma visible especialmente en materia de coordinación de políticas y mayor disponibilidad de recursos. Aún queda mucho camino por recorrer en cuanto a las reformas para aumentar la transparencia y fortalecer financieramente a las instituciones financieras, al mismo tiempo de disponer de mayor crédito, creando además las condiciones para una mejor gobernanza global. La Declaración de Toronto (de junio de 2010) reconoce que la acción colectiva de los países del G-20 es la fortaleza que debe explotarse en materia de consistencia de políticas.

En particular, estos países han acordado en la última reunión de Toronto:

- (a) Insistir en una política basada en el estímulo fiscal, restringida por el principio de equilibrio fiscal y

monitoreando la sostenibilidad de la expansión de la demanda privada para no llevar a distorsiones de precios, objetivo este último que ha de ser garantizado por una adecuada política monetaria.

- (b) Fortalecer una red de protección social y profundizar en la reforma de la gobernanza corporativa, como también en el desarrollo del mercado financiero, en la inversión en infraestructura y en una mayor flexibilidad cambiaria en las economías emergentes.
- (c) Comprometerse en perseguir una reforma estructural en materia financiera en el caso de sus países miembros para así aumentar y sostener las perspectivas de crecimiento.
- (d) Estrechar la brecha de desarrollo económico existente considerando la acción que sus políticas tienen en los países de menores ingresos.

Aún tomando en cuenta la complejidad de esta amplia agenda de trabajo, los G-20 reconocen que las medidas necesitan ser ajustadas a las condiciones individuales de cada país y que un sistema de monitoreo podrá ser importante para diagnosticar la marcha de las reformas y definir sus segundas instancias. En todo caso, las definiciones que se han planteado se mantienen a un nivel de excesivo generalismo. Por ejemplo, no se especifica el tipo de reforma estructural que será considerada para aumentar

las perspectiva de crecimiento, ni tampoco las medidas destinadas a estrechar la brecha de desarrollo, y la implicada brecha tecnológica, como tampoco se especifica un criterio determinado en materia de política fiscal y monetaria, incluyendo el concepto operativo de equilibrio fiscal. El planteamiento de Toronto es mucho más uno de tipo político tradicional que una agenda técnica que especifique metas, instrumentos y mecanismos de supervisión y coordinación.

La agenda de políticas de los G-20 incluye cuatro pilares, así declarados (G20, 2010):

- (1) Lograr una más consistente y exigente estructura regulatoria dirigida al sector financiero y bancario, para lo cual se consulta fortalecer las medidas orientadas a mejorar la transparencia y la regulación, también alcanzando la aplicación de mejores estándares globales de registro contable.
- (2) Alcanzar una más efectiva supervisión, con mejores reglas y a través de una adecuada institucionalidad, lograda especialmente a través de la acción de los Bancos Centrales y Ministerios de Finanzas.
- (3) Resolver los problemas vigentes con respecto a las instituciones financieras en crisis, sin imponer mayor coste al contribuyente y mejorando las políticas consistentes con una mejor supervisión e instrumentos resolutivos.

(4) Instaurar una más transparente apertura hacia el examen internacional de tipo institucional, especialmente a través a través del rol jugado por el Banco Mundial y del FMI, y muy especialmente en vistas a los paraísos tributarios, la lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo internacional.

Más en particular, el acuerdo del G-20 comprende también la no imposición de nuevas barreras comerciales o financieras hasta fines de 2013, luchando contra la corrupción y reduciendo las diferencias económicas con los países más pobres asegurando una economía global más robusta.

### **El informe sobre las acciones en el campo económico y financiero**

Con motivo de la cumbre de julio de 2010, el G-20 hizo una evaluación exhaustiva con respecto a las acciones emprendidas en los diversos campos, sobre la base de los acuerdos de anteriores cumbres y su implementación (G-20, 2010b). El examen de este documento permite analizar el énfasis que se ha prestado efectivamente a los distintos campos en el marco de las definiciones de política adoptadas, especialmente en cuanto a determinar el peso relativo que revisten las acciones en materia de gobernanza, a nivel de países y de tipo global, en respuesta a la crisis y sus consecuencias. Se trata de un total de 96 compromisos que se han adquirido sobre la base de acuerdos

anteriores, respecto de los cuales se han establecido progresos y decidido próximas acciones. A continuación se presenta una descripción clasificada de tales acuerdos en función de áreas globales de política.

#### ***Política macroeconómica***

En el campo macroeconómico y de la economía global, se contemplan seis compromisos relativos a la necesidad de efectuar ajustes fiscales para restaurar el crecimiento, como en cuanto a sostener políticas monetarias expansivas consistentes con la estabilidad de precios y a lograr el establecimiento de criterios en materia de política fiscal de largo plazo y a la definición de un plataforma de políticas destinadas a restaurar el crecimiento global. En esto último se ha señalado explícitamente la necesidad de contar con el apoyo del FMI y el Banco Mundial –especialmente por medio del mejoramiento del sistema de apoyo a la red social en los países–. También se contempla en estos acuerdos la necesidad de conducir las políticas económicas en los países industriales considerando el efecto que las mismas desatan en otras economías, como también en orden a restringir las devaluaciones competitivas y promover un sistema financiero y monetario internacional que funcione adecuadamente en el contexto de una gobernanza económica global. Agrega a esto el acuerdo de Londres en orden a alcanzar un nuevo consenso global para promover una actividad económica sostenible.

En cuanto a los avances reportados en esta materia, se describen acciones orientadas a cumplir con los objetivos declarados, tales como la implementación de paquetes fiscales que contemplen reducción del déficit, la reducción de tasas de interés, la coordinación de estrategias de los países en materia financiera y en cuanto a movilidad del capital, la búsqueda de reformas estructurales en los países G-20, especialmente en materias atingentes al sector financiero, el impulso a la revisión de los instrumentos del FMI para aumentar su eficacia y la mayor inspiración de la actividad de los organismos internacionales en cuanto a impulsar decididamente el crecimiento económico global sobre la base del llamado "marco para el crecimiento sostenible y equilibrado".

### *El papel del FMI y la gobernanza financiera global*

En el campo de los recursos disponibles para el FMI, y la reforma a las instituciones financieras internacionales, se contemplan también seis acuerdos fundamentales. Al incremento de recursos que se ha hecho disponible para el FMI, creando líneas de crédito más accesibles, se han ampliado los límites de endeudamiento para economías elegibles, y se han concretado otras medidas específicas destinadas a incrementar la acción del Fondo en materia de financiamiento para resolver crisis de liquidez y refinanciamiento. Es así que se creó una línea de crédito flexible a la vez que, siguiendo un acuerdo del año 2009, se cuadruplicó el monto de financiamiento

otorgado al FMI. También (medida 36) se ha sostenido que el FMI asegure que su supervisión y política de préstamos se enfoque adecuadamente en las causas de los problemas de balanza de pagos de los países, especialmente en cuanto a la emigración de capitales hacia el sector bancario y corporativo. En particular, el G-20 ha establecido un grupo de expertos en materia de una red de seguridad financiera para enfrentar los problemas de volatilidad financiera, para reducir el permanente riesgo envuelto en cambios bruscos en los flujos de capital. Por medio del Consejo de Estabilidad Financiera y del Banco Internacional de Pagos se desarrollará, en el contexto del consenso G-20, un nuevo conjunto de políticas financieras para evitar futuras crisis.

En materia de gobernanza del FMI los G-20 establecen otros seis acuerdos relevantes. El principal se refiere a revisar las cuotas de aporte a completarse en enero de 2011, como también a adoptar una reforma sobre los sistemas de votación y elección de un director alterno adicional. Asimismo, se acordó trasladar las cuotas necesarias para entregar un 5% más de representación a mercados emergentes y países en desarrollo, revisando también el tamaño y composición de la Junta Ejecutiva, una mayor participación de los gobernadores sobre el curso del FMI y un mejoramiento del personal técnico. Especial énfasis se hizo en cuanto a un acuerdo para implementar sistemas más transparentes y por medio de mecanismos basados en el mérito

para la contratación de las jefaturas en el FMI, al mismo tiempo de darle mayor consideración al Consejo para otorgarle orientación estratégica al organismo e incrementar efectivamente su rendición de cuentas. El G-20 comisionó a su presidente, con los ministros de Finanzas, para examinar los problemas en este campo, y producir una propuesta integral de reforma para mejorar la capacidad de respuesta y adaptabilidad de las instituciones financieras internacionales.

#### *Financiamiento por parte de los organismos multilaterales de crédito*

En un tercer campo de consensos al interior de los G-20, se establecen políticas que otorguen mayor acceso al financiamiento desde los bancos multilaterales de desarrollo. Para ello se ha acordado incrementar su capacidad financiera, enfocando la política de préstamos hacia la tarea de prevenir el impacto de futuras crisis, especialmente por la vía de mejorar la institucionalidad y la calidad de la política económica. Se ha manifestado el compromiso de mayor transparencia, rendición de cuentas y buena gobernanza corporativa, junto a mayor capacidad de innovación en estas instituciones, sobre todo lo cual, sin embargo, no se logra manifestar un progreso efectivo en las evaluaciones reciente de la instancia. También el G-20 ha acordado estimular el apoyo de capital privado a las acciones de los bancos multilaterales, a la vez que otorgando mayor accesibilidad a los países elegibles, ampliando los límites para países grandes, de manera de

facilitar su ajuste, y hacer más efectiva la operatoria del Fondo de Respuesta diseñado para aportar en materia social.

De modo similar a las instituciones financieras y al FMI, se acordó también reformas a las participaciones de los países industriales en la estructura de capital del Banco Mundial, también mencionándose la necesidad de que el Consejo se comprometa más con la evaluación de resultados. Este ha sido un antiguo problema en instituciones como el Banco Mundial, donde el foco de la acción se ha puesto en la implementación de préstamos con ciertas condicionalidades, que en definitiva pasan a ser un factor secundario posteriormente en cuanto a medir la eficacia de las acciones y en cuanto al seguimiento necesario que corresponde. También hay un acuerdo destacado de los G-20 en materia de construir políticas más transparentes y basadas en el mérito, para la contratación del presidente del Banco y el personal técnico superior. Más en particular, en cuanto a regulación financiera en los G-20, se consulta una medida adicional específica para elevar estándares regulatorios, evitando la fragmentación de los mercados y el proteccionismo.

En este campo también es relevante mencionar que los G20 se han comprometido en la creación de un Board para promover la estabilidad financiera, para ejercer actividades de promoción de la misma incluso en países fuera del ámbito G20. Junto a ello, se han comprometido a mantener

la estabilidad financiera, incentivar la transparencia y apertura del sector financiero y llevar a cabo revisiones periódicas en esta materia usando evidencia del FMI, y el Banco Mundial.

### *Apoyo a los más vulnerables*

El cuarto campo de acuerdos de los G-20 se refiere al incremento del apoyo hacia los más vulnerables, consistente con tres medidas fundamentales, incluyendo el apoyo a una red social de tipo global, el trabajo con donantes y la creación de un grupo de expertos en inclusión financiera. En esta materia se han hecho llamamientos para desarrollar fondos basados en donaciones destinadas al mejoramiento en la productividad agrícola, mejorando la distribución del ingreso y promoviendo innovaciones en materia alimentaria. Aquí se ha enfatizado el papel que deben cumplir los bancos multilaterales de desarrollo. La creación del grupo de expertos en materia de inclusión financiera se inspira en la idea de desarrollar medidas dirigidas a la creación de modelos de asociación público-privado y de modelos innovadores en cuanto a la vinculación de las empresas medianas y pequeñas con el sector financiero. En este último campo, sin embargo, las medidas no han progresado en cuanto a la definición de términos de referencia más precisos, ni en cuanto a la interrelación que necesariamente esto debe tener con los organismos multilaterales.

En una materia relacionada, también se ha expresado consenso en torno a temas de cooperación internacional que, sin embargo, se restringe principalmente al

campo financiero. Una parte destacada se refiere a la necesidad de monitorear y reportar las situaciones existentes en los distintos países para adoptar acciones correctivas por la vía de los ministros de Finanzas y los Bancos Centrales, estableciendo políticas para la gestión de crisis. Junto con mencionarse la necesidad de mejorar los estándares de análisis de los organismos internacionales, los G-20 han puesto énfasis en la necesidad de proveer asesoría a las economías emergentes y en desarrollo para asegurar el cumplimiento de las regulaciones financieras de vigencia global. La inexistencia de una organización formal por parte de los G-20, especialmente la ausencia de una estructura operativa permanente, hace que muchos de los acuerdos que se adoptan, como en este caso específico, se diluyan posteriormente en el terreno práctico. La supervigilancia que se supone atribuida a los ministros de Finanzas y a los Bancos Centrales del grupo es insuficiente e inadecuada, como también es insuficiente la interrelación con los organismos multilaterales, dado que los G-20 tampoco tienen la categoría de institución multilateral.

### *"Prudential Regulation" en los países del G-20*

Hay un extenso capítulo en el análisis sobre acuerdos y seguimiento de implementación por parte de los G-20 dirigido al *prudential regulation*. Se trata aquí de 16 paquetes de medidas acordadas y en supervisión que tienen por objeto mejorar el gobierno de las instituciones financieras en los

países miembros, incluyendo un fortalecimiento de la supervisión, la optimización en el proceso de movilidad de capital financiero, el mejoramiento en la gestión del riesgo y securitización, el progreso en la compatibilidad de los sistemas de información y registro, el establecimiento de un sistema efectivo de monitorización del precio de los activos y sobre sus implicancias para la macroeconomía y el sistema financiero.

Indudablemente, cuando se examina el amplio rango de materias incluidas en este acápite, resulta claro que el intento de profundizar cambios institucionales y procedimentales es evidente, especialmente considerando el especial énfasis puesto en el sector financiero de los propios países G-20. Una de las dificultades es que estos consensos que adopta el grupo de países no supone necesariamente una obligación para cada uno de ellos, ni menos un compromiso en torno a una agenda de trabajo específica para conseguir los objetivos diseñados. Este es otro problema estructural que se suma a la ausencia de una Secretaría permanente del grupo, con atribuciones de supervisión y ejecución, y la sola calidad de "reunión", y no de organismo multilateral, que posee el grupo G-20.

No existe tampoco una clara coordinación entre los intentos de cambio en los sectores financieros de las economías con aquellos que se intentan también llevar a cabo con respecto a las instituciones financieras internacionales. O sea, el tema de la gobernanza global en aspectos

financieros ha quedado implícito en las reformas postuladas para los países del G-20, sin alcanzarse estándares definidos en materia de la situación de la economía global. A pesar de que los G-20 representan más del 80% del producto y del comercio globales, la reforma de los sectores financieros (si llegara a completarse adecuadamente) en el caso de estos países no logra conformar necesariamente una reforma global para un sector financiero capaz de resistir nuevas crisis.

#### *Regulación económica y financiera*

Hay un capítulo dentro de los acuerdos revisados con motivo de la reunión de Toronto, que contempla nueve áreas en que han existido consensos sustanciales en materia de regulación económica. En lo fundamental, la estructura de los acuerdos se basa en la idea de mejorar el sistema regulatorio existente en los países, para así fortalecer la capacidad de la autoridad para identificar y abordar adecuadamente el riesgo prevaleciente en el sistema financiero. Para ello el diseño implícito en los acuerdos consiste en intentar entregar más poder a los entes reguladores para así adquirir la información financiera y disponer de los instrumentos que aseguren una debida y oportuna intervención. En esta línea, se ha establecido que todas aquellas firmas que puedan hacer incurrir en riesgo a la estabilidad financiera de un país, sean sujetas a una consistente y consolidada supervisión y regulación, una vez establecido el coste potencial de las fallas existentes. Se ha encargado al FMI y el FSB la creación de una guía para



que las autoridades determinen si una entidad financiera o un determinado instrumento reviste sistemáticamente importancia en materia de estabilidad y riesgo de crisis. Asimismo, se creará un registro de *hedge funds*, requiriendo que las instituciones con este tipo de fondos como contrapartes, tengan una efectiva política de gestión de riesgos. De modo similar, se promoverá la estandarización de créditos derivados con reglas específicas para su negociación y cambio.

Todo lo anterior se ha efectuado en el ánimo de mejorar la regulación existente, como asimismo el funcionamiento y transparencia del mercado financiero y de los *commodities* para así evitar la volatilidad de precios. Por cierto, todo esto responde a una declaración de intención totalmente válida y lógica, pero un tanto irrealizable. El enorme aumento en regulaciones que se plantean, por lo mismo, actúan en un terreno un tanto ideal, pero que en concreto además podrían introducir severas rigideces para la operatoria del sector financiero y en cuanto a la economía en su conjunto. En efecto, una sobre-regulación es probablemente tan dañina como la ausencia de adecuadas regulaciones que en alguna medida condujeron a la crisis, ya que pueden restar dinamismo a la economía para responder adecuadamente a los *shocks*. Hay aún un debate no resuelto entre quienes piensan que es mejor mayor regulación y quienes piensan que es necesario más bien mejorar las reglas que dominan al mercado. Por lo

demás, en esta materia y su resolución incide fuertemente la legitimidad de los G-20 como articulador de acuerdos efectivos y su capacidad para poder obligar su cumplimiento en los países. Como se trata de una reunión que no cuenta con mecanismos de seguimiento ni supone compromisos garantizados por parte de los países en cuanto a la implementación de los acuerdos, nuevamente las ideas esbozadas en los mismos pasan a un terreno más bien declaratorio que efectivo.

### **Transparencia y sistema regulatorio**

En cuanto a transparencia de los sistemas regulatorios, la agenda de los G-20 incluye solamente una medida como es el compromiso de implementar un programa de evaluación del sector financiero, incluyendo el apoyo a medidas que conduzcan a transparencia de los sistemas regulatorios de los países. En un campo relacionado, cual es el de los estándares para la valoración de los instrumentos financieros basados en su liquidez y horizonte para los inversores, se consulta siete medidas adicionales consensuadas. La más importante se refiere a la creación de un sistema de contabilidad compatible para reducir la complejidad envuelta en comparaciones de los estándares contables.

En una materia relacionada también se ha establecido el consenso de los G-20 en orden a que las agencias clasificadoras de riesgo, cuyos resultados se utilizan para propósitos regulatorios, estarán sujetas a un régimen de supervisión regulatorio, incluyendo normas específicas de registro. Los

gobiernos impulsarán todas las acciones destinadas a eliminar posibles conflictos de interés y asegurar la transparencia en la labor de estas agencias. Este propósito, por cierto, cabe dentro del amplio espíritu regulatorio que ha caracterizado la agenda de trabajo de los G-20.

### Consideraciones finales

El G20 ha ido adquiriendo una creciente importancia como foro internacional debido a la crisis que se origina a fines de 2007, incluyendo un cambio de fondo cual es que el poder económico internacional ha incluido por primera vez a naciones fuera del marco occidental (Wolf, 2009). Sin embargo, al igual que su antecesor, el G-7, este grupo todavía sufre de tres problemas principales. En primer lugar, no se trata de un grupo que cuente con bases institucionales tales que hagan obligatorios los acuerdos y que formalmente deban ser éstos implementados por los países. El G-20 no es una institución multilateral, por lo que su campo de acción se encuentra bastante limitado como actor relevante en materia de políticas dirigidas a los países en lo específico y a las instituciones multilaterales en general, y depende solamente de la voluntad de los países miembros. En segundo lugar, no cuenta con una estructura formal que le permita efectuar diagnósticos o preparar recomendaciones técnicas que, con carácter independiente, les permitan escoger opciones desde un rango relevante. Por lo mismo,

su capacidad para monitorear el cumplimiento de las recomendaciones es también limitada. En tercer término, su legitimidad es cuestionada en cuanto a su rol como principal o destacado impulsor de políticas económicas animadas a la mejor gobernanza global. Es cierto: está constituido por las mayores economías y concentra altos porcentajes de representatividad en producto, comercio y población. Sin embargo, hay aún un tema de afinidad, cohesión e intereses compartidos que no permiten que este grupo asuma legítimamente como conductor de la economía mundial.

Indudablemente se trata, por otro lado, del mayor actor global y, en consecuencia, su influencia es decisiva a la hora de temas como el logro de una mejor gobernanza. Pero se trata de una organización en ciernes en cuanto a empoderarse efectivamente como organización internacional relevante. Aun con su débil legitimidad como instancia internacional relevante y con su deficitario origen democrático, el G-20 está indudablemente llamado a constituirse en un efectivo líder en materia de la gobernanza económica mundial, incluso rescatando su papel político superior respecto de las propias instituciones financieras internacionales. Es probable, sin embargo, como lo muestra el distanciamiento que se producirá en las mismas reuniones del grupo, que exista más bien una reducción en el impulso de los G-20 como actor relevante, mientras que su cohesión probablemente se debilitará en la medida en que los países

empiezan a privilegiar sus agendas individuales y a encontrar defectos en la implementación de políticas comunes.

En cuanto a la agenda que los G-20 han diseñado en materia de gobernanza, y teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, son cinco los aspectos que es dable destacar. En primer lugar, que su agenda en materia de gobernanza global es amplia y se concentra en mejorar las condiciones del FMI y de las instituciones multilaterales de crédito para que, contando con mayores recursos, puedan garantizar debida liquidez al programa de recuperación e introduzcan las medidas necesarias para asegurar un mejor funcionamiento del sector financiero globalmente. En segundo lugar, que su compromiso con la recuperación ha sido muy sólido y claro en cuanto al mantenimiento de una conducta fiscal y monetaria concordante con la recuperación del crecimiento y del empleo junto con la estabilidad de precios. En tercer lugar, que existe una amplia agenda de reformas en cuanto a los sectores financieros de los países G-20, animada a mejorar su capacidad de respuesta frente a situaciones de crisis especialmente anticipando las situaciones, mejorando los sistema de información e introduciendo normativas claras en materia de registros. En cuarto lugar, que su agenda en cuestiones sociales, destinadas a la creación y mantenimiento de un red de protección en el caso de los países más pobres, no está sustentada sino en la capacidad de los organismos multilaterales, sobre los cuales se recomienda un conjunto

de acciones para mejorar su capacidad de respuesta, su debido financiamiento y la calificación de sus ejecutivos. Finalmente, la atención de los G-20 en materias ambientales, migración internacional, lavado de dinero y otros importantes temas de gravitación global, son más bien de naturaleza secundaria y obviamente se encuentran limitados por la naturaleza y efectiva autoridad del grupo G-20 a nivel multilateral.

Después de la reunión de Seúl es oportuno evaluar la marcha de la agenda del grupo G-20, especialmente en las materias consultadas en su extenso listado de acuerdos. Posiblemente, el G-20 deba considerar abordar el tema de su institucionalidad o al menos la formalización más específica de sus relaciones con el sistema multilateral vigente. Esta última reunión ha sido más bien desalentadora respecto de los objetivos de consolidación del G-20 en cuanto a una agenda efectiva destinada a construir una gobernanza global en materia financiera y económica. Más específicamente, a pesar de lo necesario que es que el G-20 aborde el tema del grado de obligatoriedad de sus acuerdos con respecto a cada uno de sus a cada uno de sus miembros, y eso ha continuado como un tema no resuelto.

### Referencias

Collins, Charles (2009), "In Search of the Smoking Gun: Macroeconomic Policies and the Crisis", *G-20 Workshop on the Global Economy*, Mumbai, India, 24-26/V/2009.

FMI (2010), "World Economic Outlook", Washington DC, octubre.

G-20 (2009), "Causes of the Crisis: Key Lessons", *G-20 Workshop on the Global Economy*, Mumbai, India, 24-26/V/2009.

G-20 (2010), "The G20 Toronto Summit Declaration", Toronto, 26-27/VI/2010.

G-20 (2010b), "Progress Report on the Economic and Financial Actions of the London, Washington and Pittsburgh G20 Summits", preparado por la Presidencia coreana del G-20, 20/VII/2010.

Helleiner, Eric, & Jonathan Kirshner (2009), *The Future of the Dollar*, Cornell University Press

Roubini, Nouriel & Mihm, Stephen (2010), *Crisis Economics*, Allen Lane.

Stiglitz, Joseph (2010), *Free Fall*, W.W. Norton, Nueva York.

Taylor, John (2008), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Paper n° 14631, Cambridge, MA.

Wolf, Martin (2009), "The West No Longer Holds all the Cards", *Financial Times*, 23/IX/2009.

# La agenda de la gobernanza global y el papel del G20

**Federico Steinberg**

**Investigador Principal de Economía y Comercio Internacional del Real Instituto Elcano y Profesor de la Universidad Autónoma de Madrid**

*“La cooperación internacional, como el amor pasional, es algo bueno pero difícil de sostener.”  
Benjamin Cohen (2000: 246).*

## Introducción

La crisis financiera internacional y la recesión que la ha seguido han puesto de manifiesto la necesidad de repensar la gobernanza económica global. El devastador impacto socioeconómico de la crisis hace imprescindible que la comunidad internacional abra un debate acerca de cuáles deben ser los límites de la liberalización económica (especialmente la financiera), cómo minimizar los riesgos de la apertura a través de una adecuada regulación y qué mecanismos institucionales son necesarios para mejorar la cooperación económica internacional. Este debate ha estado acallado durante las últimas dos décadas por el exceso de confianza tanto en la liberalización económica como en la auto-regulación de los mercados. Sin embargo, la crisis ha puesto sobre la mesa los peligros y la insostenibilidad de este modelo. Además, ya antes de la crisis se vislumbraba la necesidad de potenciar las reglas económicas globales para que la interacción de una economía muy internacionalizada con regulaciones esencialmente nacionales, segmentadas e inconexas, no generara resultados perversos. Tras la crisis mejorar la regulación económica internacional se ha vuelto sencillamente imprescindible.

A pesar de que parece existir consenso sobre la necesidad de que se produzcan avances sustantivos, es utópico pensar que será posible crear una gobernanza económica global democrática y legítima en todos los ámbitos relevantes. Además, la experiencia histórica indica que armonizar la legislación nacional de todos los países no es siempre una buena idea, tanto porque los distintos gobiernos no se ponen de acuerdo sobre cuál es el marco institucional y regulatorio más adecuado como porque el margen de maniobra para la innovación institucional es clave para el crecimiento de los países en desarrollo (y las reglas globales pueden dificultarla). Pero gobernanza económica global no tiene por qué significar reglas comunes en todos los ámbitos. De hecho, en los aspectos en los que no exista consenso sobre qué tipo de reglas supranacionales comunes adoptar habrá que asegurarse de que los mercados no van más allá de los marcos regulatorios nacionales. Esta decisión de limitar parcialmente la globalización económica en algunos aspectos desestabilizadores (como por ejemplo regulando de forma distinta los movimientos internacionales de capital en función de las necesidades de cada

país o incluso prohibiendo algunos instrumentos financieros) también debería ser consensuada y, por lo tanto, formar parte de lo que llamamos gobernanza económica global.

Al estallar la crisis financiera se produjeron importantes esfuerzos de coordinación económica internacional a través de las cumbres del G-20 de Washington y Londres, que pueden considerarse como relativamente exitosos y que contribuyeron a evitar un mayor colapso de la producción mundial, así como a contener (relativamente) las tensiones proteccionistas. Además, el hecho de que haya sido el G-20 y no el G-7 quien coordinara la respuesta internacional a la crisis supone un paso adelante en el aumento de legitimidad de los foros de decisión económica global, ya que el G-20 tiene una nutrida representación de países emergentes. Sin embargo, desde finales de 2009 los intereses económicos nacionales, la resistencia de la mayoría de los Estados a ceder mayores cuotas de soberanía a instituciones supranacionales y las distintas interpretaciones de cuáles son las mejores políticas para salir de la recesión o mejorar la regulación económica están dificultando la cooperación internacional. A ello sin duda está contribuyendo la aceleración del declive relativo (tanto económico como ideológico) de Estados Unidos y Europa y la aceleración del auge de las potencias emergentes, que están sorteando la crisis con mayor facilidad que las avanzadas por primera vez. También, que una vez dejado atrás lo

peor de esta crisis, los países sienten una menor urgencia por actuar de forma coordinada.

Pero incluso en los momentos más difíciles de la crisis, no todo ha sido mayor coordinación. Existen ámbitos en los que la recesión ha aumentado las tensiones económicas y geopolíticas haciendo más difícil la cooperación. La incipiente "guerra de divisas" que ha estallado en la segunda mitad de 2010, el fracaso de la Cumbre de Copenhague en diciembre de 2009 para hacer frente al cambio climático, o el empleo de nuevas barreras no arancelarias en materia comercial (por no hablar de los nulos esfuerzos para concluir la Ronda de Doha de la OMC o la lentitud en la reforma interna del FMI) son buenos ejemplos.

Por ello, resulta paradójico que, cuando más necesaria parece ser la cooperación económica internacional, más difícil está siendo que la comunidad internacional avance en ella. Sin embargo, sería trágico no aprovechar la oportunidad que la crisis ha abierto para hacer un avance sustantivo tanto en la efectividad como en la legitimidad de las nuevas reglas económicas globales. En la actual coyuntura parece prioritario avanzar en los ámbitos financiero, monetario, cambiario y comercial. Pero también será necesario abordar la cooperación internacional en lo relativo a la energía y el cambio climático, la seguridad alimentaria, las migraciones internacionales y la lucha contra la pobreza; temas que han quedado en un segundo plano tras el estallido

de la crisis pero que son cruciales para la estabilidad internacional y el crecimiento a largo plazo. También es importante precisar qué áreas es factible adoptar una regulación común y en cuáles habrá que contentarse con la coordinación de las políticas nacionales. Pensar que se pueden adoptar reglas globales comúnmente aceptadas en todos los ámbitos no sólo es poco realista, sino que en algunos aspectos tampoco es deseable.

Asimismo, tan importante como avanzar en nuevas propuestas de reforma es debatir cuáles son las mejores instituciones para lograr los resultados adecuados, lo que exige definir y evaluar el papel del G-20 –que desde la cumbre de Pittsburg en septiembre de 2009 se ha convertido en el directorio de la gobernanza económica global– y cómo esta institución informal debe coordinarse con otras como las Naciones Unidas, el FMI, el Banco Mundial o la OMC.

Este trabajo aborda estos temas. Se centra en cómo la comunidad internacional debería priorizar la agenda de la gobernanza económica global y en qué papel debe cumplir el G-20 en dicho proceso. Para ello, la primera sección analiza cuáles son los retos a los que se enfrenta la comunidad internacional, explorando qué elementos de esta compleja agenda tienen más posibilidades ser abordados con éxito. La segunda sección discute qué entramado institucional es necesario para llevar a buen puerto las reformas y cuál es el papel del G-20 en el mismo.

## La agenda de la gobernanza global

La agenda de la gobernanza económica global no ha hecho más que incrementarse en los últimos años. A los habituales retos de mantener un orden comercial multilateral abierto y bien regulado, diseñar una arquitectura financiera internacional que proporcione estabilidad y contribuya al crecimiento, y luchar de forma colectiva contra la pobreza, se le han sumado en los últimos años nuevos temas: la lucha contra el cambio climático, la gestión de las migraciones económicas internacionales, los riesgos del nuevo nacionalismo energético o la prevención de nuevas crisis alimentarias y pandemias globales. Además, la gran recesión de 2008-2010 ha incorporado nuevos temas, que están vinculados a la habitual agenda de cooperación comercial y monetaria, pero que deben ser abordados de forma diferente. Se trata de resolver los desequilibrios macroeconómicos globales para reequilibrar el crecimiento mundial y evitar las guerras comerciales y de divisas, abrir el debate sobre el futuro del dólar y avanzar de forma decidida en una nueva regulación financiera internacional en la que la “disciplina de mercado” sea sustituida por nuevas normas, a ser posible coordinadas internacionalmente. Por último, es imprescindible comenzar a tomar medidas de forma coordinada contra las emisiones de gases de efecto invernadero para hacer frente al problema del cambio climático. Todo ello exige además reformar las obsoletas instituciones económicas de gobernanza

económica para aumentar tanto su legitimidad como su efectividad.

Todos estos retos constituyen una agenda muy amplia. Como es difícil lograr avances en todos los ámbitos resulta imprescindible priorizar. A continuación se plantea dónde deberían estar las prioridades.

*Reequilibrar la economía mundial (para reforzar crecimiento y evitar guerras de divisas y proteccionismo)*

Como subraya el economista jefe del FMI Olivier Blanchard (2010) para que la recuperación global sea sostenible los países tienen que llevar a cabo dos ajustes en su forma de crecer. Uno interno, que consiste en aumentar la inversión y el consumo privado y reducir el gasto público; y otro externo, para el que se requiere que los países con superávit por cuenta corriente incrementen su demanda interna y aquellos con déficit la reduzcan. Ambos procesos son clave y están avanzando con mayor lentitud de lo deseable. Pero mientras que el ajuste interno debe hacerlo cada país, el externo debe ser coordinado internacionalmente.

Resolver estos desequilibrios macroeconómicos globales (exceso de ahorro en China, Japón, Alemania, los países exportadores de petróleo y algunas otras potencias emergentes asiáticas y exceso de gasto en Estados Unidos, Reino Unido y los países periféricos de la Unión Europea) ya era una prioridad antes de esta crisis. Para autores como Wolf (2006) o Rajan (2010) este modelo de crecimiento tan

desequilibrado, que se ha bautizado como Bretton Woods II, fue uno de los causantes de la crisis. Los bajos tipos de interés en Estados Unidos y el exceso de ahorro en los países emergentes dieron lugar a un exceso de liquidez que terminó generando una burbuja en los mercados de activos, que además vino alimentado por la desregulación financiera y la creación de nuevos instrumentos de inversión. Pero ahora que la recuperación se ha iniciado, estos desequilibrios macroeconómicos han reaparecido e imponen dos tipos de riesgos al crecimiento mundial.

El primero es que el nivel de endeudamiento privado de Estados Unidos, Japón y la mayoría de los países europeos es tan elevado que el mundo necesita nuevas fuentes de crecimiento para sostener el dinamismo de la última década. Este mayor crecimiento debe proceder de los países emergentes, tanto porque se han recuperado mucho mejor de la crisis que los avanzados como porque tienen poblaciones menos envejecidas y un potencial de crecimiento más elevado (FMI, 2010). Y para ello hay que tomar medidas de coordinación internacional que permitan que el aumento de la demanda interna en estos países sea una realidad.

El segundo es que la persistencia de estos desequilibrios está aumentando las tensiones políticas entre China, Estados Unidos y otros países emergentes. La negativa de China a reevaluar su moneda, la posibilidad de que la Reserva Federal estadounidense



comience otra ola de facilitación cuantitativa para luchar contra la deflación, crear empleo y depreciar el dólar y el impacto nocivo de ambas políticas sobre los países emergentes (que están recibiendo fuertes entradas de capital que les generan inflación) están alimentando una incipiente guerra de divisas. Si ésta no se resuelve de forma multilateral podría dar lugar a un auge del proteccionismo como en los años treinta, que tensó las relaciones económicas internacionales y agudizó la Gran Depresión (Eichengreen e Irwin, 2010).

Lo ideal sería que, a través del G-20, se coordinara un acuerdo para que China aprecie nominalmente su moneda y la desligue del dólar; Estados Unidos, Japón, la zona euro y el Reino Unido coordinen una expansión monetaria a través de medidas de facilitación cuantitativa; y las restantes economías emergentes especifiquen claramente qué tipo de controles de capital piensan utilizar en el caso de que sus monedas se aprecien demasiado como consecuencia de la política monetaria expansiva estadounidense. Esta solución cooperativa permitiría que los ajustes de los tipos de cambio reales contribuyeran a reequilibrar la economía mundial; alejaría el riesgo de deflación que se cierne sobre los países ricos y legitimaría el uso de ciertos controles de capital en potencias emergentes como Brasil o India, que están experimentando grandes entradas de capital que les generan inflación y burbujas en los mercados de activos y ser el embrión de la próxima crisis financiera. De hecho el

“Marco para el crecimiento sostenible y equilibrado” que el G-20 aprobó en la cumbre de Pittsburgh en septiembre de 2009 estaba pensado precisamente para facilitar este proceso de reequilibrio del crecimiento mundial bajo la supervisión del FMI.

Sin embargo, esta solución coordinada, que ya se compara con el acuerdo del Plaza de 1985, que entonces sirvió para depreciar el dólar, será difícil de plasmar en un acuerdo (además autores como Rodrik (2009a) no la consideran como la más idónea). Ello se debe a varios motivos. Primero, a la resistencia de China a reevaluar su tipo de cambio por motivos políticos internos. Segundo, a la desconfianza de las autoridades estadounidenses hacia China y otras economías emergentes que intervienen en los mercados cambiarios y acumulan reservas en dólares. Tercero, a la incertidumbre sobre cuál será el impacto de una nueva oleada de facilitación cuantitativa por parte de la Reserva Federal, el Banco Central de Japón y el del Reino Unido, que podría o no contribuir a la lucha contra la deflación pero que afectará a los tipos de cambio. Cuarto, a la indiferencia con la que el Banco Central Europeo (BCE), siguiendo fielmente el guión que marca Alemania, está tratando el problema de la volatilidad de los tipos de cambio y la fortaleza del euro. Y quinto, a la peligrosa sensación general de que cada país tenderá a buscar soluciones a sus propios problemas sin atender a las necesidades de la economía mundial, algo que afecta especialmente a los países relativamente pequeños que se

ven incapaces de evitar que las políticas unilaterales adoptadas por las grandes potencias les afecten de forma adversa. Esto último es aplicable a países tan diversos como Corea, Suiza, Brasil, Tailandia o Indonesia, que ven como sus monedas se están apreciando sin que puedan evitarlo. Pero también a países de la periferia de la zona euro, que ven como el corsé que les supone la moneda única y la actitud conservadora del BCE dificultan la recuperación vía exportaciones debido a la fortaleza del euro. En definitiva, los determinantes políticos internos están obstaculizando una solución cooperativa al nivel internacional.

*Coordinar la reforma financiera (para evitar tanto nuevas crisis como el arbitraje regulatorio)*

Si los desequilibrios macroeconómicos globales fueron una causa de la crisis, la otra (y posiblemente la más importante), fue la desregulación financiera llevada a cabo desde los años ochenta (Roubini y Mihm, 2010). Dicha liberalización, basada en la confianza en la disciplina de mercado y en la capacidad auto-reguladora de los mercados financieros, permitió el auge del sistema bancario en la sombra, el crecimiento del apalancamiento y una evaluación del riesgo inadecuada, que condujo a la crisis cuando los precios inmobiliarios comenzaron a caer. Además, la globalización financiera actuó como correa de transmisión de la crisis, lo que hizo que su propagación fuera mucho más rápida que en pasadas ocasiones.

Por todo ello existe consenso en la necesidad de reformar profundamente la regulación y supervisión financiera, especialmente en los mercados y segmentos que han resultado, en palabras de Warren Buffett, “armas de destrucción masiva” para el resto de la economía. Aunque existen matices en cuanto a cómo abordar la reforma, parece haber acuerdo en que es imprescindible limitar los niveles de apalancamiento y riesgo, aumentar la información y la transparencia en los mercados, cambiar los incentivos y la forma de remunerar a los ejecutivos del sector financiero, redefinir y homogeneizar las reglas de valoración contable, regular los paraísos fiscales, aumentar los requerimientos de capital de las instituciones financieras, extender la regulación a algunos mercados hasta ahora opacos, lograr que el crédito no sea tan procíclico, supervisar mejor los mercados de derivados, asegurar que el precio de los activos se incorpora mejor a la política monetaria para evitar la aparición de burbujas y revisar el funcionamiento de las agencias de calificación.

De hecho, ya se han producido algunos avances, como la aprobación de los criterios de Basilea III para aumentar el capital “de alta calidad” de las instituciones financieras o los pasos que han dado Estados Unidos y la Unión Europea en sus respectivas reformas financieras.

Aún así, existen dos debates abiertos. El primero se refiere al conflicto entre quienes defienden más regulación y quienes consideran que tan solo son necesarias mejores reglas. Los primeros, que sostienen que la crisis fue un colosal fallo de mercado, abogan por volver al modelo vigente entre la Segunda Guerra mundial y los años ochenta (Roubini y Mihm, 2010; Stiglitz, 2010). Dicho modelo, impulsado en Estados Unidos por la ley Glass-Steagall de 1933, se caracterizó por la separación entre la banca comercial y la de inversión, la división de las instituciones “demasiado grandes para quebrar”, la prohibición de algunos productos financieros sofisticados, una fuerte limitación de los niveles de apalancamiento y los controles al libre movimiento internacional de capitales. Además, quienes defienden este modelo más intervencionista, también abogan por impuestos a la banca y a las transacciones internacionales.

Los que discrepan de este punto de vista afirman que la crisis fue sobre todo un fallo de regulación y no de mercado. Aceptan que es necesario mejorar las reglas financieras, pero no necesariamente incrementarlas, y alertan contra los riesgos de un exceso de normas que reduzca el crédito, y con él, los niveles de crecimiento económico. Esta posición es la que defienden Wall Street y la mayoría del sector financiero internacional. También la apoyan algunos economistas de corte liberal. En este momento la balanza parece inclinarse más a favor de la posición de “más regulación”.

Sin embargo, tanto las reformas aprobadas en Europa y Estados Unidos como las recomendaciones del Banco Internacional de Pagos y del Consejo de Estabilidad Financiera pueden ser calificadas de moderadas.

En el debate sobre la nueva regulación financiera, hay un segundo escenario de confrontación de ideas, el que se refiere al nivel en el que deben fijarse las nuevas normas: internacional, regional o nacional. Mientras que algunos abogan por reglas internacionales de aplicación en todos los países, otros consideran que las peculiaridades de los sistemas financieros de cada país hacen imposible (e indeseable) una única regulación común. Esta posición es la que lideran los países emergentes. Subrayan con razón que la crisis proviene de las deficiencias de los sistemas financieros de los países ricos y que ellos tenían sistemas regulatorios adecuados y simplemente han sufrido el contagio del norte. Sostienen que lo prioritario es que se endurezcan las reglas en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona euro (que son los principales centros financieros del mundo). Aún así, todos coinciden en la necesidad de coordinar las reformas para que todos los marcos normativos nacionales tengan unos principios comunes, evitando así el arbitraje regulatorio; es decir, que el capital fluya hacia las jurisdicciones donde la regulación es más laxa. Este proceso de coordinación, que ya está en marcha, debe hacerse bajo el liderazgo del G-20 y del Consejo de Estabilidad Financiera, que desde que se amplió a los países

emergentes en la cumbre de Londres del G-20 en 2009, se ha convertido en el brazo ejecutor de las decisiones de este foro informal.

*Profundizar en la reforma interna del FMI (para aumentar su legitimidad y efectividad)*

Ya antes del estallido de la crisis financiera internacional existía cierto consenso sobre la necesidad de reformar el FMI –y también el Banco Mundial– para hacerlo más representativo y legítimo a los ojos de las potencias emergentes y permitirle así ganar efectividad.

Sin embargo, el debate sobre la gobernanza, la legitimidad y la representatividad del FMI, aunque siguió estando presente e incluso dio lugar a una reforma de cuotas y votos en 2006-2008, quedó relegado a un segundo plano al menos por dos motivos. Primero, porque los países en desarrollo optaron por auto asegurarse mediante la acumulación de reservas para evitar tener que volver a acudir a un FMI de cuya condicionalidad desconfiaban. Segundo, porque tras la resaca que siguió a la crisis asiática de 1997 la economía internacional entró en una fase de alto crecimiento, estabilidad macroeconómica y ausencia de crisis sistémicas, lo que creó la sensación de que la reforma del FMI no era una prioridad para la gobernanza económica mundial.

Pero todo esto ha cambiado con el gran *crack* de 2008. Aunque el FMI no ha podido anticiparse y evitar la crisis

–en parte porque sus países miembros más ricos no estuvieron dispuestos a seguir algunas de sus recomendaciones– su papel se ha visto rápidamente redimensionado. Tras mantener una importante actividad ante el estallido de la crisis acudiendo al rescate de países con necesidades de liquidez mediante nuevos instrumentos como la *línea de crédito flexible* y apoyando un estímulo fiscal coordinado, en la cumbre del G-20 de abril de 2009 en Londres, se decidió cuadruplicar su financiación hasta el billón de dólares mediante distintos instrumentos (aumento de los Derechos Especiales de Giro, incremento de cuotas y capacidad para emitir deuda en los mercados financieros internacionales). Asimismo, alrededor del FMI, del Consejo de Estabilidad Financiera y del Banco Internacional de Pagos se está intentando construir una nueva arquitectura financiera internacional más sólida que permita evitar futuras debacles financieras. El FMI también ha recibido la difícil tarea de intentar promover un mayor equilibrio del crecimiento mundial mediante la implementación del “Marco para el crecimiento sostenible y equilibrado” que el G-20 aprobó en la cumbre de Pittsburgh en septiembre de 2009. Finalmente, sus renovadas (y para muchos heterodoxas) recomendaciones sobre el uso de controles de capital en economías emergentes le están permitiendo recuperar cierto liderazgo intelectual a los ojos de los países que le retiraron su apoyo tras la crisis asiática (Rodrik, 2009b).

En este contexto, el debate sobre la necesidad de reformar la gobernanza interna del FMI para darle mayor legitimidad ha vuelto a ocupar un papel primordial. Así, la crisis ha dado una nueva oportunidad al Fondo, pero a largo plazo sólo podrá consolidar su ahora creciente posición de liderazgo si es capaz de abordar de forma eficaz y definitiva una ambiciosa y amplia reforma interna. La prueba de fuego para reformar la institución era (y sigue siendo) la modificación de sus cuotas, que determinan el número de votos.

La necesidad de avanzar en esta reforma para aumentar la legitimidad y la representatividad del FMI puede ilustrarse con una simple comparación. La suma de los PIB de Italia, Holanda, Bélgica, Suecia y Suiza sumados como porcentaje del total mundial es menor que la suma de los PIB de China, India, Brasil, Corea y México (8,1% contra 11,9% medido a tipos de cambio de mercado y 5,8% contra 20,1% si se mide en Paridad de Poder de Compra). Sin embargo, antes de la reforma de 2006 estos cinco países europeos tenían el 10,4% de los votos del FMI mientras que los cinco grandes emergentes sólo tenían el 8,2% (Bryant, 2008). Y como el crecimiento de las economías emergentes era superior al de las europeas (y tras la crisis lo está siendo todavía más) esta brecha, que de por sí es difícil de justificar, no hace más que aumentar.

Cada vez que se plantea una reforma de las cuotas hay que debatir dos temas. Primero, una posible ampliación de las

mismas, que se aprueba si se estima que el FMI necesita más recursos. Segundo, la distribución de dicha ampliación, que puede generar cambios en el equilibrio de poder interno ya que –al tratarse de un juego de suma cero– el aumento de los votos de un país significa la reducción de los votos de otro. En cualquier caso, cualquier cambio que genere ganadores y perdedores pasa por un cambio en la fórmula que se utiliza para determinar las cuotas y, además, debe de ser aprobado con un 85% de los votos, lo que implica que Estados Unidos, que tiene el 17% de los votos, es el único país con poder de veto.

Tras la tímida reforma de 2006-2008, el G-20 dio un paso importante en Seúl en noviembre de 2010. Acordó trasladar un 6% de las cuotas (y por tanto un porcentaje de votos similar) desde los países avanzados a los países en desarrollo. Este ajuste llevará a China desde la sexta a la tercera posición, quedando sólo por detrás de Estados Unidos y Japón en número de votos. Además, en una histórica decisión, los países europeos han acordado ceder definitivamente dos de sus ocho sillales en la Junta Directiva del FMI (sobre un total de 24) a los países emergentes. Aunque los detalles de este acuerdo no se concretarán hasta 2012 es posible que otro “gesto” sea que los países avanzados permitan que el próximo Director Gerente del FMI sea un chino, terminando así con la regla no escrita según la cual un europeo siempre ocupa este cargo.

A pesar de estos avances, como señala Pissani Ferry (2009: 6): “Keynes solía decir que el papel del FMI era el de decir *la verdad con dureza*. Pero hoy el Fondo no tiene ni la legitimidad necesaria para decirle la verdad a China [sobre su tipo de cambio], ni la independencia suficiente para decirle la verdad a Estados Unidos [sobre su desequilibrio externo]”. Uno de los retos de la gobernanza global es conseguir que sea capaz de hacerlo. Sólo así podrá servir para, entre otras cosas, evitar que en futuro se vuelvan a reproducir los desequilibrios macroeconómicos globales, que son una de las principales causas de la crisis en la que estamos inmersos. El problema es que los principales países todavía se resisten a ceder mayores cuotas de soberanía a la institución, lo que hace difícil que los cambios avancen con mayor celeridad.

#### *Abrir el debate sobre la moneda de reserva global (para evitar una crisis del dólar)*

El dólar ha sido durante décadas la única moneda de reserva global. Sin embargo, ya antes del estallido de la crisis financiera internacional, la creación del euro, el auge de las potencias emergentes y la acumulación de activos denominados en dólares fuera de Estados Unidos, venían planteando dudas sobre su futuro. Aunque al estallar la crisis financiera en 2008 el dólar se ha revelado una vez más como la moneda refugio, tanto el aumento de los niveles de endeudamiento estadounidenses como su menor influencia geopolítica futura podrían acelerar su declive. En este

contexto, han aparecido numerosas hipótesis (Helleiner y Kirshner, 2009). Algunos autores sostienen que el euro reemplazará al dólar (Frankel y Menzie, 2008), otros que el sistema de monedas de reserva se convertirá en un oligopolio en el que el dólar el euro y un yuan chino convertible coexistirán como monedas regionales (Cohen, 2009); y otros que el dólar se mantendrá como moneda hegemónica (Posen, 2008).

Es imposible anticipar qué sucederá a largo plazo. Sin embargo, parece claro que resulta cada vez más arriesgado (debido a su potencial inestabilidad) que el sistema monetario internacional siga siendo tan dependiente del dólar como fuente de liquidez. Pero mientras el dólar siga manteniendo su actual status nos encontraremos, como ya sucediera a finales de los años sesenta, en lo que se conoce como el Dilema de Triffin (1960): la creciente acumulación de activos denominados en dólares en el exterior de Estados Unidos tarde o temprano llevará a una pérdida de confianza en la moneda estadounidense que forzará una abrupta salida del sistema a través de una caída del dólar (Crespo y Steinberg, 2005). Alternativamente, si Estados Unidos quisiera preservar la credibilidad de su moneda, reduciría la liquidez global y con ello ralentizaría el crecimiento de los países de la periferia, destruyendo también el sistema.

Sin embargo, como en la actualidad el sistema monetario internacional funciona bajo un patrón fiduciario,

es imposible anticipar cuándo los países de la periferia dejarán de tener confianza en el dólar. Por ejemplo, McKinnon (2009) sostiene que mientras la Reserva Federal preserve el valor del dólar manteniendo la inflación relativamente baja, los países asiáticos – y sobre todo China – estarán dispuestos a continuar adquiriendo activos en dólares y financiando el déficit por cuenta corriente para asegurar su propio crecimiento. Por lo tanto, para McKinnon el sistema es estable y la hegemonía del dólar no está en cuestión. Por el contrario Bergsten (2009) es mucho más pesimista. Plantea que la dinámica de crecimiento explosivo de la deuda estadounidense forzará una pérdida de confianza en el dólar, por lo que Estados Unidos debería apresurarse a realizar un ajuste fiscal para preservar su fortaleza económica a largo plazo. Señala también que Estados Unidos debería darse cuenta de que promover el mantenimiento del dólar como única moneda de reserva global ya no se corresponde con su interés nacional porque dificulta la disciplina interna que la economía necesita para reducir su enorme endeudamiento.

En cualquier caso, cada vez son más las voces que piden una solución multilateral a este potencial riesgo. Además, coinciden con las críticas de algunas potencias emergentes que nunca han estado cómodas con la hegemonía estadounidense. También se está produciendo una fuerte apreciación del oro, que demuestra que cada vez hay más dudas sobre la voluntad de las instituciones

estadounidenses por mantener el poder adquisitivo del dólar.

Así, las autoridades chinas han hecho declaraciones públicas en las que instan a Estados Unidos a seguir una política fiscal responsable para proteger el valor del dólar –y por tanto de las reservas de China– a largo plazo. El gobernador del Banco Central chino incluso ha propuesto la sustitución del dólar por los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI como moneda de reserva global como único medio de evitar que la estabilidad del sistema de pagos internacional dependa de las políticas fiscales y monetarias estadounidenses, que considera cada vez menos fiables (Zhou Xiaochuan, 2009). También Francia ha planteado la necesidad de abordar este debate, y ya ha anunciado que será el centro de atención de su presidencia del G-20, en el primer semestre de 2011.

Tanto Francia como China, que cuentan con el apoyo de otros países emergentes y europeos verían con buenos ojos una reforma del sistema monetario internacional basada en el establecimiento de tipos de cambio “gestionados” dentro de ciertas bandas de fluctuación. Además apoyarían la emisión de DEG por parte del FMI como fuente de liquidez adicional al dólar, al tiempo que intentarían que el euro (y el yuan cuando sea convertible) fueran ganándole terreno a la moneda verde tanto en reservas internacionales como para emisiones de títulos e *invoicing* del comercio.

En principio ni Estados Unidos ni el Reino Unido (y seguramente tampoco Japón) apoyarán esta propuesta. Sin embargo, sería importante que este debate se abriera en el G-20 para poder explorar los pros y contras de las distintas opciones. Se trata de evitar un escenario de crisis del dólar o de caos monetario internacional debido a la falta de liderazgo y a la rivalidad geopolítica entre las principales potencias. Aunque hoy este escenario es poco probable, podría ser una realidad futura si no se toman medidas durante la próxima década.

*Alcanzar un acuerdo internacional que limite las emisiones de gases de efecto invernadero (para hacer frente al problema del cambio climático y sus efectos sobre la pobreza)*

El último de los temas prioritarios, aunque no el menos importante, es avanzar con acuerdos multilaterales en la lucha contra el cambio climático. En un entorno de lento crecimiento económico en los países ricos, este tema se ha caído de la lista de prioridades. Sin embargo, a medio y largo plazo es posiblemente el principal reto al que se enfrenta la comunidad internacional. Como indican los informes del IPCC (*Intergovernmental Panel on Climate Change* de las Naciones Unidas) y explica de forma clara y transparente Stern (2009), la causalidad entre actividad humana y cambio climático existe, lo que exige algún tipo de cambio de actitud por parte de los principales emisores de CO<sup>2</sup>. Pero como también señalan estos trabajos, la comunidad internacional

todavía está a tiempo de estabilizar los niveles de CO<sup>2</sup> y otros gases de efecto invernadero en niveles que eviten un aumento demasiado elevado de la temperatura del planeta, de forma que los efectos nocivos del cambio climático sean manejables. De no ser así, se producirán sucesos impredecibles y de consecuencias probablemente trágicas, como sequías y hambrunas o migraciones descontroladas. Además, su impacto tenderá a ser mucho mayor sobre los países en desarrollo, lo que hará que los avances en la lucha contra la pobreza que se logren en las próximas décadas puedan quedar anulados.

Afrontar el problema del cambio climático requiere sobre todo esfuerzos al nivel nacional, pero los acuerdos internacionales pueden resultar de gran ayuda. Aunque los países (especialmente los más contaminantes) son los que tienen que modificar sus políticas y modos de producir, los acuerdos internacionales sirven para acordar los instrumentos más adecuados, fijar reglas comunes, repartir los costes, proveer incentivos y negociar compensaciones o transferencias tecnológicas desde los países ricos hacia los pobres. Por último, como el aumento de la eficiencia y el ahorro energético, así como el cambio del modelo energético mundial hacia uno libre de combustibles fósiles, son objetivos compartidos a largo plazo, los acuerdos internacionales de cooperación para la investigación también pueden ser útiles. Aunque todos los países están compitiendo para desarrollar nuevas tecnologías energéticas y obtener



beneficios mediante su exportación, hay proyectos cuya escala es tan grande que sólo podrán llevarse a cabo combinando los recursos financieros y técnicos de varios países.

Por lo tanto, parece haber coincidencia en el diagnóstico, pero los limitados avances de la cumbre de Copenhague en diciembre de 2009 demuestran que las dificultades para forjar un acuerdo internacional que sustituya al Protocolo de Kioto a partir de 2012 son enormes (dentro del G-20 existe un acuerdo para coordinar la reducción de subsidios al uso de combustibles fósiles, pero el impacto de este acuerdo es limitado). El problema fundamental radica en la resistencia de los países en desarrollo a asumir de forma equitativa con los ricos la carga del ajuste (en forma de reducción de emisiones). Sostienen que la contaminación acumulada es producto de la industrialización de los países avanzados y que ellos tienen derecho a comportarse como *free riders* del sistema o a ser compensados por cambiar sus políticas, ya que estas llevarían a un menor crecimiento económico y frenarían su desarrollo. Pero como China es ya el mayor emisor de CO<sup>2</sup> del planeta (en términos absolutos, no por habitante), y otros países emergentes, especialmente India, también han aumentado sus emisiones en los últimos años debido a su crecimiento, si estos países no se comprometen a reducir sus emisiones de poco servirá que los países avanzados realicen grandes recortes.

Tampoco hay acuerdo sobre cuáles son los instrumentos más adecuados. Se han planteado impuestos ambientales, la generalización del mecanismo europeo de permisos transferibles para crear un mercado mundial de emisiones y varias alternativas de tipo voluntario que podrían ser interesantes para algunas empresas porque les serviría para mejorar su imagen en términos de responsabilidad social/ ambiental corporativa (Lázaro Touza, 2008). Además, la Unión Europea ya ha avanzado de forma unilateral endureciendo su legislación ambiental y comprometiéndose a aceptar mayores reducciones de emisiones si otros países mejoran sus ofertas. Sin embargo, por el momento los avances han sido lentos. La nueva legislación aprobada en Estados Unidos es débil y tanto China como India, que están dando cada vez más muestras de preocuparse por los problemas ambientales, todavía no están dispuestas a aceptar los compromisos que les exige el resto de la comunidad internacional.

Para lograr avances concretos será necesario un mayor liderazgo internacional en la cumbre de Cancún de finales de 2010. El G-20 puede ser un catalizador para el acuerdo, ya que todos los actores clave pertenecen al grupo.

## El papel del G-20 en el entramado de la gobernanza económica global

La crisis económica global ha precipitado el paso del G-7/8 al G-20 como directorio de la economía mundial. Existe un acuerdo bastante generalizado sobre que este cambio será útil porque aumenta sensiblemente la legitimidad del anacrónico G-7/8 y tiene el potencial de aportar el liderazgo necesario para avanzar en la reforma de las instituciones económicas internacionales. Además, llega en el momento en que más necesario es reforzar la gobernanza económica global (tanto por la crisis como por el propio proceso de globalización económica) y modernizar las obsoletas instituciones que nacieron de la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, el auge del G-20 también abre una serie de preguntas. Por una parte, persisten interrogantes sobre su propia legitimidad y representatividad, así como sobre su “encaje” en el complejo entramado de instituciones internacionales existentes. Por otra, aparecen dudas sobre su capacidad para propiciar realmente un cambio de paradigma en el modo en que se toman las decisiones económicas internacionales, integrando puntos de vista hoy considerados heterodoxos que vayan más allá del consenso ideológico imperante en las democracias occidentales durante las últimas décadas. A continuación abordamos estos temas. La discusión que sigue se centra en elementos institucionales y en procesos de toma de decisiones. La

agenda que el G-20 tiene que abordar es la que se ha descrito arriba.

### *Del G-7/8 al G-20: Mayor legitimidad y más eficacia*

Hace años que los países emergentes venían criticando al G7/8 por considerarlo un foro demasiado poco representativo de la actual estructura de poder de la economía mundial. Pero durante años, los países avanzados hacían oídos sordos a estas críticas y tan sólo se limitaban a invitar a algunos países emergentes a sus reuniones. Con la crisis todo ha cambiado. Como afirma Wolf (2009): “Las crisis modifican los ordenes establecidas. La crisis económica y financiera de 2007-2009 no es una excepción a esta regla. El aumento de la importancia del G-20 es un cambio de proporciones históricas ya que por primera vez desde la revolución industrial el poder económico no está concentrado exclusivamente en manos occidentales”. Y es que la comunidad internacional ha necesitado pasar por una debacle financiera devastadora y una dura recesión para darse cuenta de que el grupo formado por Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, el Reino Unido, Italia y Canadá –y al que se sumó Rusia en los años noventa– ya no resulta suficientemente representativo para responder a los retos de la globalización. Como afirma Moises Naim, ex Director de la revista Foreign Policy y uno de los más sutiles analistas de la globalización, esta crisis al menos ha servido para enterrar definitivamente al G-7. La necesidad de incorporar a las potencias emergentes

para hacer frente a una recesión global y al auge del nacionalismo económico ha obligado a otorgar a un grupo de países mayor, como el G-20 ampliado, el liderazgo para diseñar las nuevas reglas que aseguren que la globalización no se auto destruya.

El G-20 es un foro informal creado tras la crisis financiera asiática de 1997. Desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 se ha reunido cinco veces en menos de dos años (en Washington en noviembre de 2008, en Londres en abril de 2009, en Pittsburg en septiembre de 2009, en Toronto en junio de 2010 y en Seúl en noviembre de 2010). Es un grupo suficientemente amplio (y por tanto legítimo) como para convertirse en el embrión de las reformas económicas globales y suficientemente pequeño como para ser efectivo. Por tanto, su consolidación como sustituto del G-7/8 es una excelente noticia. Aún así, sigue habiendo voces escépticas, como Roubini y Mihm (2010: 261), que afirman que “Es poco probable que el G-20 pueda hacer cambios sustanciales en la economía mundial y el sistema monetario internacional”.

Este escepticismo responde tanto a que las dificultades para alcanzar acuerdos entre tantos países son enormes como a que, como el G-20 no es una institución internacional, no puede obligar a nadie a que cumpla sus acuerdos. Tampoco puede establecer sanciones o incentivos de forma multilateral ni ha logrado forjar “consensos cognitivos”, que, como

nos muestra la experiencia, son clave para lograr respuestas consensuadas y duraderas de cooperación económica internacional. Sólo puede actuar como punto focal para el diseño de nuevas reglas que coordinen tanto las reforma de la legislación económica interna de los países como los estatutos de las organizaciones económicas internacionales. Pero aunque esto pueda parecer poco, proveer ese liderazgo compartido y actuar de catalizador de las reformas es precisamente lo que la comunidad internacional necesita en este momento. Como el auge de las potencias emergentes está configurando un mundo cada vez más multipolar (Zakaria, 2008) ya no hay una potencia hegemónica capaz de tomar las riendas de la situación y aportar en solitario el liderazgo, como sucedió con Estados Unidos tras la Segunda Guerra Mundial. Pero, al mismo tiempo, la demanda de regímenes internacionales de cooperación económica que faciliten los acuerdos, reduzcan los costes de transacción y mejoren la información (Kehoane, 1982) no ha hecho más que aumentar.

Esta mayor demanda de gobernanza económica internacional responde a que en las últimas dos décadas los mercados se han globalizado, mientras que las políticas para regularlos continúan siendo fundamentalmente nacionales. Sin embargo, la oferta de cooperación económica no está siendo capaz de satisfacer la demanda. El mosaico de reglas e instituciones económicas internacionales existentes no está

siendo capaz de dar respuesta a las preocupaciones ciudadanas, sobre todo a la reducción del margen de maniobra del Estado que la internacionalización económica produce, que en la práctica supone una reducción de su soberanía en materia de política económica y socava la democracia (Dervis, 2005; Stiglitz, 2006). Todo ello estaba llevando ya antes de la actual crisis a un creciente conflicto en las relaciones económicas internacionales alimentado por las actuaciones unilaterales de muchos países, que no se mostraban dispuestos a adaptar sus políticas nacionales a las necesidades globales.

Pero, por difícil que resulte, en un mundo económicamente cada vez más integrado e interdependiente, los países, a pesar de tener intereses contrapuestos, están condenados a cooperar. El mantenimiento de un sistema económico abierto, ordenado y claramente regulado es un bien público global porque beneficia a todos los ciudadanos del mundo. Pero, como sucede con todos los bienes públicos internacionales, su provisión, en ausencia de una potencia hegemónica, requiere de la cooperación internacional (Keohane, 1984). Además, en el caso de la gobernanza de la globalización, entendida no como Gobierno sino como procedimiento de toma de decisiones basado en la negociación permanente y el respeto a la ley (Lamy 2008) se introducen consideraciones de legitimidad internacional, e incluso de justicia distributiva (Kapstein, 2007; Ocampo, 2010). Sólo si las reglas de la economía global son percibidas como

legítimas, inclusivas y razonablemente democráticas por la opinión pública de los principales países serán efectivas y duraderas porque permitirán a los ciudadanos recuperar a nivel supranacional parte de la soberanía económica perdida a nivel nacional con la globalización. Este elemento de legitimidad se ha vuelto especialmente importante tras la crisis financiera internacional, cuyos devastadores efectos han generado un creciente rechazo por la globalización.

En este contexto, la comunidad internacional necesita construir liderazgos compartidos que faciliten y refuercen la cooperación multilateral mediante un mejor diálogo entre los países avanzados y las potencias emergentes. Para lograrlo son imprescindibles foros flexibles y legítimos de diálogo como el G-20. La pluralidad de puntos de vista y el hecho de que en el G-20 estén representados los principales protagonistas de los problemas de la agenda económica global, convierten al grupo en el embrión más adecuado para fraguar acuerdos internacionales, que luego puedan tomar forma jurídica a través de las organizaciones internacionales existentes, como el FMI, la OMC o las distintas agencias de Naciones Unidas.

*Asignaturas pendientes del G-20: más allá de la "euforia fundacional"*

El alto nivel de coordinación económica internacional, vehiculado a través de las cumbres del G-20 de Washington y Londres, fue sin duda un éxito colectivo y un ejercicio responsable de

gobernanza económica global ante la crisis. Sin embargo, tras este momento inicial, el G-20 ha ido perdiendo cohesión e impulso, tanto porque el posible colapso de la economía global ya no parecía un riesgo probable como porque las agendas políticas internas de los principales países restaban posibilidad a la cooperación internacional. Por lo tanto, el principal reto al que se enfrentará el G-20 es el de poder seguir siendo relevante. Para ello, tiene que demostrar que es útil en un contexto en el que la dureza de la recesión económica, la persistencia de altos niveles de desempleo y la asimetría regional de la recuperación global hacen que muchos países estén dejando en segundo plano la cooperación internacional para dedicarse únicamente a sus prioridades de política interna (Frieden, 2010).

Un segundo problema al que se enfrenta el G-20 es que sigue recibiendo críticas por su falta de representatividad y su déficit democrático (Wade y Vestergaard, 2010). Estas se centran en que en el grupo “faltan” algunos países y “sobran” otros, puesto que el proceso de selección fue arbitrario y no siguió criterios objetivos, como el PIB o el peso en el comercio mundial. Tampoco intentó lograr un equilibrio regional. Por ello, el grupo está desequilibrado en términos geográficos (al igual que el G-7, sigue teniendo un sesgo Europeo y Occidental y África está muy mal representada), los países más pobres no cuentan con ninguna representación, e institucionalmente, está desvinculado del sistema de Naciones Unidas, que es

el único foco de legitimidad indiscutible del sistema político internacional.

Sin embargo, desde una perspectiva práctica y reconociendo que siempre hay un *trade – off* entre representatividad y eficacia, el grupo, en su constitución actual, es suficientemente pequeño como para poder tomar decisiones siendo representativo de más del 80% de la población y el PIB mundiales. Esto no significa que no sea mejorable, ni que no deba abrirse un debate para intentar cubrir sus lagunas de representatividad. Sin embargo, dada la dificultad de que sus actuales estados miembros acepten cambios sustanciales en la configuración del grupo, será necesario sacar el máximo rendimiento a su configuración actual.

Además, autores como Keohane, Macedo y Moravcsik (2009) han planteado que la existencia de instituciones multilaterales en un mundo muy globalizado reduce el problema del déficit democrático. En la medida en que el G-20 promueva la reforma de instituciones como el FMI o el Banco Mundial para volverlas más representativas y legítimas, estará contribuyendo (aunque de modo imperfecto) a reducir el problema del déficit democrático (que por otra parte afecta también a instituciones más representativas como la Unión Europea o Naciones Unidas porque el ciudadano las percibe como “demasiado lejanas”).

El último de los asuntos que el G-20 tendrá que definir es cuál será su

“encaje” en el actual entramado de instituciones internacionales. Podría continuar siendo una reunión informal de Jefes de Estado y de Gobierno centrada en temas económicos como ya fuera el G-7, que sólo respondía ante los ciudadanos de sus países miembros. Sin embargo, dada la importancia de la empresa que tiene a su cargo, sería recomendable aumentar su institucionalidad, lo que además le ayudaría a resolver algunos de los problemas de legitimidad apuntados arriba. Concretamente, sería conveniente que pasara a formar parte del sistema de Naciones Unidas, al igual que el FMI y el Banco Mundial (la OMC, que por el momento es una organización internacional independiente, también debería hacerlo). Esto le permitiría dejar de ser percibido como un foro poco inclusivo y transparente, que se ha limitado a incorporar a nuevos miembros al club que todavía ostenta el poder económico internacional, lo que Beeson, y Bell (2009) han bautizado como *hegemonic incorporation*. Piénsese que, por ejemplo, el Consejo de Seguridad de Naciones Unidas, que también necesita ser reformado, siempre fue considerado como más legítimo que el G-7 por formar parte del entramado de Naciones Unidas. Además, si el G-20 se involucra en mayor medida en los temas vinculados al cambio climático, tendrá que coordinarse con Naciones Unidas (en particular con la *United Nations Framework Convention on Climate Change*), por lo que le resultaría ventajoso aclarar su status en relación al sistema de Naciones Unidas.

El principal obstáculo para su integración en Naciones Unidas es que, para producirse, se tendría que abrir el debate sobre qué países “sobran” y qué países “faltan”. Y los países que pertenecen al grupo sin que su peso e influencia en la economía mundial lo justifique intentarían bloquear dicho debate.

### Conclusión

A lo largo de este trabajo se ha expuesto la necesidad de que la comunidad internacional avance en la configuración de un marco institucional de gobernanza económica global capaz de dar respuesta a los crecientes retos económicos y climáticos a los que se enfrenta. La crisis financiera ha servido como llamada de atención sobre el riesgo de mantener una economía muy globalizada con reglas nacionales, así como sobre los riesgos que la laxitud de la regulación financiera supone para los ciudadanos.

Se ha explicado por qué las prioridades de la gobernanza económica global deberían ser reequilibrar la economía mundial, coordinar la reforma financiera, profundizar en la reforma interna del FMI, abrir el debate sobre la moneda de reserva global y establecer un marco multilateral para luchar contra el cambio climático. Estas medidas permitirían que el modelo de crecimiento sobre el que se sustenta la economía mundial sea más estable, sostenible e inclusivo. Además, se trata de reformas que es posible abordar si

se construye un liderazgo compartido y suficientemente legítimo como el que el G-20 fue capaz de proporcionar al inicio de la crisis.

En este sentido, también se ha señalado que el G-20 se enfrenta a una serie de dificultades que sólo podrá superar si demuestra que es capaz de ser útil y representativo en un contexto en el que los problemas internos de los países están haciendo cada vez más difícil la cooperación económica internacional.

### Referencias

Beeson, Mark y Stephen Bell (2009): "The G-20 and International Economic Governance: Hegemony, Collectivism, or Both" *Global Governance* 16, 67-86.

Bergsten, Fred (2009): "The Dollar and the Deficits", *Foreign Affairs*, Noviembre-Diciembre 2009.

Blanchard, Olivier (2010) *The two rebalancing acts*, vox eu, octubre.

Bryant, Ralph (2009): "Reform of IMF Quota Shares and Voting Shares: A Missed Opportunity". *Brookings Institution*, mimeografiado.

Chinn, Menzie, y Jeffrey Frankel (2008), "Why the Euro Will Rival the Dollar," *International Finance*, n° 11:1, Spring, pp. 49-73.

Crespo Ruiz de Elvira, Clara y Federico Steinberg (2005): "Interdependencia financiera global: equilibrios múltiples en Bretton Woods II", *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, N° 827, pp. 279-290.

Cohen, Benjamin (2009): "Dollar Dominance, Euro Aspirations: Recipe for Discord?" *Journal of Common Market Studies* vol. 47, n° 4.

Cohen, Benjamin (1993): "The triad and the unholy trinity: problems of international monetary cooperation" en Jeffrey Frieden y David Lake (editores): *International Political Economy*. Londres y Nueva York Bedford, St Martin's 2000, p. 245-256.

Dervis, Kemal (2005): *A Better Globalization: Legitimacy, Governance, and Reform*. Center for Global Development. Washington DC.

Eichengreen, Barry y Douglas Irwin (2010): *How to Prevent a Currency War*. Project Syndicate.

Frieden, Jeffrey (2009): "The Crisis and beyond: Prospects for international economic cooperation" Policy Paper No. 5, *Politics, Economics and Global Governance: The European Dimensions* (London, December 2009).

FMI (2010): *World Economic Outlook*, Octubre, Washington DC.

Helleiner, Eric y Jonhathan Kirshner, coordinadores (2009): *The Future of the Dollar*. Cornell University Press.

Kapstein, Ethan B. (2007): *Economic Justice in an Unfair World*. Princeton University Press.

Keohane, Robert, Stephen Macedo y Andrew Moravcsik (2009): "Democracy-Enhancing Multilateralism", *International Organization*, vol. 63, Winter 2009, pp. 1-31.

Keohane, Robert (1982): The Demand for International Regimes. *International Organization*, 36(2), 332-355.

Keohane, Robert (1984): *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Lamy, Pascal (2008): "The WTO's contribution to Global Governance" en Sampson (editor) *The WTO and Global Governance*. United Nations University Press, New York, pp: 39-57.

Lázaro Touza, Lara (2008): Climate Change: Policy Mix for a Brave New Kyoto? *Análisis del Real Instituto Elcano*, diciembre.

McKinnon, Ronald (2009): "US Current Account Deficits and the Dollar Standard's Sustainability", en Helleiner y Kirshner (coordinadores), pp. 45-68.

Ocampo, Jose Antonio (2010) "Rethinking Global Economic and Social Governance", *Journal of Globalization and Development: Vol. 1 : Iss. 1, Article 6*.

Pissani Ferry, Jean (2009). *International Governance: Is the G-20 the right forum?* Bruegel Policy Contribution 05/2009

Posen, Adam S. (2008), "Why the Euro will not Rival the Dollar", *International Finance*, vol. 11, n° 1.

Rajan, Raghuram, G. (2010): *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press.

Roubini, Nouriel y Stephen Mihm (2010): *Crisis Economics*. Allen Lane.

Rodrik (2009a): *Making Room for China in the World Economy*, mimeografiado. Harvard University, diciembre.

Rodrik, Dani (2009b): *An IMF We Can Love?* Project Syndicate.

Stiglitz, Joseph (2006): *Making Globalization Work*. W.W. Norton, New York.

Stiglitz, Joseph (2010). *Free Fall*. W.W. Norton, New York.

Stern, Nicholas (2009): *A Blueprint for a Safer Planet*. Bodley Head.

Triffin, Robert (1960): *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, CN: Yale University Press.

Xiaochuan, Zhou (2009): *Reform the International Monetary System*. Discurso del Gobernador del Banco Central Chino.

Wolf, Martin (2009): "The west no longer holds all the cards" *Financial Times*, 23 de septiembre.

Wolf, Martin (2006): *Fixing Global Finance*. Johns Hopkins University Press.

Wade, Robert y Jakob Vestergaard (2010): "Overhaul the G20 for the sake of the G172" *Financial Times*, 21 de octubre.

Zakaria, Fareed (2008): *The Post American World*. W.W Norton & Company Inc., Nueva York.



**RIBE** | Red Iberoamericana de Estudios Internacionales | Rede Ibero-americana de Estudos Internacionais

