

· **SEMINARIO** ·
**“Crisis Global. ¿Las respuestas del G-20
son suficientes?”**

Documento de Trabajo

Noviembre de 2011

Esteban Kiper



1. Introducción.

El G-20 cobró relevancia por primera vez desde su creación a partir del estallido de la crisis financiera internacional a fines de 2008. La profundidad y alcance de la crisis impuso la necesidad de coordinar a nivel global las políticas monetarias y fiscales, de discutir una nueva regulación financiera, y de replantear el rol de las instituciones financieras internacionales (el FMI y el Banco Mundial fundamentalmente); aspectos que de conjunto le dan forma al sistema monetario internacional (SMI). El ámbito institucional preexistente más propicio para llevar adelante estas discusiones resultó ser el G-20, que si bien había sido concebido para ese propósito, hasta el momento no había tenido relevancia en las discusiones sobre el rumbo de la economía global. Este foro se dotó de vigor político y decisorio a partir de la celebración de reuniones encabezadas por los presidentes de todos los países miembro. La primera tuvo lugar en Washington en noviembre de 2008, con la crisis en ciernes. La segunda fue en abril de 2009 en Londres, con la economía mundial en plena recesión. La tercera fue en Pittsburgh, en noviembre de ese mismo año, cuando empezaban a vislumbrarse los primeros síntomas de recuperación. Luego del rebrote de la crisis en Europa se sucedieron reuniones en Toronto y Seúl, en junio y noviembre de 2010. Los últimos encuentros, bajo la presidencia Francesa, se desarrollaron en París en febrero de 2011, y en Cannes en noviembre, en medio de los intentos por evitar el colapso europeo.

El desempeño del G20 registra dos etapas. La primera, que va de Washington a Londres, tuvo lugar en medio de lo peor de la crisis y se caracterizó por el corte keynesiano de las políticas macroeconómicas acordadas, el planteo de amplias reformas del sistema financiero, y el impulso hacia una profunda transformación del rol de las IFIs, que habían perdido mucho terreno en los años previos quedando desdibujada su función en el SMI.

Pittsburgh, con la economía mundial repuntando, fue un encuentro de transición, en el que se empezó a delinear la estrategia con la que se abordaría la reconstitución de los equilibrios macroeconómicos globales una vez que la economía mundial retomara su marcha. Esta estrategia quedó plasmada en el "Framework from Strong, Sustainable and Balanced Growth".

Toronto, con la crisis de deuda Griega de telón de fondo, inauguró la segunda etapa, marcada por un quiebre con las políticas macroeconómicas expansivas que cedieron lugar frente a la idea de "consolidación fiscal", "*exit strategies*", y una agenda centrada en la necesidad de equilibrar los desbalances globales. El *Framework* de Pittsburgh sería la hoja de ruta. Estas nuevas preocupaciones, que expresan un retorno a la ortodoxia, estuvieron enmarcadas en un resurgir del FMI que recobró un nuevo protagonismo. En Seoul se consolidó esta agenda en un nuevo *manifiesto*, el "Plan de Acción de Seoul".

¹ Este trabajo se monta sobre los documentos previamente realizados por Abeles, M. y Kiper, E. (2010), de Kiper (2010) y Kiper (2011).

La presidencia Francesa, especialmente la reunión de Cannes, estuvo marcada por la profundización de la crisis de deuda soberana europea, que alcanzó ese fin de semana a Italia, la creciente volatilidad de los mercados financieros globales, la desaceleración de la economía mundial y el elevado desempleo en el mundo desarrollado. Esta situación dio pie a un nuevo documento. El "Plan de Acción para el crecimiento y el Empleo de Cannes". Las novedades respecto del *framework* o el "Plan de Acción de Seoul", sin embargo, no resultaron significativas, creciendo aún más el protagonismo del FMI y su abordaje conceptual. La urgencia por capitalizar el Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera, o bien el FMI, otorgaron un protagonismo mayor que al habitual a los países emergentes de mayor envergadura, que aprovecharon para reposicionar en la agenda la discusión sobre la estructura de poder al interior de las IFIS.

Para la Argentina estas últimas dos reuniones tuvieron una importancia particular. En París entró en discusión el problema de la inflación de productos primarios agrícolas. Para avanzar sobre este tema se conformó un grupo de trabajo al respecto, y se pusieron en evaluación y discusión distintas alternativas de política. Una de ellas consideraba la posibilidad de fijar precios máximos, otra apuntaba a liberalizar los mercados agrícolas en los países productores, y finalmente la posición que apoyó e impulsó nuestro país, que puso el acento en la necesidad de regular los mercados de futuros y derivados de commodities agrícolas. En Cannes primó este último abordaje. En este trabajo se empiezan reseñando en la segunda sección los antecedentes del G20, su organización institucional y su mandato. En la tercera sección se repasa lo ocurrido en el marco del G20 en la etapa keynesiana, entre Washington y Londres, y se discuten las implicancias sobre el funcionamiento del SMI y la economía mundial. En la cuarta sección se analiza el cambio de orientación que empezó a gestarse en Pittsburgh y que se expresó claramente en Toronto, y los avances y retrocesos alcanzados de allí en adelante. En la quinta sección se pone el foco sobre lo sucedido Cannes. Finalmente, en la sexta sección se evalúa en qué sentido las reuniones del G20 y las decisiones que se han ido adoptando están aportando a una reforma en el funcionamiento del SMI y la superación de la crisis financiera internacional.

2. La Creación del G20

Hasta el estallido de la crisis asiática el ámbito de discusión acerca del Sistema Monetario Internacional (SMI) se concentraba en el G7 (Estados Unidos, Inglaterra, Francia, Italia, Alemania, Japón y Canadá), creado en 1975 en Francia en el marco de la transición desde el esquema de paridades fijas acordado en Bretton Woods (1944) a un esquema de tipos de cambio flexibles.

El G7 operó desde ese entonces como una instancia efectiva de negociación sobre el funcionamiento del SMI. Sus intervenciones más importantes fueron el Acuerdo de Plaza en 1985, por el que se procuró coordinar las intervenciones de sus miembros en el mercado cambiario para evitar y revertir la apreciación del dólar; y el Acuerdo del Louvre de 1987, establecido para moderar la depreciación de la moneda norteamericana.

Sin embargo, durante el transcurso de la década de los noventa el G7 fue perdiendo peso y legitimidad como consecuencia del surgimiento de nuevas potencias emergentes que comenzaban a gravitar en la dinámica de la economía y las finanzas globales. Se trataba fundamentalmente de China, India y Corea del Sur. El punto de

inflexión fue la crisis asiática de 1997, que encendió una luz de alerta sobre la viabilidad y estabilidad del SMI. La profundidad de la crisis asiática y el incremento de la volatilidad financiera global impulsaron la reformulación de las instancias de coordinación y regulación macroeconómica y financiera internacional. Urgía incluir de alguna manera en la mesa de negociación a los países directamente involucrados en los episodios de stress financiero.

Los principales impulsores de avanzar en la creación de un nuevo foro fueron Canadá y Alemania. La idea era generar un espacio de discusión sobre el SMI que diera cobijo a los nuevos actores sistémicamente relevantes. Luego de varias idas y vueltas en torno al diseño y amplitud del nuevo espacio, en la cumbre de ministros y presidentes de bancos centrales del G7 en 1999 se creó el G20².

El mandato que se propuso para el G20 involucraba: 1) la promoción de la discusión, el estudio de los problemas del sistema financiero internacional y la coordinación de políticas por parte de los miembros; 2) la creación de mecanismos para que las economías sistémicamente importantes pudieran contribuir a las discusiones que tenían lugar en el marco del G7; y 3) la coordinación de un abordaje común sobre las crisis financieras en los países emergentes y su impacto sobre el sistema financiero global. El mandato, como queda de manifiesto, reflejó exclusivamente la preocupación por la estabilidad financiera internacional. En un segundo plano, como problema subsidiario, se introdujo la preocupación por la promoción de la cooperación para el crecimiento sustentable (G20, 2008).

A la hora de designar a los que serían los países miembro se tuvo en consideración que fueran representativos de la economía mundial y que hubiera un balance regional, a fin de maximizar la legitimidad del foro. Al mismo tiempo se pretendía minimizar la cantidad de participantes, para facilitar la discusión y dar lugar a que se estrecharan lazos de confianza entre los delegados. Finalmente, el foro se constituyó buscando que quedaran representados los países desarrollados (el G7 y Australia), las principales nuevas potencias emergentes (China e India), las economías del Sudeste Asiático que protagonizaron la crisis y que venían de incrementar su relevancia luego de décadas de crecimiento acelerado (Corea del Sur e Indonesia), los países más grandes de América Latina, que también habían atravesado procesos profundos de reformas estructurales, liberalización comercial y financiera, y se encontraban expuestos a la inestabilidad financiera sistémica (Brasil, México y Argentina), los países productores de petróleo (Arabia Saudita), África (Sudáfrica), y

² La constitución del G20 y su propósito han sido ampliamente discutidos. Existen en líneas generales dos aproximaciones polares (Beeson y Bell, 2009). La que sostiene que se trata de una *consolidación hegemónica* y la que afirma que se trata de una *ampliación cooperativa* de la toma de decisiones a nivel financiero internacional. Quienes adhieren a la primera asumen que la creación del G20 y la incorporación del mundo emergente a la mesa de negociación responden a la lógica de dominación estadounidense y del mundo desarrollado en general, que convocan al nuevo foro con el propósito de legitimar decisiones que seguirían estando en su poder, orientadas fundamentalmente a fortalecer el consenso neoliberal luego de la crisis asiática. El segundo enfoque entiende que la creación del G20 involucra un cambio más profundo en la estructura de gobierno (*governance*) internacional e implica una instancia de mutua influencia y mayor equilibrio en la toma de decisiones. Es probable que la realidad se sitúe en un punto intermedio; es decir, que el G20 exprese los cambios ocurridos en la economía mundial, con Estados Unidos como la economía hegemónica y predominante en el nuevo foro, pero con el creciente peso de India y China y los demás países emergentes encontrando una mayor capacidad de influencia y peso en la mesa de negociación. La incorporación de estos países no sería desde esta perspectiva un acto puramente formal que prolonga la hegemonía norteamericana por otros medios, sino que involucraría cierta redistribución de poder real, aunque sea en el margen.

medio oriente (Turquía). Estos países en conjunto representan el 85% del PBI, 80% del comercio y 2/3 de la población mundial.

La estructura de gobierno del G20 se constituyó con una presidencia rotativa y la presencia ex–oficio del Director Gerente del FMI, el Presidente del Banco Mundial y los presidentes del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI (IMFC, por sus siglas en inglés) y del Comité para el Desarrollo del Banco Mundial (DC, por sus siglas en inglés). Por cada uno de los países miembro acuden a las reuniones el Ministro de Economía, el Presidente del Banco Central y un delegado (*deputy*). El G20 se constituyó como un foro de debate informal, donde no existen instancias de votación y por lo tanto no hay una distribución del poder pre-establecida o formal. Lo que se consensúa en ese ámbito tiende a materializarse en el IMFC del FMI o el DC del Banco Mundial.

En los primeros años de existencia del G20 no se produjeron grandes avances o acuerdos sustantivos. La agenda del G20 hasta ese momento estuvo centrada en cuestiones tales como la transparencia y supervisión de los sistemas financieros, la estandarización de la contabilidad a nivel global, y el abordaje de algunos temas de agenda que planteó la coyuntura (por ejemplo, el financiamiento del terrorismo). El planteo de reformas sustanciales del funcionamiento y funcionalidad de las IFIs (FMI y BM), o de la regulación financiera nacional e internacional estuvo ausente.

El G20 comenzó a tener relevancia recién a partir del estallido de la crisis financiera internacional, que puso en evidencia la fragilidad del SMI y la incapacidad de sus principales instituciones—en particular, el FMI—para prevenir y luego reaccionar a tiempo frente al colapso sistémico. En octubre de 2008, ante la gravedad de la crisis y la necesidad de coordinar el abordaje de política económica –con la intención de evitar que se repitiera la traumática experiencia de los años 30- el entonces Presidente de Estados Unidos, George W. Bush, impulsado por el presidente de Francia (Sarkozy) y el primer ministro del Reino Unido (Brown), convocó al primer encuentro de presidentes del G20. Así el G20 quedó posicionado *de facto* como el foro en el que se abordaría la resolución de la crisis financiera internacional y la reforma del SMI.

El primer “Leaders Summit” tuvo lugar en Washington el 15 y 16 de Noviembre de 2008, y volvería a repetirse periódicamente dos veces por año. La incorporación de los Presidentes le dio un nuevo impulso al G20, abriendo la posibilidad de que se superara la inercia (informada por una fuerte ortodoxia doctrinaria) característica de los ministros de hacienda y presidentes de bancos centrales. De hecho, a partir de entonces las medidas más audaces—cuando las hubo—fueron tomadas por los presidentes.

3. La Etapa Keynesiana y Reformista

La profundidad y alcance de la crisis financiera internacional despertó rápidamente reminiscencias de la crisis del 30. En el marco del G-20 los líderes de Estados Unidos, el mundo emergente, y las principales potencias europeas (aunque en menor medida y con mayor tibieza) se mostraron dispuestas a no cometer los mismos errores de política económica que durante la Gran Depresión. Las ideas de Keynes y Minsky volvieron al centro de la discusión económica, y las respuestas de política económica tuvieron un fuerte sesgo heterodoxo: se redujeron las tasas de interés prácticamente

a cero, se realizaron masivas inyecciones de liquidez (*quantitative easing*), se anunciaron paquetes de estímulo fiscal coordinados, se comenzó a discutir una regulación financiera anticíclica y más extensiva, y se puso en cuestión el rol de las instituciones financieras internacionales (fundamentalmente el FMI). En esta sección se abordan los avances acordados en el G-20 en cada uno de estos aspectos.

Coordinación macroeconómica

En la Cumbre de Presidentes de Abril de 2009 en Londres se realizaron los avances más concretos y significativos desde la existencia del G20. Allí se acordó la necesidad de restablecer el crédito y la estabilidad financiera como condición *sine qua non* para la recuperación económica. También se señaló la importancia de una respuesta coordinada en materia de política fiscal y monetaria para sostener la demanda y el empleo a nivel global. La magnitud de la expansión fiscal se estableció que debía alcanzar los U\$S 5 billones (millones de millones) a fines de 2010. Bajo el impulso inicial de EEUU, los países se comprometieron también a restablecer el crecimiento del crédito y asegurar solvencia de las instituciones sistémicamente relevantes.

Los esfuerzos y políticas implementadas para promover la recuperación económica, según se acordó, deberían: evitar las devaluaciones competitivas y el proteccionismo; y tomar en cuenta su incidencia sobre la sostenibilidad fiscal y su posible impacto sobre la evolución del nivel de precios para evitar el surgimiento de procesos inflacionarios. Luego de la expresa insistencia de la UE, se recomendó, a tal efecto, que las medidas sean temporarias, estén supervisadas por el FMI e incluyan cláusulas de salida.

La coordinación macroeconómica acordada en este encuentro fue criticada por el bajo compromiso por parte de la UE en relación con la expansión fiscal y monetaria. El compromiso fiscal expansivo de los principales países de la UE fue reducido en relación a otras economías. Mientras que en Estados Unidos el estímulo llegó a los 5,5pp. del PBI, en China a casi 7pp. y en Japón a 5pp., en Alemania apenas se situó en 1,6pp. y en Francia en 1,3pp.

En términos de política monetaria todos los países sistémicamente importantes adoptaron políticas de reducción de la tasa, aunque Estados Unidos lo hizo primero y situó la tasa por debajo de la de la UE e Inglaterra. La FED además implementó una amplia serie de programas destinados a proveer liquidez de corto plazo y mejorar las condiciones de los mercados financieros, que tuvieron un costo fiscal estimado en US\$ 1.8 billones (13% PBI). El resto de los bancos centrales adoptó medidas similares, en el caso de Inglaterra de magnitud equiparable y en la UE más moderadas.

También fue objetado el hecho de que no se hubieran previsto estrategias para ordenar y sanear el sistema financiero en los países afectados por la crisis. Tampoco se consideró la posibilidad de reestructurar las deudas de los países sobreendeudados, que en un contexto recesivo afrontarían serias dificultades para cumplir con sus compromisos. Esta cuestión mostró su relevancia posteriormente con el estallido de la crisis griega.

Re-regulación financiera

El estallido del mercado de hipotecas subprime norteamericano y su instantánea propagación global pusieron en tela de juicio la idea de *eficiencia* en el funcionamiento de los mercados financieros que había regido el proceso de liberalización financiera y el desarrollo regulatorio e institucional en las décadas previas. Más allá de los aspectos macroeconómicos que dieron lugar a la crisis, quedaron en evidencia las debilidades del complejo entramado regulatorio, de incentivos, de calificación y evaluación del riesgo, y de supervisión del sistema financiero de las principales economías del mundo; así como la poca transparencia con la que actuaban las instituciones que desarrollaron los nuevos instrumentos que protagonizaron el estallido de la crisis (fundamentalmente los *hedge funds* y las calificadoras de riesgo).

En la primera Cumbre de Washington se estableció un Plan de Acción para la reforma de la regulación financiera, que apuntaba a avanzar sobre cada uno de esos aspectos. El Plan de Acción contemplaba incrementar la transparencia de los mercados financieros y homogeneizar la contabilidad, mejorar y extender la regulación y supervisión prudencial, reformular los criterios de manejo del riesgo, incrementar la cooperación en los mercados financieros globales mediante el intercambio de información y el trabajo conjunto.

Los primeros avances concretos en este sentido se verificaron en la reunión de presidentes en abril de 2009 en Londres, donde comenzó el proceso de re-regulación del sistema financiero abordando las problemáticas delineadas en Washington. La decisión más relevante fue la creación del *Financial Stability Board* (FSB), que sumó al ya existente *Financial Stability Forum* (FSF), a todos los países del G-20, España y la Comisión Europea. Esta institución, junto al FMI asume la responsabilidad de trabajar en la coordinación de la supervisión de los sistemas financieros nacionales, supervisar las instituciones financieras sistémicas y elaborar informes de alertas tempranas. Sería el organismo responsable de impulsar y dar cuenta al G20 de los avances que fueran teniendo lugar.

En cuanto a la regulación prudencial se decidió incorporar medidas macroprudenciales y mitigar la prociclicidad de la regulación actual del sistema financiero mediante la adopción de las normas de Basilea II. Durante el período que abarcara la recuperación económica se decidió que los estándares mínimos de capital permanezcan sin modificaciones, flexibilizándose en aquellos casos en los que la expansión del crédito requiera un menor compromiso de capital. Una vez que la economía mundial observara una recuperación se reforzarían los estándares prudenciales apuntando a mejorar la calidad del capital y a incrementar los niveles de capitalización requeridos. Para morigerar la prociclicidad de las regulaciones se incluirán requerimientos a los bancos ajustables según la fase del ciclo. Con esto se busca evitar que se repitan en el futuro situaciones de apalancamiento excesivo como las que dispararon la crisis, para lo cual también se extenderá la aplicación hacia las operaciones *off-balance* (fuera de balance).³

³ Las operaciones “fuera de balance” son aquellas que no están registradas en la hoja de balance de una compañía, aunque se trate de movimientos de activos o pasivos realizados por dicha institución. El propósito de realizar operaciones fuera de balance suele ser mejorar la situación patrimonial de la empresa, evitar que se verifique un incremento en el apalancamiento, etc.

Respecto al alcance de la regulación y supervisión financiera, en particular en lo referido a las instituciones más cuestionadas, se lograron algunos avances en el encuentro de Londres. Se acordó regular todas las instituciones financieras (incluyendo los *hedge funds*, antes excluidos de las regulaciones que pesaban sobre instituciones como los bancos o los fondos de pensión), mercados e instrumentos sistémicamente relevantes (aspectos resistidos por Estados Unidos e impulsados por Europa). También se consensuó la necesidad de regular el funcionamiento de las agencias calificadoras de riesgo⁴.

Con el propósito de mejorar el control de los nuevos instrumentos financieros se decidió estandarizar los mercados de derivados mediante un sistema de *clearing* centralizado y sujeto a regulaciones y supervisiones efectivas.

En relación a la escasa transparencia en el desarrollo de algunas operaciones financieras se avanzó sobre la creación de un régimen que sancione y regule a los “paraísos fiscales”. En este sentido se acordó—y luego se hizo efectivo—publicar la lista de paraísos fiscales y regímenes no cooperativos, y establecer sanciones contra tales jurisdicciones.

En cuanto a los incentivos, se trató la regulación de las remuneraciones de los ejecutivos de instituciones financieras, que deberían evitar prácticas que incentiven la toma excesiva de riesgos⁵.

Finalmente, se recomendó que todos los miembros del G-20 que no hayan sometido recientemente a sus sistemas financieros a los Programas de Revisión de Estabilidad en el Sector Financiero (FSAP) que realiza el FMI a que lo lleven a cabo.

La reforma de las instituciones financieras internacionales

En los años previos al estallido de la crisis *sub-prime* el FMI no tenía una función clara que jugar en el SMI (debido a la opción por el *auto-aseguramiento*), se encontraba desprestigiado (por su papel contraproducente en las crisis de la década de los noventa) y desfinanciado⁶ (con resultados deficitarios debido a la falta de operaciones producto de la cancelación anticipada de varios países de sus obligaciones pendientes con el FMI: Tailandia en 2003, Rusia en 2004, Argentina y Brasil en 2006).

El alejamiento del mundo emergente de esta institución se explica fundamentalmente por tres motivos. Primero, **la insuficiente capacidad prestable**. A diferencia del período de posguerra, en que la asistencia del FMI

⁴ El principal problema señalado sobre el funcionamiento de las calificadoras era la incompatibilidad de incentivos, ya que son los propios emisores quienes financian a las agencias privadas de calificación. Para suavizar y asegurar la transparencia y calidad del proceso de calificación se estipuló que las autoridades de los países tengan la posibilidad de requerir a las calificadoras cambios en sus prácticas y procedimientos para manejar los conflictos de intereses. Las calificadoras estarán obligadas además a revelar la información y procedimientos utilizados. Ambas propuestas, sin bien deberían atenuar el problema, no resuelven la cuestión de fondo: la calificación sigue siendo pagada por la entidad emisora del activo a ser calificado.

⁵ Las remuneraciones de los ejecutivos de las instituciones financieras en la etapa previa a la crisis estaban estrechamente ligados a los beneficios obtenidos por el manejo de las carteras, y en consecuencia al desarrollo de nuevos instrumentos que permitieran incrementar las ganancias. Esta práctica estimulaba una menor ponderación de riesgo y una mayor de los retornos de las operaciones realizadas; que derivó en la expansión de productos altamente riesgosos como las hipotecas *subprime*.

⁶ La cartera de créditos del FMI de 71.000 millones de DEGs en 2003 a 9.000 millones en 2007 y la cantidad de acuerdos *Stand-By* vigentes pasó de 17 a fines de 2003 a 7 a fines de 2007.

estaba orientada a financiar desequilibrios transitorios y acotados en cuenta corriente; desde la liberalización de los flujos de capitales las necesidades de financiamiento de los países están asociadas a problemas en cuenta capital (reversiones abruptas de los flujos de capitales), que involucran magnitudes de fondos que superan ampliamente la capacidad de préstamo del FMI.

Segundo, lo **inadecuado e ineficaz de los instrumentos del FMI**. El FMI carecía de instrumentos que pudieran satisfacer además de cuantitativamente, cualitativamente las necesidades de financiamiento de los países emergentes. El fracaso de la CCL, la estigmatización asociada a los programas del fondo, y los efectos adversos de las políticas que el FMI imponía como condicionalidad de los desembolsos, son algunos ejemplos.

Tercero, su **estructura de gobierno** implica una marcada sub-representación del mundo emergente, que prácticamente no tiene peso en el proceso de toma de decisiones del FMI.⁷

Los miembros del G20, y en particular Estados Unidos, visualizaba que el alejamiento de los países emergentes del FMI era uno de los determinantes de los desbalances globales. Las estrategias de auto-aseguramiento no daban lugar a los ajustes cambiarios requeridos para re-balancear los flujos de comercio. Por consiguiente, el reposicionamiento del FMI mediante la reversión de las principales deficiencias observadas en el período previo a la crisis parece haber sido uno de los objetivos del G20. Los principales avances en este sentido tuvieron lugar en Londres en abril de 2009.

Con respecto a la **insuficiente capacidad prestable**, se incrementó su capacidad prestable en US\$ 500.000 millones (lo que implicó triplicar los fondos del FMI) por aportes de los países desarrollados, que serían otorgados mediante los Nuevos Acuerdos de Préstamo (NAB, por sus siglas en inglés)⁸. Se duplicó la capacidad de préstamos para los países de bajos ingresos mediante la venta de reservas de oro en poder del FMI y se comprometieron US\$ 6.000 millones de financiamiento flexible para estos países (impulsado por Estados Unidos). Se duplicó el límite de acceso a los créditos para los países de bajos ingresos. Se asignaron US\$ 250.000 millones en DEGs, de los cuales US\$ 100.000 millones fueron a países emergentes y en desarrollo, lo que implica aumenta la liquidez internacional para todos los países sin condicionalidades.⁹

⁷ Las decisiones en el FMI se toman en un Consejo Ejecutivo (*Executive Board*) conformada por 24 "sillas" que representan a los 184 países accionistas. El poder del voto de cada silla está en función de las cuotas que corresponden a los países representados. Para tomar decisiones referidas a la forma de funcionamiento del FMI es preciso concentrar más del 85% de los votos, mientras que para las decisiones de crédito alcanza con la mayoría simple (aunque rara vez se apela a votación, y las decisiones se toman por consenso en función del poder de voto). Los votos están muy asimétricamente distribuidos a favor del mundo desarrollado, con Estados Unidos a la cabeza con el 16,77% de los votos (que implica poder de veto sobre las decisiones sobre el *governance* del FMI), Japón con el 6,02%, Alemania con el 5,88%, Francia y el Reino Unido con el 4,86, lo que en conjunto arroja un 38,39% de los votos. Si se suman los votos de Italia, Canadá, Bélgica, Holanda, Suecia, Suiza y España, el mundo desarrollado acumula el 66,73% de los votos, que representan más que la mayoría simple. China es el país emergente con más peso, con 3,66%, y en conjunto estos países llegan al 33,27% restante.

⁸ El NAB constituye un mecanismo que complementa las cuotas (base de capital del FMI) a través de préstamos de los países miembros para cubrir una eventual falta de recursos del FMI; es un acuerdo coordinado entre países para aportar recursos sin alterar las cuotas y el poder de voto en la Institución.

⁹ El FMI tiene dos mecanismos para emitir DEGs: 1) emisión general (es lo que se propone ahora para todos los países miembros), o 2) emisión especial. Hasta ahora, el Fondo hizo dos emisiones generales por un total de DEG 21.400 millones (en 1970-72 por DEG 9.300 millones y en 1979-81 por DEG 12.100 millones) y una emisión especial por DEG 21.400 (en 1997, llamada IV Enmienda) que hasta el momento estuvo pendiente de ratificación parlamentaria, destinada a compensar a los países que ingresaron al FMI después de 1981 y por tanto no fueron beneficiados por la emisión general.

En cuanto a los **inadecuados instrumentos**, Estados Unidos impulsó en el marco del G20 la creación de formas de acceso a liquidez internacional más flexibles mediante la reforma de la lógica de las operaciones del FMI. En marzo de 2009, semanas antes de la Cumbre de Londres, se delineó en el FMI la reforma que tendría por objetivo reposicionar a dicha institución, dotándola de nuevos objetivos e instrumentos de manera tal recomponer su utilidad para los países miembros y su rol en el SMI. En palabras del FMI, "...la reducción en los préstamos que precedió a la crisis financiera refleja la necesidad de adaptar los instrumentos de crédito del FMI a las cambiantes necesidades de los países miembros. En respuesta, el FMI llevó a cabo una amplia revisión de las líneas de crédito y los términos en los cuales son provistas." La mayor novedad en este sentido fue la aprobación de la nueva Línea de Crédito Flexible. La diferencia respecto de las otras modalidades de crédito radica en que esta nueva línea otorga la posibilidad de disponer de financiamiento del FMI sin las condicionalidades de política tradicionales, sino en base a criterios de acceso establecidos *ex-ante*, dados por la aplicación de lo que, según el criterio del FMI, son "buenas políticas" (*sound policies*). El país al que se le asigna tiene flexibilidad para utilizar la línea de crédito en cualquier momento o para tratarla como un instrumento precautorio (algo que no estaba previsto en los tradicionales Acuerdos *Stand-By*).¹⁰ En relación con la **estructura de gobierno** del Fondo, en Londres se acordó, impulsado por el bloque BRIC y el resto de los países emergentes, operativizar la reforma en las cuotas y votos elaborada en 2008, se definió que la reasignación sería de al menos 5% de los votos de países sobre-representados a países sub-representados, y se decidió adelantar la fecha en la que se hará efectivo el cambio en las cuotas a 2011. La posición de los BRIC era más ambiciosa, y reclama una reasignación de cuotas del 7%; mientras que los países europeos son los que presentan mayor resistencia a los cambios en este plano. También se acordó la necesidad de modificar el tamaño y composición del Comité Ejecutivo y fue señalada la necesidad de fortalecer la diversidad del *staff* del FMI.

Esos avances fueron de la mano de propuestas de reforma de las instituciones que actúan de manera complementaria con el FMI: el Banco Mundial y los Bancos de Desarrollo Regionales (Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Asiático de Desarrollo). Sobre estas instituciones se introdujeron mejoras en el fondeo, para habilitar una respuesta más contundente a las necesidades generadas por la crisis en los países en desarrollo¹¹, y en la forma de gobierno, orientadas a incrementar la representación de los países emergentes, que se encuentran al igual que en el FMI sub-representados y con poco poder de influencia en las decisiones. Se comprometió un incremento de al menos 3% en los votos de los países en desarrollo y las economías en transición a implementarse por adelantado en 2010. Para la reunión de ministros ya se había decidido que el incremento en el poder de voto sería de 3,13%.

¹⁰ Hasta el momento accedieron a esta nueva línea México, con U\$S 47.000 millones con México, Polonia, con U\$S 20.580 millones, y Colombia, con U\$S 10.500 millones. En ese mismo lapso fueron concedidos 9 Acuerdos *Stand-By* por un total de U\$S 28.800 millones repartidos entre 12 países, que se sumaron a los U\$S 60.000 millones asignados en créditos *Stand-By* previamente.

¹¹ Incremento de capital del 200% para el Banco Asiático de Desarrollo y de 70% para el Banco Interamericano de Desarrollo.

Implicancias sobre la economía mundial y el funcionamiento del SMI

Economía mundial

Los fuertes paquetes de estímulo fiscal y monetario permitieron una salida relativamente rápida de la crisis, en comparación con la crisis del 30. Hacia el cuarto trimestre de 2009 la economía mundial presentaba signos de recuperación y volvía a mostrar tasas de crecimiento positivas, lo que da una duración de entre 3 y 4 trimestres para la crisis. Sin embargo la recuperación prestó algunos aspectos que ponían en duda su fortaleza.

En primer lugar, la recuperación no fue acompañada en Estados Unidos, la UE, Japón y Canadá por una creación de empleo que permitiera revertir los elevados niveles de desocupación generados por la crisis. En Estados Unidos y Europa el desempleo se estabilizó en torno al 10%, con picos como España, donde alcanza el 20%. Este fenómeno se denominó Job-Less growth, y al margen de las consecuencias sociales, plantea serias dudas sobre los fundamentos de la reactivación económica. Si no está apalancada en la creación de empleo y la expansión de la masa salarial, es muy probable que la dinámica esté impulsada por el repunte de los valores de los activos financieros, que implicaría nuevamente un ciclo de crecimiento volátil y dependiente de la creación de burbujas.

En segundo lugar, la salida de la crisis al no contemplar re-estructuración de deudas, dejó al sector privado fuertemente endeudado, y con necesidades de equilibrar sus balances. Esta estructura financiera implica un aumento del ahorro del sector privado, un multiplicador más bajo, y por lo tanto una menor propagación de los impulsos expansivos.

En tercer lugar, las fuertes políticas fiscales implementadas implicaron un fuerte aumento de la deuda pública, que comprometió la situación de algunos países de la eurozona.

Sistema monetario internacional

La posición anglosajona, al impulsar la coordinación de políticas expansivas, tendió a promover una rápida salida de la crisis, y con su apoyo a la provisión de liquidez mediante *swaps*, la FCL o la emisión de DEGs a impulsar la reversión de los procesos de acumulación de reservas que desde su punto de vista generaron los desbalances globales. Sin embargo, al no convalidar la discusión acerca de la configuración del SMI (lo que implicaría replantear el papel del dólar estadounidense) deja liberado el terreno para que la próxima etapa de crecimiento siga un patrón similar al de los episodios de crecimiento previos, caracterizados por la acumulación de desbalances globales y una elevada volatilidad y fragilidad financieras. El bloque europeo, por el contrario, tendió a impulsar con mayor énfasis la necesidad de una re-regulación financiera, pero al no acompañar con suficiente fuerza los planes de estímulo, abogar con demasiada premura por la diagramación de "estrategias de salida", y resistir la provisión de liquidez al mundo emergente, tampoco planteaba un horizonte que permitiera avizorar una salida de mediano-largo plazo que evitara la reedición de crisis semejantes en el futuro.

La contradicción entre ambos enfoques impidió avanzar en una reforma profunda y consistente del SMI, como la que demandaba el mundo emergente, que aspiraba a que la política contracíclica y la provisión de liquidez de todos los países sacaran a la economía de la recesión en el corto y mediano plazo, y que en el mediano-largo plazo la regulación financiera, la reconfiguración del SMI (incluyendo la creación de un verdadero prestamista de última instancia a escala internacional) y la mejora en las condiciones de trabajo y en los salarios¹² permitieran que los nuevos procesos de crecimiento transiten otros senderos, con una mayor estabilidad macroeconómica y financiera, y un mejor perfil distributivo.

4. El consenso de Washington renace en Europa

En la reunión de Pittsburgh, en el marco de una economía mundial que presentaba los primeros síntomas de recuperación (green shoots) y la amenaza de catástrofe contenida, cambió el enfoque del G-20. Se congelaron los avances relativos a la reforma de las IFIs, se avanzó poco sobre la re-regulación del sistema financiero, y se comenzó, un tanto prematuramente, a discutir las estrategias de salida de las políticas de estímulo.

El estallido de la crisis griega y el temor a una crisis de deuda en Europa, pocos meses después, profundizó el cambio de rumbo. La respuesta a la crisis europea, el resultado de la cumbre del G-20 en Toronto, y la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE dan cuenta de este viraje. Se reemplazó la agenda de corte keynesiano de la primera etapa por una de sesgo ortodoxo: se puso en primer plano la necesidad de equilibrar las finanzas públicas de los países de la UE, así como de EEUU y Japón, mediante severas políticas de ajuste. También se reinstalaron en la agenda recomendaciones de implementación de reformas estructurales en los mercados de trabajo y de bienes, fundamentalmente en el primer mundo. Y emergieron presiones para dismantelar las estrategias de intervención en los mercados cambiarios de los países emergentes, orientadas al auto-aseguramiento y el desarrollo.

En la reunión de Seúl la guerra de monedas tomó el centro de la escena. La profundización de los desbalances, la nueva ronda de *quantitative easing* de la Reserva Federal por US\$ 600.000 millones, y la resistencia a dejar flotar la moneda china, se constituyeron los principales temas de atención en el foro. La mirada predominante, en línea con lo ocurrido en Toronto, se caracterizó por su sesgo ortodoxo, enfocado en alcanzar el rebalance de los flujos comerciales por medio de la liberalización de los regímenes cambiarios. Sin embargo, no pudo consensuarse un

¹² Argentina y Brasil impulsaron que en la declaración de Londres no se introdujeran referencias a la necesidad de flexibilización laboral, y por el contrario, se enunciaba la necesidad de promover el trabajo digno.

plan de acción que involucre de manera concreta la flexibilización del yuan o una reducción en el superávit en cuenta corriente chino.

Coordinación macroeconómica: consolidación fiscal, ajustes cambiarios y reformas estructurales *come back*

En las reuniones de Busan y Toronto la crisis europea y la coordinación de salida de las políticas de estímulo pasaron a ocupar el centro de la escena. El abordaje anterior, de corte keynesiano-minskyano de la crisis, que ponía el eje en los problemas financieros y en la necesidad de coordinación de estímulos fiscales y monetarios –hegemónico en el periodo 2008-2009- quedó relegado por el abordaje neoliberal, centrado en una visión fiscalista y la necesidad de rebalancear los desequilibrios globales.

La declaración de Toronto y el comunicado de Busan se articularon en torno a las ideas vertidas en el *Framework for Strong and Sustainable Growth*, que había sido refrendado en Pittsburgh. En el Framework se delinean las políticas que deberían implementar las distintas regiones para garantizar un crecimiento más estable, y con menos desequilibrios. El procedimiento que se acordó en Pittsburgh implicaba que cada país miembro del G-20 aportara una serie de datos y el estado de situación de su economía al FMI, que se encargaría de procesar la información, y en base a sus modelos para la economía mundial sugerir políticas más precisas para alcanzar los objetivos planteados en el Framework. El conjunto de políticas que surgió del comunicado de Busan y la declaración de Toronto, basados en el informe del FMI, son las siguientes:

- Los **países desarrollados deficitarios (EEUU y UE excepto Alemania)** deben avanzar rápido hacia una consolidación fiscal “growth friendly” (basada en mayores impuestos al consumo y menores a las ganancias y al trabajo); también deben acelerar un rápido saneamiento del sistema financiero; promover el ahorro del sector privado; y avanzar en la implementación de reformas estructurales orientadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo y de bienes.
- Los **países desarrollados superavitarios (Japón y Alemania)** también deberán avanzar en las estrategias de “consolidación fiscal” y el saneamiento del sistema financiero, así como implementar reformas estructurales que promuevan la creación de empleo, aumenten el crecimiento potencial y estimulen la creación de empleo.
- Los **países en desarrollo superavitarios (China y el Asia emergente)** deben aumentar la absorción interna (gasto en infraestructura, gasto social), dejar apreciar el tipo de cambio real dejando que ajuste a su nivel fundamental, y reducir la tasa de ahorro interna. También deberían implementar reformas

estructurales orientadas a desarrollar el sistema financiero, y mejorar el funcionamiento del mercado de bienes.

- En todos los casos la política monetaria deberá estar enfocada en garantizar la estabilidad de precios.

En Seúl se refrendaron las ideas del *Framework* en el "**Plan de Acción de Seúl**", que consiste en cinco puntos de consenso entre los países miembros respecto a la política macroeconómica. Estos cinco puntos nuevamente resaltan la necesidad de avanzar hacia esquemas cambiarios de flotación libre, en evitar trabas al libre comercio, en llevar a cabo la consolidación fiscal, y en implementar reformas estructurales.

Algunas especificaciones adicionales sobre las características y fundamentos de este set de políticas acordado en el marco del G-20 se pueden encontrar en el documento del FMI sobre el *Framework*:

- La **consolidación fiscal** prevista por el FMI para estabilizar el ratio deuda-PBI en las economías avanzadas, en el escenario optimista que analiza en su documento, debería ser de 9,5pp. del PBI en el caso de las deficitarias, y 6pp. del PBI en el caso de las superavitarias. En EEUU en particular el ajuste tendría que alcanzar los 3pp. del PBI, que representa un recorte de la demanda agregada global del 0,75pp. del PBI mundial.
- La justificación conceptual del ajuste se basa en la idea de que la **consolidación fiscal** aumentaría el ahorro, reduciría la tasa de interés y estimularía un *crowding in* de la inversión privada. Adicionalmente, si los ajustes fiscales se basan en aumentos de los impuestos sobre el consumo y reducciones en los impuestos a las ganancias y el trabajo, dado que se asume una mayor elasticidad-oferta de factores que elasticidad-precio del consumo, se deberían generar estímulos a la oferta de capital y trabajo que incrementarían la oferta potencial.
- Cuando se describen las **reformas en el mercado de trabajo** se observa que, a diferencia de la ausencia de menciones explícitas a la necesidad de *flexibilizar el mercado de trabajo* que se encuentra en el documento del G-20, aquí las recomendaciones van en ese sentido. Para los países desarrollados deficitarios se considera prioritario mantener la flexibilidad en las negociaciones salariales, reducir la indexación salarial, y reformar los sistemas de seguro de empleo. Para los países desarrollados superavitarios, además de esos puntos se sugiere reducir los salarios mínimos y los costos de contratación; descentralizar las negociaciones salariales, elevar la movilidad del trabajo en la UE; y limitar la extensión de los convenios colectivos. En las economías emergentes superavitarias se deberían reducir las restricciones a la movilidad del trabajo y moderar el salario mínimo.

- En cuanto a **las reformas en los mercados de bienes y servicios** se impulsan entre otras la restricción de los costos de los sistemas de salud, reducir las barreras a la propiedad extranjera de activos locales y a la IED, minimizar las empresas de propiedad estatal, mejorar el clima de inversión.

Según el FMI la consolidación fiscal en los países desarrollados tendría un impacto recesivo, pero éste sería compensado por el crecimiento de la inversión privada estimulado por la reducción en las tasas de interés, los menores impuestos a las ganancias y el capital, y por la flexibilización del mercado de trabajo y de bienes. El incremento del ahorro público y la resolución de los problemas del sistema financiero inducirían a su vez un mayor volumen de ahorro privado en los países desarrollados deficitarios, que de conjunto aportarían a la reducción de los déficits en cuenta corriente en estas economías. En contrapartida la mayor absorción interna y la flexibilización cambiaría en los países emergentes se traducirían en un recorte de sus superávits externos. La reducción de los déficits en cuenta corriente en los países desarrollados (EEUU) y del superávit en los emergentes (China) implicarían un ajuste de los desbalances globales, a los que se atribuyó la crisis, y un redireccionamiento de la demanda agregada hacia los primeros, que ayudaría a compensar los efectos del ajuste fiscal. Según esta lectura, este esquema permitiría una rápida recuperación de la economía mundial, un mayor crecimiento de largo plazo con más creación de empleo, y un tendencial equilibrio macroeconómico global.

Resulta evidente que las posibilidades de éxito de este esquema, descansan en la validez de los supuestos neoclásicos sobre la relación entre la tasa de interés, el ahorro y la inversión (causalidad de ahorro a inversión y endogeneidad de la tasa de interés), sobre la predominancia del efecto "crowding-out" por sobre el "crowding-in" del déficit fiscal en contextos recesivos y de elevado desempleo, sobre el vínculo entre el nivel de empleo y el salario real (causalidad de salario a empleo), sobre la sensibilidad de la oferta de trabajo al salario real (oferta de trabajo dada por la relación ocio-salario), y de la inversión al "clima de negocios" o los impuestos a las ganancias. Este marco de análisis representa una clara inversión del esquema keynesiano de la primera etapa.

Re-regulación financiera: malas perspectivas

En el encuentro de Toronto el aspecto más relevante que quedó plasmado en el comunicado fue el acuerdo sobre la necesidad de que el núcleo de la reforma del sistema financiero resida en el fortalecimiento de los requisitos de capital y liquidez y el desaliento de la excesiva toma de riesgos, de manera tal que se reduzca la prociclicidad. El diseño de los nuevos estándares regulatorios está en manos del comité de Basilea, que opera bajo la órbita del FSB, y debería ser implementado en 2011. En Seúl los países miembro se comprometieron a adoptar las normas de Basilea III, que se terminarán de consensuar durante 2011, desde el 1 de enero de 2013, para terminar de adoptarlas el 1 de enero de 2019.

Un segundo aspecto tratado en Toronto fue la propuesta de Alemania, Francia e Inglaterra de fijar un impuesto a los bancos destinado a compensar el costo fiscal de los eventuales rescates. Sobre este punto EEUU se manifestó en contra, y por consiguiente no hubo acuerdo. La declaración finalmente estipuló que el sector financiero debía contribuir a afrontar los costos derivados de las intervenciones del estado, pero sin especificar de que manera y dejando al criterio de cada país la forma de llevarlo a la práctica.

En Seoul, en el contexto de guerra de monedas, entró en agenda la discusión sobre la legitimidad, eficacia y conveniencia de los controles de capitales. Así mismo, se planteó la necesidad de avanzar sobre la regulación del *shadow banking* y de los mercados de derivados de commodities.

La reforma de las instituciones financieras internacionales: estancamiento y nuevo protagonismo del FMI

Lo más relevante sin dudas fue el retorno del FMI al centro de la escena. El FMI realizó el mayor aporte de fondos de su historia para la creación del Mecanismo para la estabilidad financiera, y contribuyó en el diseño de las políticas de ajuste que se le impusieron a Grecia como contrapartida del crédito otorgado. También, a partir del Framework, delineó la estrategia de políticas que se plasmó en el documento del G-20. El renovado protagonismo del FMI no vino de un profundo proceso de reformas, como se esperaba en la primera etapa del G-20, que le permitiera revertir su cuestionado abordaje conceptual, su incapacidad para satisfacer las necesidades del mundo emergente o su falta de representatividad. El FMI se reposicionó como eje de la reconstrucción del consenso liberal.

En materia de provisión de liquidez, el FMI lanzó la Precautionary Credit Line (PCL). La PCL combina la precalificación de la FCL con condicionalidades ex-post orientadas a solucionar vulnerabilidades que se hubieran identificado durante el proceso de precalificación. La idea, tal como la de los tradicionales créditos Stand-By es operar como señal para recuperar la confianza del mercado en la economía asistida por el FMI. Esta nueva línea, intenta, igual que la FCL, recuperar el rol del FMI como prestamista y regulador del SMI.

En términos institucionales, la reunión de Toronto no arrojó mayores novedades. En los meses previos se concretó el acuerdo alcanzado en Pittsburgh para la transferencia de 3,13% de los votos en el Banco Mundial de los países desarrollados a los países en desarrollo -que no satisface aún las demandas de estos últimos que aspiraban al 5%. En la reasignación de los votos del FMI no se avanzó nada hasta Seúl. Mientras que el mundo en desarrollo aspiraba a una transferencia del 7% de

los votos, el mundo desarrollado no estaba dispuesto a conceder más del 5%. Finalmente, en el último encuentro, se estableció un piso de 6 pp.

5. Cannes: más de lo mismo

El encuentro de Cannes estuvo signado por el turbulento semestre que transcurrió desde el encuentro de febrero en París. La crisis de deuda soberana en Europa se profundizó y expandió. La situación de Grecia, tal como era esperable, empeoró como consecuencia de la recesión, que tornó inviables los pagos de intereses y capital de la deuda. La incertidumbre global se potenció a partir del tope al endeudamiento norteamericano impuesto por los republicanos en el parlamento, y la baja en la calificación de la deuda pública norteamericana. Desde ese momento, los mercados financieros internacionales entraron en una montaña rusa, con subas y bajas muy pronunciadas. La incertidumbre financiera, sumada a las violentas políticas de ajuste que se fueron imponiendo en toda la UE y en Estados Unidos, condujeron a una progresiva desaceleración de la actividad económica. Así, los niveles de desempleo no cedieron en el mundo desarrollado, con tasas superiores al 9% en Estados Unidos y Europa. En los días previos al encuentro de Cannes, la agenda estuvo marcada por la reunión de líderes de la UE, que debía afrontar la profundización de la crisis soberana. Allí se decidió una **reestructuración de la deuda griega** más agresiva. En la reunión 22 julio, previo a la aprobación del segundo tramo del salvataje a Grecia, se había acordado una reestructuración de vencimientos y una quita voluntaria del 21% de la deuda griega que recaía bancos privados. El 27 de octubre se aprobó que la quita total será del 50% (€ 100 MM). También se trató la **recapitalización de los bancos**. Luego de varias controversias en torno a quien debía asumir el costo de esta acción, el 27 de octubre se resolvió que los bancos con riesgos sistémicos deberán contabilizar en 2012 un ratio de capital de máxima calidad del 9% (que no podrán alcanzar con mayor apalancamiento, de modo de no restringir aún más el crédito). Para cumplir con el ratio exigido, los bancos deberán acudir a las fuentes de financiación privada y, si no lo consiguen, deberán recurrir primero a su Estado y después al FEEF. Finalmente, se acordó la **ampliación de las facultades del FEEF**. En la reunión del 21 de julio se permitió usar el fondo para asistir a los bancos y para la recompra de bonos de países altamente endeudados. En la reunión del 27 de octubre se acordó una ampliación de € 1 bn, aunque no se definió de dónde surgiría el fondeo. Existía antes de la reunión en Cannes cierta expectativa de que los países emergentes con mayor liquidez disponible (Brasil y China) ofrecieran financiar el FEEF, o bien al FEEF a través del FMI.

El plan de acción para el crecimiento y el empleo

Para abordar los desafíos de corto plazo, y restaurar la estabilidad financiera se refrendó la capitalización de los bancos acordada en la UE.

En función de asegurar la recuperación económica, se volvió sobre los principios vertidos en el *framework*. La política monetaria no deberá sacar el foco de la estabilidad de precios, y la política fiscal en el mundo desarrollado deberá tener como prioridad el ajuste que permita recuperar la confianza del mercado. En el Plan de Acción se reafirma el compromiso de la UE para fortalecer la supervisión fiscal al interior de la región, la necesidad de un fuerte ajuste en las finanzas públicas griegas, así como el compromiso de Italia para reducir su ratio deuda-PBI mediante un ajuste fiscal de e 60.000 M, el fortalecimiento de las reglas fiscales, y la introducción de la regla de presupuesto equilibrado en la Constitución.

Reflexiones Finales

El cambio de enfoque que ha adoptado el G-20 tiene implicancias macroeconómicas y sistémicas muy importantes para el futuro de la economía mundial.

Mientras que los efectos contractivos de corto plazo de las políticas de “consolidación fiscal” no son puestos en duda ni por los propios técnicos del FMI, los efectos expansivos de estas políticas son cuestionados por numerosos análisis empíricos. Un trabajo reciente de Chowdhury (2010) sostiene que se verifican escasos episodios en los que existe una correlación positiva entre procesos de consolidación fiscal y crecimiento (14 casos sobre 74 en un trabajo del FMI (2010-b), y 27 sobre 107 en el estudio de Alesina, 2010), y que en todos ellos se verifica la concurrencia de otros factores que podrían ser más relevantes para explicar la recuperación económica que los ajustes fiscales: la influencia del ciclo económico mundial, el comportamiento de la política monetaria y/o cambiaria, o la implementación de reformas estructurales. Adicionalmente señala que la correlación entre ambas variables (crecimiento y reducción del déficit) podría presentar la relación causal inversa, siendo la reactivación del crecimiento (movida por alguno de los factores previamente señalados) lo que impulsa las mejoras en los ingresos tributarios y permite recomponer las finanzas públicas.

En el actual contexto, en el que las economías centrales han comenzado a crecer tíbicamente y en el que las políticas de ajuste afectarán a la mayor parte del mundo desarrollado (que representa más del 60% del PBI mundial), las posibilidades de que la consolidación fiscal induzca una expansión de la inversión que más que compense el efecto recesivo inicial parece al menos cuestionable. Este escenario, en el que la expansión de la demanda de inversión y consumo no compensa la retracción de la demanda del sector público, el SMI se encontraría ante una situación de insuficiencia de demanda agregada.

Además, las políticas que deberían apuntalar el efecto expansivo de la consolidación fiscal son de dudosa efectividad. No existen pruebas concluyentes de que la flexibilización laboral impulse la demanda de trabajo, o de que la reducción de

impuestos a las ganancias acelere la acumulación de capital y el crecimiento económico.

Si no se verifica rápidamente el efecto expansivo de este conjunto de medidas, los países europeos, y sobre todo Grecia y los PIIGS podrían ver agravada su situación fiscal como consecuencia del espiral recesivo y desatar un rebrote aún más complejo de la crisis.

La conceptualización del *framework* del G-20 exige que los países emergentes deben revisar sus estrategias de auto-aseguramiento e intervenir en los mercados cambiarios. Se pretende que los países emergentes superavitarios aprecien sus monedas y expandan la absorción interna para estimular la economía mundial, pero los resultados pueden ser exiguos, teniendo en cuenta que estos países no emiten monedas de reserva internacional y representan menos del 20% del PBI mundial. Más aun, varias de estas economías se encuentran en pleno proceso de *catching-up* y por lo tanto necesitan de los mercados de los países centrales para completar su proceso de desarrollo.

El giro en la concepción de política económica propiciado por el FMI para el G20 también ha implicado, finalmente, un retroceso de temas más estructurales, como el problema de la ausencia de un prestamista de última instancia en el SMI, la regulación financiera sistémica, o las políticas de control de los flujos de capitales especulativos.

Referencias

Abeles, M. y Kiper, E. (2010): "El G-20 y el rol de la Argentina", CEPES-AEDA-FES, Serie Aportes N°9, Buenos Aires, Argentina, Agosto de 2010.

Alesina, A. (2010) "Fiscal adjustments : lessons from history", Harvard, Boston, Estados Unidos.

Chowdhury, A. (2010): "[Fiscal consolidation, growth and employment: what do we know?](#)", VOX-EU, Junio de 2010.

FMI (2010): "Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World", Fiscal Affairs Department, IMF, Washington, Estados Unidos.

FMI (2010): *World Economic Outlook Update. Restoring Confidence without Harming Recovery*, Washington, DC, Julio de 2010.