

## **El G20: En búsqueda del rediseño de la arquitectura financiera internacional**

Dra. Susana Nudelsman

*Universidad de Buenos Aires*

Maestrando Carlos Marcelo Belloni

*Universidad de Buenos Aires*

Maestrando Mariano Iglesias

*Universidad de Buenos Aires*

## Introducción

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

En este contexto, el mapa imaginario del dinero está cada vez menos representado por el primigenio mito “una nación/una moneda”. En la actualidad, la correlación nación/moneda debe ser entendida más en términos funcionales que en términos territoriales. Los espacios de monedas están basados más en la dimensión de flujos que en la dimensión de lugar. El nuevo mapa de relaciones monetarias no puede ser medido con la precisión del mapa territorial (Cohen, 1998: 26). Aunque es difícil identificar el dominio de autoridad de cada moneda individual dentro del conjunto de monedas, pueden distinguirse dos aspectos fundamentales. Un primer aspecto muestra que el dinero trasciende las fronteras de los estados lo que se refleja en la internacionalización de monedas y en la sustitución de monedas. Un segundo aspecto destaca una pirámide de monedas. El resultado que emerge del nuevo panorama está caracterizado por una intensa competencia entre las monedas y una jerarquía entre las diferentes monedas del mundo (Cohen, 1998: 97-113)

Así pues, la nueva configuración de la geografía monetaria puede ser visualizada como un pasaje de categorías territoriales a categorías relacionales y estructurales. A su vez, la autoridad en lo que concierne a asuntos económicos puede ser visualizada como el poder operando en los niveles relacionales y estructurales. Los primeros implican el poder de A, a fin de conseguir que B realice algo que de otra manera no habría llevado a cabo. Los segundos implican el poder para dar forma y determinar las estructuras de la economía política global (Strange, [1988] 1994: 24).

El análisis de las relaciones monetarias enfatiza el rol de la cooperación. En efecto, la cooperación entendida como una estructura de responsabilidades y toma de decisiones compartidas, constituye una pieza central en el sistema de gobernanza de los asuntos monetarios globales. La cooperación puede tomar la forma de una mera consulta acerca del manejo circunstancial de una crisis hasta una colaboración parcial o plena de la formulación e implementación de políticas. Asimismo, puede materializarse en redes de negociación informales como en procedimiento más formalmente establecidos como los del Fondo Monetario Internacional (FMI), Grupo de los Siete (G7), etc (Cohen, 2002: 435).

Diversos estudios han enfatizado la importancia de las instituciones en el desempeño económico de las sociedades. En este contexto, las virtudes sociales conforman el tejido que sostiene a las mismas. Entre ellas, la confianza con que se construye el capital social tiene importantes consecuencias económicas. En efecto, puede observarse que las sociedades exitosas están sustentadas en la confianza permitiendo promover relaciones sociales de cooperación (Fukuyama, 1996: 312).

En las relaciones financieras, la cooperación monetaria permite optimizar los resultados alcanzados. La lógica de la cooperación consiste en corregir las fallas del mercado internalizando las externalidades. Las acciones de cada gobierno ejerciendo cierto control sobre la conducta de los otros gobiernos permiten conseguir resultados considerablemente altos, llevando a las economías a un punto cercano al óptimo Pareto. En otras palabras, las políticas elegidas unilateralmente, aún cuando luzcan óptimas desde el punto de vista individual, suelen resultar sub-óptimas desde el punto de vista global. Los organismos internacionales constituyen los agentes ideales para promover la cooperación global. Estos organismos tienen la capacidad de restringir y dar forma a la conducta facilitando los acuerdos y haciendo cumplir las normas. Este ha sido el argumento central en la creación del FMI en el contexto de los acuerdos de Bretton Woods y ha sido, en muchas ocasiones, el argumento central de varias iniciativas posteriores (Cohen, 2002: 435-436).

Sin embargo, el mundo actual dista de ser el que surgió de los acuerdos de Bretton Woods. Los cambios ocurridos en el sistema monetario internacional desde comienzos de los '70, llevaron a inversores, especuladores y corporaciones de todas las latitudes a transferir vastas sumas de capital mediante la utilización de múltiples instrumentos financieros.

El turnover - valor total promedio - de las transacciones en moneda extranjera a nivel global pasaron de U\$S 4 billones en 2010 a U\$S 5.3 billones por día en 2013. Este aumento de 35% es superior al registrado en el período 2007-2010, pero levemente inferior al del período de la pre-crisis 2004-2007. En total las tendencias en las transacciones globales en moneda extranjera muestran una internalización en la comercialización de las monedas y una concentración creciente en los centros financieros (Rime y Schrimpf, 2013: 41).

La globalización es, sin duda, la característica distintiva de algo más de las últimas dos décadas. Sobre la base de la amplia aceptación de los principios de mercado libre, la humanidad ha creado una economía mundial crecientemente integrada e interdependiente exhibiendo movilidad libre de bienes, servicios y capital, y en menor escala de trabajo. Notablemente, este proceso ha ocurrido bajo el apogeo de instituciones globales, tanto públicas - FMI, Organización Mundial del Comercio (OMC) - como privadas - Empresas multinacionales. La tensión entre cooperación y

conflicto es persistente; sin embargo, las sociedades parecen estar condenadas a la cooperación (Wolf, 2014).

En un contexto global caracterizado por inestabilidad y crisis financieras, el Grupo de los Veinte (G20) se ha propuesto promover la discusión de aspectos económicos y financieros claves de las economías sistémicamente significativas y el fortalecimiento de la cooperación para alcanzar un crecimiento económico estable y sostenido (G20, 1999). Al respecto, es oportuno preguntarse si el G20 puede ser considerado un actor autónomo o un mero foro donde se dirimen los intereses políticos entre los estados; si el G20 puede ser un mecanismo efectivo para que las economías emergentes puedan ser “hacedoras de reglas” en vez “tomadoras de reglas” influir sobre la arquitectura financiera internacional; si el G20 puede superar las acciones de corto plazo y proveer un mecanismo para reformas más profundas.

## **El G20**

El G20 reúne a los líderes de las principales economías avanzadas y emergentes del mundo, las que representan alrededor de dos tercios de la población mundial. Los miembros actuales del G20 son Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Indonesia, Italia, Japón, República de Corea, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Turquía, Reino Unido, Estados Unidos y la Unión Europea.

Este conjunto de países se inició en 1999 en ocasión de la Reunión de Ministros de Finanzas y de Presidentes de Bancos Centrales en las postrimerías de la crisis asiática. La magnitud y la propagación de la crisis internacional de 2008-2009 han llevado a los líderes de las economías avanzadas a incluir una mayor cantidad de países en las discusiones de las políticas necesarias para alcanzar una rápida recuperación y un sistema financiero más estable. El G20 ha sido elegido el foro apropiado por su equilibrio entre países avanzados y emergentes. Mientras que el G8 incluía el 14 por ciento de la población mundial y el 65 por ciento del PIB mundial, el G20 involucra el 70 por ciento de la población y el 90 por ciento del PIB mundial (Carrera, 2009).

El colectivo de naciones del G20 surgió en el contexto de los cambios experimentados en el seno del G8. En efecto, éste se ha visto en la necesidad de abrir espacios de diálogo y cooperación con otros países de diferente nivel de desarrollo para abordar los principales desafíos de la escena mundial. Ello pone de manifiesto las transformaciones ideológicas y de relaciones de poder del sistema internacional (Farías, 2012: 176). En la actualidad, el G20 es considerado un modelo apto de cooperación global. En respuesta a la crisis global, el G20 ha tomado medidas para evitar el

colapso de los mercados financieros manteniendo la confianza de consumidores y empresarios y ha movilizado montos colosales en paquetes de estímulo fiscal a nivel mundial que crearon o mantuvieron millones de trabajos que de otro modo hubieran caído. Aunque los problemas de la economía global son hoy menos apremiantes, aún constituyen un desafío por superar para el liderazgo del G20.

### **Las Cumbres de Líderes: desde Washington hasta San Petersburgo**

El surgimiento de la crisis financiera y económica global de 2008 modificó la dinámica del G20 otorgándole una mayor visibilidad pública y dinamismo. Frente a la nueva situación económica mundial, el G20 reemplazó las reuniones ministeriales por las “Cumbres de Líderes” donde se empezó a convocar directamente a presidentes y primeros ministros. El propósito de dicho cambio fue dar claras señales de interés y preocupación compartida para resolver la crisis.

La primera Cumbre de Líderes del G20 se llevó a cabo en Washington, en noviembre de 2008. El propósito principal de la misma fue aumentar el grado de cooperación entre los países y trabajar para restablecer el crecimiento global y alcanzar las reformas necesarias en el sistema financiero mundial. Frente al contexto de deterioro de las condiciones económicas en todo el mundo, los miembros acordaron la necesidad de una respuesta más amplia de las autoridades basada en una mayor cooperación macroeconómica para restaurar el crecimiento, evitar contagios negativos y apoyar a las economías de los mercados emergentes y en vías de desarrollo. Los compromisos acordados se enfocaron en el fortalecimiento de la transparencia, regulación y supervisión prudencial de los mercados financieros; el manejo del riesgo por parte de los bancos; y la cooperación en los mercados financieros globales junto con la reforma de las instituciones financieras internacionales de Bretton Woods (G20, 2008).

Los avances más significativos respecto a los compromisos asumidos en Washington tuvieron lugar en la segunda cumbre, en abril de 2009. En Londres, el G20 instó a restablecer el crecimiento y el empleo, reparar el sistema financiero, fortalecer la regulación financiera, reformar las instituciones financieras internacionales, promover el comercio y la inversión globales, y construir una recuperación inclusiva y sostenible. Con el propósito de fortalecer las instituciones financieras globales, se acordó aumentar significativamente los recursos a disposición del FMI, efectuar una nueva emisión de Derechos Especiales de Giro (DEGs), aumentar la capacidad prestable por parte de los Bancos de Desarrollo Multilaterales, destinar fondos para financiar el comercio y utilizar los recursos adicionales acordados de las ventas de oro del FMI para los países

más pobres en condiciones favorables de financiación<sup>1</sup>. Junto con las medidas tomadas a nivel nacional por los diferentes países miembros del G20, las que surgieron de la cumbre de Londres constituyeron un plan global para la recuperación en una escala sin precedentes (Nudelsman, 2012: 162; G20, 2009a).

A diferencia de los encuentros cumbre de Washington y de Londres, la tercera reunión de jefes de estado y de gobierno del G20, en Pittsburgh, fue, fundamentalmente, de evaluación y orientada a lo institucional. En este último aspecto se destacó la decisión de consolidar al G20 como organismo de coordinación en materia económica y la definición de los objetivos y principios que deberían guiar a esa coordinación en el futuro. En materia de regulación financiera, se hizo hincapié en el fortalecimiento del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), como medio principal para mejorar la regulación, el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros y los productos básicos. En cuanto a la reforma de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs), se evaluó el cumplimiento de los compromisos de capitalización, de aumento de recursos y de financiamiento asumidos por el G20. En particular, se destacó el incremento de los recursos disponibles del FMI<sup>2</sup> y se acordó el fortalecimiento de la capacidad del FMI para brindar una supervisión sobre los riesgos de la economía y el sistema financiero internacional (G20, 2009b).

En la Cumbre de Toronto de junio de 2010, el G20 ratificó el compromiso con el Proceso de Evaluación Mutua (PEM) y acordó identificar las políticas conducentes a un escenario más favorable. Este escenario incorporó en el debate el tema de problemas fundamentales que podrían amenazar los objetivos de crecimiento fijados por el G20. La noticia más significativa en materia de reformas financieras fue la falta de resultados concretos. Si bien los países reiteraron su compromiso con la reforma del sistema financiero, se dejaron los detalles de lado para su discusión en lo que sería la próxima conferencia en Seúl, en noviembre de 2010. En ésta última, se acordó continuar con los compromisos en materia de políticas en relación al crecimiento y apoyar un PEM ampliado con directrices indicativas que permitan identificar y evaluar los desequilibrios de cada país. Los primeros frutos de las reformas financieras emergieron de los trabajos encargados por el G20 al FSB y al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), con la aprobación de Basilea III. Las nuevas normas de regulación bancaria lograron mejorar la transparencia y consistencia a

---

<sup>1</sup> La novedad más importante en este sentido fue la aprobación de una nueva Línea de Crédito Flexible. A diferencia de otras modalidades de crédito anteriores, esta nueva línea otorgaba la posibilidad de disponer de financiamiento del FMI sin las condicionalidades de políticas tradicionales, sino en base a criterios de acceso establecidos ex-ante (aplicación de “buenas políticas” según el FMI).

<sup>2</sup> La confirmación de la asignación de DEGs por cerca de 300.000 millones de dólares, de los cuales algo más de un tercio correspondió al aumento de reservas internacionales de los países en desarrollo, constituyó la principal novedad en materia monetaria.

nivel internacional y establecer requisitos más estrictos de liquidez y calidad de capital (G20, 2010a; 2010b)

En las reuniones de París celebradas en febrero de 2011, el G20 reafirmó el compromiso de cooperación para reactivar el crecimiento económico y garantizar la estabilidad financiera. En este sentido, el G20 enfatizó la necesidad de adoptar medidas rápidas para mitigar los problemas de los países de la Eurozona y destacó la necesidad de promover acciones significativas para continuar con el fortalecimiento de la regulación financiera y para construir un sistema monetario internacional (SMI) más estable que refleje el mayor peso de las economías de mercado emergentes. En particular, se acordó apoyar el desarrollo y profundización de los mercados locales de bonos y el aumento de la asistencia técnica de diversas instituciones internacionales. También se acordó avanzar más rápidamente hacia un sistema de tipo de cambio más flexible cuyos movimientos reflejen los fundamentos económicos subyacentes, para evitar la persistencia de desajustes de los tipos de cambio y abstenerse de toda devaluación competitiva de las monedas. En el plano de las reformas sobre las IFIs, se continuó fomentando el fortalecimiento de la supervisión del FMI para garantizar la eficiencia y la estabilidad del SMI (G20, 2011).

En la reunión de Los Cabos, en junio de 2012, el G20 reafirmó el objetivo de fortalecer la arquitectura financiera internacional. Además de reiterar la necesidad de aplicar medidas para resolver la situación de Europa, el grupo avaló los compromisos para incrementar los recursos disponibles para el FMI<sup>3</sup> y para implementar la revisión de la fórmula de las cuotas a fin de corregir sus deficiencias. Se subrayó la importancia de examinar rigurosamente la marcha de las políticas cambiarias y de apoyar el seguimiento de otras actividades igualmente relevantes incluyendo las referidas a la liquidez global, los flujos de capital, las mediciones de las cuentas de capital, las políticas fiscales, monetarias y financieras que podrían impactar sobre la estabilidad externa. Asimismo, se recibió con beneplácito la preparación del informe en apoyo del desarrollo de mercados de bonos en moneda local, lo que es particularmente relevante para los países en desarrollo y los mercados emergentes (G20, 2012).

En la última reunión del G20, celebrada en San Petersburgo durante septiembre del año 2013, se destacó la necesidad de fortalecer la recuperación económica mundial mediante la creación de empleo, al tiempo que se reforzaron los fundamentos de un crecimiento de largo plazo. Entre los compromisos de cooperación realizados en el plano financiero y monetario se destacan el fortalecimiento de la disponibilidad y accesibilidad de la financiación a largo plazo junto con la continuación de la reforma financiera internacional iniciada para evitar las principales fallas que originaron la crisis financiera. En este último aspecto, se acordó la aplicación de nuevas medidas

---

<sup>3</sup> La suma excedió los 450 mil millones de dólares para disponibilidad de todos los países miembros.

dirigidas a aumentar la solidez de las entidades financieras; reducir los riesgos que generan las entidades financieras “demasiado grandes para quebrar”; aumentar la transparencia de los mercados financieros; aplicar de manera coherente las normas internacionales de supervisión y gestión del riesgo bancario Basilea III; así como abordar los riesgos del sistema bancario en la sombra. En cuanto al rediseño de la arquitectura financiera internacional, se ratificó la necesidad de una reforma de la fórmula de distribución de cuotas del FMI vigentes desde 2010 de manera tal que refleje el nuevo peso relativo que los miembros tienen en la economía mundial, la que ha cambiado últimamente producto del fuerte crecimiento de los países de mercados emergentes y en desarrollo. A la luz de recientes experiencias de las economías en desarrollo, se promovió la necesidad de mejorar los lineamientos del manejo de deuda pública propuestos por el FMI y el Banco Mundial, así como también, se instó a continuar con el desarrollo de los mercado de bonos locales para mejorar la resiliencia de las economías y los sistemas financieros domésticos (G20, 2013).

### **La agenda del G20 para 2014**

La próxima Cumbre de Líderes del G20 se celebrará este año en Brisbane, Australia. Esta agenda se concentra en fomentar un crecimiento económico más sólido mediante la obtención de mejores resultados en comercio y empleo y el aumento de la capacidad de la economía mundial de resistir shocks futuros.

Desde la primera cumbre realizada en 2008, el G20 ha trabajado en la gestión de los riesgos económicos y financieros globales acordando e implementando un amplio rango de reformas políticas con el objetivo de promover la estabilidad financiera y lograr un crecimiento económico sustentable. En 2014, los miembros del G20 están construyendo la resiliencia de la economía global mediante el cumplimiento de cuatro compromisos sobre áreas que tuvieron gran importancia durante la última crisis global: a) la edificación de instituciones financieras resilientes mediante el cumplimiento de los compromisos en materia de regulación financiera; b) la garantía de que las instituciones “que sean demasiado grandes para fracasar” no requieran de apoyo financiero por parte del gobierno; c) el enfrentamiento a los riesgos de la banca sombra; y d) la transformación de los mercados de derivados en mercados más seguros. De manera complementaria, el avance de la reforma de las instituciones globales constituye un paso fundamental para garantizar que las economías emergentes cuenten con una mayor voz y que las instituciones sigan siendo relevantes.

## **La cooperación internacional en el área financiera: una tarea en marcha**

El pasaje del sistema monetario internacional surgido de los acuerdos de Bretton Woods a su sucesor- el sistema de los tipos de cambio flotantes- trajo aparejado serios problemas. Mientras que el primero se caracterizó por permitir una profusión de acuerdos sobre la base del consenso, el segundo careció de los mismos. En el marco de una altísima movilidad del capital- rasgo distintivo de la actual era de la globalización-, el sistema monetario global se vio expuesto a una gran inestabilidad financiera. La crisis global de 2008-2009 llevó a un replanteo de la eficacia de la regulación financiera y el de las organizaciones financieras internacionales.

Desde los inicios de la crisis hasta la actualidad, las reformas en torno al sistema financiero internacional han mostrado un importante progreso. Todas las jurisdicciones importantes han adoptado -en parte o completamente- los nuevos estándares de capital (BASILEA III); mejorado la seguridad de las plataformas de comercialización de derivados financieros; identificado los bancos y aseguradoras con importancia sistémica; implementado herramientas y procedimientos acordados para la resolución ordenada de las instituciones financieras grandes y complejas, sin pérdida para los contribuyentes; y progresado en la solución de posibles riesgos sistémicos para la estabilidad financiera que emanan del sistema bancario en la sombra (G20, 2013).

En lo que respecta a las reformas en las instituciones financieras internacionales, el G20 ha puesto énfasis especialmente en el FMI. El incremento en la asignación de recursos y el fortalecimiento institucional de la misma reflejan el importante rol que los miembros del G20 le han asignado al FMI como actor principal para promover la estabilidad y el crecimiento de la economía mundial. No obstante, las reformas y la capitalización del FMI impulsadas en el G20 fueron de la mano de propuestas de reforma de las instituciones que actúan de manera sólo complementaria: el Banco Mundial y los Bancos de Desarrollo Regionales (Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Asiático de Desarrollo, etc.).

Aunque los avances han sido importantes, aún no están completos. Para lograr mejoras en la regulación financiera, se requiere un mayor compromiso de lucha contra el riesgo sistémico junto con la construcción de instituciones financieras más resilientes, un mayor progreso hacia el fin de las instituciones “demasiado grandes para quebrar”, un aumento en la transparencia e integridad de los mercados, la eliminación de los vacíos normativos y el enfrentamiento a los riesgos de la banca en la sombra. La mejora en el funcionamiento de los mercados financieros vendrá de la mano de mercados de derivados más seguros, el fortalecimiento de la infraestructura del mercado y la reforma de las agencias de calificación crediticia. Las reformas en la regulación financiera apuntan

a reducir el riesgo moral y el riesgo sistémico, fomentando un sistema financiero estable que apoye el crecimiento económico sostenible y equilibrado (G20, 2013).

Por el lado de las IFIs, los cambios en las cuotas de representación junto con la ampliación en el fondeo constituyen los principales puntos sobre los cuales la agenda del G20 deberá avanzar. En los últimos años, las economías de mercados emergentes y en desarrollo se han convertido en jugadores más importantes en la economía mundial. Sin embargo, su representación en el FMI no ha seguido el ritmo de estos cambios. En este sentido, el G20 deberá continuar apoyando los esfuerzos para aprobar las reformas sobre las cuotas de participación acordadas en 2010. Por su parte, las instituciones complementarias al FMI requerirán además mejoras en el fondeo para habilitar una respuesta más contundente a las necesidades generadas por las crisis en los países en desarrollo. También serán necesarios cambios en la forma de gobierno en estas instituciones puesto que, al igual que en el FMI, la representación de los países emergentes se encuentran sub-representados y con poco poder de influencia en las decisiones.

### **La cooperación internacional en el área monetaria: una tarea inconclusa**

Tras la reciente crisis global, la persistencia de los desequilibrios globales, las deficiencias del sistema de reservas global, las vicisitudes del patrón de monedas, la ausencia de un prestamista global a nivel internacional y la falta de una adecuada normativa para la restructuración de deudas soberanas constituyen los puntos críticos más relevantes de la actual arquitectura financiera internacional. Mientras que la reforma de la misma contempló aspectos relativos a las regulaciones financieras y a las organizaciones financieras internacionales, la agenda desatendió otros aspectos cruciales como los relativos al sistema monetario internacional. La cooperación internacional contribuye, sin duda, a superar en buena medida los problemas que estos fenómenos presentan.

El objetivo del reequilibrio global no es una tarea sencilla. Respecto del nivel máximo registrado en 2006, los desequilibrios en cuenta corriente globales se han reducido en más de un tercio en 2013. Ello coincide con una reducción de los principales déficits - Estados Unidos y las economías de la zona del euro con serias tensiones - y superávits - China y Japón -. Al mismo tiempo los superávits en cuenta corriente de los países del núcleo de Europa siguen siendo importantes, mientras que los saldos en cuenta corriente han disminuido en algunos mercados emergentes. La reducción de los desequilibrios de flujos se debió fundamentalmente por la contracción de la demanda en las economías deficitarias. El ajuste de los tipos de cambio ha permitido el reequilibrio en China y Estados Unidos. Sin embargo, la contribución de las

variaciones de los tipos de cambio ha sido relativamente moderada. La reducción de los desequilibrios de flujos se efectivizó sin que se haya registrado una reversión del sentido por lo que los saldos acreedores y deudores netos han seguido subiendo. Aunque los riesgos de que ocurra un ajuste negativo de los saldos en cuenta corriente globales han disminuido, el reequilibrio de la demanda global sigue siendo un objetivo prioritario (FMI, 2014: 136-137).

Los desequilibrios globales ponen de manifiesto serios problemas de la arquitectura financiera internacional. Tras la crisis subprime - crisis de las hipotecas - y los shocks acontecidos en la banca de inversión Bear Stearns y Lehman Brothers en los Estados Unidos, el dólar se fortaleció. En efecto los inversores continuaron incrementando sus tenencias de títulos del tesoro de Estados Unidos aún después del estallido de la última crisis global económica y financiera. Ante situaciones de iliquidez generalizada, los inversores han optado por la seguridad que distingue a dichos títulos. El tipo de cambio del dólar ha experimentado fluctuaciones desde la crisis global; no obstante, esta moneda no ha experimentado un colapso. En este marco, la significativa reducción del déficit de Estados Unidos de manera sustentable parece una tarea compleja. El tipo de cambio del dólar parece estar motivado más por los flujos de capital que por los flujos de cuenta corriente. Al mismo tiempo, los títulos del tesoro de Estados Unidos aún son percibidos como la opción más segura por los inversores de todas las latitudes. Por ello, el reequilibrio será un proceso extendido permaneciendo los desequilibrios en el corto plazo (Chinn, Eichengreen e Ito, 2012: 40).

En ausencia de una significativa coordinación, el G20 permitió ganar tiempo durante la crisis lo que pone en evidencia su asimismo significativo papel. Algunos países han podido aprovechar este margen mejor que otros. Se prevé que, ante un cambio de ciclo, y de expandirse las dificultades a las economías emergentes, los problemas se modificarán sin que no se puedan desatender los problemas anteriores. No se puede subestimar el riesgo de que la economía mundial se desplace a un “equilibrio malo” por lo que el G20 deberá seguir ejerciendo un rol primordial (Gutiérrez Girault y Siaba Serrate, 2013: 15).

Por su parte, el objetivo de diseñar un nuevo sistema global de reservas también es una tarea compleja. Las Naciones Unidas han presentado una variedad de alternativas para tal fin. Las diferentes alternativas difieren respecto a su grado de alcance. La propuesta menos ambiciosa es una simple extensión del sistema actual de los DEGs que el FMI sólo emite de manera episódica. Bajo el nuevo sistema, estos estarían emitidos de manera regular y en grandes cantidades. La propuesta más ambiciosa propone: a) permita que los montos emitidos varíen con el estado de la economía global de manera que la emisión de la reserva global constituya un instrumento activo de políticas macroeconómicas globales de estabilización; b) permita que los fondos sean usados para la obtención de bienes públicos globales tales como el desarrollo y el cambio climático; y c) genere

incentivos para que los países no mantengan altos niveles de superávits reconociendo que los superávits persistentes ocasionan externalidades macroeconómicas sobre la economía global contribuyendo a una insuficiencia de la demanda agregada global. Sería deseable moverse a los marcos más ambiciosos que simultáneamente encaren todos los problemas inherentes del actual sistema de reservas así como otros problemas de la globalización. Reformar el sistema global de reservas no es una tarea sencilla; en el ínterin, los acuerdos regionales son buenas opciones (Stiglitz, 2010).

El sistema mundial de reservas muestra serias deficiencias del sistema global de reservas, las que sólo pueden ser corregidas con una reforma del sistema actual de reservas. Dichas deficiencias están relacionadas, a su vez, con el hecho de que este sistema carece de mecanismos para garantizar que los déficits y superávits de la balanza de pagos, es decir, que los desequilibrios de pagos globales se compensen entre sí sin generar efectos adversos sobre la actividad económica mundial. La mayoría de estas deficiencias causan sesgos deflacionarios a nivel global; sin embargo, algunas pueden ocasionar también riesgos inflacionarios. La creación de un sistema global de reservas basado en los DEG debería ser considerada como un eslabón de una reforma más integral encaminada a colocar al FMI en el centro del manejo macroeconómico mundial. Ello permitiría a este organismo superar la función que ha cumplido desde mediados de los años setenta la que consistió en un “financiador de emergencia” en las crisis de balanza de pagos, particularmente de los países en vías de desarrollo. A su vez, sería necesario un fortalecimiento de la supervisión de las economías líderes así como un fortalecimiento de su papel en la coordinación de la política macroeconómica a nivel mundial. Recuérdese que esta última ha sido implementada desde los años ochenta con mecanismos ad-hoc como es el caso del G5, G7 y tal vez el G20 (Ocampo, 2010).

Por otro lado, cabe destacar que los DEG no se usan ni para transacciones extrafronterizas ni como una unidad en que se denominan bonos internacionales. Ello implica que no hay mercados privados para DEG y crearlos significaría un extenso y arduo proceso. Asimismo, para que los DEG se transformen en una verdadera moneda global, el FMI tendría que ser autorizado a emitir más en caso de crisis, algo como lo que - en línea con la Cumbre del G20 en Londres - efectivizó la FED de Estados Unidos en ocasión de otorgarles a los bancos centrales extranjeros US\$120.000 millones en créditos de emergencia tras el colapso de Lehman Brothers. Es decir, el FMI debería contar con las facultades de un banco central mundial lo que parece una empresa impracticable actualmente (Eichengreen, 2011).

Un tema conexo se refiere al patrón de monedas. En los años sesenta, Giscard d’Estaing ya había proclamado que el dólar gozaba de un “privilegio exorbitante”. En el pasado, la demanda adicional de reservas en dólares era moderada. No obstante, el contexto internacional ha

experimentado cambios sustanciales en algo más de una década. A medida que las economías emergentes fueron creciendo, sus reservas en dólares también lo hicieron. Las compras de títulos por parte de los bancos centrales extranjeros, los de las economías emergentes de Asia en general y de China en particular, que permitieron financiar el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se incrementaron significativamente reflejando un aspecto crucial de la eclosión de la crisis de 2008-2009 (Eichengreen, 2011: 114-118). Detrás de estas compras subyace el estatus del dólar a nivel global. Sin embargo, se avecina un mundo de múltiples monedas internacionales minando el tradicional patrón del monopolio de dicha divisa. En el pasado, al finalizar la segunda guerra mundial, Estados Unidos dominaba la economía global. En tales circunstancias, era lógico que el dólar dominara los asuntos globales monetarios y financieros. Como moneda internacional, el dólar no tenía rivales. El siglo XXI se muestra diferente. Parece haber poca duda sobre los jugadores líderes del nuevo sistema multipolar (Eichengreen, 2011: 150-151).

En la actualidad, estamos en presencia de un reacomodamiento significativo de monedas. Considerando los flujos comerciales esperados habrá demanda de nuevos protagonistas -las monedas de China y tal vez Rusia-. Puede pensarse que China y los países circundantes pueden llegar a constituir un área monetaria óptima del yuan o del renminbi. En Rusia parece haber un interés similar incluyendo en este caso a los países que integraban la ex URSS. La influencia de China en el comercio mundial es un fuerte argumento a favor de que el yuan pueda ser una moneda de referencia. Sin embargo, esta evidencia pasa por alto la relevancia de los movimientos de capitales -los inversores financieros consideran a la reputación del país emisor como un argumento esencial en ocasión de elegir la moneda de sus activos-. Aunque China parece cumplir la condición de su gravitación a nivel comercial, lo mismo no ocurre a nivel financiero. En efecto, dicha moneda genera incertidumbre para los inversores más adversos al riesgo así como para los inversores institucionales y cambiar esta tendencia requerirá tiempo. Aunque el dólar y el euro son las monedas de referencia actuales, todo parece apuntar a que el mundo avanza hacia un patrón de monedas multipolar (Gutiérrez Girault y Siaba Serrate, 2013: 86-87). En el contexto de los debates del G20 a fin de fortalecer la arquitectura financiera internacional, se ha analizado la dinámica de la economía global en lo concerniente al patrón de monedas. Aunque el dólar y el euro juegan un papel dominante, la economía internacional probablemente exhiba una creciente importancia de las monedas de los países emergentes (G20, 2012).

En relación al tema del prestamista de última instancia a nivel internacional, prima facie debe analizarse el antecedente planteado por Bagehot en su seminal libro *Lombard Street*. El autor argumenta que en la eventualidad de un devastador colapso bancario, los bancos centrales deben funcionar como prestamistas de última instancia. Dicho libro sentó las bases que ayudaron a definir

el rol de los modernos bancos centrales, especialmente en tiempos de crisis. El principio fundamental puede resumirse como prestar ampliamente pero a una alta tasa de interés. El objetivo fundamental es detener el pánico y para este objetivo existen dos reglas básicas - los préstamos deben ser dados sólo a tasas de interés muy altas y a esta tasa, los préstamos deben ser dados contra buenos colaterales y tan ampliamente como el público los demandara. En este contexto, el nivel de reservas es crucial. Un nivel excesivamente bajo de reservas seguramente causará un pánico. En cualquier momento, existe una “aprensión mínima” debajo de la cual las reservas no pueden caer sin causar un gran riesgo de miedo que se extiende instantáneamente en la mente del público (Bagehot, 1873).

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

Sin embargo, actualmente el sistema monetario internacional carece de un prestamista de última instancia global. Las instituciones financieras internacionales han cumplido un papel clave en la respuesta a las turbulencias globales movilizando recursos del Fondo Monetario Internacional y de los bancos multilaterales de crédito. La asistencia internacional ha puesto en evidencia la importancia de estas agencias como plataforma de cooperación global. Sin embargo, la falta de institucionalización de un prestamista de última instancia a nivel global requiere más acciones (Izquierdo y Talvi, 2010: 2-12).

Finalmente, la cuestión de la reestructuración de deudas soberanas no constituye un aspecto menor. Las demandas de acreedores contra estados en circunstancias de default han crecido durante la última década al tiempo que los cambios están aconteciendo cuando los niveles de deuda

soberana han crecido a niveles altos en todo el mundo tras la última crisis global. Algunos claman por una corte internacional de bancarrotas pero la falta de consenso favorece la respuesta voluntaria antes que los mecanismos estatutarios. La Asociación Internacional de Mercados de Capital ha establecido nuevas cláusulas para su inclusión en los contratos de deuda soberana. Estas otorgan a los países la posibilidad de obligar a todos los inversores acordar con las decisiones de la mayoría.

Cabe recordar que en los ochenta, en los tiempos en que las deudas soberanas estaban mantenidas principalmente en los bancos, las reestructuraciones eran efectivizadas de una manera relativamente sencilla. Sin embargo, con el crecimiento sustancial de los mercados de capital, estos temas se han vuelto más complejos. Más aún, con el crecimiento de los “credit-default-swaps” y derivados financieros, las reestructuraciones se complicaron aún más. Los “fondos buitres” - acreedores que no participan en los canjes voluntarios y que litigan contra los estados soberanos- pueden incluso no desear un resultado satisfactorio. Ellos pueden haberse asegurado contra la eventualidad del default pudiendo incluso obtener más dinero en la eventualidad de un default que ante la ausencia del mismo. El problema es que no se trata de un juego de suma cero; es, preferentemente, una suma negativa con pérdidas para el resto del mundo excediendo, en todo caso, cualquier ganancia que los “fondos buitres” pudieran embolsar (Stiglitz, 2014).

La inclusión de las cláusulas de acción colectiva en los nuevos contratos de bonos puede contribuir a los países a evitar el problema de los rechazos a las reestructuraciones en el futuro. Pero incluso estas cláusulas pueden no ser una solución completa puesto que están diseñadas de manera tal que aún permiten que una pequeña minoría de acreedores rechace la reestructuración e impida así una solución ordenada. Ante tal situación habrá que incorporar super- cláusulas de acción colectiva lo que tomará años incluirlas en todos los nuevos contratos de bonos. Alternativamente, la comunidad internacional tendrá que reconsiderar si instituye la propuesta del FMI de 2002 de crear un tribunal formal de quiebras para deudores soberanos. No se puede permitir que posturas inflexibles de unos pocos bloqueen acuerdos ordenados que beneficien tanto a los deudores como a los acreedores (Roubini, 2014) En este campo, el G20 debería cumplir un papel activo que beneficie no sólo a la Argentina sino a otros países en situación similar.

### **Comentarios finales**

El G20 es el ámbito más apropiado de cooperación global en la actualidad. La respuesta de éste grupo de países a la crisis financiera global pone de manifiesto el impacto del accionar de sus miembros trabajando en conjunto. EL G20 movilizó billones de dólares en paquetes de estímulo

fiscal a nivel mundial que crearon o mantuvieron millones de trabajos que de otro modo hubieran colapsado. Los desafíos que la economía global enfrenta actualmente son menos acuciantes que los enfrentados en ocasión de la crisis global aunque no son menos relevantes.

A su vez, la crisis reveló las deficiencias de la arquitectura financiera a nivel nacional e internacional. Mientras que la responsabilidad de las reglas de juego locales quedó en manos de cada país, los compromisos asumidos en el G20 apuntaron a ensamblar los estándares financieros locales con el marco internacional. Los avances en torno a las reformas del sistema financiero internacional han mostrado un notable progreso. Sin embargo, aún son necesarios mayores esfuerzos para construir un sistema financiero más resiliente que permita reducir el riesgo moral y el riesgo sistémico. Además, será necesario continuar con la edificación de instituciones financieras internacionales más eficaces y representativas.

Asimismo, el G20 tuvo por objetivo fortalecer el sistema monetario internacional. La reducción de los desequilibrios de flujos se efectivizó sin que se haya registrado una reversión del sentido por lo que los saldos acreedores y deudores netos han seguido subiendo. Aunque los riesgos de que ocurra un ajuste negativo de los saldos en cuenta corriente globales han disminuido, el reequilibrio de la demanda global sigue siendo un objetivo prioritario. Dado que el sistema global de reservas también resultó comprometido, una reforma del mismo contribuiría a resolver los problemas que éste ocasiona. La comunidad de países del G20 deberá estar preparada para el reacomodamiento importante de monedas. Aunque el dólar y el euro juegan un papel dominante, la economía internacional probablemente exhiba una creciente importancia de las monedas de los países emergentes. Por otra parte, el G20 deberá movilizar y maximizar sus esfuerzos a fin de consolidar la institucionalización del prestamista de última instancia a nivel global. La comunidad internacional deberá atender los problemas resultantes de crisis eventuales en los países emergentes con igual énfasis al que desplegó en ocasión de la crisis global reciente generada en el seno de los países más avanzados. Finalmente, el G20 deberá bregar por una adecuada normativa en relación a las reestructuraciones de deudas soberanas. En este campo, el G20 deberá cumplir un papel activo que beneficie no sólo a la Argentina sino también a otros países que estén en una situación similar. En suma, el G20 no produjo grandes avances en lo concerniente al sistema monetario internacional. En esta área, la necesidad de alcanzar acuerdos entre los países miembros es una prioridad en la agenda de dicho organismo.

## Referencias bibliográficas

- Bagehot, William (1873), *Lombard Street*, <http://oll.libertyfund.org/titles/128>, 20/9/14.
- Carrera, Jorge (2009), “El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional. Los desafíos para mantener el éxito de la coordinación”, presentación en el Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales (CARI), Buenos Aires, Argentina, 19 de octubre, <http://www.cari.org.ar/pdf/gobernanza-global.pdf>.
- Cohen, Benjamin J. (1998), *The Geography of Money*, Ithaca, Nueva York, US Cornell University, pp. 1-229.
- Cohen, Benjamin J. (2002), “International Finance”, en Walter Carlsnaes, Thomas Risse and Beth A. Simmons (editores), *Handbook of International Relations*, Londres Thousand Oaks Nueva Delhi, SAGE Publications, pp. 429-447.
- Chinn, Menzie, Barry Eichengreen y Hiro Ito (2012), “Rebalancing Global Growth”, en Otaviano Canuto y Danny M. Leipziger (editores), *Ascent after Descent: Regrowing Economic Growth after the Great Recession*, Washington, D.C, Banco Mundial, pp. 35-86.
- Eichengreen, Barry (2011), “The bear of Bretton Woods”, <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-bear-of-bretton-woods>, 1/9/14.
- Eichengreen, Barry (2011), *Exorbitant Privilege The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Nueva York, Oxford University Press, pp. 1-215.
- Fariás, Pedro (2012), "Evolución discursiva del G8: Transformaciones ideológicas y del poder en la sociedad internacional", *Relaciones Internacionales*, Vol.21, Num.43, 175-189.
- Fondo Monetario Internacional (2014), “¿Un momento decisivo para los desequilibrios mundiales?”, *Perspectivas de la economía mundial, octubre 2014*. Washington, DC, Fondo Monetario Internacional, pp. 115-154.
- Fukuyama, Francis (1996), *Confianza*, Buenos Aires, editorial Atlántida, pp. 1- 492.
- Gutiérrez Girault, Alfredo y José Siaba Serrate (2013), *La agenda del G20 y el desafío de la transición*, Buenos Aires, Konrad Adenauer Stiftung, Consejo Argentina para las Relaciones Internacionales, pp. 1-96.
- G20 (1999), “Communiqué G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/Communique\\_of\\_Finance\\_Ministers\\_and\\_Central\\_Bank\\_Governors\\_Berlin\\_Germany\\_15\\_16\\_December\\_1999.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Communique_of_Finance_Ministers_and_Central_Bank_Governors_Berlin_Germany_15_16_December_1999.pdf), 15/9/14.
- G20 (2008), “Declaration summit on financial markets and the world economy”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/Washington\\_Declaration\\_0.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Washington_Declaration_0.pdf), 16/9/14.

G20 (2009a), “London Summit – Leaders’ Statement”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/London\\_Declaration.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/London_Declaration.pdf), 16/9/14.

G20 (2009b), “Leaders’ statement. The pittsburgh Summit”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/Pittsburgh\\_Declaration\\_0.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Pittsburgh_Declaration_0.pdf), 16/9/14.

G20 (2010a), “The g-20 toronto summit declaration”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/Toronto\\_Declaration\\_eng.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Toronto_Declaration_eng.pdf), 18/9/14.

G20 (2010b), “The Seoul summit document”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/Seoul\\_Summit\\_Document.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Seoul_Summit_Document.pdf), 18/9/14.

G20 (2011), “Cannes summit final declaration”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/Declaration\\_eng\\_Cannes.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Declaration_eng_Cannes.pdf), 18/9/14.

G20 (2012), “Otorgando una arquitectura adecuada a las finanzas internacionales”, [g20russia.ru/load/780983807](http://g20russia.ru/load/780983807), 30/9/14.

G20 (2012), “G20 Leaders Declaration”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/G20\\_Leaders\\_Declaration\\_Final\\_Los\\_Cabos.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/G20_Leaders_Declaration_Final_Los_Cabos.pdf), 22/9/14.

G20 (2013), “G20 Leaders Declaration”, [https://www.g20.org/sites/default/files/g20\\_resources/library/Saint\\_Petersburg\\_Declaration\\_ENG\\_0.pdf](https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Saint_Petersburg_Declaration_ENG_0.pdf), 22/9/14.

Izquierdo Alejandro y Ernesto Talvi (2010), *The Aftermath of the Crisis: Policy Lessons and Challenges Ahead for Latin America and the Caribbean*, en Alejandro Izquierdo and Ernesto Talvi (coordinadores), Washington, DC, Banco Inter-Americano de Desarrollo, pp. 1-60.

Mehrling, Perry (2011), *The New Lombard Street How the FED Became the Leader of Last Resort*, New Jersey Oxford, Oxford University Press.

Nudelsman, Susana (2012), "Los desequilibrios globales, el G20 y la cooperación internacional", *Relaciones Internacionales*, Vol.21, Num.43, 155-174.

Ocampo, José Antonio (2010), “Los derechos especiales de giro y el sistema mundial de reservas”, [https://www.flar.net/documentos/2155\\_Jos%C3%A9\\_A.\\_Ocampo.pdf](https://www.flar.net/documentos/2155_Jos%C3%A9_A._Ocampo.pdf), 20/9/14.

Rime, Dagfinn y Schrimpf, Andreas (2013), “The anatomy of the global FX market through the lens of the 2013 Triennial Survey”, *BIS Quarterly Review, December 2013*, Basilea, Bank for International Settlements, pp. 27-43.

Roubini, Nouriel (2014), “Gauchos Extorsionados”, <http://www.project-syndicate.org/commentary/nouriel-roubini-criticizes-recent-us-court-rulings-that-impede-orderly-restructuring-of-sovereign-debt/Spanish>, 20/9/14.

Stiglitz, Joseph E. (2010), “Towards a new global reserve system”, <http://aric.adb.org/grs/papers/Stiglitz.pdf>, 20/9/14.

Stiglitz, Joseph E. (2014), “A Global System Is Needed for Debt Restructuring”, <http://www.nytimes.com/roomfordebate/2014/08/01/the-justice-of-argentinas-default/a-globalsystem-is-needed-for-debt-restructuring>, 20/9/14.

Strange, Susan ([1988] 1994), *States and Markets*, Londres, Pinter 2da edición, pp. 1-271.

Wolf, Martin (2014), “Three events that shaped our world”, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b4b18022-efc2-11e3-9b4c-00144feabdc0.html>, 10/6.