

The global regime and international imbalances

A view from a South American perspective

by José María Fanelli

Abstract

The crisis has been mostly evident in the financial system; therefore, it comes as no surprise that the most significant changes have involved developed countries' financial and monetary regulations as well as the international financial architecture (IFA) and its rules. This requires a structural change as far as capital flows and inter-country financial relations are ruled by monetary policy guidelines and by the regulatory frameworks of major financial centres and of the IFA. In this context, it should be remembered that the global economy is a system; changing the rules of the game in the monetary and financial field will inevitably bring about the need to adapt them in other fields, too.

Nevertheless, pressure for change stems not only from monetary imbalances and from the performance of the financial system in connection with the crisis. There are major structural factors—which have been at play for a long time—also calling for a redesign of the rules of the game at the global level. Moreover, the global economic scheme is mutating and will continue to do so, and changes in the trade regime, the IFA and the monetary system will undoubtedly bring about sensitive changes in the international environment. The aim of this paper is to contribute elements to draw up a regional agenda on the basis of an assessment of changes in the international regime from a South American perspective.

El régimen global y los desbalances internacionales

Una visión desde América del Sur

José María Fanelli*

Resumen

La crisis se manifestó, esencialmente, en el ámbito de las finanzas; por ello no sorprende que los cambios más significativos se produzcan en las regulaciones financieras y monetarias de los países desarrollados así como en las reglas de la arquitectura financiera internacional (AFI). Esto supone un cambio de estructura en la medida que las pautas de política monetaria y el marco regulatorio de los grandes centros financieros y de la AFI son los que rigen los flujos de capital y las relaciones financieras entre países. En este contexto, no debe perderse de vista que la economía global es un sistema; no es posible alterar las reglas de juego en el campo monetario y financiero sin generar la necesidad de adaptaciones en otros ámbitos.

Pero los desequilibrios monetarios y el funcionamiento del sistema financieros asociados con la crisis no son los únicos que presionan a favor de un cambio. Hay factores estructurales de peso que también reclaman una adaptación de las reglas de juego global y que vienen operando desde hace bastante tiempo. Asimismo, el esquema de la economía global está mutando y lo seguirá haciendo y los cambios en el régimen de comercio, en la AFI y en el sistema monetario, sin duda, inducirán modificaciones sensibles en las condiciones internacionales. El objetivo de este artículo es aportar elementos para la confección de esa agenda regional a partir de una evaluación de los cambios en el régimen internacional que adopta la perspectiva de América del Sur.

1. Introducción

La crisis financiera internacional se gesta de manera gradual en la década actual de la mano de los crecientes desbalances globales y la acumulación de distorsiones en los mercados financieros y tiene su apoteosis con la caída de Lehman Brothers y la consiguiente situación de extrema iliquidez en los sistemas financieros del mundo desarrollado. En el último trimestre de 2008, los mercados financieros estuvieron literalmente al borde del colapso y éste sólo pudo ser evitado gracias a operaciones de rescate oficial y cambios en las reglas del juego financiero y monetario de una magnitud inesperada. Luego de este episodio, son muchas las incertidumbres que rodean el futuro de la economía internacional pero hay algo que puede darse por seguro: la economía global no volverá a ser la misma. La crisis de 2008 es un evento de ruptura de régimen; su importancia es, probablemente, comparable al derrumbe bursátil de 1929 que hizo colapsar las instituciones de la Primera Globalización o la crisis del dólar de principios de los setenta, que marcó el fin del régimen de Bretton Woods.

Por ruptura de régimen entendemos un cambio significativo en las reglas de juego que gobiernan las transacciones comerciales y financieras internacionales y dan un marco para la coordinación de políticas y el diseño de instituciones económicas nacionales compatibles con la globalización.

* Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)

La crisis internacional se manifestó sobre todo en el ámbito de las finanzas, por ello no sorprende que los cambios de régimen más significativos se hayan producido o se estén proyectando en las regulaciones financieras y monetarias de los países desarrollados así como en las reglas de la arquitectura financiera internacional (AFI)¹. Esto supone un cambio de régimen global en la medida que las pautas de política monetaria y el marco regulatorio de los grandes centros financieros y de la AFI son los que rigen los flujos de capital y las relaciones financieras entre países. Por otra parte, hay que tener en cuenta que la economía global es un sistema; no es posible cambiar las reglas de juego en el campo monetario y financiero sin generar la necesidad de adaptaciones en otros campos. Por ejemplo, si las regulaciones financieras vigentes en un centro financiero de relevancia cambian, pueden aparecer oportunidades de arbitraje regulatorio que generen reasignaciones importantes en los flujos de capital internacionales. Asimismo, cuando un Banco Central subsidia sus bancos para mantener la estabilidad –como ocurrió a raíz de la crisis– ello genera como subproducto ventajas para esos bancos que perjudican la competitividad internacional de instituciones de otros países y se crea, de esa forma, una situación de proteccionismo financiero. A su vez, cuando la política monetaria en un país central pasa a estar determinada más por el objetivo de evitar un colapso de la liquidez y de la demanda agregada que por el objetivo de inflación, ello no puede dejar de afectar las condiciones financieras y la demanda en otras economías.

No sorprende, por lo tanto, que además de las regulaciones financieras y de la AFI, también las reglas del régimen monetario internacional y comercial estén bajo fuerte presión y se hayan adelantado propuestas de reforma. En el plano monetario hay preocupación respecto de cómo garantizar la estabilidad y la capacidad del sistema para generar liquidez y, de hecho, se han implementado medidas para mejorar estos aspectos. En el marco de las reuniones del G-20 se decidió aumentar el stock de Derechos Especiales de Giro (DEG) con una nueva emisión, se incrementó la capacidad prestable del FMI y se diseñaron nuevos instrumentos para la provisión de liquidez. Se trata, no obstante, de pasos muy tímidos. Por ahora el sistema monetario sigue teniendo las características radiales que exhibió en las últimas décadas. Su centro indiscutido es el dólar, complementado por las monedas de reserva más importantes, como lo son el Euro y el Yen. El resto de las economías tiene el rol de una periferia que demanda la moneda norteamericana para satisfacer sus necesidades de liquidez internacional. En realidad, en la última década esta relación radial centro-periferia en el plano monetario tendió a acentuarse debido al incremento en la demanda por activos financieros seguros que fueron acumulados como reservas o como fondos soberanos.

La estabilidad de las reglas de juego del comercio internacional tampoco puede darse por sentada debido a las estrechas interacciones entre comercio, moneda y finanzas. Por una parte, la crisis financiera misma no fue independiente de los sustanciales desbalances de comercio que se han estado observando en la última década y que tuvieron su contraparte en el endeudamiento creciente de los países deficitarios y la acumulación de reservas y acreencias en los países superavitarios (ver Blanchard y Milesi-Ferretti, 2009). Por otra, la crisis y los cambios en las regulaciones financieras y la política monetaria, al afectar las condiciones del crédito y las paridades cambiarias, tuvieron consecuencias sobre la competitividad de los diferentes países y afectaron negativamente los flujos de comercio. Es natural, entonces, que la crisis haya reavivado el temor de que los países introduzcan medidas proteccionistas como forma de crear demanda agregada (y empleo) a costa del vecino. Estos hechos tendrán efectos no menores sobre las actividades en el ámbito de la OMC, los acuerdos regionales y las negociaciones en la Ronda de Doha. También tendrán efectos, con alta probabilidad, sobre las instituciones que regulan la movilidad internacional del factor trabajo y las inversiones reales.

Por supuesto, los desequilibrios monetarios y financieros asociados con la crisis no son los únicos que presionan a favor de un cambio de régimen. Hay factores estructurales de peso que también reclaman una adaptación de las reglas de juego global y que vienen operando desde hace bastante tiempo. En realidad, no se puede descartar que estos factores hayan jugado un rol central en la gestación de la crisis justamente debido a la falta de flexibilidad para introducir cambios en el régimen. En función de nuestro análisis hay cuatro factores reales a destacar y a los que volveremos al analizar los desbalances globales: (1) las marcadas diferencias en la velocidad de aumento de la productividad entre países, con China liderando el proceso; (2) la demanda creciente por recursos naturales; (3) la demanda sostenida por activos financieros seguros y líquidos; (4) el proceso de envejecimiento poblacional en países desarrollados. Estos procesos requieren de adaptaciones permanentes tanto en la arquitectura financiera como en las reglas del comercio.

¹ Ver por ejemplo Naciones Unidas (2009).

En suma, debido a las causas enumeradas, el régimen que gobierna la economía global está mutando y lo seguirá haciendo y los cambios en el régimen de comercio, en la AFI y en el sistema monetario sin duda inducirán cambios sensibles en las condiciones internacionales. Como América del Sur muestra un alto grado de integración con la economía global, su evolución futura estará fuertemente influida por esos cambios. Pero la región no está necesariamente condenada a ser testigo pasivo de los cambios en el régimen global. En primer lugar, por tamaño, proyección de crecimiento futuro y participación en foros internacionales –por ejemplo, Brasil y la Argentina participan del G-20– la región podría aspirar a un papel más activo en la confección de las nuevas reglas globales, de forma que sus intereses estén mejor reflejados. En segundo lugar, los países de América del Sur comparten algunas características estructurales que alinean sus intereses de manera natural. Además de la proximidad geográfica y un similar nivel de desarrollo, cabe destacar la especialización en recursos naturales en un mundo donde el crecimiento asiático anticipa una demanda sostenida por ellos; la exposición a fenómenos de contagio y de fluctuaciones en los mercados financieros internacionales; y la necesidad de contar con instrumentos de acceso a la liquidez internacional en tiempo y forma en el marco de la AFI. En función de estos elementos, los líderes regionales deberían explorar posibilidades para armar una agenda propia que les permita influir sobre la confección de las nuevas reglas de juego.

El objetivo de este artículo es, justamente, aportar elementos para la confección de esa agenda regional a partir de una evaluación de los cambios en el régimen internacional que adopta la perspectiva de América del Sur. El trabajo tiene un carácter heurístico y de reflexión. No pretende realizar un estudio exhaustivo de todos los temas involucrados; el foco está puesto en las cuestiones asociadas con la arquitectura financiera internacional y el sistema monetario global; el resto de las cuestiones sólo se toca en la medida que son relevantes para el análisis.

Si bien somos conscientes de los riesgos que implica evaluar una situación global que se encuentra en estado de transición entre dos regímenes, creemos que el ejercicio se justifica por la importancia que para la región tiene contar con un diagnóstico de lo que está ocurriendo a los efectos no sólo de adaptarse a la nueva situación global sino, también, de aprovechar eventuales oportunidades para participar en las decisiones sobre las nuevas reglas de juego y para mejorar las condiciones de su inserción en la economía global.

El artículo está estructurado de la siguiente forma: en la Sección 2 se analiza la transformación que se produjo en la visión de la comunidad internacional respecto de la efectividad del régimen de la economía global para coordinar las decisiones de los países y aportar mecanismos para la gobernanza de las transacciones financieras internacionales. Se discute por qué la crisis llevó al diagnóstico de que las reglas de juego existentes ya no resultan adecuadas. En la Sección 3 se analiza la relación entre desbalances globales y cambios en las variables fundamentales de la economía mundial (como la dinámica poblacional y la productividad) y en la sección siguiente se estudian las implicancias del ajuste en los desbalances globales desde la perspectiva de sus implicancias para América del Sur. La sección 4 concluye el trabajo con algunas reflexiones sobre la agenda internacional de la región.

2. La crisis y las reglas de juego de la economía global

Hasta que hizo eclosión la crisis de 2008, las visiones sobre el funcionamiento del régimen internacional estaban divididas. Por un lado estaba la visión de que las reglas de juego de la economía global eran razonablemente apropiadas. Esto es, el régimen era funcional para la expansión de los mercados globales y para generar políticas que complementaran el trabajo de los mercados allí donde hubiera fallas que lo hicieran necesario. Esta visión era la predominante en la comunidad internacional y era compartida por actores clave como los organismos multilaterales de la AFI y los analistas de los mercados financieros globales. Por otro lado, existía una visión más crítica que, sin negar los beneficios de la globalización, ponía en cuestión la capacidad del régimen global para evitar procesos de ajuste desordenados ante desequilibrios globales y para impulsar el crecimiento en un marco de estabilidad.

2.1. La visión predominante sobre el régimen global antes de la crisis

Tres características de la economía global eran vitales a la hora de aportar evidencia en favor de la hipótesis de que el régimen de la economía global estaba funcionando razonablemente bien.

En primer lugar, luego de la caída de Bretton Woods, se fue consolidando un régimen de “segunda globalización” cuya marca distintiva fue la continua expansión de los mercados de bienes, servicios y activos financieros en todo el mundo. Un país tras otro fue liberando tanto el comercio como el sistema financiero doméstico y la cuenta capital, en busca de beneficiarse con la integración internacional y lograr un mayor grado de desarrollo tecnológico y de los mercados de capital locales. La estructura de mercados globales que se fue estableciendo demostró tener capacidad para ajustar los desequilibrios internacionales así como para brindar incentivos para la innovación y el crecimiento en muchas regiones del mundo. Un buen número de economías atrasadas del Asia se benefició especialmente dentro de un proceso que comenzó en economías relativamente pequeñas del sudeste y se extendió luego a China y la India.

En segundo lugar, la economía de mercado estaba ganando la competencia histórica respecto de la mejor forma de organizar una economía moderna. Durante la segunda globalización se produjo una masiva conversión del mundo socialista al capitalismo. Varios países ex socialistas de la periferia europea implementaron sustanciales cambios en sus instituciones, utilizando como guía el *aequis communatarie*. Su destino era integrarse en la UE y alcanzar el ingreso per cápita de esa región. En el Asia, China se destacaba por el excepcional crecimiento luego de las reformas de mercado y Vietnam seguía su paso. Por último, economías muy reguladas como India también aceleraron el crecimiento luego de introducir reformas liberalizadoras.

En tercer lugar, en el mundo desarrollado se observó un proceso de “gran moderación” del ciclo. Desde los ochenta se fue afirmando un período de privilegio en la historia económica mundial, signado por un alargamiento de las fases expansivas del ciclo y un acortamiento de las recesivas, en un contexto de bajas tasas de inflación. Un buen número de analistas y trabajos académicos atribuyó este hecho a las mejoras en las instituciones, que terminaron por reflejarse en políticas monetarias y fiscales consideradas de alta calidad. En el plano fiscal, el progreso se reflejó en el establecimiento de límites más estrictos a la discrecionalidad en el uso de los instrumentos y a los déficits fiscales. El aporte fiscal a la amortiguación del ciclo se daría exclusivamente a través de la operación de los estabilizadores automáticos. El ejemplo institucional más sofisticado en este sentido era el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Europeo, que ponía límites tanto al déficit fiscal (3% del PIB) como a la deuda pública (60% del PIB). Las restricciones para el uso del espacio fiscal generaron mayor espacio de autonomía para la política monetaria. En el plano institucional esto se complementó con una mayor independencia del Banco Central y, de esta forma, fue posible asignar prioridad al objetivo de inflación. El capitalismo había encontrado finalmente la forma de articular mercados crecientemente desregulados con estabilidad macroeconómica. El tipo de inestabilidad que las economías de mercado habían experimentado durante la primera globalización y que llevaron, en definitiva, a la gran depresión de los treinta pertenecía al pasado. Luego de un largo período de ensayo y error, la gran moderación había llegado de la mano de la eliminación de la dominancia de la política fiscal sobre la monetaria y de los objetivos de inflación (ver Blanchard *et al.*, 2009).

Los organismos de la AFI reconocían, por supuesto, que la inestabilidad en las economías emergentes podría estar en parte relacionada con fenómenos globales “irracionales” como el contagio y con problemas de gobernanza de las transacciones financieras internacionales y que, por lo tanto, bajo ciertas circunstancias se justificaba la provisión de liquidez por parte del FMI y otras organizaciones. Este diagnóstico, no obstante, no se reflejaba en las políticas de provisión de liquidez de la AFI, que fueron siempre muy restrictivas. Por ejemplo, la facilidad de crédito contingente que se diseñó luego de la crisis asiática era tan restrictiva que no fue utilizada por ningún país y fue discontinuada sin que se propusieran alternativas, hasta la crisis de 2008. En los hechos, esto implicaba asumir que si la volatilidad macroeconómica persistía en el mundo emergente, ello se debía, justamente, a malas políticas que tenían sus raíces en debilidades institucionales. En función de este diagnóstico, se abogaba por una condicionalidad fuerte para acceder a préstamos contingentes: era necesario poner las malas políticas bajo supervisión y controlar los fenómenos de *moral hazard* en el campo financiero (ver Krueger, 2003; Banco Mundial, 2005). Una idea muy acendrada era que aquellas economías emergentes que estuvieran en condiciones de mejorar la calidad institucional y, con ello, la calidad de los mercados y las políticas tendrían un futuro como miembros del club de la gran moderación.

2.2. Las inconsistencias del régimen global

Las dudas respecto del grado de eficiencia del régimen de la segunda globalización para garantizar la estabilidad internacional y el crecimiento se asociaban con el siguiente conjunto de hechos.

En primer lugar, desde el comienzo mismo de la segunda globalización en los ochenta, una buena cantidad de países emergentes se enfrentaron a desequilibrios de balanza de pagos que tendían a perpetuarse hasta hacerse insostenibles, dando lugar posteriormente a procesos de “ajuste desordenado”. Estos ajustes muchas veces degeneraban en colapsos de crecimiento y crisis financieras; sobre todo en los casos en que la provisión de liquidez por parte de las instituciones de la AFI era insuficiente o decidida de manera muy lenta, a la luz de la velocidad con que deciden los mercados. América del Sur fue una región particularmente castigada por los ajustes desordenados (ver CEPAL, 2008; Fanelli, 2008). Pero esos ajustes también se observaron en regiones de alto crecimiento, como en el caso de la crisis asiática (ver Ocampo y Griffith-Jones (2009); Park *et al.*, 2008).

En segundo lugar, las reformas orientadas a establecer las instituciones que se consideraban de calidad resultaron más complejas y con resultados más inciertos que los esperados. Una buena cantidad de reformas pro-mercado terminaron en crisis o estuvieron lejos de lograr la meta de instalar el crecimiento sostenido. Esto fue particularmente así en relación con los procesos de liberalización financiera y de la cuenta capital. En América Latina, los resultados en términos de crecimiento fueron muy pobres y hacia fines de los noventa se notaba una cierta “fatiga” reformista (ver Fanelli, 2007). Por otro lado, la relación entre instituciones y crecimiento económico demostró estar lejos de ser lineal. Las economías que alcanzaron el éxito, sobre todo en Asia, no siguieron un sendero simple en el plano institucional. La economía china, por ejemplo, aceleró el crecimiento a partir de una amalgama única de segmentos con propiedad estatal y capitalista, con un sistema financiero muy controlado, sin movilidad libre de capitales y dentro de un contexto de dualidad estructural en el cual los mecanismos de arbitraje del mercado han operado sólo de forma parcial. Asimismo, los incentivos de mercado en las áreas liberalizadas se complementaron con políticas cambiarias expresamente orientadas a generar ventajas competitivas. Según Rodrik (2009), China ha utilizado el tipo de cambio como instrumento de política industrial debido a las limitaciones que encontró ese país para seguir utilizando los instrumentos tradicionales luego de ingresar a la OMC. Por supuesto, el chino no era el único ejemplo de sesgo proteccionista; las políticas agrícolas de varios países desarrollados estuvieron en la misma línea.

En el plano macroeconómico también se observaron fenómenos que eran poco compatibles con un funcionamiento óptimo del régimen global. El caso más llamativo, antes de la década actual fue, sin dudas, Japón que enfrentó fuertes desequilibrios financieros y una situación de trampa de liquidez que le impidió crecer por un largo período. El hecho más preocupante, sin embargo, se produjo en esta década, cuando fue quedando claro que la “gran moderación” tenía como contrapartida la profundización del “gran desbalance” global cuyos protagonistas principales –pero no exclusivos– eran China y Estados Unidos (ver Blanchard *et al.*, 2009; Obstfeld y Rogoff, 2009).

En el mundo emergente, a su vez, un número significativo de países que sufrieron crisis en los ochenta y noventa adoptó una estrategia de auto-seguro cuyo pilar era la acumulación de reservas internacionales. Estos países intervinieron en el mercado de cambios activamente y mostraron una preocupación por mantener la competitividad del tipo de cambio poco compatible con una atención exclusiva al objetivo de inflación. Así, el mundo emergente de Asia y América Latina se comportaba como si el mundo de la gran moderación no existiera. Seguían políticas que denotaban una visión menos optimista de la globalización. En un mundo donde la AFI había mostrado mezquindad a la hora de proveer liquidez, había que protegerse para evitar procesos de ajuste desordenados. En un mundo donde el tipo de cambio podía ser utilizado por otros países como un arma competitiva, era necesario intervenir en el mercado de cambios para salvaguardar la competitividad de la economía.

2.3. La crisis y el colapso de la visión predominante

La crisis de 2008 representó el final del ciclo de la gran moderación y, también, de la confianza en las políticas y las regulaciones financieras que la acompañaron en el plano global. En el caso del mundo desarrollado, las autoridades se vieron en la necesidad de cambiar de manera abrupta el esquema de política macroeconómica y financiera. La política fiscal volvió a ser discrecional y muy expansiva; la política monetaria pasó a estar guiada por el objetivo proveer liquidez y estabilizar la demanda agregada a través de la recomposición del precio de los activos y del crédito, utilizando instrumentos *ad-hoc* como el *quantitative easing*; se instrumentaron salvatajes y cambios *ex post* en las regulaciones financieras, dejándose en segundo plano la cuestión del *moral hazard*.

En el caso del mundo emergente, las economías de los países que habían seguido estrategias de auto-seguro mostraron un comportamiento muy superior al de las economías emergentes que no lo habían hecho. Sobresale en este sentido el contraste entre, por un lado, la evolución de América Latina que, a diferencia de otros eventos de inestabilidad global, estuvo en condiciones de evitar episodios de crisis financiera y colapsos de crecimiento y, por otro, la periferia europea donde se produjeron episodios de ajuste desordenado similares a los observados en el mundo emergente en los noventa.

La visión de los organismos de la AFI también mudó. Se abandonó el excesivo celo por el *moral hazard* y se instrumentaron nuevos mecanismos de asistencia bajo la inspiración del G-20.

Todos estos cambios en las políticas y las reglas de juego son los que nos llevaron a sugerir más arriba que, probablemente, se está en presencia de un cambio de régimen. El problema es que, más allá de esto, es difícil vislumbrar cuáles serán las características del nuevo régimen. Esto es así, sobre todo, porque los cambios en el régimen existente han sido dictados por la urgencia de evitar un colapso financiero y de la demanda efectiva y, si bien este objetivo se logró, resta ahora diseñar un régimen que sea sustentable a largo plazo. Hay tres razones por las cuales puede anticiparse que aún se necesitan cambios de relevancia en las reglas de juego. En primer lugar, los problemas estructurales que reclamaban una solución con anterioridad a la crisis no han desaparecido. En la sección que sigue enfatizamos los senderos divergentes de la productividad, la demanda de recursos naturales y el envejecimiento. En segundo lugar, los costos de la crisis todavía están por pagarse. En tercer lugar, los mecanismos de intermediación financiera global, que son vitales para redistribuir el ahorro y la inversión y reasignar los recursos, han sufrido un fuerte golpe. Para abordar estos problemas será necesario introducir cambios en las reglas de juego tanto a nivel de la economía global como nacionales.

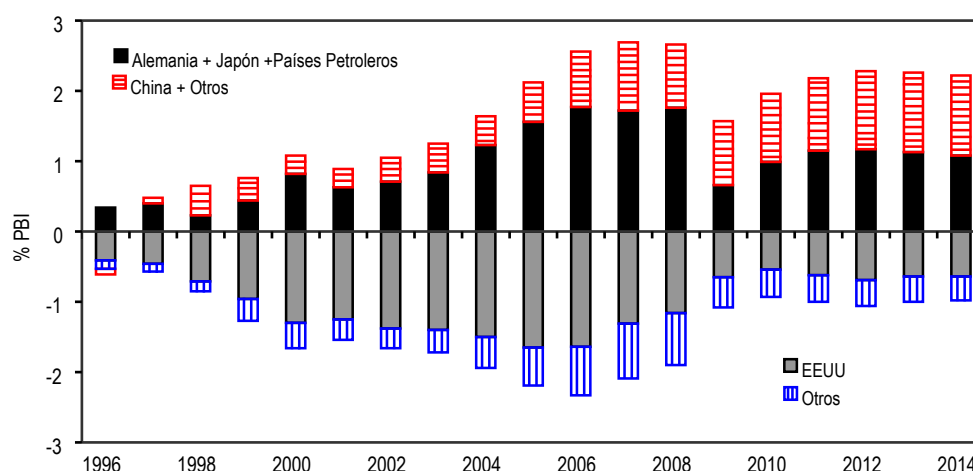
3. Los desbalances globales y las variables fundamentales

Hemos hecho notar que una de las debilidades del período de la gran moderación fue que tuvo como contrapartida una profundización de los desbalances globales de cuenta corriente (ver Blanchard y Milesi-Ferretti, 2009). Está claro que la existencia de desbalances no es necesariamente un problema. Es lógico que haya años en que algunos países generen déficit y otros superávit, de acuerdo a sus conveniencias. Es más, es beneficioso participar de la economía global justamente porque los países pueden prestarse entre sí y comerciar entre sí y no hay ninguna ley económica que diga que los países deben tener sus balanzas de cuenta corriente equilibradas todos los años. ¿Por qué, entonces, se consideran preocupantes los desbalances que se observan en esta década? En esta sección abordamos esta cuestión con una perspectiva regional. Es decir, nos detendremos en aquellos aspectos de los desbalances que son relevantes por sus implicancias para América del Sur.

3.1. Los desbalances globales

Un país genera déficit cuando los gastos que realiza son superiores a los ingresos que recibe y genera superávit cuando ocurre lo contrario. Por ello, para la economía global se cumple que la suma de todos los déficits que se generan en un año debe ser igual a la suma de todos los superávits; la economía mundial como un todo no puede tener ni superávit ni déficit. Esta sencilla identidad será muy útil para interpretar el significado de los desbalances globales. Ello es así, en primer lugar, porque pone en claro la conexión entre los desbalances comerciales y los flujos financieros: los países que muestran un déficit debido, digamos, a que importan más de lo que exportan, deben pedir prestado a los países que tienen superávit para financiar la diferencia entre ingresos y gastos. En segundo lugar, la identidad muestra la relación entre déficit y evolución del endeudamiento, por un lado, y entre superávit y acumulación de riqueza financiera por otro. Si un país genera déficits significativos de manera repetida acumulará mucha deuda arriesgándose a tener que pagar tasas más altas al aumentar el riesgo de no pago. Asimismo, si un país superavitario acepta de manera repetida la deuda de un mismo país deficitario, acumulará un riesgo no diversificado en su cartera. De aquí que no sea aconsejable que los mismos desbalances de cuenta corriente se repitan año tras año con la misma pauta de financiamiento.

Gráfico 1

Evolución y proyección de los desbalances globales
saldo de cuenta corriente como % del PIB


Fuente: FMI (2010a).

El Gráfico 1 muestra la evolución de la cuenta corriente entre los bloques más importantes como porcentaje del PIB. Los desbalances son crecientes en la década que precede al año 2008 y llegan a su máximo en los años en que se gesta la crisis. Como puede apreciarse, Estados Unidos da cuenta de la mayor parte de los déficits. Otros países con déficits importantes se encuentran en Europa, tanto en el centro como en la periferia. Los superávits, a su vez, son explicados básicamente por los países petroleros, China, Japón y Alemania. También hacen su aporte varios emergentes, entre ellos algunos latinoamericanos como Argentina y Chile. Superávits y déficits suben de forma paralela, lo que obviamente es el reflejo de la identidad ya presentada: a nivel global superávits y déficits se compensan entre sí. De ahí que los excedentes de los países superavitarios hayan ido fundamentalmente a financiar a Estados Unidos que muestra déficits grandes y persistentes durante más de una década. Esta pauta de comportamiento, en principio, es peligrosa debido a lo que se argumentó más arriba: genera acumulación de deuda en los países deficitarios y falta de diversificación de riesgos en los superavitarios. Esta es una de las razones por las que se considera que estos desbalances son un problema y que pueden haber contribuido a gestar la crisis financiera.

Un efecto inmediato de la crisis fue la reducción en el tamaño de los desbalances (ver Gráfico 1). Tal reducción, sin embargo, no alcanzó para volver a ubicar esos desbalances en niveles comparables a los de una década atrás. Esto implica que la crisis y las medidas que la siguieron no fueron suficientes para cambiar cualitativamente la pauta pre-crisis: los Estados Unidos se endeudan y el resto absorbe cada vez más deuda de este país, en particular China. Es más, como se observa en el gráfico, según las proyecciones del FMI, los desbalances seguirán siendo muy altos en los próximos años. Si estas proyecciones fueran correctas, hacia mediados de la década venidera se estaría en una situación en que los desbalances serían todavía muy superiores a lo que fue la norma en la década de los noventa. Esto implica que los países con superávit seguirán acumulando deuda de los Estados Unidos en sus portafolios.

Este problema es como una espada de Damocles para el equilibrio internacional porque, ¿qué ocurriría si los inversores de los países superavitarios fueran cada vez más renuentes a seguir prestando a los Estados Unidos y a otros deficitarios debido a que sospechan que tendrán problemas para repagar sus deudas? De hecho esto ocurrió en varios países de la periferia de Europa, que enfrentaron un freno súbito en la entrada de capitales y debieron recurrir a una mezcla de ajuste desordenado y auxilio del FMI para paliar la situación de aguda liquidez externa. Lo que está ocurriendo en Grecia obedece a las mismas razones y países que hasta hace muy poco gozaban de crédito enfrentan la amenaza de rebajas en su calificación.

Claramente, entonces, para evitar un fenómeno de fatiga del acreedor, la situación debe revertirse: en el futuro, Estados Unidos y los países que hoy se endeudan deberán pasar a generar superávit para repagar sus deudas (o al menos deberían dejar de endeudarse) y, por supuesto, esto no podrá ocurrir sin que los

países que hoy prestan generen déficit, ya que, como se dijo, la suma de superávit y déficit tiene que ser nula. Dada la relación entre desbalances financieros y comerciales, este ajuste tiene implicancias muy importantes del lado real de la economía. Para comprender la magnitud del desafío será importante pasar revista de algunos hechos estilizados de la economía internacional actual.

3.2. El rol de los fundamentos: productividad, competitividad y dinámica poblacional

La evolución de largo plazo que vienen mostrando variables fundamentales como la productividad y la dinámica poblacional se reflejaron tanto en la evolución de la competitividad internacional como en los perfiles de ahorro, inversión y acumulación de riqueza financiera. En función de nuestro análisis destacaremos los siguientes hechos estilizados.²

(1) *Diferencias marcadas en la velocidad de aumento de la productividad entre países.* Esta es una característica de la globalización, pero el fenómeno se ha exacerbado a partir del inusitado dinamismo de China e India. Esto se traduce en:

- (a) Cambios en los perfiles de ventajas comparativas que reclaman fuertes redistribuciones del capital y el trabajo dentro de cada país y entre países.
- (b) Aumento del ahorro y el superávit de cuenta corriente en los países que utilizan el tipo de cambio como instrumento para aumentar su competitividad; el exceso de ahorro y superávit puede interpretarse como una externalidad inducida por el instrumento de política industrial utilizado.
- (c) Cambios muy dinámicos en las oportunidades de inversión productiva a través del globo que para ser aprovechadas necesitan de vehículos eficientes de reasignación del ahorro global entre países.
- (d) Conflictos distributivos y desempleo estructural asociados con los cambios en el perfil de la competitividad que convierte en obsoletas algunas ramas y aumenta la rentabilidad de otras.
- (e) A los conflictos propios del cambio en las ventajas comparativas se han adicionado los ajustes que deberán realizarse en la asignación de los recursos como consecuencia de los errores financieros que llevaron a la crisis. La “digestión” de todos estos cambios en el plano de la distribución del ingreso y el desempleo estructural presionará sobre el gasto público y se agregará a los problemas de sustentabilidad de la deuda ya existentes.

(2) *Demanda sostenida de recursos naturales.* Es una consecuencia directa del dinamismo de la productividad en países como China e India que son demandantes netos de tales recursos. Como consecuencia:

- (a) Mejora el ingreso de los países con ventajas comparativas en recursos naturales. Esto resulta evidente en el caso de América del Sur que mostró tasas de crecimiento en los dos mil que no mostraba desde los sesenta, al tiempo que el resto de América Latina crecía mucho menos por depender más de la maquila y las remesas y/o por ser importadores netos de energía (Fanelli y Jiménez, 2009).
- (b) Aumento en el ahorro de los países exportadores de recursos no renovables que necesitan ahorrar para el momento en que tales recursos no estén disponibles; esto se reflejó en el incremento explosivo de los fondos soberanos. A fines de 2009 representaban casi 4 billones de dólares. También se expresó como incremento en las reservas internacionales. Nótese que el aumento del ahorro en estos países es inseparable del crecimiento en el Asia: cuanto mayor crecimiento en esa región, mayores ingresos por recursos naturales y mayores ahorros.

(3) *Demanda sostenida por activos financieros seguros.* Este hecho se asocia con los siguientes fenómenos:

- (a) Las políticas de inversión tanto de las reservas como de los fondos soberanos tienden a ser conservadoras y alimentan la demanda por activos seguros y líquidos.
- (b) Los países que cuentan con instituciones con ventaja comparativa en la “producción” de activos financieros seguros y líquidos –como es el caso del gobierno estadounidense– sufren una presión constante de demanda de los países con ahorro excedente que sólo puede satisfacerse con déficit en el país “productor”; es el dilema de Triffin bajo otro ropaje (ver Naciones Unidas, 2009). Nótese que

² Para un análisis más detallado de la evolución de la economía global que está detrás de estos hechos estilizados ver: Blanchard y Milesi-Ferretti (2009); Claessens et al. (2010); Mateos y Lago et al. (2009); FMI (2010b); Obstfeld y Rogoff (2009); Obstfeld et al. (2008) y Fanelli (2008).

existen dos condiciones: emitir un activo seguro y contar con mercados profundos. Estados Unidos tiene ventajas competitivas en ambos frentes.

- (c) La excesiva demanda por papeles seguros reduce los rendimientos en los países “productores” y, con ello, aumenta la probabilidad de formación de burbujas.

(4) *Envejecimiento*. Es un fenómeno asociado al *baby boom* de posguerra y el aumento en la esperanza de vida. Esto tiene efectos sobre la economía global porque:

- (a) Los superávits sistemáticos de cuenta corriente de países como Alemania y Japón reflejan el hecho de que están “condenados” a generar ahorro. Estos países sólo podrían reducir su superávit de cuenta corriente si aparecieran oportunidades amplias de inversión doméstica muy rentables y ello parece difícil.
- (b) Las proyecciones que se hacían antes de la crisis revelaban serios problemas de sustentabilidad fiscal en los países desarrollados. Por ejemplo, se calculaba que, de no realizar ajustes, los problemas de sustentabilidad de la deuda se traducirían en fuerte caída en la calificación de la deuda pública.
- (c) La crisis financiera y las políticas anti-cíclicas se tradujeron en un aumento fuerte del endeudamiento público y esto agrava el problema de sustentabilidad. No está claro qué será considerado en el futuro un activo seguro. Además, puede haber cambios significativos en la demanda ante mudanzas en el *market sentiment*, como lo muestra el caso de los llamados PIGS³.

(5) *Escasas oportunidades de inversión rentable*. Hay varias razones que actúan en este sentido.

- (a) Luego de la década de los noventa, la estrategia de auto-seguro adoptada en los países que sufrieron crisis actuó en contra del dinamismo de la inversión. Países de alto crecimiento como Corea no recuperaron la tasa de inversión pre-crisis. Otros, como Brasil, pagaron un alto costo por estabilizar la inflación a través de tasas de interés muy altas que deprimieron la tasa de inversión.
- (b) La tasa de inversión en China, la economía más dinámica, ya es extremadamente alta. El aumento del gasto debería ser motorizado por el consumo.
- (c) Es esperable que, en línea con experiencias previas, la tasa de inversión permanezca muy baja en las economías que sufrieron stress financiero, como varias economías europeas. Esto se debe a la necesidad de familias y corporaciones de destinar fondos para recomponer sus hojas de balance, restringiendo el gasto en inversión real.
- (d) Es esperable que los países productores de recursos naturales sigan con tendencia a generar excesos de ahorro más que de inversión debido a la necesidad de diversificar riesgos y distribuir el consumo intertemporalmente. A estos países les resultará difícil invertir los excedentes en la economía doméstica sin generar fenómenos de enfermedad holandesa. Para canalizar fondos al sector transable necesitarán políticas específicamente orientadas a ello. Estas incluyen tanto iniciativas ortodoxas orientadas a mejorar el clima de inversión como políticas de promoción de la competitividad y la innovación. El margen para utilizar la depreciación de la moneda como política industrial, como en el caso de China, parece ser estrecho justamente por la presión de los ingresos por recursos naturales sobre el tipo de cambio.

Analizaremos, a continuación, las implicancias de estos hechos estilizados en cuanto al ajuste de los desbalances globales y sus implicancias para América del Sur.

4. El ajuste de los desbalances globales y América del Sur

Para evaluar las alternativas de ajuste de los desbalances globales y el posicionamiento de América del Sur ante ello, será útil evaluar los desequilibrios de cuenta corriente actuales en base a tres dimensiones diferentes y complementarias: como desequilibrios comerciales entre exportaciones e importaciones, como desbalances entre el ahorro nacional y la inversión y como causa de flujos netos de financiamiento entre países superavitarios y deficitarios.

³ Portugal, Irlanda, Grecia y España.

4.1. Exportaciones, importaciones y competitividad

Empecemos con las importaciones y exportaciones. Si un país tiene que solucionar un déficit persistente de cuenta corriente, puede hacerlo aumentando sus exportaciones o reduciendo sus importaciones. Es decir, debe pasar de tener déficit de cuenta corriente a tener superávit. Obviamente, también podría dejar de pagar intereses o dividendos al exterior, pero ello implicaría romper los contratos existentes y enfrentar los costos en términos de no acceso a nuevo financiamiento. Por otro lado, si un país tiene superávit persistente, una vía expeditiva de corrección es la de gastar más en importaciones.

Cuando se lo observa desde este punto de vista, está claro que el rebalanceo global requiere de cambios importantes en la competitividad relativa del sector transable en los grandes bloques que sólo pueden lograrse vía productividad o vía costos internos. Los países deficitarios deberían aumentar la productividad a un ritmo superior a los superavitarios para mejorar la competitividad y/o bajar sus costos por medio de la deflación o la depreciación de la moneda. Si tenemos en cuenta el conjunto de hechos estilizados de la sección anterior, resulta claro que una solución de este tipo no es fácil. Primero, China debería abandonar la estrategia de moneda depreciada y encontrar un nuevo modelo de desarrollo; segundo, los países que siguen estrategias de auto-seguro deberían aceptar más riesgo de crisis en un mundo donde el apoyo ante situaciones de iliquidez que brinda la AFI sigue siendo limitado y de condicionalidad incierta (lo que está ocurriendo en Grecia no ayuda demasiado). Tercero, Estados Unidos debería dejar que el dólar se deprecie, lo cual debería ocurrir de manera ordenada para evitar una presión excesiva sobre el sistema monetario internacional y la estabilidad financiera. Cuarto, en Europa los problemas de competitividad de Alemania y, digamos, los PIGS son muy distintos, de lo que se sigue que no existe un tipo de cambio que se adapte a las necesidades de todos; por ello no sorprende que el régimen del euro esté sufriendo presiones enormes. Quinto, en todos los casos habría cambios muy fuertes en las rentabilidades sectoriales a nivel doméstico con costos de ajuste real no triviales en términos de obsolescencia del capital, desempleo estructural y conflicto distributivo.

Ante estas dificultades, el escenario que prevalecerá es difícil de anticipar ya que las decisiones dependen de factores de economía política que van desde las decisiones sobre el modelo de desarrollo en China hasta el manejo del desempleo y del sistema euro en Europa. En particular, es difícil descartar un escenario con brotes proteccionistas donde los países deficitarios tratan de maximizar sus exportaciones netas y de obligar a los superavitarios a hacer concesiones.

Dentro de los escenarios posibles, uno de sesgo proteccionista es, obviamente, el más perjudicial para América del Sur ya que implica reducción en los flujos de comercio y, probablemente, en la profundidad de los mercados de capital globales. Un escenario mucho más beneficioso para América Latina en general es uno en el cual Estados Unidos deprecia gradualmente para ganar competitividad vía costos y China pasa a crecer más en función de su demanda interna. Estando la región en el área dólar la depreciación sería, en principio, beneficiosa para la competitividad de las exportaciones manufactureras. Esto favorecería sobre todo a América Central y México que poseen actividades de maquila ya que en el caso de América del Sur operarían otros factores que amortiguarían el efecto del dólar más barato. Esta última subregión se favorecería por un mayor gasto doméstico en China y otros países superavitarios porque aumentaría la demanda externa por sus recursos naturales. Además, usualmente, la depreciación del dólar lleva a mejoras en los términos del intercambio al aumentar el precio de las commodities en dólares. Este efecto tendría, también, consecuencias colaterales menos positivas. Tanto por la mayor demanda real como por los mayores precios en dólares aumentaría el superávit de cuenta corriente y ello pondría presiones sobre la competitividad. Asimismo, una situación externa positiva podría acicatear la entrada de capitales que suelen ser pro-cíclicos. El efecto comercio más el efecto entrada de capitales podría generar una situación de tipo de enfermedad holandesa⁴. Brasil y la Argentina, por ejemplo, enfrentarían un conjunto de precios relativos muy poco favorables para su competitividad industrial.

⁴ La enfermedad holandesa es el nombre general que se le asigna a las consecuencias perjudiciales sobre las competitividad de las exportaciones provocadas por un aumento significativo en los ingresos de divisas de un país, ya sea por la incorporación de un sector ligado a la industria extractiva, ya sea por flujo de capitales. (N. del E.).

4.2. Ahorro e inversión

Cuando se lo observa desde el punto de vista del ahorro y la inversión, un déficit de cuenta corriente equivale a una falta de ahorro o un exceso de inversiones y lo contrario ocurre con un superávit. Nótese que un país que invierte por encima de su ahorro nacional estará gastando por encima de sus ingresos y, por ello, es lógico que genere déficit de cuenta corriente, importando más de lo que exporta. En otras palabras, los ajustes de los desbalances vía exportaciones e importaciones no podrían ocurrir si el ahorro no aumentara en relación a la inversión en los países deficitarios y lo contrario ocurriera en los superavitarios.

En China, Alemania o Japón debería aumentar el consumo o la inversión y lo contrario debería ocurrir en Estados Unidos y los deficitarios. Está claro, por lo tanto, que el mundo no sólo debe reestructurar la oferta (productividad y costos) sino que, además, debe haber una reasignación de la demanda agregada: consumo, inversión y exportaciones. De nuevo, los hechos estilizados que marcamos no dejan mucho lugar para la complacencia: en buena medida los países que ahorran mucho e invierten poco actúan de esa forma por factores estructurales y no coyunturales: envejecimiento (Japón, Alemania); dificultad para cambiar el modelo de desarrollo (China); ahorro preventivo por falta de un prestamista de última instancia creíble en la AFI (emergentes que se auto-aseguran) y reasignación intertemporal de ingresos provenientes de recursos no renovables (países con recursos naturales). Por supuesto, que exista un exceso de ahorro en ciertos países no implica que deba haber exceso global de ahorro: otros países podrían invertir. El problema es que, por un lado, las oportunidades de inversión no abundan y, por otro, los mecanismos financieros de intermediación están dañados luego de la crisis.

Ante este escenario, los países de América Latina podrían beneficiarse a largo plazo si generaran condiciones propicias para absorber los excedentes estructurales de ahorro que existen en la economía global. Como ya se dijo, esto requiere trabajar en dos frentes: apuntalar el clima de inversión mejorando el marco institucional e implementar políticas para la competitividad y el crecimiento de forma de crear incentivos para la inversión en los sectores apropiados. Nótese, no obstante, que los países de América del Sur estaban antes de la crisis generando superávit. Esto, en principio, no habla a favor de la existencia de grandes incentivos para la inversión. Brasil, la economía más grande de la región, mostraba una tasa de inversión baja.

4.3. Flujos de financiamiento y sistema monetario

Pasemos, por último, al análisis de los desbalances desde el punto de vista de la cuenta capital. Si el ahorro nacional resulta insuficiente, un país deberá pedir fondos de ahorro en el exterior para terminar de financiar la inversión doméstica. Los fondos ingresarán al país bajo la forma de préstamos o de inversión extranjera directa. Por supuesto, esos préstamos e inversiones se estarán originando en un país superavitario. Esto indica que una reducción importante de los desbalances implicaría, seguramente, una reducción de los flujos netos de capital entre países, ya que existiría menos déficit para financiar y por lo tanto menores desequilibrios en la cuenta capital.⁵ Un escenario de reducción de desbalances abriría oportunidades y desafíos para América del Sur.

Una menor oferta de papeles seguros emitidos por los Estados Unidos podría generar demanda para deuda menos segura emitida en la región. Esto sería muy positivo si la oferta de fondos se canalizara a inversión eficiente; sería muy negativo, en cambio, si no se generaran oportunidades genuinas de inversión en el sector real. Un contexto de tasas de interés bajas y moneda apreciada terminaría alimentando una burbuja en el sector no transable, como ya ocurrió repetidas veces en el pasado.

Una menor emisión de dólares obligaría a buscar otras formas de generar liquidez internacional. Sería necesaria una reforma en el sistema monetario que permitiera la provisión de liquidez por otras vías. Por ejemplo, recurriendo a mayor emisión de DEG. Una reciente propuesta de las Naciones Unidas (Naciones Unidas, 2009) avanza en este sentido. En este escenario de reforma del sistema monetario, los países de la región podrían tratar de desarrollar mecanismos de *swaps* entre Bancos Centrales y *pooling* regional de reservas que le permitieran ahorrar en el costo de mantener reservas internacionales.

⁵ Obviamente, esto no quiere decir que debería haber una reducción similar en los flujos brutos. Dos países pueden intercambiar activos financieros sin que ello implique la existencia de necesidades netas de financiamiento. Ese intercambio puede obedecer, por ejemplo, al motivo diversificación.

Nótese, de cualquier forma, que el sendero monetario del ajuste está lejos de ser claro. Por un lado, es necesario que los Estados Unidos cierren sus desbalances exportando más e importando menos. Si no ocurre una explosión de productividad esto sólo puede darse a través de una desvalorización del dólar. Pero, a su vez, la desvalorización no será lineal: al reducirse la oferta de dólares y activos seguros en un contexto en que la demanda por esos activos tiene en parte origen estructural en fondos soberanos y acumulación de reservas, las fuerzas a favor de una revalorización del dólar estarán siempre presentes. Sobre todo en escenarios de mayor incertidumbre. Esto implica que la desaparición de los desbalances debería estar coordinada con las reformas en el sistema de generación global de liquidez. Como tal coordinación será muy difícil, los países de la región deberían estar preparados para escenarios de inestabilidad en el valor del dólar y en las condiciones de liquidez internacional.

5. Conclusiones

La crisis financiera internacional de 2008 y la necesidad subsiguiente de implementar políticas de estabilización macroeconómica pueden interpretarse como evidencia empírica a favor de la hipótesis siguiente: no era la gran moderación la que representaba el futuro de las economías emergentes sino que, en gran medida, eran las crisis emergentes las que representaban el futuro de la gran moderación. El colapso financiero puso en claro que las crisis financieras en las economías emergentes, las dificultades para implementar las instituciones del capitalismo o los desbalances globales no eran accidentes sino manifestaciones de fallas de coordinación y gobernanza de la economía global. Esto nos llevó a argumentar que serán necesarios cambios en las reglas de juego de la economía internacional y que los eventos de 2008 representaron un evento de ruptura de régimen.

Los signos de cambio de régimen son ya evidentes. En lo que hace al mundo emergente y el rol de la AFI, políticas que habían sido fuertemente desaconsejadas están siendo revalorizadas (ver Blanchard *et al.*, 2009; Claessens *et al.*, 2009; FMI, 2009a, b, 2010b; Mateos y Lago *et al.*, 2010; Ostry *et al.*, 2010). En este sentido se destacan, primero, la reivindicación de la intervención cambiaria con el objetivo de evitar una apreciación exagerada de la moneda que dañe la competitividad; segundo, la utilización de controles de capital como forma de suavizar los movimientos pro-cíclicos en los flujos de capital; tercero, la posición del FMI favorable a la provisión de liquidez en tiempo y forma, con menor énfasis en la condicionalidad y cuidado por evitar ajustes pro-cíclicos que puedan aumentar la probabilidad de un ajuste disruptivo.

Estos cambios en el paradigma de política, sin embargo, no son suficientes. Hay dos razones de peso: los efectos fiscales y financieros de largo plazo de la crisis recién se están manifestando y las fuerzas reales (productividad, población) que venían operando antes de la crisis siguen reclamando una respuesta de política. Y, siendo éstos problemas globales, la respuesta también deberá ser global. De hecho, las respuestas parciales y discrecionales pueden tener efectos muy negativos para la economía global y para América del Sur en particular. El mayor protagonismo del G-20 y del FMI e iniciativas a nivel regional en la UE y en Asia a través de Chiang Mai sugieren que la comunidad internacional percibe la necesidad de respuestas globales.

Sorprende, en este contexto, la pasividad de América del Sur en lo que hace a explorar respuestas regionales. Hemos visto que la región comparte una serie de características estructurales que contribuyen en principio a alinear sus intereses. Pero más allá de esto también existen problemas muy específicos a enfrentar a corto plazo:

- a. Proteccionismo financiero por efecto de las políticas de apoyo al sistema financiero en los países desarrollados y de los cambios en las regulaciones financieras que pueden generar externalidades bajo la forma de arbitraje regulatorio perjudicial para la inserción financiera de la región.
- b. Proteccionismo comercial, sobre todo si persisten altas tasas de desempleo en el mundo desarrollado.
- c. Burbujas alentadas por la permanencia de tasas de interés excesivamente bajas durante un período prolongado que alimenten la entrada de capitales y la exuberancia irracional.
- d. Oferta inestable de liquidez internacional debido a los desequilibrios en el sistema monetario internacional en un escenario de ajuste de los Estados Unidos y otros bloques clave.

Por supuesto, el cambio en el paradigma de política macroeconómica en el mundo desarrollado y en las AFI ha sido recibido con beneplácito por quienes habían marcado sus inconsistencias. Sin embargo, no parece haber mucho margen para el optimismo. La razón es que hasta ahora el cambio de paradigma ha sido básicamente motivado por las necesidades y urgencias de cada país y no tanto por el objetivo de establecer reglas de juego consistentes para la economía global. En este sentido, la crisis global puede concebirse como una forma extrema de manifestación de las fallas en la coordinación y gobernanza existentes en la economía global.

Abogar por arreglos regionales y globales no implica desconocer que los países que participan del sistema económico internacional tienen derecho a diseñar sus instituciones y tomar decisiones de política de forma descentralizada y autónoma. Pero hay que tomar también en cuenta que las reglas y prácticas que conforman la AFI, el régimen comercial y el sistema monetario global existen, justamente, porque es necesario coordinar instituciones y políticas de forma de asegurar la gobernanza de las transacciones internacionales y obtener el mejor equilibrio para la economía global, entre los que sea posible alcanzar. El juego de la cooperación es un juego de suma positiva. El juego del proteccionismo y las devaluaciones a costa del vecino, no.

Para evitar nuevas crisis, entonces, no alcanzará con cambios de paradigma de política en los países aisladamente. Se requiere un ejercicio de acción colectiva a nivel internacional orientado a cambiar las reglas que rigen la economía global de forma de asegurar la coordinación de las decisiones y la provisión de estructuras de gobernanza adecuadas. El modelo para diseñar el cambio de régimen global que se necesita, probablemente no esté disponible y se irá descubriendo dentro de un proceso de ensayo y error que generará costos para todos los países.

En este contexto, los líderes de la región enfrentarán un doble problema: primero, cómo actuar en la transición entre regímenes de forma de minimizar los costos a pagar dentro del proceso de prueba y error; segundo, cómo participar en las actividades de acción colectiva que definirán el nuevo régimen global. Esta última cuestión es eminentemente política y, por ende, el desafío es cómo organizar la región para maximizar su peso político en la arena internacional. América del Sur comparte muchos intereses debido a su forma de inserción en la economía internacional y, además, debería apalancar el hecho de que dos países de la región están en el G-20 que, hasta ahora, ha tenido un rol importante en la coordinación de las respuestas a la crisis.

Si bien es vital que la moneda no se aprecie para evitar fenómenos de enfermedad holandesa, lo cierto es que a largo plazo la clave de la competitividad y el crecimiento para la región está en aumentar la productividad. Y para ello es vital aumentar los mediocres coeficientes de inversión que se observan y mejorar las políticas para la innovación y la incorporación de tecnología. Justamente, si la región va a distinguirse en el mundo global, debería concentrar el esfuerzo en mejorar las oportunidades de inversión y los mecanismos financieros para absorber los excedentes de ahorro en un mundo donde lo que parece escasear son inversiones rentables. En este sentido, vale remarcar que nuestro análisis indica que el núcleo del desafío que enfrenta la economía global puede resumirse así: el desequilibrio global básico consiste en una escasez de demanda global o, lo que es lo mismo, un exceso del ahorro global sobre la inversión global. En buena medida los factores que explican la fortaleza del ahorro son estructurales. Por lo tanto, es la inversión la que debería aumentar. Los países que logren generar oportunidades de inversión con buenas políticas pro-competitivas en un ambiente de razonable calidad institucional no tendrán problemas para financiarlas.

Dado su nivel menor de acumulación de capital, América del Sur tiene objetivamente condiciones para generar proyectos de inversión con alta rentabilidad. De esto se sigue que los obstáculos a la inversión probablemente no se relacionen tanto con falta de oportunidades de inversión productiva sino con políticas públicas pro-competitividad débiles y mercados de capital poco profundos, que no crean un contexto favorable para que las oportunidades sean efectivamente aprovechadas. De aquí que sería razonable explorar arreglos regionales orientados a integrar los mercados de capital para darles mayor profundidad y diversidad y coordinar las políticas de competitividad en sectores diferentes a los recursos naturales. Entre los mecanismos insuficientemente explorados figuran la construcción de infraestructura para maximizar el comercio inter e intraindustrial regional; mercados de capital y bancos de inversión regionales; *pooling* de reservas; sistemas nacionales de innovación integrados.

En América del Sur, durante las décadas de los ochenta y los noventa, “segunda globalización” fue sinónimo de ajuste desordenado y crisis. Hoy, en cambio, con marcos macroeconómicos domésticos más ordenados, una demanda sostenida por recursos naturales y excedentes de ahorro en el mundo, una buena parte del desafío parece ser cómo organizarse para utilizar los recursos que existen para crecer. Por supuesto, un escenario de ajuste desordenado en un mundo proteccionista e inestable no puede descartarse, pero es bueno recordar que durante la década perdida de los ochenta la situación era tan descorazonadora que no había quedado ni siquiera lugar para la esperanza.

Referencias

Banco Mundial (2005). *International Financial Architecture: A Progress Report*. Information Note by World Bank Staff, 12 de julio.

Blanchard, O., G. Dell’Ariccia, y P. Mauro (2009). *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note, SPN/10/03.

Blanchard, O., y G. M. Milesi-Ferretti (2009). *Global Imbalances: In Midstream?*. IMF Staff Position Note, SPN/09/29.

CEPAL (2008). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2007-2008*. Santiago de Chile: CEPAL.

Claessens, S., G. Dell’Ariccia, D. Igan y L. Laeven (2010). *Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis*. IMF Working Paper, WP/10/44.

Fanelli, José María (Ed.) (2007). *Understanding Market Reform in Latin America. Similar Reforms, Diverse Constituencies, Varied Results*. Nueva York: Palgrave, Macmillan.

Fanelli, José María (Ed.) (2008). *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*. Nueva York: Palgrave, Macmillan.

Fanelli, José María y Juan Pablo Jiménez (2009). Crisis, volatilidad y política fiscal en América Latina. En O. Kacef y J. P. Jiménez (compiladores), *Políticas Macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*. Santiago de Chile: CEPAL.

FMI (2009a). *Review of Recent Crisis Programs*. Documento preparado por Strategy, Policy and Review Department in consultation with other departments. 14 de septiembre.

FMI (2009b). *Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF*. Documento preparado por Strategy, Policy, and Review Department. 18 de febrero.

FMI (2010a). World Economic Outlook Update. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/update/01/index.htm>

FMI (2010b). *Exiting from Crisis Intervention Policies*. Documento preparado por Fiscal Affairs, Monetary and Capital Markets, and Research Departments. 4 de febrero.

Krueger, A. (2003). *Detecting and preventing financial crises – Recent IMF approaches*. Discurso en Bretton Woods Committee Annual Meeting. 12 de junio. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/061203.htm>

Mateos y Lago I., R. Duttgupta, y R. Goyal (2009). *The debate on the International Monetary System*. IMF Staff Position Note, SPN/09/26.

Naciones Unidas (2009). Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. Nueva York. 21 de septiembre.

Obstfeld M., y K. Rogoff (2009). *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*. Documento preparado para Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference. Santa Bárbara, California, 18-20 de octubre.

Obstfeld, M., J. C. Shanmuga, y A. M. Taylor (2008). *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*. NBER Working Paper 14217.

Ocampo, J. A. y S. Griffith-Jones (2009). *Building on the counter-cyclical Consensus: A policy agenda*. Documento preparado para High-Level Roundtable "Toward Basel III?". Bruselas, 12 de octubre.

Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, y D. B. B. Reinhart (2010). *Capital Inflows: The Role of Controls*. IMF Staff Position Note, SPN/10/04.

Park, Y. C., Y. Wang, y D. Yong Yang (2008). Regional and Multilateral Efforts: Institution-Building. En José María Fanelli (Ed.), *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures*. The Developing World Experience. Nueva York: Palgrave, MacMillan.

Rodrik, Dani (2009). *Making Room for China in the World Economy*. 17 de diciembre. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4399>