



La acción internacional es imprescindible

Roberto Frenkel¹

Desde el mismo momento en que se reconoció la emergencia de una crisis financiera en los Estados Unidos se percibió que la perturbación se extendería y afectaría a otros países. Resultaba evidente que el sistema financiero norteamericano es el núcleo central de una trama de vínculos que entrelaza los sistemas financieros nacionales de prácticamente todo el mundo. La trama es particularmente densa entre los países desarrollados. Una crisis en el centro de un sistema financiero globalizado es una crisis global y así fue rápidamente percibido. Junto con esta percepción, también muy tempranamente, distintas voces plantearon que las medidas para frenar la crisis y revertir las tendencias disruptivas debían ser globales. Esto es, las medidas a ser adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales debían coordinarse, ejecutarse más o menos simultáneamente y monitorearse conjuntamente. Pero esta actividad internacional enfrenta una tremenda dificultad: las instituciones capacitadas para generar o recibir iniciativas, consensuarlas, coordinarlas y aplicarlas son inexistentes, débiles o están mal diseñadas para cumplir esas funciones.

El surgimiento de la crisis puso de relieve la característica más peligrosa del proceso de globalización financiera. En el proceso se globalizaron los agentes privados y los mercados financieros, pero no se desarrollaron en paralelo instituciones internacionales de regulación y supervisión ni mecanismos internacionales de provisión de liquidez similares a los que existen en los sistemas nacionales. Hay agentes financieros que desarrollan sus negocios en muchos países, de modo que si enfrentan problemas en algunos de ellos, esto afecta la situación y la conducta de sus filiales y ramas en otros países. Las carteras de los agentes están diversificadas internacionalmente, de tal manera que las pérdidas sufridas por algunos activos repercuten en muchos sistemas nacionales. Esto resulta ahora bien evidente, porque es en el sistema norteamericano donde se encuentran los principales agentes con problemas y se generaron los principales activos perdidos. Actualmente la globalización financiera implica que los

¹ Febrero de 2009.



mecanismos de transmisión de la crisis operan fluidamente a través de las fronteras. En cambio, las instituciones de regulación y supervisión, los prestamistas de última instancia y la autoridad de las entidades están circunscritos a los límites nacionales.

Los Estados Unidos, en particular, y generalmente los países desarrollados se han opuesto en el pasado a construir una "arquitectura financiera internacional" más capacitada para prevenir las crisis y combatirlas cuando éstas se presentan. La construcción no es fácil, porque supone la cesión de soberanías nacionales a entes supranacionales. Pero las urgencias que plantea la crisis y lo evidente que resulta la necesidad de una acción internacional coordinada – reconocida e invocada explícitamente por los gobiernos de los países desarrollados – llevaba a esperar importantes iniciativas en este ámbito. Sin embargo, aunque se pusieron en práctica algunas medidas de alcance global y se coordinaron internacionalmente algunas políticas, las tendencias apuntan a que las medidas anticrisis sean decididas y aplicadas en forma aislada por los países y a una declinante actividad en el plano internacional.

Esas tendencias afectan negativamente la eficacia de las medidas anticrisis en los países desarrollados, pero afectan mucho más a los países en desarrollo, porque éstos tienen menores posibilidades de actuar individualmente para frenar las crisis financieras y revertir las contracciones de la actividad y el empleo.

Hubo coordinación internacional, por ejemplo, entre los bancos centrales de Estados Unidos, Europa, Inglaterra, Canadá y Suecia, seguidos por el banco central de China, cuando se decidió reducir simultáneamente las tasas de interés a principios de octubre de 2008. La coordinación reforzó la señal provista por la baja de las tasas, como fue ponderado por muchos comentaristas. En contraposición, el fracaso europeo en coordinar un paquete común de rescate financiero, también en octubre del año pasado, mostró cuán difícil se presenta la coordinación, aún en un área como la Unión Europea, que supone reunir las mejores condiciones para viabilizarla.

Entre las medidas de alcance global que se adoptaron cabe mencionar los acuerdos de swap suscritos el año pasado por la Reserva Federal con catorce bancos centrales, incluidos los de cuatro países de mercado emergente: Brasil,



México, Corea y Singapur. Fue una medida importante en un momento muy oportuno, pero con alcance internacional limitado y sin desarrollo posterior.

Las iniciativas internacionales también incluyen la activación del G20, requerida por Sarkozy y aceptada por Bush. El G20 ha tenido reuniones cumbres y sus comisiones técnicas están trabajando. La institución podría ser la indicada para formular iniciativas y coordinar medidas internacionales. Pero, por lo que sabemos, se ha dado una agenda limitada, en la que están ausentes cuestiones cruciales. La significación de las actividades del G20 dependerá del peso que quiera poner en este ámbito el gobierno de Obama. Por ahora, las nuevas autoridades de los Estados Unidos no han dado indicaciones de interesarse en acciones internacionales.

El Fondo Monetario Internacional

A fines de octubre de 2008 el FMI comunicó la creación de una nueva línea de otorgamiento rápido – la Short Term Liquidity Facility – que ofrece hasta 500% de la cuota del país en el FMI, por tres meses, renovable dos veces. La única condicionalidad de la línea es la existencia de una evaluación previa favorable en el informe regular preparado por el FMI en el marco del artículo IV. Ningún país la requirió hasta ahora. Por otro lado, desde setiembre de 2008 el FMI ha suscrito programas tradicionales de stand-by con Bielorrusia, El Salvador, Georgia, Hungría, Islandia, Latvia, Paquistán, Serbia, Seycheles y Ucrania. Estos países se encuentran entre los que más sufren las consecuencias de la crisis global. Como se ve, la acción del FMI en la crisis no parece muy novedosa e importante.

Sin embargo, ha habido cambios en el FMI. La condicionalidad de los programas es menos restrictiva y más específica que en el pasado. Además, la institución, principalmente a través de Strauss-Kahn y Olivier Blanchard (el nuevo economista jefe), promueve la instrumentación de políticas nacionales fiscales expansivas, también en los países en desarrollo, para contrarrestar las tendencias recesivas que impone la crisis global. Pero el FMI ha prestado menos atención al financiamiento de dichas políticas en los países en desarrollo, como se verá enseguida.



Planteamos arriba que la tendencia al aislacionismo en las medidas anticrisis y el decaimiento de las iniciativas internacionales afecta principalmente a los países en desarrollo. Este punto puede ilustrarse considerando la factibilidad de los programas públicos expansivos que promueven actualmente las autoridades del FMI, como hacemos a continuación.

La crisis en los países desarrollados

En los países desarrollados, la crisis global se manifiesta en pérdidas de riqueza y desintermediación financiera. Ambos factores inducen la contracción de las demandas de consumo e inversión y la caída multiplicada de la producción y el empleo. El público y los intermediarios financieros huyen de los activos y bancos riesgosos y orientan la demanda hacia dinero y activos seguros, como los bonos públicos. Hay atesoramiento de moneda y mayor demanda de títulos públicos. Estas conductas implican que el gobierno enfrenta una mayor oferta de financiamiento, a menor precio. Con esta oferta acrecida el gobierno puede financiar la expansión del gasto público para (intentar) compensar la contracción del gasto privado y revertir la tendencia recesiva. En los Estados Unidos la huida a la calidad significa una mayor demanda de títulos del Tesoro, cuyas tasas de interés están en un mínimo. La posibilidad de default de estos títulos es prácticamente nula, pues el gobierno emite deuda en su propia moneda. Una amenaza que puede percibir el tenedor de bonos del Tesoro es una rápida depreciación de los mismos, porque se extienda la creencia de que la deuda pública crece de manera insostenible. Nada indica por ahora que esa amenaza sea inminente y los títulos continúan siendo el refugio privilegiado. Otra amenaza posible es que el valor de los títulos sea licuado por una inflación acelerada. Esta amenaza tampoco parece realista, porque la evidencia muestra una tendencia deflacionaria.

La situación es análoga en Japón y Europa. En el área del euro el panorama es algo más complejo porque aquí sí hay una percepción de que las deudas públicas de algunos países vienen creciendo de modo insostenible. Los títulos públicos de Italia y Grecia, por ejemplo, cotizan con descuento significativo con relación a los títulos alemanes. Pero difícilmente la Unión Europea, a riesgo de su disolución, permita que Italia o Grecia incurran en el default o las reestructuraciones forzosas



de sus deudas públicas. Los grados de libertad fiscal de estos países son menores que en Alemania, el financiamiento es más costoso para los mediterráneos que para los germanos, pero esto deberá arreglarse en las negociaciones europeas. Así lo cree por ahora el público que huye de los activos riesgosos, aunque, como indicamos, prefiere algunos títulos públicos europeos que otros.

En resumen, en los países desarrollados la crisis financiera induce mayor demanda de dinero y títulos públicos, que facilita el financiamiento de programas fiscales expansivos.

Consideremos ahora los efectos sobre los balances de pagos. En los países desarrollados las repercusiones internacionales a través de la contracción del comercio afectan más o menos simétricamente las exportaciones y las importaciones, de manera tal que la crisis no tiende generalmente a producir o agravar problemas en la cuenta corriente. Además, no hay fuga de capitales. De modo que en estos países, cuyas monedas nacionales son también monedas de reserva internacional, la crisis financiera no se traduce en problemas en el balance pagos, ni por la cuenta corriente ni por la cuenta de capital.

La crisis en los países en desarrollo

Las manifestaciones de la crisis son más complejas en los países en desarrollo. También en estos casos la crisis se manifiesta en pérdidas de riqueza, contracción del crédito y caída de la demanda agregada con efectos recesivos sobre la producción y el empleo. Pero, a diferencia de los países desarrollados, la desintermediación financiera provoca la caída de las demandas de moneda local y títulos públicos. Como en los países desarrollados, el público y los intermediarios financieros huyen de los activos riesgosos, pero en los países en desarrollo el conjunto de activos riesgosos incluye los títulos públicos y los activos de corporaciones locales sujetos al riesgo país. La fuga a la calidad vuelca la demanda hacia moneda y títulos públicos de los países desarrollados. En los países en desarrollo la crisis global se manifiesta en salida de capitales.

En los países en desarrollo, las repercusiones a través de la contracción del comercio internacional también inducen un empeoramiento de la cuenta corriente.



En estos países las importaciones se especializan en productos manufacturados, mientras que las exportaciones tienen un mayor peso relativo de commodities. La elasticidad-precio de las commodities es mayor que la de las manufacturas, de modo que la contracción del comercio deteriora los términos de intercambio. El deterioro de la cuenta corriente y la salida de capitales inducen devaluaciones y expectativas de devaluación. Las expectativas de depreciación de las monedas locales incentivan su menor demanda y refuerzan la fuga de capitales.

En resumen, en los países en desarrollo la crisis global tiene dos efectos adicionales a los que se observan en los países desarrollados. En primer lugar, la crisis induce un empeoramiento del balance de pagos, simultáneamente por la cuenta corriente y por la cuenta de capital. En los casos más frágiles, por ejemplo los que requirieron recientemente programas del FMI y también en algunos países pequeños de Europa y Medio-Oriente y países de economías de transición, la crisis global ya provocó crisis de balance de pagos. En otros países en desarrollo, el deterioro de los balances de pagos continúa y los coloca en condiciones de creciente fragilidad externa.

En segundo lugar, en los países en desarrollo la crisis reduce la oferta de financiamiento internacional y local a los gobiernos y encarece su precio. Para sostener las finanzas públicas (y afianzar al mismo tiempo el sector externo) muchos de estos países se ven forzados a hacer lo contrario de lo que se requeriría para frenar la recesión: deben reducir el gasto público y elevar las tasas de interés. Esta es la condicionalidad tradicionalmente exigida por el FMI en sus programas de apoyo y aplicada nuevamente en varios de los acuerdos de stand-by suscritos desde setiembre del año pasado. Los países que se ven forzados a la mayor austeridad fiscal y a elevar las tasas de interés, realimentando la tendencia recesiva inducida por la crisis, no lo hacen generalmente por sesgo ideológico. Los gobiernos probablemente valoran que las consecuencias del default de las deudas pública y externa serían peores que la recesión (al menos para los gobiernos) y optan por políticas fiscales y monetarias contractivas.

La tensión entre la necesidad de políticas monetarias y fiscales expansivas y la escasez y el alto precio del financiamiento externo y del sector público existe en muchas otras economías en desarrollo, además de aquellas que la crisis global



encontró en condiciones de gran fragilidad. El FMI se encuentra al respecto en una ostensible contradicción: por un lado pregona la necesidad de políticas fiscales expansivas para atenuar las tendencias globales recesivas mientras que varios de sus programas recientes establecen políticas fiscales y monetarias contractivas.

Un programa fiscal expansivo global

El pregón de las autoridades del FMI a favor de políticas fiscales expansivas es correcto, pero el propio desarrollo de la crisis reduce la factibilidad de dichas políticas en muchas economías en desarrollo. La contradicción resulta de la inexistencia de una acción internacional coordinada para dar viabilidad financiera a un conjunto de programas fiscales expansivos de ejecución simultánea en numerosos países en desarrollo. Las autoridades del FMI están limitadas por el monto de recursos disponibles y por las líneas de asistencia existentes. Estas han sido concebidas para atender los problemas que se presentan en uno o algunos países en un contexto de normalidad en el resto y en el mercado financiero internacional. Dichas líneas han sido concebidas para atender necesidades de corto plazo de un país con problemas de balance de pagos y facilitar su re acceso a fuentes normales de financiamiento. Aún así, el monto de recursos disponibles y la naturaleza de los programas de asistencia se veían insuficientes e inadecuados en el contexto de globalización financiera, como ha sido muchas veces criticado. Pero el contexto internacional actual y la situación del mercado financiero son completamente novedosos, al punto de hacer evidente una patética contradicción entre lo que las autoridades del FMI manifiestan que debería hacerse y lo que le permiten hacer los recursos disponibles y las líneas existentes.

Para hacer lo que el FMI dice querer hacer se requiere algo diferente. Una inyección importante de financiamiento internacional capacitada para financiar programas de expansión del gasto público en numerosas economías en desarrollo que enfrentan restricciones de financiamiento público y externo. Como se planea en los Estados Unidos, estos programas deberían tener dos focos. Uno, la atención de la población más vulnerable, mediante programas de asistencia social, salud y educación, cuyos efectos multiplicadores de corto plazo son presuntamente mayores. Dos, el reforzamiento de la infraestructura, la protección del medio ambiente y el desarrollo tecnológico, para que estas componentes del gasto



público contribuyan a acelerar el desarrollo de los países. Los plazos de estos financiamientos no deberían ser cortos. En primer lugar, porque no se trata de superar una emergencia sino de señalar una expansión prolongada para recuperar los animal spirits. En segundo lugar, porque los programas de inversión deberían tener el financiamiento asegurado hasta su finalización. Las tasas de interés deberían ser bajas. A diferencia de los programas de emergencia, que penalizan al país asistido para evitar el moral-hazard, en este caso los programas deberían ser promovidos, porque se trata de incentivar a los gobiernos para adoptar políticas que tienen externalidades positivas para el conjunto de miembros del Fondo. Los países en desarrollo podrían reclamar tasas de interés semejantes a las que enfrenta el gobierno de Estados Unidos para el financiamiento de su propio programa.

El instrumento está disponible. Los Derechos Especiales de Giro fueron creados en 1967. Estados Unidos ha bloqueado desde entonces la expansión de los DEGs aduciendo el temor a la inflación que podría generar una expansión importante de este medio de crédito y pago internacional. La Reserva Federal y los bancos centrales de los países desarrollados no han dudado en expandir masivamente las ofertas de moneda, porque la amenaza actual no es la inflación sino la deflación. Pero el incremento de la oferta de monedas de reserva ha llegado en cuenta-gotas a algunas economías en desarrollo, por decisión unilateral de la Reserva Federal y para atender exclusivamente dificultades de pagos en dólares de empresas y bancos.

El FMI debería decidir una emisión importante de DEGs y ofrecer una nueva línea a los gobiernos para financiar los mencionados programas anti-crisis. Los receptores de los créditos deben ser los gobiernos, no los bancos centrales de los países. No se trata (exclusivamente) de reforzar las reservas internacionales. Si la acción internacional se limitara al apoyo de reservas, sin atender las necesidades financieras de los gobiernos, los nuevos recursos creados podrían terminar financiando principalmente ulteriores salidas de capital.

La orientación descrita ilustra el tipo de acciones internacionales que no puede ser reemplazado por iniciativas ad-hoc (como los swaps de la Reserva Federal) o tratamientos caso por caso (como los recientes programas suscritos por el FMI). Su mero enunciado sugiere inmediatamente otras acciones internacionales que



deberían complementar la descrita. Por ejemplo: ¿Puede instrumentarse una acción internacional como la sugerida sin establecer algún acuerdo internacional sobre los tipos de cambio reales de los países? En el contexto de la crisis actual un acuerdo sobre los tipos de cambio parece por sí mismo imprescindible para evitar la guerra de devaluaciones. Pero un acuerdo de este tipo resultaría actualmente intratable en forma aislada, porque las actitudes defensivas predominan sobre el interés en la cooperación internacional. En cambio, en el contexto del establecimiento de un programa expansivo fiscal de carácter global, la discusión de los tipos de cambio no solamente se hace más asequible sino que parece necesaria. Una inyección importante de liquidez internacional afectaría sensiblemente los mercados de cambios, de modo que se requeriría un acuerdo internacional para acotar las fluctuaciones en un entorno que sea considerado satisfactorio por el conjunto de países.

En dirección semejante, probablemente con mayor urgencia, estaría una acción internacional para evitar la generalización de prácticas proteccionistas. Al respecto, es sumamente preocupante la cláusula de "compre nacional" que incorporaría el programa de aumento del gasto en los Estados Unidos. Esta cláusula es un ejemplo de la tendencia aislacionista que parece afirmarse en las medidas frente a la crisis global. Aún más que la cuestión de los tipos de cambio, en la que Estados Unidos muestra un interés por el caso de China, la tendencia proteccionista parece difícilmente tratable en el contexto internacional actual. Pero en el marco de un programa fiscal global expansivo y a iniciativa de los países en desarrollo, un acuerdo para evitar el resurgimiento del proteccionismo parece más alcanzable.

La acción internacional descrita arriba no excluye la utilización de la nueva emisión de DEGs para otros fines. Entre éstos, tiene gran prioridad el apoyo a los países en desarrollo para atender las necesidades de financiamiento requeridas por los rescates y reestructuraciones de los sistemas financieros nacionales que así lo requieran. El FMI tiene más experiencia al respecto que en el apoyo a programas fiscales expansivos, porque las crisis financieras han sido frecuentes en las economías en desarrollo. Pero la magnitud de la necesidad potencial de recursos que surge del desarrollo de la crisis global supera por mucho la disponibilidad actual del FMI.