

# LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO Y EL SISTEMA MUNDIAL DE RESERVAS

José Antonio Ocampo\*

La magnitud de la actual debacle financiera ha hecho que se preste menor atención a otra serie de temas financieros internacionales que habían estado en el centro del debate en años recientes: los grandes desequilibrios de pagos a nivel global y sus vínculos con el sistema mundial de reservas. El crecimiento esperado de la deuda pública y la masiva expansión monetaria de los Estados Unidos, en conjunto con los estímulos económicos desiguales que se han adoptado en distintas partes del mundo para hacer frente a la crisis, son los dos motivos principales de por qué se debe presentar de nuevo atención a estos temas.

Este ensayo analiza las deficiencias básicas del actual sistema mundial de reservas y sus vínculos con los desequilibrios de pagos globales. Está dividido en cuatro secciones. La primera examina las deficiencias básicas del sistema. La segunda y la tercera consideran con mayor detalle su inestabilidad e inequidades. La última sección contempla los posibles caminos de reforma, con especial atención al papel de los Derechos Especiales de Giro (DEG).

## 1. Las deficiencias del sistema actual

El sistema mundial de reservas muestra tres deficiencias fundamentales. Todas ellas están relacionadas, a su vez, con el hecho de que dicho sistema adolece de mecanismos para garantizar que los superávit y déficit en la balanza de pagos (esto es, los desequilibrios de pagos globales) se compensen entre sí sin generar efectos adversos sobre la actividad económica mundial. La mayoría de estas deficiencias generan sesgos

---

\* Profesor de la Universidad de Columbia, y miembro de la Comisión de Expertos de la Asamblea General de Naciones Unidas sobre Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional. Anteriormente Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Ministro de Hacienda y Crédito Público de Colombia. Este ensayo es una versión revisada del presentado en la Conferencia sobre "Política monetaria; ¿Qué hemos aprendido desde una perspectiva de largo plazo y de la presente crisis?", organizada por el Fondo Latinoamericano de Reservas y la Corporación Andina de Fomento, en Cartagena, agosto 10 y 11 de 2009 y publicado en José Antonio Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steinberg (ed.), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Madrid: AFI, Fundación ICO, ICEI y Real Instituto Elcano. Agradezco el apoyo de la Fundación Ford a la realización de este trabajo.

deflacionarios a nivel mundial, pero algunas pueden generar también riesgos inflacionarios.

El primer problema, que fue destacado por John M. Keynes durante los debates que precedieron a la creación de los acuerdos de Bretton Woods, es que el presente sistema monetario internacional –al igual que todos los sistemas que le precedieron— tiene un sesgo en contra de los países deficitarios (Keynes, 1942-1943). Esto tiende a generar un efecto deflacionario global: si los ajustes que necesitan adoptar los países deficitarios para equilibrar sus cuentas externas no encuentran financiación en cantidades suficientes (o si estos países no consideran conveniente mantener tales déficit y la financiación asociada a ellos), no tienden a estar compensados con políticas expansivas en los países superavitarios, ya que no experimentan una presión similar a ajustar sus cuentas. Este problema puede denominarse el *sesgo antikeynesiano*.

La segunda deficiencia, que se conoce en la literatura como el *dilema de Triffin*, tras el trabajo pionero de Robert Triffin (1961, 1968), está asociada al hecho de que un sistema *internacional* de reservas basado en una moneda *nacional* (el dólar estadounidense) –y, más en general, un número limitado de monedas nacionales o regionales (el euro en la actualidad)— es inherentemente inestable. La única manera como el resto del mundo puede acumular activos netos en dólares es si los Estados Unidos incurre en un déficit en cuenta corriente. Sin embargo, los déficit estadounidenses tienden a minar la confianza en el dólar como moneda de reserva. Tal pérdida de confianza puede conducir a ajustes orientados a restaurar su credibilidad, pero esto genera un efecto recesivo a nivel mundial –es decir, nuevamente un sesgo deflacionario.

Al apropiarse de los derechos de señoraje que le proporciona el ser el centro del sistema monetario mundial, la acumulación de reservas en el resto del mundo genera una transferencia hacia Estados Unidos. Pero, además, su posición como centro del sistema mundial de reservas proporciona a dicho país el privilegio adicional de llevar a cabo una política monetaria verdaderamente autónoma –es más, de imponerla al resto del mundo. La razón básica de esto es la percepción (y consecuente uso) de los bonos del Tesoro estadounidense como los “activos más seguros” de toda la economía mundial, lo cual implica que los determinantes de las tasas de interés norteamericanas son relativamente independientes del tipo de cambio del dólar respecto a otras divisas.

Por este motivo, Estados Unidos no considera que el debilitamiento real o probable de su moneda sea un problema importante que se debe corregir. La ausencia de restricción para la política monetaria estadounidense implica que, en contra de los planteamientos clásicos de Keynes sobre el sesgo deflacionario del sistema mundial de reservas, un patrón fiduciario internacional basado en el dólar (o simplemente patrón fiduciario dólar) puede mostrar durante ciertos períodos el fenómeno opuesto: un sesgo inflacionario. Sin embargo, aunque Estados Unidos puede incurrir en excedentes de gastos sin que enfrente restricciones reales de balanza de pagos, no puede captar totalmente los beneficios de sus políticas expansivas, dado que éstas se “exportan” al resto del mundo a través del deterioro de la cuenta corriente de su balanza de pagos.

La tercera deficiencia del actual sistema de reservas es su carácter inequitativo. La necesidad de acumular reservas internacionales obliga a los países en vías de desarrollo a transferir recursos hacia aquellos países que emiten esas monedas de reserva, generando un proceso de “ayuda inversa” (véase el informe Zedillo, publicado por Naciones Unidas, 2001). Nos referiremos a este problema como el *sesgo hacia la desigualdad*. Éste se ha visto magnificado en estas últimas décadas de liberalización financiera y del mercado de capitales, ante las presiones ejercidas por los flujos fuertemente procíclicos que los países en desarrollo enfrentan en los mercados financieros mundiales que, a su vez, reducen su margen para emprender políticas macroeconómicas anticíclicas. Tales hechos han derivado, como veremos, en una masiva acumulación de reservas internacionales por parte de los países en desarrollo como una forma de “auto-aseguramiento” o, mejor, “auto-protección” ante posibles interrupciones bruscas del financiamiento externo. A ello se agrega a la demanda “preventiva” de reservas más tradicional de los países exportadores de materias primas, que los lleva a acumular reservas como previsión por las eventuales reducción de los precios de dichos productos. Un fenómeno más general de este tipo se presenta en las economías orientadas a la exportación ante la volatilidad del comercio internacional.

La acumulación de reservas internacionales puede ser vista como la respuesta racional de cada uno de los países a un sistema que carece de un “seguro colectivo” que funcione bien ante las crisis de balanza de pagos. Además, el hecho de que el único seguro colectivo disponible, el financiamiento de emergencia del Fondo Monetario Internacional (FMI), es considerado inaceptable por muchos países por sus cláusulas de condicionalidad que lo acompañan, aumenta, de hecho, la demanda de estrategias de

autoprotección. Para el caso de los países en desarrollo, esta estrategia consiste en demandar reservas internacionales para protegerse tanto del comportamiento procíclico de la cuenta de capitales como de las fluctuaciones del comercio internacional. Aunque esto es racional desde la perspectiva particular de cada país, dicha estrategia genera una “falacia de composición”, ya que acciones que son racionales desde el punto de vista de cada país tienden a empeorar los desequilibrios de pagos mundiales y crean también un sesgo deflacionario en el sistema mundial. Este problema se puede denominar el *vínculo desigualdad-inestabilidad*.

Es importante hacer hincapié en que los tres problemas básicos que evidencia el actual sistema no se resolverían por el hecho de que varias monedas nacionales (o regionales, como es el euro) compitieran por el estatus de moneda internacional de reserva. Aunque este modelo de múltiples monedas de reserva ofrece a los países en desarrollo la ventaja de poder diversificar sus activos internacionales, la inversión de las reservas se haría de todas formas en activos de países industrializados, por lo que la ayuda inversa antes aludida seguirá siendo una característica del sistema.

La flexibilidad en los tipos de cambio que existe hoy permitiría que un sistema de competencia entre monedas de reserva resistiera los embates sobre las paridades fijas que terminaron por hacer colapsar tanto el patrón bimetálico en el siglo XIX como el patrón oro-dólar a principios de los años setenta del siglo XX. Sin embargo, dicha flexibilidad añade un elemento adicional de inestabilidad a un sistema puramente basado en el dólar, asociado con la volatilidad en el tipo de cambio entre las principales monedas de reserva –un problema que, de alguna manera, ya está presente en el sistema actual. Tal volatilidad genera ganancias y pérdidas significativas para los bancos centrales en el manejo de sus reservas y elimina, de hecho, una de las características que deben tener los activos de reserva: ser “seguros” o de bajo riesgo.

Del mismo modo, si los bancos centrales respondieran a las fluctuaciones sobre los tipos de cambio mediante cambios en la composición de sus reservas internacionales, alimentarían la propia inestabilidad de los tipos de cambio. Bajo esas condiciones, un sistema de múltiples monedas de reserva generaría crecientes demandas a adoptar un acuerdo de tipos de cambio fijos (esto es, una vuelta al esquema de Bretton Woods), al menos para las monedas de reserva. No obstante, fijar las tasas de cambio entre las principales monedas en un mundo caracterizado por la gran movilidad de

capitales sería una tarea de grandes proporciones. Debe añadirse que, dada su alta demanda de reservas internacionales, los países en desarrollo sufren desproporcionadamente la inestabilidad en los tipos de cambio de las monedas de reserva.

Esto implica que las principales deficiencias sólo pueden resolverse mediante una reforma profunda del sistema mundial de reservas. Aunque podrían diseñarse otras alternativas –tales como la propuesta por Keynes de crear un mecanismo de compensación internacional y soluciones similares<sup>1</sup>—, la más viable consiste en completar la transición que fue iniciada en los años sesenta con la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEG). Esto implica colocar en el centro del sistema una moneda mundial de carácter fiduciario, completando una tendencia de la evolución de los sistemas monetarios nacionales e internacionales desde el siglo XIX (Triffin, 1968). Dado el carácter procíclico de los movimientos de capital que enfrentan los países en desarrollo, así como la elevada demanda de reservas internacionales que ello genera, la adopción de un esquema de este tipo debería estar acompañada de otras iniciativas dirigidas a garantizar que las colocaciones de DEG sean empleadas para corregir al menos parcialmente los problemas que los países en desarrollo afrontan bajo el sistema actual.

## **2. La inestabilidad del actual sistema mundial de reservas**

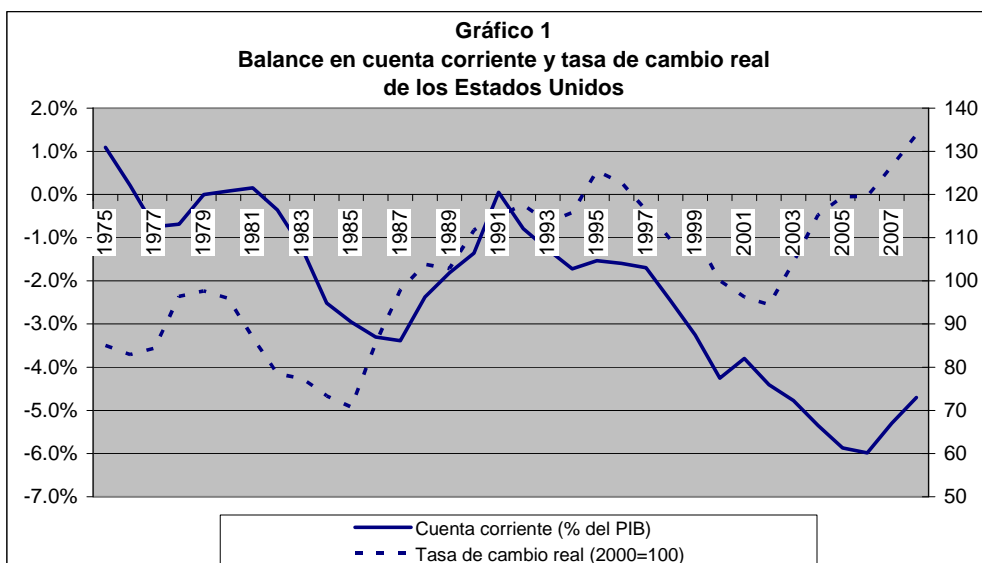
La reaparición cíclica de los desequilibrios de balanza de pagos en Estados Unidos está estrechamente relacionada con la naturaleza del actual sistema mundial de reservas. Durante las primeras fases de la posguerra hubo un claro sesgo deflacionario en la economía mundial en lo que se denominó “escasez de dólares” (*dollar shortage*). La acumulación gradual de reservas en dólares generó con el tiempo una presión sobre las reservas de oro estadounidenses que los principales países trataron de evitar constituyendo un “fondo común de oro” (*gold pool*) (Eichengreen, 2007). El fracaso de este acuerdo y el sesgo crecientemente inflacionario que mostró el sistema, asociado al aumento de los déficit estadounidenses, condujeron al abandono de la

---

<sup>1</sup> Véase por ejemplo D’Arista (1999), así como la interesante propuesta realizada en los años sesenta para configurar un sistema de reservas basado en materias primas, que presenta características anticíclicas de especial interés (Hart, Kaldor y Timbergen, 1964). Dejamos aparte la discusión acerca de un retorno al patrón oro, que colapsó por sus propios méritos y resultaría inviable bajo el “liberalismo incorporado” de los acuerdos adoptados después de la Segunda Guerra Mundial, tal como lo resalta Eichengreen (1996).

paridad dólar-oro a comienzos de los años setenta. En todo caso, durante la fase en que predominó el patrón dual dólar-oro (o patrón de cambio-oro), Estados Unidos registró un superávit en cuenta corriente y la provisión de liquidez de dólares al resto del mundo fue realizada a través de los déficit de la balanza de capitales.

En cambio, bajo el patrón fiduciario dólar que le sucedió desde comienzos de los años setenta, los déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos han sido la regla, más que la excepción. Durante las pasadas tres décadas y media, el sistema se ha visto asolado también por un ciclo crecientemente intenso de expansión y contracción en el déficit corriente de los Estados Unidos, que ha estado asociado, a su vez, con fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio real de la principal moneda de reserva, como se observa en Gráfico 1. Las correcciones en el déficit en cuenta corriente norteamericano han tenido lugar siempre en el marco de desaceleraciones de la economía mundial.



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales. La tasa de cambio real se muestra de tal forma que un aumento indica una depreciación real (la convención contraria a la que utiliza el FMI). Se estima, por lo tanto, como el inverso de la tasa de cambio real calculada por el Fondo.

El primer ciclo de este tipo tuvo lugar durante la segunda mitad de la década de los setenta: crecientes déficit en 1977-1978 seguidos de una política monetaria fuertemente contraccionista adoptada a finales de 1979, en gran parte para luchar contra la inflación, que sirvió para corregir el déficit estadounidense pero provocó una fuerte recesión en dicho país y una desaceleración de la economía mundial. Un ciclo más largo y pronunciado tuvo lugar en los años ochenta: una política monetaria contraccionista

durante la primera mitad del citado decenio que, combinada poco después con una política fiscal expansiva, condujeron a una fuerte apreciación del dólar y un brusco deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El ajuste se inició poco antes pero se vio acelerado por el Acuerdo del Hotel Plaza de 1985. La respuesta del mercado produjo una brusca depreciación del dólar, lo que llevó al Acuerdo del Louvre de 1987, que buscó estabilizar la moneda estadounidense (Frankel, 1994). Tras dos bruscos desplomes de los mercados de valores en 1987 y 1989, la recesión estadounidense indujo de nuevo a la corrección del déficit en cuenta corriente de ese país a principios de los años noventa que conllevó, otra vez, una desaceleración económica mundial en 1989-1991.

Los déficit en cuenta corriente estadounidenses reaparecieron poco después de dicha coyuntura, pero fueron moderados durante la primera mitad de los años noventa. La renovada apreciación del dólar en la segunda mitad de aquella década estuvo acompañada del deterioro en la cuenta corriente norteamericana más fuerte de su historia. Si bien tuvo su equivalente en el deterioro de los déficit internos de los Estados Unidos, particularmente el de los hogares, debe reconocerse que la abultada magnitud de los desequilibrios en cuenta corriente reflejan también factores externos a la economía norteamericana. Entre ellos se cuenta la brusca divergencia entre el crecimiento estadounidense y el mundial durante una coyuntura caracterizada por la recesión en gran parte del mundo en desarrollo a partir de 1997 inducidas por la secuencia de las crisis asiática, rusa y latinoamericana.

Al igual que en el pasado, la fuerte desaceleración estadounidense y global de 2001 permitió reducir el déficit norteamericano, pero en una magnitud relativamente menor que en coyunturas similares del pasado, en parte por los factores anteriormente mencionados. El renovado y brusco incremento del déficit de Estados Unidos a principios del presente siglo puede atribuirse al efecto conjunto de los desequilibrios internos y a algunos acontecimientos en el mundo en desarrollo, especialmente la fuerte demanda de autoprotección (véase la sección siguiente). La expansión mundial de 2003-2007 se caracterizó, en consecuencia, por enormes déficit en cuenta corriente en Estados Unidos, que continuaron aumentando hasta 2006 y que tenían como contrapartida los superávits en otros países y regiones, en particular las economías en desarrollo de Asia Oriental, los exportadores de petróleo y Japón. La depreciación acumulada del dólar desde 2003 fue fuerte pero ordenada. Sin embargo, no estuvo acompañada, como había

sucedido en la segunda mitad de los años ochenta, por una corrección importante de los déficit en cuenta corriente. Tales desequilibrios sólo empezaron a aminorarse con la desaceleración estadounidense de 2007, lo cual indica de nuevo que las principales correcciones en la balanza en cuenta corriente de dicho país sólo se producen durante los períodos de desaceleración estadounidense y mundial.

Estas tendencias cambiaron de manera significativa durante la reciente recesión global. Al igual que en recesiones anteriores, el déficit en cuenta corriente norteamericano se ha reducido. A su vez, con el colapso en los precios de productos básicos, los superávits de los países exportadores de materias primas se erosionaron significativamente o desaparecieron. El colapso del comercio mundial tuvo efectos similares sobre los superávits de Japón y de otros países asiáticos exportadores de manufacturas, incluida China. A pesar de que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos sigue manteniéndose en niveles elevados, el dólar se fortaleció a fines de 2008 y principios de 2009 debido a la “fuga hacia la calidad” que acompañó al colapso financiero mundial. El yen también se fortaleció con la reversión en el “*carry trade*”<sup>2</sup> japonés. Pero, la principal moneda alternativa de reserva, el euro, mostró su incapacidad para ofrecer una oferta amplia de “activos seguros” debido a la percepción de heterogeneidad de los títulos que emiten los diferentes países que hacen parte de dicha unión monetaria. Con la relativa normalización de los mercados financieros a partir del segundo trimestre de 2009, el dólar retornó a la tendencia a la depreciación que venía experimentando antes del colapso financiero mundial.

Esta breve narración de la evolución de los desequilibrios estadounidenses y los tipos de cambio durante las tres décadas y media en las que ha regido el patrón fiduciario dólar indican que el papel de Estados Unidos como centro del sistema mundial de reservas ha tenido aspectos tanto positivos como negativos para dicho país. Por el lado positivo, la ventaja más importante consiste en la autonomía monetaria que le confiere. Por otra parte, el hecho de que el dólar sea tanto moneda mundial de reserva como medio de pago internacional crea una demanda de reservas de dólares que se mantienen normalmente en depósitos e instrumentos líquidos con tipos de interés relativamente bajos, lo que contribuye a realzar el papel de Estados Unidos como principal banquero del mundo.

---

<sup>2</sup> Estas son operaciones en las que se toma prestado aprovechando unos bajos tipos de interés para colocarlo en otra moneda a tasas más altas.

Bajo el sistema actual, Estados Unidos tiene una ventaja adicional. Mientras que las economías con pasivos externos denominados en monedas de otros países experimentan una pérdida neta de riqueza cuando sus monedas se devalúan, este efecto no se genera en Estados Unidos. Por el contrario, ese país experimenta un aumento de su riqueza cuando el dólar se deprecia, ya que incrementa el valor de los activos externos en manos de residentes mientras que su pasivo externo permanece invariable. Esto también implica que la depreciación del dólar tiene efectos débiles en términos de reajuste de los desequilibrios en cuenta corriente, ya que los efectos riqueza de dicha depreciación sobre la economía norteamericana contrarrestan sus efectos sobre los precios relativos (Naciones Unidas, 2005: Cap. I).

Por el lado negativo, el déficit en cuenta corriente en el que Estados Unidos debe incurrir para proveer de una oferta *net*a de activos en dólares al resto del mundo tiene efectos contraccionistas sobre su actividad económica, lo que significa que una parte de los estímulos generados por las políticas expansivas durante épocas de auge beneficia al resto del mundo (Stiglitz, 2006, Cap. 9). En la medida en que estas fases cíclicas de auge estén caracterizadas por una apreciación del dólar, otros países también se benefician durante ellas a través del incremento real (en términos de sus monedas locales) del valor de sus activos denominados en la divisa norteamericana.

Tal como hemos visto, de las tres fases de desequilibrios en la balanza de pagos que ha experimentado Estados Unidos bajo el patrón fiduciario dólar, la más reciente ha sido la mayor en magnitud y la que ha perdurado por más tiempo. Algunos analistas han sostenido que la profundización en la integración global ha hecho más sostenibles los actuales desequilibrios. En concreto, los analistas ortodoxos siempre han defendido que en un mundo con perfecta movilidad de capitales los desajustes por cuenta corriente simplemente reflejan decisiones privadas de colocación de ahorro en los lugares en los que resulta óptimo invertir. Esto implicaría que los desequilibrios en cuenta corriente actuales son, en el mejor de los casos, irrelevantes.

Otros analistas han argumentado que los actuales desequilibrios en cuenta corriente pueden ser mantenidos durante mucho tiempo ya que el sistema se ha transformado en un “segundo Bretton Woods” (Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2003). Esta escuela de pensamiento argumenta que la decisión “mercantilista” de los países asiáticos de evitar una apreciación del tipo de cambio para mantener así su

modelo de crecimiento orientado a las exportaciones, implica que están dispuestas a seguir financiando los déficit de cuenta corriente estadounidenses. De acuerdo con este punto de vista, los beneficios económicos de un tipo de cambio estable y competitivo superan, para estos países, los costos de una acumulación de reservas.

En contraste con los planteamientos anteriores, un número creciente de observadores ha señalado en años recientes que los riesgos asociados a la acumulación de una posición neta deudora estadounidense puede dar lugar a una situación en la que los agentes oficiales y privados pudieran no estar dispuestos a continuar acumulando activos en dólares, debido a las posibles pérdidas asociadas a una posterior depreciación de esta moneda e incluso a una abierta crisis de balanza de pagos norteamericana (véase, por ejemplo, Williamson, 2004).

Como veremos más adelante, el deseo de aplicar políticas monetaria y fiscal realmente independientes durante la crisis actual, sin tener que tomar en consideración las implicaciones globales, podría explicar por qué puede ser de interés para Estados Unidos pasar a un sistema mundial de reservas que no esté basado en el dólar. Pero incluso si la economía norteamericana no llegase a experimentar una crisis clásica de balanza de pagos, ello no eliminaría las deficiencias fundamentales del patrón fiduciario dólar, que van más allá de ese riesgo específico.

### **3. Las crecientes inequidades del actual sistema mundial de reservas**

La volatilidad y el contagio que caracterizan a los mercados financieros han sido demostrados por una larga historia de fases de “apetito por riesgo” (o, para ser más precisos, subestimación de los riesgos) sucedidas de períodos de “fuga hacia la calidad” (aversión al riesgo) (Kindelberger, 1978). Estos ciclos siguen las dinámicas de inestabilidad endógena analizadas por Minsky (1982), quien señaló que las expansiones financieras incentivan la adopción de posiciones excesivamente riesgosas por parte de los agentes del mercado, que finalmente desembocan en una crisis. Una explicación similar fue sugerida más recientemente por White (2005), quien subrayó cómo la “búsqueda de rendimientos”, característica de entornos con bajos tipos de interés, genera incentivos para la creación de crédito, operaciones de *carry trade* y creciente apalancamiento, que crean con facilidad burbujas de precios de activos. El ciclo reciente de auge y colapso financiero de Estados Unidos y de muchos otros países ha

demostrado dramáticamente la validez de este planteamiento, al igual que los ciclos similares que se experimentaron en el mundo en desarrollo durante décadas pasadas. La transmisión de las perturbaciones, positivas y negativas, se ha visto incrementada por la liberalización de los flujos de capital transfronterizos y la desregulación de los mercados financieros internos.

Un factor importante de contagio lo constituye la tendencia de los mercados a agrupar a países y a empresas en determinadas categorías de riesgo. Independientemente de su racionalidad, este agrupamiento termina por crear “profecías autocumplidas”: los acontecimientos que tienen lugar en un país o en una empresa tienden a ser vistos como representativos de una clase de activos y, por tanto, a provocar reacciones que afectan a otros miembros del grupo. Así, como indica la experiencia de los mercados emergentes, incluso los países con “fundamentos” macroeconómicos débiles pueden verse llevados a auges de financiamiento, en tanto que aquellos con “fundamentos” fuertes pueden verse afectados por las interrupciones súbitas de la financiación externa.

La segmentación de los mercados financieros globales que afecta a los países en desarrollo está profundamente arraigada en las asimetrías básicas que caracterizan la economía mundial (Ocampo y Martin, 2003), que en el área financiera se reflejan en: (i) las restricciones que enfrenta la gran mayoría de los países en desarrollo para poder emitir pasivos en los mercados internacionales denominados en sus propias monedas, un fenómeno que se ha venido a denominarse como el “pecado original” (Eichengreen y Hausmann, 2005); (ii) las diferencias en el grado de desarrollo de sus mercados financieros y de capitales, que conllevan una sub-oferta de instrumentos financieros de largo plazo en los mercados locales; y (iii) el reducido tamaño de sus mercados financieros en relación con las presiones especulativas que potencialmente enfrentan.

Las dos primeras asimetrías implican que los mercados financieros son más “incompletos” en los países en desarrollo y, como resultado de ello, las carteras de los agentes que tienen su base en estos mercados presentan combinaciones variables de descalses de monedas y de plazos. Esto implica, así mismo, que una parte de la intermediación financiera, particularmente el endeudamiento a largo plazo, debe llevarse a cabo a través de los mercados internacionales –siempre y cuando los agentes

tengan acceso a tales mercados.<sup>3</sup> Una implicación importante de los desajustes monetarios es que las fluctuaciones en el tipo de cambio producidas por los flujos de capitales (apreciación real durante las expansiones en la cuenta de capital, depreciación durante las crisis) generan efectos riqueza procíclicos. Los descalces de plazos implican que los agentes de los sectores público y privado locales financian la inversión de largo plazo con recursos de corto plazo. Esto significa que los deudores asumen mayores riesgos asociados a la variación de los tipos de interés, y que los requerimientos de rotación de deuda son elevados y pueden conducir a la bancarrota durante las crisis.

Es importante observar que, pese a que la expansión de los mercados de deuda en moneda local registrada en los países en desarrollo a partir de la crisis asiática ha corregido parcialmente el “pecado original”, puede que sólo haya sustituido los descalces de moneda por descalces de plazos. Además, la demanda externa de instrumentos denominados en las monedas locales de los países en desarrollo depende de las expectativas de apreciación de sus tasas de cambio y puede, por tanto, inducir salidas de capitales cuando hay expectativas de depreciación, tal y como lo demostró la crisis reciente. Esto implica que una definición más precisa y amplia del “pecado original” debería hacer referencia a la ausencia de una demanda internacional estable de activos denominados en monedas de los países en desarrollo. Obviamente, los agentes locales que sí tienen una demanda permanente de activos denominados en monedas locales pero operan también en los mercados internacionales, también responden en forma especulativa ante las expectativas de variación de los tipos de cambio.

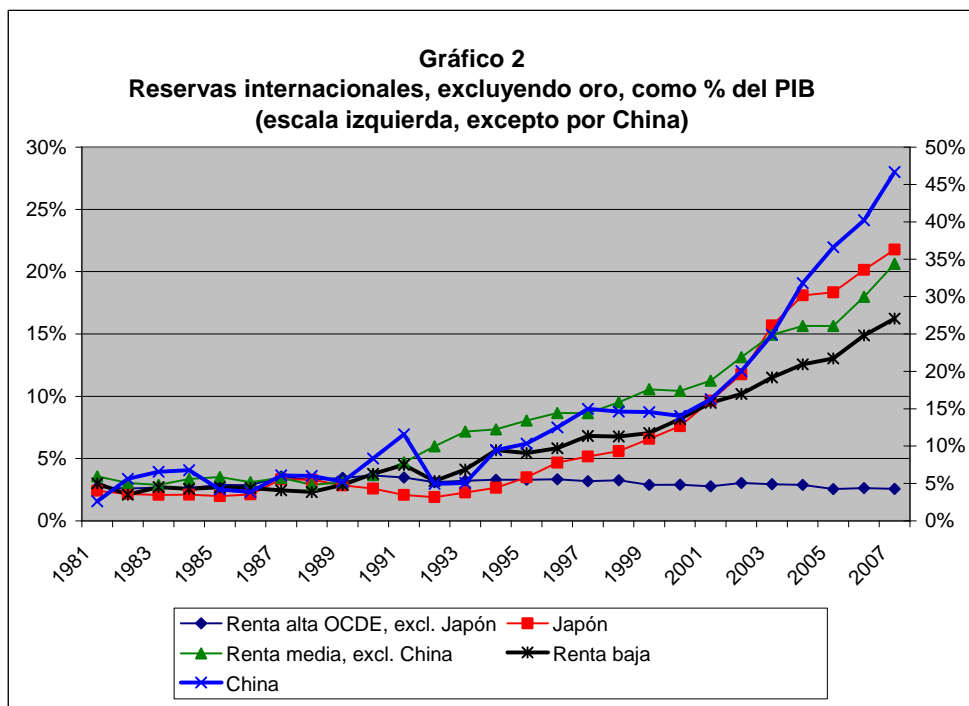
Todos estos factores implican que la integración de los países en vías de desarrollo en los mercados financieros globales es siempre una integración *segmentada* –es decir, integración en un mercado que está segmentado por las categorías de riesgo en la que quedan clasificados los distintos prestatarios y en la que aquellos provenientes de los países en desarrollo quedan sujetos a fuertes oscilaciones procíclicas en la disponibilidad de capitales (Frenkel, 2008). Existe, en efecto, una abrumadora evidencia empírica de que los flujos de capital hacia los países en desarrollo son procíclicos y, en consecuencia, exacerbaban, más que reducen, tanto las expansiones como las recesiones (Prasad *et al.*, 2003).

---

<sup>3</sup> Esto genera una serie de asimetrías adicionales que no analizaré aquí. Me refiero al hecho de que los países más pobres, al igual que las pequeñas empresas en todas las economías en desarrollo no tienen acceso a los mercados internacionales de capitales.

Las asimetrías financieras generan, a su vez, importantes asimetrías macroeconómicas. En particular, mientras que los principales países industrializados poseen un amplio margen de maniobra para adoptar políticas anticíclicas, los países en desarrollo encuentran limitaciones significativas para hacerlo (Ocampo, 2008; Stiglitz *et al.*, 2006). Existe, en efecto, abundante evidencia de que las políticas macroeconómicas en los países en desarrollo son procíclicas (Kaminsky, Reinhart y Végh, 2008; Ocampo y Vos, 2008, Cap. IV). Sin embargo, aún con el escaso margen de maniobra con el que cuentan estos países, existen poderosas razones para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas, dirigidas a corregir la fuente directa de la perturbación: la volatilidad de la cuenta de capitales (mediante regulaciones en ésta) y sus efectos macroeconómicos. Si bien ha habido distintas estrategias para hacerlo, la más común durante el auge reciente fue la acumulación masiva de reservas internacionales.

La razón básica para acumular reservas durante los ciclos expansivos es amortiguar los efectos de los flujos procíclicos de capital sobre los tipos de cambio. Si está adecuadamente esterilizada, dicha política permite controlar tanto el tipo de cambio como la tasa de interés, evitando, por tanto (y dentro de ciertos límites), el famoso “*trilema*” de las economías abiertas (Frenkel, 2007). Una lógica similar opera para los países exportadores de materias primas frente a perturbaciones en la relación de precios de intercambio. De hecho, ahorrar una parte de los ingresos excepcionales por exportaciones y los ingresos fiscales vinculados a los recursos naturales ha sido considerado desde tiempo atrás como una buena práctica. En un sentido más amplio, en la medida en que el comercio internacional es procíclico, la expansión de las exportaciones siempre tiene un componente transitorio. Por lo tanto, tiene sentido responder a las oscilaciones cíclicas de los ingresos por exportaciones mediante la acumulación del exceso en la oferta de divisas durante las fases de auge a fin de ser usadas en las crisis subsiguientes. Es interesante hacer hincapié, sin embargo, en que este manejo anticíclico no ha sido la regla en épocas anteriores. Más bien, la tendencia a gastar los excedentes de divisas, provenientes tanto de la cuenta corriente como de capitales, ha sido en el pasado la regla más que la excepción en el mundo en desarrollo.



Fuente: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial, con base en información del FMI.

Las costosas crisis que enfrentaron los países en desarrollo en los años ochenta y a fines de los noventa los llevó finalmente a hacer uso de las reservas internacionales de manera activa y, en ocasiones, agresiva. Tal y como indica el Gráfico 2, hasta los años ochenta la demanda de reservas internacionales de los países en desarrollo no era muy diferente a la de los industrializados, en torno al 3 por ciento del PIB. Sin embargo, desde los años noventa la demanda de reservas de estos países –tanto los de renta media como de renta baja— comenzaron a distanciarse radicalmente de la del mundo industrializado (Japón fue la única excepción al respecto). China ha sido el más agresivo en esta política, y había acumulado para fines de 2007 unas reservas internacionales (excluyendo oro) equivalentes a un 46,7 por ciento del PIB. Pero los países de renta media, excluyendo a China, también habían acumulado para entonces reservas equivalentes al 20,6 por ciento y los de renta baja al 16,2 por ciento de su respectivo PIB. Por el contrario, los países industrializados diferentes a Japón mantuvieron unas reservas equivalentes a sólo un 2,6 por ciento del PIB, un nivel similar al de los años setenta y ochenta. Como resultado de esta tendencia, la demanda adicional de reservas, que ya se había incrementado en los noventa, se disparó durante el auge reciente: de una media anual de 111.600 millones de dólares en 1991-1997 a 776.900 millones en 2003-2007, o desde 75.300 a 430.800 millones de dólares si se excluyen China y Japón (véase Cuadro 1).

Cuadro 1 Acumulación de reservas en divisas								
	Millones de dólares				% del PIB			
	1982-90	1991-97	1998-02	2003-07	1990 vs. 81	1997 vs 90	2002 vs. 97	2007 vs. 02
Renta alta, OCDE	42,805	30,889	59,358	140,715	0.80%	0.08%	0.83%	0.39%
Japón	5,588	20,164	48,307	98,320	0.18%	2.56%	6.61%	10.00%
Otros	37,217	10,725	11,051	42,395	0.94%	-0.46%	-0.15%	-0.47%
Renta alta, no OCDE		21,833	28,554	69,822				
Renta media	6,734	56,950	63,739	548,444	0.65%	5.58%	5.13%	12.18%
China	2,725	16,168	29,673	247,831	5.72%	6.64%	5.04%	26.63%
Excluyendo China	4,009	40,782	34,066	300,613	0.11%	4.97%	4.49%	7.50%
Renta baja	212	1,952	3,654	17,938	0.76%	3.06%	3.37%	6.04%
Mundo	59,946	111,624	155,305	776,919	0.83%	1.43%	1.88%	4.19%
Excluyendo China y Japón	51,633	75,292	77,325	430,768				

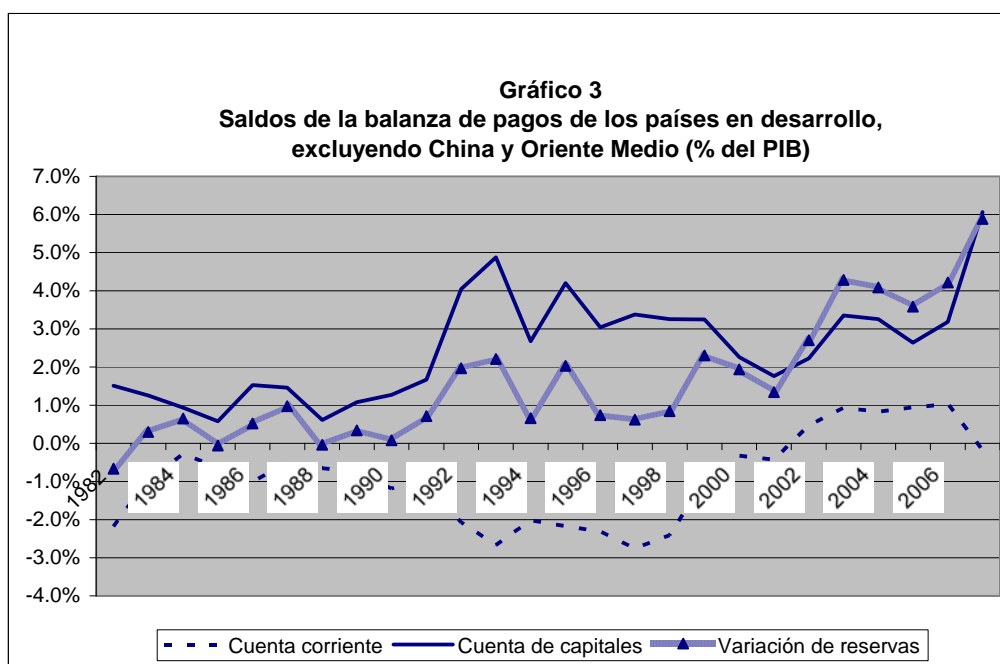
Fuente: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial, con base en información del FMI.

El fuerte incremento de la demanda de reservas internacionales desde los años noventa es, por supuesto, una paradoja para aquéllos que creen que la flexibilidad de los tipos de cambio tiende a reducirla. De hecho, en el mundo en desarrollo esa mayor flexibilidad vino acompañada de una mayor demanda de activos denominados en divisas. Esto hizo que los regímenes cambiarios flexibles, pero altamente intervenidos, se transformaran en algo bastante común en el mundo en desarrollo. Los motivos “mercantilistas” de tal acumulación han sido puestos de relieve por la literatura sobre el “segundo Bretton Woods”. La idea de que tipos de cambio débiles y balanzas en cuenta corriente fuertes tienden a acelerar el crecimiento económico de los países en desarrollo tiene, por supuesto, una respetable tradición en la literatura del desarrollo.

No obstante, la literatura reciente es partidaria de la autoprotección contra la volatilidad de los flujos de capitales como la razón principal de la acumulación de reservas internacionales en las últimas décadas (véase, por ejemplo, Aizenman y Lee, 2007; y Ocampo, Kregel y Griffith-Jones, 2007: Cap. IV). Además, una de las razones por las cuales una cuenta corriente fuerte es vista como uno de los factores que tiene efectos positivos sobre el crecimiento económico es que reduce la dependencia de la volatilidad asociada a los flujos de capital. De ser ésta la principal razón, implicaría que, aún en estos casos, la motivación de la acumulación de reservas es realmente autoprotección y no “mercantilismo”.

El patrón reciente de acumulación de reserva mostró diferencias entre países y regiones, pudiéndose distinguir tres tipos de países en desarrollo. Un primer grupo incluye a países con déficit en cuenta corriente, para los que su única fuente de acumulación de reservas fueron los flujos netos de capital. Este es el grupo más numeroso, e incluye a regiones enteras (Europa central y oriental, sur de Asia, así como

África Subsahariana) y países en desarrollo de gran tamaño como India, Turquía y Brasil (que dejó de registrar superávit en cuenta corriente en el último trimestre de 2007), pero también muchos países de menor tamaño. El segundo grupo incluye a países que combinaron superávit en las cuentas corriente y de capitales. El caso más importante lo constituye China, pero abarca también a varios países exportadores de minerales de América Latina. El tercero son básicamente exportadores de energía, con fuertes superávit en la cuenta corriente que son exportadores netos de capital. En cualquier caso, los principales auges de acumulación de reservas a lo largo de las últimas décadas, especialmente el año 2007, están claramente asociados con aumentos en la financiación externa, sobre todo cuando se excluyen China y el Oriente Medio (véase Gráfico 3).<sup>4</sup> Por supuesto, una diferencia significativa con la expansión anterior es que, mientras que las entradas de la cuenta de capitales indujeron un deterioro en la cuenta corriente durante los años noventa, no pasó lo mismo durante el auge reciente (o si lo hizo, sólo se dio en menor magnitud y con rezagos).



Fuente: Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial, con base en información del FMI.

Una tercera explicación para intervenciones en los mercados de divisas puede ser el denominado motivo de “estabilidad financiera” (Obstfeld, Shambaugh y Taylor, 2008). El principal argumento es que las economías financieramente abiertas deben

<sup>4</sup> Para este grupo de países, mientras que la correlación de la variación de reservas con los flujos netos de capitales (ambos como proporción del PIB) es 0,715 para el período 1982-2007 en su conjunto, entre la cuenta corriente y la acumulación de reservas es negativa y estadísticamente no significativa (-0,165).

mantener reservas internacionales para manejar fugas de capitales, motivadas especialmente por la pretensión de transformar saldos monetarios (en un sentido amplio) en divisas. Sin embargo, es difícil separar esta demanda de la asociada a la autoprotección. El hecho de que las reservas tiendan a ser acumuladas cuando hay excesivas entradas netas de capitales es la mejor demostración de que la autoprotección es el motivo dominante.

Este comportamiento suscita, obviamente, algunas apreciaciones sobre la forma como opera la política económica. Desde el punto de vista de los países individuales, la más importante es que la liberalización de la cuenta de capitales obliga a los países en desarrollo a absorber las entradas netas de capitales bajo la forma de reservas internacionales adicionales –esto es, a acrecentar ambos lados de la hoja de balance externo. Esto es costoso y, en cierto sentido, destruye una de las racionalidades económicas fundamentales de las entradas de capitales, que es transferir recursos desde los países ricos hacia los más pobres. Implica también que otra justificación de la liberalización de la cuenta de capitales, la diversificación de riesgos, resulta claramente insuficiente, ya que los países perciben que, en cualquier caso, necesitan autoprotgerse con mayores reservas internacionales.

Desde el punto de vista de este ensayo, lo que es importante, sin embargo, es que este tipo de políticas macroeconómicas anticíclicas, aunque claramente racionales desde el punto de vista de cada país, genera efectos de “falacia de composición” que alimentan los desequilibrios globales. Si un gran grupo de países en desarrollo sigue esta ruta, genera un superávit en cuenta corriente y una demanda adicional de activos “seguros” que tiene efectos contraccionistas sobre la economía mundial, a menos que tenga como contrapartida déficit en cuenta corriente y la oferta de activos de bajo riesgo por parte de los países industrializados.

En consecuencia, la autoprotección no es solamente una forma costosa de seguro para países individuales (Rodrik, 2006) sino también una fuente de inestabilidad para la economía mundial. De todas formas, el problema no puede resolverse simplemente pidiendo a los países en desarrollo que aprecien sus monedas para corregir sus superávit en la balanza de pagos. Debe resolverse primero la causa de esa demanda de autoprotección, que son los fuertes movimientos procíclicos de capitales y del comercio internacional, así como la ausencia de un seguro colectivo adecuado para hacer frente a

las crisis de balanzas de pagos. En último caso, el problema presenta muchas similitudes con la inestabilidad que un sistema bancario nacional afrontaba en el pasado en ausencia de un prestamista de última instancia, es decir durante la etapa de la “banca libre”. Por tanto, una mezcla de un uso más activo de regulaciones en la cuenta de capitales y un mejor seguro colectivo ante las crisis serían las únicas vías para reducir la fuerte demanda prudencial de reservas internacionales.

#### **4. La reforma del sistema**

La principal conclusión de este ensayo es que el actual sistema mundial de reservas presenta tres defectos fundamentales. En primer lugar, muestra el sesgo deflacionario propio de cualquier sistema en el que la carga del ajuste recaer sobre los países deficitarios (el sesgo antikeynesiano). En segundo término, es intrínsecamente inestable debido a dos factores importantes: el uso de una moneda nacional como principal activo de reserva a nivel internacional (el dilema de Triffin) y la alta demanda de autoprotección de los países en desarrollo (el vínculo desigualdad-inestabilidad). Esta última está relacionada, a su vez, con la combinación de flujos de capital altamente procíclicos y la ausencia (hasta la fecha) de un “seguro colectivo” adecuado para gestionar las crisis en la balanza de pagos, que generan una elevada demanda de reservas internacionales por parte de los países en vías de desarrollo. En tercer lugar, esto implica que el sistema es inequitativo (el sesgo hacia la desigualdad), y que las inequidades que genera se han acrecentado con la acumulación por parte de los países en desarrollo de grandes cantidades de reservas internacionales.

Existen diferentes alternativas para reformar el sistema pero, como ya se señaló en el primer apartado de este ensayo, la manera más simple consistiría en cumplir las expectativas que suscitaron las reformas de los años sesenta, cuando se crearon los Derechos Especiales de Giro (DEG). Obviamente, el papel de los DEG ha cambiado desde comienzos de los años setenta con la transformación del sistema monetario internacional hacia un patrón fiduciario dólar. Las cuestiones relativas a la provisión adecuada de liquidez internacional, que fueron la preocupación fundamental durante las primeras fases de la posguerra, y que estaban todavía en el centro del debate en los años sesenta, ya no son importantes, salvo durante coyunturas extraordinarias como las generadas durante la severa escasez de liquidez causada por el colapso financiero mundial de septiembre y octubre de 2008. Como hemos visto, el patrón fiduciario dólar

puede mostrar, más bien, un sesgo inflacionario durante largos períodos. Sin embargo, otros problemas que también eran objeto de atención en los sesenta, siguen siendo primordiales o incluso más importantes hoy en día, especialmente aquéllos vinculados con la composición de las reservas mundiales, el acceso a la liquidez por parte de los países en desarrollo y las cuestiones de equidad relacionadas con ambos procesos.<sup>5</sup>

Un primer paso esencial en cualquier intento de reforma debe ser un incremento considerable en el tamaño del FMI, que se ha quedado significativamente rezagado con respecto al tamaño de la economía mundial desde la revisión de cuotas de 1998 y desde los años setenta con respecto a la magnitud de los flujos de capitales a nivel mundial (FMI, 2009). Obviamente, la forma como el Fondo obtiene sus recursos es esencial. Las asignaciones de DEG y los incrementos en las cuotas son mecanismos mucho mejores que los “acuerdos de préstamo” en sus diferentes modalidades –la principal opción elegida por el G-20 en abril de 2009, al igual que en el pasado, para acrecentar los recursos disponibles para el Fondo durante las crisis.<sup>6</sup>

La creación de un sistema basado en los DEG contribuiría en gran medida a resolver tanto el dilema de Triffin como los efectos distributivos provocados por el uso de la moneda norteamericana como principal activo de reserva. No se han efectuado nuevas asignaciones de DEG desde 1981. La Junta de Gobernadores del FMI aprobó en 1997 una colocación especial por 21.400 millones de DEGs, pero la reforma en el Convenio Constitutivo del Fondo que la acompañaba sólo fue aprobada por el Congreso de los Estados Unidos en junio de 2009. El G-20 hizo un llamamiento en abril de 2009 no sólo para culminar este proceso, sino también para crear activos adicionales en DEG equivalentes a 250.000 millones de dólares. Las dos emisiones sumaron 283.000 millones de dólares, que elevaron la participación de los DEGs en las reservas internacionales a un nivel equivalente al 5%. La suspensión de las colocaciones de DEG durante más de un cuarto de siglo tuvo efectos negativos para los países en desarrollo y la economía mundial, ya que coincidió con la creciente demanda de reservas internacionales de estos países.

---

<sup>5</sup> Buenos resúmenes de los debates de los años sesenta se pueden encontrar en Solomon (1977) y Triffin (1968). Clark y Polak (2004) proporcionan, a su vez, un interesante contraste entre el papel de los DEG en ese entonces y hoy.

<sup>6</sup> Sobre las deficiencias de los acuerdos de préstamo, véase Kenen (2001).

En los últimos años se han elaborado varias propuestas para renovar las colocaciones de DEG, siguiendo dos modelos distintos. El primero consiste en emitir DEG con un propósito anticíclico, concentrándolos básicamente en períodos de crisis y posiblemente destruyéndolos una vez se normalizaran las condiciones financieras (Naciones Unidas, 1999; Camdessus, 2000; Ocampo, 2002). Esto crearía un elemento anticíclico en el manejo de la liquidez internacional, tal como se señala más adelante. El segundo modelo propone colocaciones regulares de DEG equivalentes a la demanda adicional de reservas a nivel mundial que, según el Cuadro 1, es de al menos 100.000 a 150.000 millones de dólares anuales, aún si hacemos abstracción del excepcional período reciente de acumulación de reservas, pero debe alcanzar al menos el doble de dicho monto. Esta es también la magnitud de DEG que debe emitirse a largo plazo con propósitos anticíclicos.

Un problema fundamental que afronta esta reforma es que las cuotas actuales del FMI, que son también la base de la emisión de DEG, no reflejan las realidades de la economía mundial de hoy. Aparte de los temas que han sido objeto de discusión en los debates recientes sobre las cuotas del Fondo, que han supuesto algunas mejoras marginales, la cuestión más importante es la enorme disparidad entre la demanda de reservas de las economías en desarrollo frente a la de las industrializadas, que están en el centro de las inequidades del sistema mundial de reservas y en el vínculo desigualdad-inestabilidad expuesto en este ensayo. El problema sólo puede ser corregido con una reforma o una combinación de cuatro tipos de reformas (ya que no son mutuamente excluyentes).

La primera sería una emisión asimétrica de DEG, que implicaría que todas o la mayor parte de las colocaciones serían destinadas a los países que tienen una mayor demanda de reservas internacionales —es decir, concentrar las emisiones fundamentalmente en los países en desarrollo.

La segunda consiste en vincular las emisiones anticíclicas de DEG con la financiación del FMI durante las crisis para, de este modo, mejorar la provisión de un seguro colectivo contra las crisis de balanza de pagos. Esto significa tratar a los DEG que no han sido usados por los países como depósitos en (o préstamos a) el FMI que pueden ser empleados por la institución para prestar a aquellos países que demandan los

recursos.<sup>7</sup> Por supuesto, para esta tarea resulta esencial mejorar las líneas de crédito del Fondo y su condicionalidad, para así superar el estigma asociado con los préstamos procedentes de esta institución.

Aunque ha habido intentos recientes por mejorar las facilidades de préstamo del FMI, especialmente con las reformas de marzo de 2009, queda por ver si resolverán los problemas citados. En concreto, aún tenemos que ver si la nueva Línea de Crédito Flexible para la prevención de crisis logra el propósito que no consiguieron sus predecesoras (la Línea de Crédito Contingente y el Servicio de Liquidez a Corto Plazo). Esta línea de crédito tiene, al igual que las anteriores, el problema de que divide a los países en desarrollo en dos categorías, los que tienen buenas y malas políticas económicas, lo que no es sólo una división burda sino que genera riesgos adicionales a los países que no quedan comprendidos en el primer grupo. En consecuencia, quizás sea la hora de adoptar al menos parte del plan original de Keynes: la creación de una línea de sobregiro que pueda ser usada *incondicionalmente* por *todos* los miembros del FMI por una cuantía y período preestablecidos.

La tercera propuesta sería crear un “vínculo de desarrollo” claro en las colocaciones de DEG. Una de las propuestas en tal sentido es la de usar la colocación de DEG que corresponden a los países industrializados para financiar la asistencia oficial para el desarrollo y la provisión de bienes públicos globales (Stiglitz, 2006: Cap. 9). Esta propuesta tiene muchas virtudes, pero plantea el problema de que tales transferencias son de naturaleza fiscal, y puede que por ello requerir la aprobación, en cada caso, de los respectivos parlamentos nacionales. Una alternativa consistiría en un esquema similar al propuesto por el Grupo de Expertos reunidos por la UNCTAD en los años sesenta (UNCTAD, 1965): permitir que el FMI compre bonos de bancos multilaterales de desarrollo, que financiarían entonces la demandas de recursos de largo plazo de los países en desarrollo.

La cuarta propuesta sería fomentar la creación de fondos u otros acuerdos *regionales* de reservas entre países en desarrollo –tales como el Fondo Latinoamericano de Reservas y el Acuerdo Chiang Mai—, que proporcionen una forma complementaria de seguro colectivo. Un incentivo muy importante para la formación de dichos acuerdos

---

<sup>7</sup> Esto supone eliminar la división entre las denominadas Cuenta de Recursos Generales y la de DEG. Véase Clark y Polak (2004) y Cooper (1987: Cap. 12).

regionales sería una provisión según la cual las asignaciones de DEG fuesen proporcionales no sólo a las cuotas del FMI sino también a las reservas que los países en desarrollo hubiesen aportado a los fondos regionales de reservas (Naciones Unidas, 1999; Ocampo, 2002).

El contexto actual podría constituir un buen momento para introducir estas reformas. En primer término, los riesgos inflacionarios asociados con las emisiones de DEG son mínimos. En segundo lugar, Estados Unidos se ha embarcado en un gigantesco déficit fiscal y una estrategia monetaria agresiva. Esto tiene implicaciones potenciales para la estabilidad del actual sistema de reservas, tal como lo han señalado algunos países, en particular China. En realidad, en las circunstancias actuales, el país norteamericano podría encontrar que su papel en el centro del sistema monetario global es bastante incómodo, ya que podría obstaculizar su libertad en materia de política económica. A su vez, como se señaló anteriormente, al ceder su estatus de moneda de reserva dominante, Estados Unidos se liberaría también de la necesidad de generar un déficit en cuenta corriente para proporcionar liquidez mundial, lo que tiene un efecto de demanda agregada adverso sobre su economía.

En cualquier caso, puede destacarse que al abandonar el dólar, su papel como principal moneda mundial de *reserva* es consistente con mantener todavía su rol como el principal *medio de pago* internacional, a menos que los DEG sean usados en las transacciones financieras más amplias, tal como lo han sugerido algunos autores en el pasado (Kenen, 1983). Aunque ésta es una posibilidad que se puede contemplar en el futuro, parece preferible concentrar los actuales esfuerzos en reforzar su capacidad para servir como un activo de reserva y limitar, por lo tanto, su posesión a bancos centrales y algunas otras pocas instituciones internacionales. El uso del dólar como medio de pago incrementa las demandas de servicios del sistema financiero estadounidense y tiene otras implicaciones para ese país que han sido exploradas por otros autores (véase, por ejemplo, Cooper, 1987: Cap. 7). Queda por ver, claro está, si la crisis financiera en curso tendrá efectos permanentes sobre el papel de Estados Unidos como el principal banquero mundial.

Finalmente, la reforma del sistema mundial de reservas debería ser vista como parte de una reforma más amplia orientada a ubicar al FMI en el centro de la gestión macroeconómica mundial. Además, tal enfoque le permitiría al Fondo ir más allá de su

función como “financiador de emergencia” en las crisis de balanza de pagos, especialmente de los países en vías de desarrollo, el papel esencial que ha desempeñado desde mediados de los años setenta. Tal reforzamiento del papel del FMI requeriría un fortalecimiento de la supervisión de las principales economías, así como su papel en la coordinación de la política macroeconómica a nivel mundial, que ha sido gestionada con mecanismos *ad-hoc* desde los años ochenta (el G-5, luego el G-7 y ahora tal vez el G-20). La vigilancia multilateral sobre los desequilibrios de pagos globales emprendida por el Fondo en 2006 fue un paso interesante en esa senda, pero careció de compromisos obligatorios para las partes, así como de mecanismos claros de rendición de cuentas. Debe hacerse asimismo hincapié en que, a pesar de los problemas de representación que tiene el FMI, y que deben ser corregidos, ésta es la única institución donde *todos* los países en desarrollo miembros tienen voz sobre asuntos de política macroeconómica global, a través de sus representantes en la Junta y en el Comité Monetario y Financiero Internacional.

## Referencias

- Aizenman, Joshua y Jaewoo Lee (2007), “International Reserves: Mercantilist vs. Precautionary View, Theory and Evidence.” *Open Economies Review*. 18:2, abril, pp. 191-214.
- Camdessus, Michel (2000), “An Agenda for the IMF at the Start of the 21st Century”, Remarks at the Council on Foreign Relations, Nueva York, febrero.
- Clark, Peter B. y Jacques J. Polak (2004), “International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System”, IMF Staff Papers, 51:1, pp. 49-71.
- Cooper, Richard (1987), *The International Monetary System: Essays in World Economics*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- D’Arista, Jane (1999), “Reforming the Privatized International Monetary and Financial Architecture”, *Financial Markets and Society*, noviembre.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau y Peter Garber (2003), “An Essay on the Revived Bretton Woods System,” NBER Working Paper, n° 9.971, septiembre.
- Eichengreen, Barry (1996), *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press.
- \_\_\_\_\_ (2007), *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- \_\_\_\_\_ y Ricardo Hausmann, eds. (2005), *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.

- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2009), “Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources”, 12 de enero.
- Frankel, Jeffrey (1994), “Exchange Rate Policy,” en Martin Feldstein (ed.) *American Economic Policy in the 1980s*, Chicago: University of Chicago Press, pp.293-341.
- Frenkel, Roberto (2007), “La sostenibilidad de la políticas de esterilización monetaria”, *Revista de la CEPAL*, n° 93, diciembre.
- \_\_\_\_\_ (2008), “From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps,” en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, New York: Oxford University Press.
- Hart, A. G., Nicholas Kaldor and Jan Tinbergen (1964), “The Case for an International Commodity Reserve Currency”, Ginebra: UNCTAD. Reproducido en Nicholas Kaldor, *Essays on Economic Policy II: Vol. IV of Collected Economic Essays*, Nueva York: Holmes and Meier, 1980, Capítulo 18.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart and Carlos A. Végh (2004), “When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies,” NBER Working Paper n° 10.780, septiembre.
- Kenen, Peter B. (1983), “Use of SDR to Supplement or Substitute for Other Means of Finance“, en George M. von Furstenberg (ed.), *International Money and Credit: The Policy Roles*, Washington D.C.: FMI, Capítulo 7.
- \_\_\_\_\_ (2001), *The International Financial Architecture: What’s New? What’s Missing?*, Washington D.C.: Institute for International Economics.
- Keynes, John M. (1942-1943), “The Keynes Plan,” reproducido en J. Keith Horsefield (ed.), *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Vol. III: Documents, Washington, D.C.: FMI, 1969, pp. 3-36.
- Kindleberger, Charles P. (1978), *Maniacs, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Nueva York: John Wiley and Sons.
- Minsky, Hyman P. (1982), “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement,” en Can “It” Happen Again? *Essays on Instability and Finance*, Armonk, Nueva York: M.E. Sharpe, Capítulo 5.
- Naciones Unidas (1999), “Towards a New International Financial Architecture: Report of the Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations”, <http://www.un.org/esa/coordination/ecesa/ecesa-1.pdf>
- \_\_\_\_\_ (2001), Report of the High-level Panel on Financing for Development (Informe Zedillo), <http://www.un.org/reports/financing>
- \_\_\_\_\_ (2005), *World Economic Situation and Prospects 2005*. Nueva York: Naciones Unidas.

- Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh y Alan M. Taylor (2008), "Financial Stability, The Trilemma, and International Reserves," NBER Working Paper n° 14.217. agosto.
- Ocampo, José Antonio (2002), "Recasting the International Financial Agenda," en John Eatwell and Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press, pp. 41-73.
- \_\_\_\_ (2008), "A Broad View of Macroeconomic Stability", en Narcis Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Nueva York: Oxford University Press.
- \_\_\_\_ y Juan Martín (2003), *Globalización y desarrollo: Una reflexión desde América Latina y el Caribe*, Bogotá: CEPAL, Banco Mundial y Alfaomega.
- \_\_\_\_, Jan Kregel y Stephany Griffith-Jones (2007), *International Finance and Development*, Londres: Zed Books.
- \_\_\_\_ y Rob Vos (2008), *Uneven Economic Development*. Hyderabad, Londres y Penang: Orient Longman, Zed Books y Third World Network.
- Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Rose (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", Washington D.C.: FMI, Occasional Paper 220.
- Rodrik, Dani (2006), "The Social Costs of Foreign Exchange Reserves". *International Economic Journal*. Vol. 20, n° 3, septiembre.
- Solomon, Robert (1977), *The International Monetary System 1945-1976: An Insider's View*, Nueva York: Harper & Row.
- Stiglitz, Joseph E. (2006). *Making Globalization Work*, Nueva York: W.W. Norton.
- \_\_\_\_\_, José Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench-Davis y Deepak Nayyar (2006), *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development*, Nueva York: Oxford University Press.
- Triffin, Robert (1961). *Gold and the Dollar Crisis* (edición revisada). New Haven: Yale University Press.
- \_\_\_\_ (1968), *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Nueva York: Random House-
- UNCTAD (1965), *International Monetary Issues and the Developing Countries: Informe del Grupo de Expertos*, Nueva York: Naciones Unidas.
- White, William R. (2005), "Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework?" Kiel Economic Policy Papers. Kiel: Kiel Institute for Economic Policy, septiembre.
- Williamson, John (2004), "The Future of the Global Financial System." *Journal of Post-Keynesian Economics*, 26, n° 4, verano