

¿Carga o privilegio?

El dólar estadounidense y la puja por la reforma del sistema monetario internacional



Burden or privilege. The US dollar and the struggle
for reform of the international monetary system

Pablo Trucco*

■ Resumen

Los desequilibrios globales que derivaron en la Gran Recesión tienen un origen político y económico. Han surgido de la incongruencia entre las normas e instituciones instauradas para regir el ámbito internacional durante la posguerra y la estructura económica que existe en el presente, donde el peso relativo entre las economías se ha tornado menos favorable a aquellos privilegiados en Bretton Woods. Sin embargo, la realidad

* FLACSO, Argentina ptrucco@flacso.org.ar

Recibido el 2 de diciembre de 2010; aceptado el 7 de marzo de 2011

Este artículo fue elaborado en el marco del Observatorio del G20 en FLACSO, Argentina, con el apoyo financiero de la Embajada del Reino Unido en Buenos Aires. El autor agradece los comentarios y sugerencias de Diana Tussie.

tiene mayor peso que privilegios cristalizados en un mundo que ya no existe. En este contexto, han emergido propuestas y se han implementado políticas que apuntan a sortear las limitaciones del «antiguo régimen» y a introducir reformas que reflejen las condiciones del mundo actual. El G20 se ha constituido en una herramienta para esta tarea.

PALABRAS CLAVE: desequilibrios globales, economía política internacional, sistema monetario internacional, G20, Estados Unidos

■ Abstract

The global imbalances that led to the Great Recession have both a political and economic origin. They have emerged from a contradictory world where old regulations and institutions are ruling the current economic structure in which former privileged countries are losing relative weight among nations. In this context, some proposals have been made aiming at overcoming the *Ancien Régime* restrictions and establish rules and institutions appropriate for today's world. The G20 has become a valuable tool to reach this goal.

KEYWORDS: global imbalances, international political economy, international monetary system, G20, United States

I. ¿REGLAS DE AYER PARA LA REALIDAD DE HOY?

El mundo de hoy le queda grande a Estados Unidos. Lejos ha quedado el escenario de Bretton Woods, en el que este país era el mayor acreedor del mundo y principal responsable del comercio internacional. Aunque las circunstancias de aquel entonces eran muy distintas de las actuales, numerosas reglas e instituciones del mundo de hoy reflejan la estructura de poder político, económico y militar de esos años. En otras palabras, las soluciones que posiblemente eran apropiadas para el buen funcionamiento y la estabilidad del mundo de posguerra se han tornado anacrónicas y, en las actuales circunstancias, generan tensiones y una mayor inestabilidad.

Estados Unidos es hoy el principal deudor del mundo¹ y aunque su peso en la economía y en el comercio mundial es significativamente menor del que disfrutaba hace medio siglo, carga aún sobre sus espaldas la responsabilidad de proveer liquidez a la economía global. El dólar estadounidense continúa siendo demandado como medio de cambio en las transacciones internacionales y en los flujos de capital, a lo que hay que sumar su demanda como depósito de valor (Eichengreen, 2009).

Las grandes potencias caen cuando se sobre-expanden, al haberse propuesto «intereses vitales» que no pueden alcanzar o mantener sin comprometer de manera significativa su desempeño económico. Así lo entendió el historiador británico Paul Kennedy (1987), en referencia a la sobre-expansión militar,² aunque este principio puede ampliarse a una sobre-expansión monetaria y financiera. Lo que ayer era un privilegio y una fuente de poder e independencia para los Estados Unidos se ha convertido hoy en una carga que genera inestabilidad y limita sus espacios de política económica.

Si bien Estados Unidos se ha mantenido desde la Segunda Guerra Mundial como la primera economía del mundo, su pérdida de poder relativo ha vuelto más notoria la necesidad de consensuar políticas con otros países, tanto para distribuir los costos de las mismas como para apuntalar su eficacia. Este ha sido el contexto en que fue convocado el Grupo de los 20 (G20), a fin de buscar soluciones globales a la crisis sistémica de finales de la década del 2000. Este grupo, que incluye a economías industrializadas y a mercados emergentes concentra –sin incluir a la zona del euro– cerca del 60% del comercio

¹ A mediados de 2009 la deuda externa de Estados Unidos alcanzaba los 13.399.859 millones de dólares, cercana al PBI estadounidense (US\$ 14.151.200 en el III Trim 2009).

² Algunos autores afirman que las aspiraciones de Estados Unidos en el terreno militar, potenciadas por la paranoia de la guerra contra el terrorismo, podrían llevar al país a una sobre-expansión imposible de sostener en el tiempo. Para un análisis de la pretensión imperial global de Estados Unidos en la dimensión militar, ver Loveman (2005).

global de bienes y servicios (Organización Mundial del Comercio, 2010) y una proporción similar de las reservas internacionales de todo el mundo (Fondo Monetario Internacional, 2010a). Es decir, el G20 concentra una parte significativa de la economía mundial –y de la demanda del medio de cambio y depósito de valor internacional. Ello ha convertido a esta coalición de países en el instrumento potencialmente más eficaz para enfrentar la crisis que aqueja a la economía mundial y para debatir e implementar en la arquitectura monetaria y financiera internacional las reformas que resultan necesarias para un desarrollo económico global estable y sostenido.

La crisis económica internacional no ha llegado a su fin, pero el pánico desatado luego de la bancarrota de Lehman Bros. en septiembre de 2008 ha dado paso a una incipiente recuperación de la confianza en que lo peor ya ha quedado atrás. Ello se ha traducido en un adormecimiento de la urgencia por realizar las reformas necesarias para evitar una nueva crisis en el futuro. Las imperfecciones del actual sistema monetario internacional subyacentes en esta crisis han sido advertidas –y vienen siendo desoídas– desde hace más de medio siglo. Sin embargo, pese a las fuertes presiones para mantener también en esta ocasión el *statu quo* del régimen monetario internacional, parecería que a pesar de la falta de voluntad del G20 el debate sobre el tema estaría instalándose poco a poco en la agenda internacional.

Dada la magnitud de su peso económico y político, así como su «designación oficial» en Pittsburgh como principal foro de discusión global sobre los temas clave de la economía y las políticas financieras en el nivel internacional (Botto, 2010), el G20 se ha colocado a sí mismo en el centro de la escena y, por lo tanto, tiene el deber y la responsabilidad de mantener vivo el ímpetu reformador y consensuar e implementar las transformaciones en el actual sistema monetario internacional que ha arrojado a millones de personas a una situación de pobreza. Sin embargo, resulta claro que el G20 ha estado eludiendo desempeñar el rol para el que sus propios miembros se auto-designaron. El abordaje del problema de los desequilibrios globales y sus posibles soluciones a partir de una reforma del sistema monetario internacional ha permanecido como una discusión latente en las cumbres del G20, pero no ha sido encarado de manera abierta: Estados Unidos se ha resistido a entablar un debate político que conlleve la posibilidad de perder algunos de sus privilegios conseguidos en Bretton Woods.

Sin embargo, dada la magnitud de la crisis, los reclamos de reforma se han tornado cada vez más sonoros e insistentes, especialmente aquellos provenientes de algunas economías emergentes que participan en el G20, como China y Rusia, y de diferentes instancias de las Naciones Unidas, como la Conferencia de las Naciones Unidas para el Desarrollo (UNCTAD) o

la Comisión de Expertos del Presidente de la Asamblea General de las Naciones Unidas sobre las Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional (UNPGA). Estos y otros actores del sistema internacional son plenamente conscientes de que el corazón del debate sobre la reforma del sistema monetario internacional no reside en las cuestiones técnicas y económicas sino en intereses políticos. En definitiva, tanto las instituciones monetarias pasadas como las presentes y las que vendrán en el futuro tienen un impacto directo en la distribución internacional del ingreso, la producción y el trabajo. Un cambio estructural en esas reglas implicaría romper con el orden cristalizado en los privilegios de Bretton Woods, un mundo que, por otro lado, hace tiempo ha dejado de existir.

En el siguiente apartado se presenta un panorama de aquel mundo y de su vulnerabilidad intrínseca develada a través del dilema de Triffin. El tercer apartado desarrolla los inconvenientes e ineficiencias derivadas de una política monetaria internacional administrada en función de intereses nacionales. Posteriormente se analizan las fallas encubiertas en los incentivos planteados desde los países del norte a través de los organismos multilaterales de crédito y el impacto que tuvieron estos incentivos en los desequilibrios globales. El quinto apartado presenta las principales soluciones a los desequilibrios globales debatidas en la agenda internacional, haciendo hincapié en la economía polí-

tica del tipo de cambio. El artículo concluye con algunas reflexiones finales.

2. EL TALÓN DE AQUILES SISTÉMICO: UNA MONEDA NACIONAL PARA LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

En 1944 el mundo se aprestaba a ver el final de la Segunda Guerra Mundial y se preparaba para lo que vendría después. En julio de ese año, 44 naciones se reunieron en una Conferencia en Bretton Woods, New Hampshire, para definir las reglas comerciales, monetarias y financieras de posguerra, así como la creación de organismos internacionales de crédito. Los países del Eje, que en ese entonces eran «el enemigo» –pero que hoy son importantes actores de la economía global– no fueron invitados al encuentro. India ni siquiera era una nación independiente y China era un país «retrasado» en la carrera industrial y políticamente convulsionado en vísperas de la revolución comunista.

En aquellas circunstancias y dada la imperiosa necesidad de acelerar la reconstrucción europea, Estados Unidos asumió formalmente la responsabilidad clave de constituirse en pivote del sistema monetario europeo y fundamento del internacional, proponiendo su moneda –convertible en oro a 35 dólares por onza– como ancla nominal de un sistema de paridad multilateral (fija pero ajustable) entre las monedas europeas y como medio de cambio del comercio internacional. Así, el esquema

monetario de Bretton Woods implicó la irrefutable victoria del dólar sobre la libra esterlina en la competencia que había tenido lugar durante el periodo de entreguerras por la primacía monetaria internacional.³

Sin embargo, la medalla de la victoria venía con dos caras: en el anverso se vislumbraban, en palabras de De Gaulle, «privilegios exorbitantes», mientras que el reverso ocultaba una vulnerabilidad intrínseca e irremediable. La cara con brillo dejaba ver los beneficios provenientes del usufructo del poder de señoría a escala internacional, esto es, la transferencia de bienes y servicios reales hacia el país emisor del medio de cambio internacional por el mero hecho de que ese país decidiera unilateralmente emitir un bien —en este caso, dólares— aceptado universalmente en las transacciones comerciales internacionales. A ello se sumaba el privilegio de financiar los déficits de balanza de pagos en la moneda nacional.

El reverso opaco de estos privilegios fue señalado por Robert Triffin al Congreso de los Estados Unidos en 1959, cuando alertó que el crecimiento de la economía mundial incrementaría la demanda por liquidez y que la misma sería satisfecha a través de un déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos estadounidense. Llegado un momento, habría más dólares en poder de no residentes de Estados Unidos que los que la Reserva Federal estuviera efectivamente

en condiciones de respaldar con el oro de Fort Knox. Ello generaría una erosión en la confianza en la moneda de Estados Unidos que desembocaría en el colapso de la convertibilidad entre el dólar y el oro. Triffin debió esperar una década para ver cumplido su pronóstico. A mediados del mes de agosto de 1971, el presidente de los Estados Unidos, Richard Nixon, anunció que el dólar ya no sería convertible en oro, barriendo así no solamente con el patrón oro sino también con el sistema de paridad cambiaria establecido en los acuerdos de Bretton Woods.

Si bien el abandono del patrón oro tuvo consecuencias de enorme trascendencia para la economía mundial —dando el puntapié inicial que derivó en la crisis del petróleo, la desaceleración del crecimiento europeo, el fenómeno de la estanflación, por mencionar solo algunas— no puso fin al predominio del dólar en la economía mundial. La moneda estadounidense, ahora fiduciaria, se mantuvo como medio de cambio internacional y como depósito de valor, y la deuda emitida por el tesoro de los Estados Unidos continuó siendo considerada la opción más segura del portafolio de inversión. El corolario de esta situación fue que, a pesar de la crisis, el dilema planteado por Triffin permaneció incólume: Estados Unidos seguiría respondiendo a la demanda de liquidez internacional a través de un déficit en su cuenta corriente y ello desembocaría, llegado un momento, en una pérdida de confianza en la sustentabilidad del sistema y del dólar como

³ Para profundizar sobre la competencia entre monedas del periodo de entreguerras, ver: Eichengreen y Flandreau (2008).

reserva de valor –ante el temor a una creciente depreciación de los activos nominados en esa moneda.

3. EL PRIVILEGIO DE LA INEFICIENCIA (AJENA)

La mayor flexibilidad introducida por el régimen fiduciario del dólar conjuntamente con la permanencia de los bonos del tesoro estadounidense como el activo de reserva de menor riesgo amplificó otro privilegio usufructuado por el país emisor de la «moneda internacional»: la capacidad de desarrollar una política monetaria verdaderamente independiente e imponer la misma al resto del mundo a través del manejo de la tasa de interés (Ocampo, 2010). En efecto, el resto de los países del mundo se ven forzados a tomar en cuenta la política monetaria implementada por la Reserva Federal al momento de establecer su propia política monetaria. El principal problema de ello radica en que las decisiones de política monetaria de Estados Unidos se toman en función de los intereses de la economía (y la política) estadounidense, sin tener consideración suficiente por el impacto que ello tendrá en el sistema de pagos internacional o en la economía mundial (UNCTAD, 2009).

Existen varios ejemplos históricos que ratifican la discrecionalidad estadounidense en el manejo de la moneda internacional. Sin ir más lejos, al aplicar de manera inconsulta la inconvertibilidad del dólar en 1971 Estados Unidos

priorizó sus necesidades internas inmediatas, dejando en un segundo plano la responsabilidad que había asumido en Bretton Woods con la estabilidad de la economía mundial. Los niveles del déficit de cuenta corriente estadounidense se habían mantenido bajo control hasta mediados de la década de 1960, permitiendo mantener la convertibilidad del dólar sin mayores inconvenientes. Sin embargo, las crecientes necesidades de fondos para financiar la guerra de Vietnam se tradujeron en un crecimiento insostenible –dentro del sistema de convertibilidad– del déficit de cuenta corriente que derivó en el abandono del régimen monetario. La alternativa hubiera sido financiar los esfuerzos militares con un incremento de los impuestos, pero el entonces presidente de Estados Unidos, Lyndon Johnson, temió que esta alternativa enfrentara una dura resistencia en el Congreso y optó por que fuera el resto del mundo quien financiara las iniciativas militares estadounidenses (Teunissen, 1987).

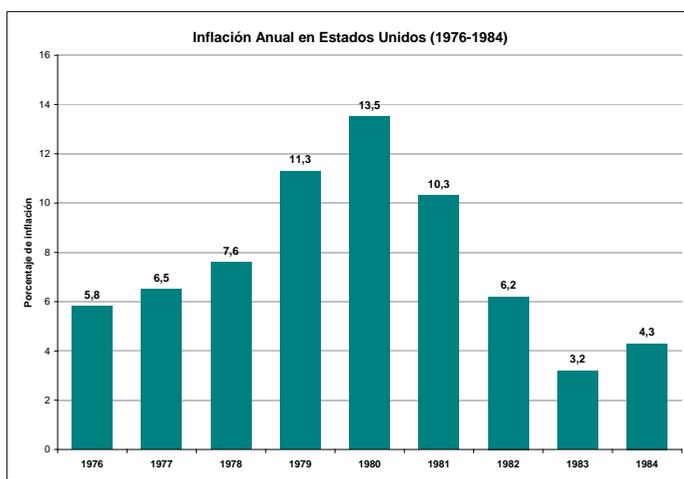
Asimismo, la crisis de la deuda latinoamericana y su posterior «década perdida» deben mucho al discrecional manejo de la política monetaria estadounidense. La crisis del petróleo, cuyo origen se atribuye parcialmente al abandono del patrón oro, tuvo entre sus consecuencias el reciclaje en América Latina de una proporción significativa de los «petrodólares» depositados en bancos europeos que veían limitadas sus oportunidades de inyectar capital en una Europa en franca desaceleración económica. La creciente inflación en

Estados Unidos, que en 1979 alcanzó un promedio anual de dos dígitos (ver gráfico 1), llevó al presidente Ronald Reagan a abrazar la política monetaria contractiva iniciada por Paul Volker, presidente de la Reserva Federal desde 1979 hasta 1987, que implicaba un incremento sin precedentes de la tasa de interés interbancaria (Clarida y Friedman, 1983) (ver gráfico 2). Las elevadas tasas de interés de los bonos del tesoro estadounidense estimularon a su vez el flujo de capital internacional hacia Estados Unidos, generando problemas de financiamiento a otras economías.

Sin subestimar los errores de política económica atribuibles a varios gobiernos latinoamericanos, debe tenerse en cuenta que el incremento en la tasa de interés decidido unilateralmente por Estados Unidos en función de sus propias necesidades determinó un incremento significativo en el costo de la deuda de

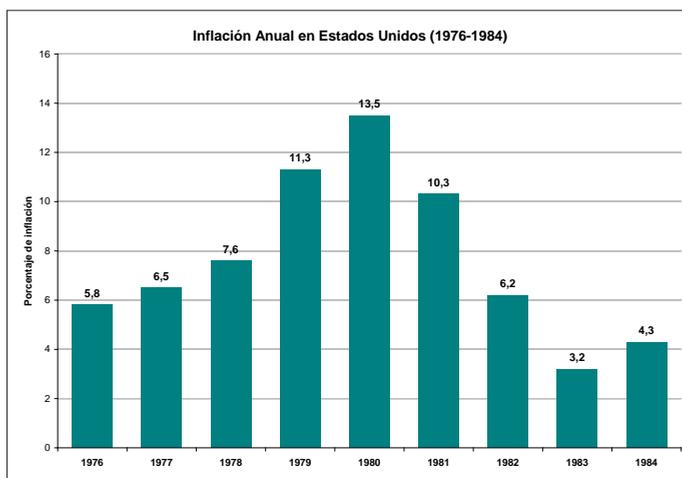
los países latinoamericanos. Ello resulta central dado que existe la posibilidad de que endeudamiento que podría haber sido sostenible con las tasas de interés vigentes durante el primer lustro de 1970 se tornara insostenible con el incremento de estas experimentado a finales de esa década y comienzos de la siguiente (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). Si bien la tasa de interés comenzó a declinar para alcanzar niveles normales en 1986-1988, el impacto internacional de la política monetaria interna de los Estados Unidos ya había dejado su marca. Con el ojo siempre puesto en las necesidades internas, durante la era de Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal (agosto de 1985 a enero 2005), así como durante el actual mandato de Bernard Bernanke, la tasa de interés también ha sido administrada en función de la tasa de desempleo y la inflación estadounidenses.

Gráfico 1



Fuente: Oficina de estadísticas laborales de los Estados Unidos

Gráfico 2



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos

En síntesis, la política monetaria de la Reserva Federal con respecto al dólar, moneda estadounidense pero también medio de cambio y depósito de valor internacional, ha sido y continúa siendo orientada sobre la base de los intereses y del ciclo de la economía de Estados Unidos. Sin embargo, el resto de las economías tiene su propio ciclo económico y, en consecuencia, sus propias necesidades de política monetaria que apuntan a moderar las oscilaciones de su ciclo. La política monetaria apropiada para Estados Unidos puede resultar inapropiada para otras economías, por un lado empujando a países hacia procesos recesivos y, por el otro, generando sobrecalentamiento en algunas economías, induciendo mayor inflación y endeudamiento y, eventualmente, una crisis.

El problema no se limita a una injusticia por la existencia de privilegios y asimetrías: se trata además de un problema de eficiencia. Con un manejo monetario internacional basado en una moneda nacional y en intereses nacionales, la economía mundial estaría produciendo en un nivel subóptimo. Esta ineficiencia continuará acrecentándose en la medida en que la economía y el comercio de Estados Unidos sigan reduciendo su peso relativo en la economía mundial. No se trata de reemplazar al dólar por otra moneda nacional o regional dado que un cambio de jugadores con las mismas reglas de juego desembocaría en resultados similares. El problema radica en la estructura del sistema monetario internacional y, en consecuencia, la solución vendrá de la mano de un cambio estructural.

UN CATACLISMO EVITABLE

A solo tres meses de iniciado 2010, la tierra tembló en Haití, Chile y Turquía. Lamentablemente, no es posible impedir estos cataclismos provocados por las fuerzas de la naturaleza. También la economía mundial se encuentra asentada sobre una falla que provoca temblores esporádicos. No se trata de una falla geológica sino institucional que, a diferencia de la primera, puede ser solucionada a partir del rediseño de la obsoleta arquitectura de Bretton Woods.

Los temblores de la economía internacional pueden evitarse sino que además es posible preverlos. De hecho, el problema de los desequilibrios globales se encuentra en la agenda económica desde hace varios años. Inclusive el propio Bernanke, antes de asumir la presidencia de la Reserva Federal, reconocía la relevancia del problema del «exceso de ahorro global», aunque culpaba de ello al resto del mundo. En efecto, en una presentación realizada en Virginia en marzo de 2005, Bernanke localizaba el origen de los desequilibrios globales en las políticas implementadas por mercados emergentes para sostener un tipo de cambio alto que apuntaba al auto-seguro para resguardarse de una crisis de balanza de pagos del estilo de aquella que había afectado a varios de ellos en la década de 1990. A ello se habría sumado la intervención de los bancos centrales, que perseguía mantener un tipo de cambio competitivo que promoviese un crecimiento liderado

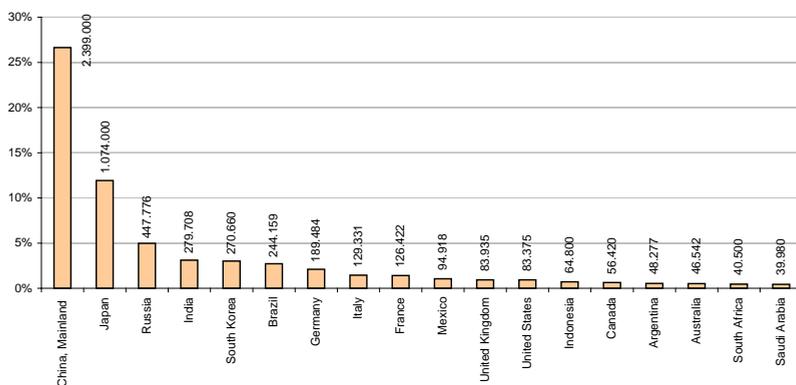
por las exportaciones, agravando aún más el problema de la acumulación de reservas. Esta conjunción de objetivos derivó en la persecución activa de superávits de cuenta corriente por parte de los países en desarrollo, los que fueron mantenidos a expensas de déficits en los países desarrollados. En este sentido, países como Estados Unidos habrían sido «arrastrados» a un déficit inflado artificialmente que a su vez habría alimentado la burbuja de activos y sobreestimulado el consumo interno a través de alteraciones endógenas en el valor de las acciones, los precios inmobiliarios, las tasas de interés real y de la tasa de cambio del dólar estadounidense (Bernanke, 2005).

Al ahorrar en lugar de consumir, los países del sur colocaron al norte en una difícil disyuntiva: implementaban una disminución de sus importaciones para compensar la debilidad de la demanda de sus exportaciones –un ajuste orientado a lograr un mayor equilibrio en su cuenta corriente– o, tal como sucedió, permitían que el déficit de cuenta corriente continuara creciendo mientras el mercado estuviera dispuesto a seguir financiándolo. La primera alternativa implicaba un enfriamiento de la economía y un sesgo deflacionario, mientras que la segunda exacerbaba los riesgos señalados por Triffin y dejaba a los países del norte expuestos a un ajuste mayor en el futuro –cuando el mercado decidiera que ya no era prudente seguir proporcionando los mismos niveles de financiamiento.

A pesar de este riesgoso escenario, Estados Unidos utilizó su posición como emisor del medio de cambio internacional y de los activos de reserva «más seguros» del mercado para que el resto del mundo continuara financiando su déficit de cuenta corriente y poder mantener su economía con altas tasas de crecimiento. Mientras los bancos centrales del resto del mundo fueran compradores netos de bonos del tesoro estadounidense, el precio de estos permanecería elevado y las tasas

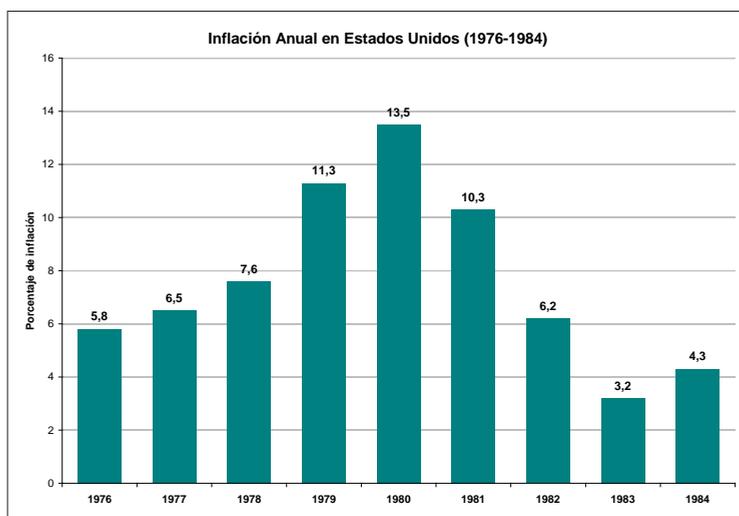
de interés que pagara el gobierno de Estados Unidos por su deuda seguirían siendo bajas. Ello permitió que el gobierno e indirectamente las empresas y hogares de Estados Unidos se endeudaran más de lo que el mercado hubiera permitido a un país sin estos privilegios, incentivando la formación de burbujas (Eichengreen, 2009). Así, el exceso de ahorro global al que hacía referencia Bernanke continuó incrementándose durante la segunda mitad de la década del 2000.

Gráfico 3



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2010), *The Wall Street Journal* (Enero 18, 2010)

Gráfico 4



Fuente: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos

Sin embargo, en su presentación Bernanke omitió referirse a otra de las causas del «nuevo mercantilismo» de los países en desarrollo: la radicalización ideológica de libre mercado, apuntalada con el arribo de George W. Bush a la Casa Blanca, que implicó dejar en total desamparo a aquellos países que sufrieran crisis de balanza de pagos. La fe ciega en los mercados o, en palabras de George Soros, el «fundamentalismo de mercado» (Soros, 1998), rezaba –en relación con este tema– que los desequilibrios globales eran una consecuencia natural de la globalización económica y financiera y que se resolverían por sí solos a través del normal funcionamiento de los mercados (Xafa, 2007). Este dogma obtuvo una rápida aceptación entre los miembros del G7 y, por extensión, entre las instituciones multilatera-

les de crédito. Se debía dejar actuar al mercado, que asignaría eficientemente los recursos premiando a los inversores que tomaran decisiones apropiadas y disciplinando a aquellos que asumieran riesgos desmedidos.

Así, después de una década de constantes presiones sobre las economías en desarrollo –fundamentalmente a través de las instituciones multilaterales de crédito y de cláusulas incluidas en tratados comerciales– para que se abrieran al libre flujo de capitales, hubo un cambio de rumbo: se les dijo que no habría nuevas operaciones de salvataje de economías en crisis, ya que el rescate de los ávidos inversionistas siempre propensos a asumir riesgos excesivos generaría una distorsión sobre las correctas señales del mercado. A nadie pareció importarle que varios

de los países que habían cedido ante las presiones y habían implementado las recetas de apertura se encontraran a causa de ello altamente expuestos en su frente externo, dado que el libre flujo de capitales había derivado en un incremento de sus compromisos. Para completar el panorama, la entonces directora del FMI, Anne Krueger, comenzó a promocionar un mecanismo que regulara la quiebra de países soberanos, a semejanza de una empresa (Krueger, 2002).

En síntesis, Estados Unidos no solamente se lavaba las manos respecto de su responsabilidad en la generación de temblores en la economía mundial sino que, además, indujo a los países en desarrollo a que adoptaran políticas que los dejaban en una posición de mayor vulnerabilidad externa. A posteriori, aplicó una doctrina *–moral hazard–* para desentenderse de la reparación de los daños. Abandonados a su suerte, algunos países como Argentina y Turquía, cayeron víctimas de este cambio de rumbo. Elo les valió que en muy corto tiempo pasaran de ser considerados «niños modelo» a incompetentes y mezquinos que actuaban de mala fe. Otros, en cambio, lograron evitar una crisis de grandes proporciones y, ante el desamparo surgido por la negativa *ex ante* de recibir ayuda internacional en el caso de que sobreviniera algún *shock* externo *–*como un cambio abrupto en los flujos de capitales, un deterioro en los términos de intercambio o un ataque especulativo sobre sus monedas*–* optaron por protegerse ellos mismos

mediante la acumulación de reservas internacionales. Como consecuencia de esta política de «auto-seguro», los países emergentes son ahora declarados culpables, esta vez acusados de implementar políticas que generan desequilibrios globales. No apuntamos en este artículo a señalar culpables e inocentes sino a dejar expuesta la imperiosa necesidad de una transformación del actual sistema global de reserva cuyas fallas institucionales y contradicciones intrínsecas generan esporádicamente temblores en la economía mundial.

4. SOLUCIONES DEBATIDAS EN LA AGENDA INTERNACIONAL

La inusitada dimensión del temblor económico de finales de la década de 2000 se vio reflejada en la agenda económica internacional a través del debate sobre posibles soluciones a los desequilibrios globales. En ese debate sobresalen dos líneas de propuestas complementarias para superar las fallas institucionales mencionadas anteriormente. Ambas apuntan al corazón mismo de la inestabilidad, es decir, se dirigen a resolver el dilema de Triffin y en segundo lugar a superar el sesgo deflacionario generado por las políticas mercantilistas del sur. La primera implica establecer un sistema en que la liquidez de la economía global no dependa del déficit de cuenta corriente de una economía nacional. En este sentido, sobresalen en el debate dos propuestas no excluyentes: el establecimiento de una moneda de reserva global supranacional;

y la proliferación de acuerdos monetarios regionales. Por otra parte, en vistas de buscar desincentivos para el mercantilismo, las propuestas se enfocan en el establecimiento de mecanismos globales de penalización del ahorro.

4.1 *Hacia una moneda de reserva global*

La creación de una moneda global dista de ser una idea novedosa. Impulsada por el Reino Unido en la conferencia de Bretton Woods, a instancias de John Maynard Keynes, esta propuesta se basaba en el establecimiento de un banco supranacional –International Clearing Union (ICU)– encargado de compensar los déficits y los excedentes comerciales entre países. El proceso de *clearing* entre bancos centrales se llevaría a cabo a través de cuentas que estos mantendrían en el ICU: en el lado de los activos del balance del ICU figurarían sus reservas y los préstamos otorgados a los bancos centrales de los países miembros, mientras que en la columna de pasivos aparecerían los depósitos realizados por los bancos centrales –nominados en Bancor, una moneda supranacional administrada por el ICU que mantendría una paridad fija con el oro. Así, los desequilibrios comerciales entre los países se reflejarían en el balance del ICU (Pifaretti, 2009).

La idea subyacente del plan de Keynes era extrapolar a escala internacional

[...] el principio esencial del sistema bancario, tal como funciona en cual-

quier sistema cerrado. Este principio es la necesaria igualdad entre créditos y débitos, entre activos y pasivos. Si los créditos no pueden ser retirados del sistema bancario sino solamente transferidos en su interior, el banco en sí nunca puede encontrarse en dificultades. Puede otorgar de manera segura todos los adelantos que desee a cualquiera de sus clientes con la seguridad de que los fondos serán transferidos a la cuenta de otro cliente en el banco. Su problema se limita a ver que sus clientes se comporten razonablemente y que los adelantos otorgados a cada uno de ellos sean prudentes y aconsejables desde el punto de vista del conjunto de clientes (Keynes, 1941).

El plan de Keynes describía regulaciones precisas para limitar los desequilibrios entre países y facilitar el ajuste, como penalidades para los países que mantuvieran altos superávits y para aquellos que superasen una cuota de operaciones en descubierto. Con su propuesta Keynes apuntaba a evitar el sesgo deflacionario que recae sobre los países deficitarios cuando llegado un momento deben realizar ajustes a través de la reducción de sus importaciones, perjudicándose ellos mismos y a aquellos países a quienes dejan de comprar. Por el contrario, consideraba que sería mejor para todos que la vuelta al equilibrio tuviera lugar a partir de un incremento en las exportaciones de los países deficitarios y, en consecuencia, un incremento en las importaciones de los países superavitarios.

Sin embargo, la propuesta británica fue descartada por Estados Unidos en

beneficio de la propuesta estadounidense, diseñada por Henry White, que colocaba al dólar en el centro del comercio internacional. En términos de la agenda internacional, la idea de crear una moneda supranacional e institucionalizar incentivos para minimizar los desequilibrios globales permaneció enterrada hasta la crisis económica y financiera iniciada en 2007-2008. Finalmente, el debate salió de la academia e ingresó en el espacio de la política internacional.

En marzo de 2009, preocupado por la debilidad del dólar y, más puntualmente, por los riesgos de erosión que ello implicaba sobre las abultadas reservas en dólares de China, el premier chino, Wen Jia Bao, exhortó a Estados Unidos a que hiciera honor a sus promesas, continuara siendo una nación creíble y resguardara el valor de los activos de reserva chinos invertidos en bonos estadounidenses.⁴⁵ Pocos días después, el presidente del Banco del Pueblo de China, Zhou Xiaochuan, proponía reemplazar al dólar por una nueva moneda de reserva global controlada por el Fondo Monetario Internacional, recomendando especialmente que, como mejor alternativa para este fin, se utilizaran los Derechos Especiales de Giro (DEG) como la mejor alternativa (The People's Bank of China, 2009).

China se encuentra «atrapada» en el dólar por la magnitud de las

reservas que mantiene en esa moneda. Desprenderse de sus bonos en dólares en la dimensión necesaria para alterar significativamente la composición de sus reservas se reflejaría de inmediato en una caída del precio de los bonos y del dólar estadounidenses, erosionando aún más el valor de los activos en dólares que no hubiera vendido. Por ello, la disponibilidad de una unidad de reserva internacional alternativa a las monedas nacionales mejoraría significativamente la posición de los grandes tenedores de reservas (Eichengreen, 2009). La propuesta china fue sin duda la más ruidosa, aunque no hacía más que sumarse a otras similares. La semana anterior, el Kremlin había hecho público a través de su sitio web que en la reunión del G20 que se realizaría en Londres a comienzos de abril de 2009 haría un llamamiento a que se estableciera una moneda de reserva global.

Al día siguiente de conocerse el documento de China, el presidente de los Estados Unidos, Barak Obama, consciente del peligro que corrían los «privilegios» monetarios estadounidenses, desestimó categóricamente la propuesta: «No creo que exista la necesidad de una moneda global», y agregó que la solidez del dólar se basa en que los inversores consideran que Estados Unidos es la economía más fuerte del mundo y posee el sistema político más estable del mundo. Por último, añadió: «Creo que existe una gran confianza en que, en última instancia, aunque estamos atravesando un momento difícil, las perspectivas para la economía

⁴⁵ De acuerdo con la Reserva Federal, al momento en que se formularon estas declaraciones China era el principal tenedor de bonos del tesoro estadounidense (véase el gráfico 4).

global son muy, muy buenas» (Reuters, 24 de marzo de 2009).

Una vez más, Estados Unidos anteponía sus privilegios a la estabilidad de la economía mundial y, en última instancia, a su propia estabilidad. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido con la propuesta británica en Bretton Woods, en esta ocasión Estados Unidos no ha tenido éxito en enterrar el debate. La Comisión de Expertos del Presidente de la Asamblea General de las Naciones Unidas sobre las Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional (UNPGA), también conocida como la Comisión Stiglitz, se sumó al coro de voces que reanimaban la idea keynesiana de crear una moneda de reserva supranacional emitida por el FMI, como una forma asequible para devolverle solidez al sistema monetario internacional (UNPGA, 2009). El documento de la UNPGA presenta varias alternativas para implementar una moneda de reserva global a partir de los DEG, que van desde la emisión de DEG contra la constitución de una canasta de monedas que incluya a todos los miembros –equivalente a un *swap* global entre todos los países del mundo– ; pasando por la emisión de bonos (por parte de un organismo emisor internacional) nominados en la moneda global y que devenguen un interés; hasta una emisión de DEG sin el respaldo en otras monedas –serían DEG fiduciarios– y su distribución sobre la base de la demanda de los países por reservas o la ponderación de cada país sobre el PIB mundial, entre otras alternativas.

4.1.1 La cuestión del tipo de cambio

Si efectivamente en un futuro creara una moneda de reserva global, habría que definir una cuestión adicional que resulta vital para los países en desarrollo: el establecimiento de su régimen cambiario y la administración de su tipo de cambio. Este tema no ha recibido en el debate la atención que merece. Si bien la problemática del tipo de cambio tiene un espacio privilegiado en la agenda internacional en el marco de la puja entre China y Estados Unidos por el valor del renminbi o yuan chino, al parecer no se comprenden cabalmente las repercusiones que tendría para los países en desarrollo la adopción de una regla cambiaria determinada, y menos aun los posibles efectos de la instauración de un régimen cambiario pautado a escala global. Resulta fundamental que sea cual fuere la modalidad de aplicación de una eventual moneda global, los países en desarrollo no vean restringida su capacidad de utilizar la administración del tipo de cambio de sus monedas nacionales en relación con la moneda global como una herramienta de política económica. Un mal trato en esta cuestión sería más perjudicial para los países en desarrollo que la actual inestabilidad del patrón dólar.

En su Informe sobre Comercio y Desarrollo 2009, la UNCTAD propone que para determinar el tipo de cambio en un marco multilateral tal vez sea apropiado un sistema de paridad cambiaria basado en el poder adquisitivo,

de manera similar a las experiencias de Bretton Woods y del Sistema Monetario Europeo. Una vez establecida dicha paridad, proponen la realización de ajustes periódicos a partir de las diferencias inflacionarias entre los países, de manera de mantener constante el tipo de cambio real. Sin embargo, ese mecanismo no presta suficiente atención a que el aspecto relevante para la sustentabilidad de la competitividad vía precios no se encuentra en las diferencias entre los incrementos en el nivel de precios entre las economías (para lo cual habría que contemplar únicamente la inflación) sino en el nivel de costos de producción (que incluye la inflación pero también los incrementos de la productividad). A iguales tasas de inflación, los países que registran tasas más altas de crecimiento de su productividad lograrían reducir su costo medio de producción y, con el tiempo, desplazarían a sus competidores del mercado, ya que estos últimos no podrían reducir sus costos de producción en términos internacionales mediante una variación en el tipo de cambio. Cabe aclarar que los países más desarrollados son los que tienen mayor capacidad de lograr innovaciones de productos y procesos que reduzcan sus costos de producción, así como de financiar las actividades de investigación y desarrollo que tienen por resultado dichas innovaciones.

Además, el manejo del tipo de cambio permite a los países influir en su ciclo económico y, en ocasiones, en el nivel de inflación. Debido a que los ciclos económicos no están sincronizados y a

que sus niveles de productividad factorial y sectorial son diferentes, tanto en términos estáticos como dinámicos, cada economía requiere flexibilidad para actuar sobre los costos medios de producción apuntando a mantener elevados niveles de empleo. Un tipo de cambio flexible permite que los ajustes se realicen a través de cambios en el valor de la moneda nacional en relación con otras monedas, evitando así ajustes más significativos en la economía real. Los países con «monedas duras» pueden influir más fácilmente en el ciclo de sus economías mediante el manejo de la tasa de interés, que impacta en la demanda a través del consumo y la inversión. A diferencia de ellos, los países cuyas monedas son más débiles tienen menos margen de maniobra para influir en sus economías a través de las tasas de interés, aunque logran un efecto «análogo» a partir del manejo del tipo de cambio, que influye en la oferta a través de los costos de producción. Si bien la influencia en el ciclo económico por la vía de la política cambiaria tiene un costo superior ⁵⁶ al uso de la política monetaria y el manejo del crédito, los países con monedas débiles se encuentran más restringidos en cuanto a estos últimos instrumentos en comparación el grado de libertad de que disfrutaban los países de mayores niveles de desarrollo económico. A menudo

⁵ En particular los generados por la variación de los precios relativos y los costos de economía política interna asociados con las pujas sobre la tasa de cambio.

no tienen otra opción que utilizar la política cambiaria como instrumento de política.

En conclusión, para los países en desarrollo mantener un tipo de cambio fijo en términos reales no solamente sería una tarea de gran complejidad sino que además resultaría poco conveniente. Estos países todavía pueden influir en su ciclo económico, sus precios relativos y sus niveles de empleo, así como realizar ajustes en su balanza de pagos mediante la gestión del tipo de cambio. De alguna manera, mediante estos ajustes logran compensar falencias en su competitividad internacional. Un acuerdo que busque anclar el tipo de cambio real arrebataría a los países en desarrollo esta valiosa herramienta, limitando aún más el espacio de política económica.

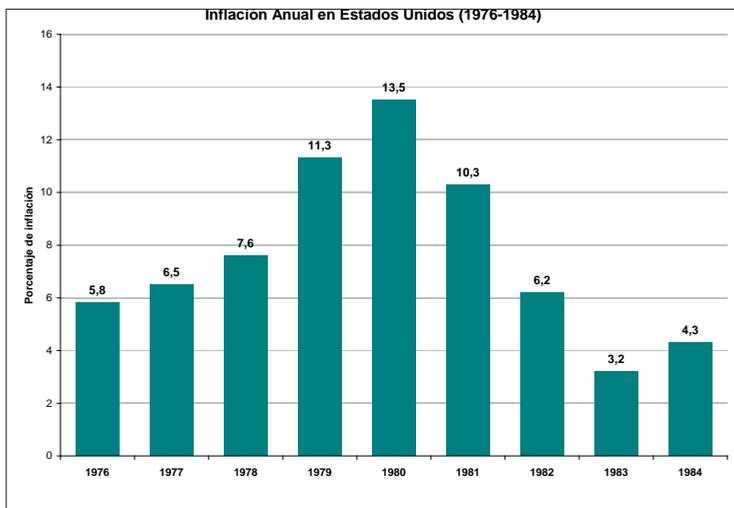
4.1.2 La Política (con mayúsculas) del tipo de cambio

Estados Unidos tiene muy presente la utilidad del tipo de cambio para lograr aumentos de la competitividad por la vía de los precios. Las bajas tasas de interés que se mantuvieron durante la década del 2000, mientras su economía crecía a tasas más que saludables para los parámetros de una economía desarrollada dejaron poco margen para estimular la demanda durante un período recesivo a partir de reducciones de la tasa de interés, despojando a los *policymakers* estadounidenses de su herramienta predilecta para el manejo de la economía. A pesar de

que la tasa de interés se ha mantenido entre 0.25% y 0% desde diciembre de 2008, los agentes privados se resisten a aumentar sus niveles de consumo e inversión. La economía estadounidense ha caído en una trampa de liquidez y, en consecuencia, la política monetaria resulta ineficaz para estimular la demanda agregada.

La receta keynesiana recomienda una política fiscal expansiva que compense la debilidad de la demanda del sector privado, así como la complementación de la alicaída demanda interna con un incremento de la colocación de la producción local en el extranjero. Ambas políticas persiguen generar un impacto positivo en el nivel de empleo y, particularmente la segunda, resulta funcional al restablecimiento del equilibrio en la balanza de cuenta corriente. Una depreciación del dólar estadounidense sería funcional a estos objetivos. Sin embargo, China, que ha basado su estrategia de crecimiento en las exportaciones, aplicó desde julio de 2008 una estrategia basada en el mantenimiento de la prácticamente fija entre el dólar y el yuan (ver el gráfico 5) «como una medida especial adoptada en circunstancias inusuales (...) como parte de nuestro paquete de políticas relacionadas con la crisis global», según lo manifestó el presidente del Banco del Pueblo de China, Zhou Xiaochuan. Con esta política, China evitó que la debilidad del dólar frente a otras monedas de reserva menores erosionara la competitividad de los productos chinos.

Gráfico 5



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos (2010b)

El debate desatado alrededor del valor del yuan puso al tope de la agenda la cuestión del tipo de cambio y una lectura que trascienda los tecnicismos deja al descubierto que el tipo de cambio, además de una herramienta de política económica, es un instrumento político, tanto para la política interna como internacional. El tipo de cambio elevado ha sido una de las claves de la estrategia de desarrollo de China así como de su gigantesca acumulación de reservas internacionales. Sin embargo, la crisis gatilló un redoblamiento de presiones por parte de Estados Unidos para que el país asiático implementara una revaluación de su moneda que dé lugar a una mejora relativa de la competitividad estadounidense. De esta manera, Estados Unidos espera estimular un mayor equilibrio de la balanza

comercial y dar impulso a sus alicaídos niveles de empleo.

El 3 de febrero de 2010, el periódico The New York Times publicó declaraciones del presidente Obama en que acusa a China de manipular el valor de su moneda y sostiene que: «debemos asegurarnos de que los precios de nuestros productos no sean inflados artificialmente y el de los suyos artificialmente disminuidos; eso nos coloca en una posición de enorme desventaja». El artículo continúa describiendo los dividendos políticos que podría capitalizar Obama al revitalizar la batalla contra China sobre el valor del yuan en un momento en que en los Estados Unidos el desempleo roza los dos dígitos y se acrecienta el temor de que China esté arrebatando puestos de trabajo a las familias estadounidenses.

snt Estas declaraciones respondían a necesidades del presidente dentro de la política interna estadounidense. En efecto, además de los dividendos políticos de revitalizar la batalla por el valor del yuan en un momento en el que el desempleo rozaba los dos dígitos y se acrecentaba el temor de que China estuviera robando puestos de trabajo a las familias estadounidenses.

Al mismo tiempo, Obama soportaba presiones desde el Congreso para adoptar una posición más dura. El senador republicano por Iowa, Charles E. Grassley, pidió al presidente que incluyera a China en un listado de países que manipulan el valor de sus monedas, habilitando a través de ello el establecimiento de tarifas punitivas sobre algunos bienes de esa procedencia. Mientras tanto, el senador demócrata por Nueva York, Charles E. Schumer, impulsaba en el Congreso proyectos destinados a imponer sanciones a China por su política cambiaria. Al igual que el presidente, ellos aumentaban el apoyo popular por mantener estas posturas, pero todas estas exposiciones públicas hacían más difícil llegar a un acuerdo con el gobierno chino, siempre temeroso de quedar expuesto claudicando ante presiones occidentales.

En esa línea, el Primer Ministro de China, Wen Jiabao, rechazó los reclamos estadounidenses calificándolos de «una forma de proteccionismo comercial» y declaró que China no variaría su política cambiaria, al tiempo que el Ministro de Comercio, Chen Deming, fue aún más claro: «China no acep-

tará que Estados Unidos le diga lo que tiene que hacer» (NYT, 10 de marzo de 2003). Días más tarde agregó que «No van a lograr que 1.300 millones de chinos cambien [de parecer] insultándolos», y continuó: «Podría estar relacionado con las elecciones que se avecinan? No lo sé, pero económicamente no tiene ningún sentido. [...] Si Estados Unidos impone tarifas [punitivas] sobre China, las compañías estadounidenses que operan en China, que constituyen más del 60% de las exportaciones chinas hacia los Estados Unidos seguro serán las más perjudicadas», y concluyó: «Al final, es Estados Unidos quien debe ajustar» (The Washington Post, marzo 22, 2010). Quedaba claro que la disputa, alimentada por intereses políticos internos, se centraba en realidad en quién «pagará», a través de una mayor demanda, la salida de la Gran Recesión y el regreso al equilibrio de la cuenta corriente estadounidense.

Dadas las prioridades políticas estadounidenses, sin embargo, las sanciones a China deberán esperar. El Secretario del Tesoro, Timothy Geithner, anunció que retrasaría el informe (previsto para el 15 de abril) que iba a utilizarse como fundamento para imponer las tarifas punitivas a China, luego de que el Presidente Hu Jintao confirmara su participación en la cumbre nuclear de Washington los días 12 y 13 de abril. Evidentemente, Washington buscaba bajar la tensión con China y obtener apoyo para poner freno a las ambiciones nucleares de Irán. Buscando evitar una confrontación abierta, Esta-

dos Unidos pospuso la publicación del informe para después de la reunión del G20 en junio de 2010, donde buscaría sumar fuerzas con otras potencias para presionar a China sobre la cuestión cambiaria (Reuters, 3 de abril de 2010). Finalmente, viéndose acorralada, China evitó el banquillo de los acusados y en vísperas de esa cumbre anunció una flexibilización gradual del tipo de cambio del yuan (Reuters, 21 de junio de 2010). Al momento de escribir este artículo (20 de agosto de 2010) la cotización era de 67.900 yuanes por dólar, dejando ver una apreciación (en dos meses) de apenas 0.66% por encima del promedio de 68.350 (ver el gráfico 5).

4.2 *Acuerdos monetarios*

La reducción de la demanda de dólares derivada de la proliferación de acuerdos monetarios regionales y bilaterales tiene un impacto positivo en la estabilidad de la economía mundial, ya que posibilita el crecimiento de las transacciones internacionales evitando los efectos adversos señalados por Triffin. La implementación de una unión monetaria como el euro es solamente una de las vías – ciertamente la más compleja– para incrementar el grado de independencia comercial y financiera y al mismo tiempo contribuir a la estabilidad global.⁶⁷ Existen casos de países o regiones que han logrado una mayor independencia del dólar a partir

de acuerdos que implican la aceptación recíproca de sus monedas nacionales en sus transacciones comerciales. En septiembre de 2008, Argentina firmó un convenio de sistema de pagos en moneda local con Brasil que permite a los importadores y exportadores brasileños y argentinos la realización de pagos y recibos en sus respectivas monedas sin necesidad de una tercera moneda. El exportador fija el precio de la exportación en la moneda de su país, dejando de estar expuesto a las variaciones en las tasas de cambio y conservando la seguridad de que recibe exactamente el valor negociado en su moneda.

A su vez, los líderes de Brasil, Rusia, India y China, se reunieron a mediados de abril de 2010 en Brasilia, Brasil, en una reunión cumbre en el marco del grupo BRIC. En el comunicado final de la reunión, declararon:

[...] con el objetivo de contribuir con la estabilidad económica internacional, hemos solicitado a nuestros ministros de finanzas y a los presidentes de nuestros bancos centrales que examinen arreglos monetarios regionales y conversen sobre las modalidades de cooperación entre nuestros países en esta área. Apuntando a facilitar el comercio y la inversión, estudiaremos la viabilidad de [implementar] la cooperación monetaria, incluyendo un sistema de pagos en moneda local para el comercio entre nuestros países (BRIC, 2010).

La propuesta de los países del grupo BRIC resulta especialmente relevante por el tamaño de las economías involucradas, el volumen de sus reservas y el

⁶⁷ Aunque posee ciertas ventajas, una unión monetaria tiene aparejados importantes costos como los descritos en este artículo en el apartado sobre el tipo de cambio fijo.

potencial impacto político y económico que podría generar un acuerdo de esas características. Sin lugar a dudas, tanto este acuerdo como la proliferación de arreglos monetarios como los antes descritos contribuyen de manera muy significativa a la estabilidad global, al alivianar la carga estadounidense de proporcionar liquidez para el crecimiento de la economía mundial.

4.3 Mecanismos globales de penalización del ahorro

Si bien las propuestas de aplicar políticas de penalización del ahorro no son una novedad, nunca fueron llevadas a la práctica. Una de las razones radica en que su implementación requiere que los países se encuentren participando de algún sistema monetario colectivo con capacidad de sancionar al «país transgresor». Keynes lo ideó en el contexto de la ICU, y la reciente propuesta de la UNPGA que resucitó aquella idea se encuentra en el marco de la implementación de una moneda de reserva global. A primera vista no se vislumbra que los países superavitarios encuentren alguna ventaja en dejarse atar al compromiso de gastar sus reservas.

Por otro lado, resulta innegable que las actuales circunstancias tienen características particulares: En primer lugar, el sesgo deflacionario que estos mecanismos apuntarían a evitar no había alcanzado proporciones significativas hasta la década de 2000, cuando los inmensos ahorros amasados por el sur contribuyeron a los desequilibrios

globales que desembocaron en la Gran Recesión. En segundo lugar, teniendo en cuenta que en política internacional las acciones y políticas jamás se miden con la misma vara, no resulta un dato menor que sean justamente los países del sur quienes más se verían afectados por una medida de ese tipo y que, en términos generales, los mayores beneficiados serían los países del norte,⁷⁸⁸ quienes son a su vez quienes establecen la agenda.

Sin embargo, estas circunstancias no serían suficientes para convencer a los países superavitarios. Los episodios de confrontación entre Estados Unidos y China en torno al valor del yuan permiten vislumbrar que la estrategia elegida apunta en la dirección de presiones «convencionales» –políticas y económicas– para lograr un incremento de importaciones por parte de los países con superávit en su cuenta corriente, antes que al establecimiento de mecanismos institucionalizados. El camino del pragmatismo enfrentará menores resistencias tanto por parte de los países del sur como al interior mismo de Estados Unidos y otros países del norte. Así, es altamente probable que las ideas sobre la penalización del ahorro, teóricamente consistentes, queden recluidas al ámbito del debate académico, al menos en el mediano plazo.

⁷ Aunque posee ciertas ventajas, una unión monetaria tare aparejados importantes costos como los descritos en este artículo en el apartado sobre el tipo de cambio fijo.

⁸ Sería el sur, con sus ahorros, quien terminaría pagando la recuperación.

REFLEXIONES FINALES

El hecho de que el mundo de hoy le quede grande a Estados Unidos no implica que ese país haya abandonado su posición central en los asuntos económicos, políticos y militares de alcance global. Estados Unidos sigue siendo la economía más grande, el país con mayor influencia política y la potencia militar más prominente entre las naciones. Sin embargo, su pérdida de *poder relativo* ha derivado en que la estructura institucional diseñada para un mundo en el que Estados Unidos era *primus inter pares* refleje cada vez en menor medida la realidad actual. Ello resulta especialmente notorio en el campo económico. A pesar de que el peso relativo de la economía estadounidense se acerca cada vez más a algunos de sus *pares*, Washington se resiste a abandonar sus privilegios heredados de otra época. Esos privilegios dotaron al mundo de posguerra de la estabilidad necesaria para la reconstrucción económica e institucional, pero el mundo ha crecido y la carga se ha vuelto pesada. La resistencia estadounidense a aceptar la nueva situación se traduce en crecientes tensiones e inestabilidad global.

La incapacidad de la economía estadounidense de satisfacer la demanda de liquidez internacional con su moneda nacional, junto con fallas en los incentivos que se manifestaron a través de las instituciones multilaterales de crédito –cuya raíz calaba hondo en la ideología fundamentalista de mercado en boga en círculos académicos y

políticos de Washington– empujaron al mundo hacia los desequilibrios macroeconómicos globales que derivaron en la Gran Recesión.

Los cambios de rumbo en el tratamiento a países en crisis generaron incertidumbre, frustración y desconfianza entre los países más expuestos al humor de los inversionistas tras haber implementado las reformas de apertura reclamadas insistentemente desde Washington. La sucesión de crisis de balanza de pagos observada desde mediados de la década de 1990 (México 1994, Tailandia y algunos de sus vecinos 1997, Rusia 1998, Argentina 2001, etc.) estaba todavía muy fresca en la memoria y constituía una señal de alarma sobre las dificultades derivadas de la globalización financiera. A ello se sumaba el «*marketing*» de los éxitos obtenidos por varias economías asiáticas a partir de una estrategia de crecimiento hacia afuera. Todo esto ocurría en un contexto de fuertes alzas en los precios de los *commodities* y materias primas exportadas por los países del sur que proporcionó a varios de ellos un excedente externo que creaba el espacio para acumular reservas.

Las inversiones reales –a través de fondos soberanos– y financieras –parte de las cuales era en bonos del tesoro estadounidense– cumplían la doble función de constituir un autoseguro y esterilizar el fuerte ingreso de divisas, apuntando a evitar la enfermedad holandesa. El *neomercantilismo* del sur servía además como blindaje contra futuras crisis de balanza de pagos. Así,

varios factores inducían a los países emergentes a implementar una política de acumulación de reservas. Del otro lado del espejo, Estados Unidos y otros países del norte seguían comprando más bienes y servicios de los que vendían al resto del mundo. La Reserva Federal mantuvo las tasas de interés en un bajo nivel porque consideraba que la baja inflación indicaba que la economía estadounidense no se estaba sobrecalentando, incentivando de esa manera mayores niveles de consumo e inversión. En síntesis, mientras el sur ahorra, el norte consume.

El estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos fue como un balde de agua fría sobre la economía mundial. Los mercados mundiales se volvieron volátiles y los flujos de capitales hicieron temblar a varias economías desarrolladas, desde países tan pequeños como Islandia hasta baluartes de la economía mundial como el Reino Unido. En Estados Unidos, el desempleo creció hasta rozar los dos dígitos (9,7% en marzo de 2010), una tasa inédita desde 1982. La demanda estadounidense no ha respondido positivamente a la política monetaria expansiva basada en tasas de interés cercanas a cero, en parte porque ellas habían permanecido en bajos niveles durante los años de crecimiento. Reconociendo la trampa de liquidez, la Casa Blanca archivó la doctrina de *moral hazard* utilizada para argumentar el abandono de países emergentes que enfrentaban momentos de crisis y se lanzó al rescate de ins-

tituciones financieras, compañías de seguros y empresas industriales.

La difícil situación atravesada por la economía estadounidense erosionó la confianza en la sustentabilidad del déficit de cuenta corriente estadounidense y, por extensión, socavó la confianza en el dólar, tal como había previsto Triffin hace más de medio siglo. La economía más grande del mundo ha dejado de ser autosuficiente. Necesita aumentar sus ventas externas para complementar su alicaída demanda interna y recuperar el equilibrio en su cuenta corriente. Restaurar ese equilibrio disminuyendo las compras al resto del mundo es una receta perfecta para profundizar la recesión –interna y global. Pero aumentar sus ventas implica que el resto del mundo esté dispuesto a comprar bienes y servicios estadounidenses y es por lo tanto una solución contraria a la tendencia al ahorro de varios mercados emergentes, que son al mismo tiempo quienes podrían utilizar sus reservas para oxigenar la demanda interna de Estados Unidos. Es en este contexto en el que debe entenderse la puja por el valor del yuan. Estados Unidos no apunta a sustituir importaciones de China por producción nacional sino a presionar a China para que compre más productos estadounidenses.

China, por su parte, se resiste a modificar significativamente su estrategia de crecimiento hacia fuera basada en un tipo de cambio alto. Para resistir las presiones estadounidenses se ha valido no solamente de su peso económico y de su condición de acreedor – que implica

simultáneamente una fortaleza y una debilidad – sino de su importancia como actor político en el escenario internacional, como quedó demostrado en el caso de la construcción de presión internacional sobre el programa nuclear iraní.

China y otros países e instancias de la comunidad internacional han comenzado a buscar alternativas al dólar como moneda de reserva y medio de cambio internacional, apuntando tanto a conseguir mayor independencia y estabilidad para ellos mismos como para contribuir a la estabilidad global. Los proyectos lanzados desde instancias internacionales para resucitar la propuesta keynesiana de una moneda global, así como la implementación de arreglos monetarios regionales, apuntan en esa dirección. Washington debería reconocer que, a largo plazo, aunque le cuesten perder sus privilegios estas iniciativas resultarán beneficiosas también para los Estados Unidos.

BIBLIOGRAFÍA

- BERNANKE, Bernard (2005), «The Global Saving Glut and the U.S. Current Account DEFICIT», Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005.
- BRIC (2010), «BRIC Communique - April 16, 2010», Brasilia, Brasil.
- CLARIDA, Richard y Benjamin Friedman (1983), «Why have short-term interest rates been so high?», *Brookings Papers on Economic Activity*, (2): pp. 553-578.
- DAMILL, Mario, Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2005). «La Deuda Argentina: Historia, Default y Reestructuración», Buenos Aires, CEDES.
- EICHENGREEN, Barry y Marc Flandreau (2008), «The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency?», NBER Working Paper 14154.
- EICHENGREEN, Barry (2009), «The Dollar Dilemma. The World's Top Currency Faces Competition», *Foreign Affairs*, septiembre/octubre.
- G20 (2009), «Global plan for recovery and reform: the communiqué from the London Summit», (2 de abril)
- HENDERSHOT, Patric H y Joe Peek (1992), «Treasury Bill Rates in the 1970s and 1980s», *Journal of Money, Credit and Banking*, 24 (2), pp. 195-214.
- KENNEDY, Paul (1987), *The Rise and Fall of the Great Powers*, Nueva York, Random House.
- KEYNES, John (1941), «Proposals for an International Currency Union. (Second Draft, November 18, 1941)» en Moggridge, Donald (ed.)(1980), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. xxv, Activities 1940-1944, Shaping the Post-war World: the Clearing Union, Londres, MacMillan, pp. 42-66.
- KRUEGER, Anne (2002), «A New Approach to Sovereign Debt Restructuring», Washington, DC, International Monetary Fund.
- LOVEMAN, Brian (2004), *Strategy for Empire. U.S. Regional Security Policy in the Post-Cold War Era*, Lanham, Md., Rowman and Littlefield Publishers.
- OCAMPO, José (2010), «Reforming the Global Reserve System», en Griffith-Jones, Stephany, Ocampo, José y Stiglitz, Joseph (eds.), *Time for a Visible Hand. Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York, Oxford University Press.
- PIFARETTI, Nadia (2009), «Reshaping the International Monetary Architecture. Lessons from Keynes Plan», *Policy Research Working Paper*, 5034, Nueva York, World Bank.
- SOROS, George (1998), *The Crisis of Global Capitalism*, Nueva York, Public Affairs.

- THE WHITE HOUSE (2010), «National Export Initiative,» Executive Order 13534, (11 de marzo de 2010).
- TEUNISSEN, Jan Joost (1987), «The International Monetary Crunch: Crisis or Scandal?», *Alternatives*, 11 (3): pp. 359-396.
- TUSSIE, Diana y Trucco, Pablo (2009), «The G-20 and the Future of Market Regulation», *Friede Policy Brief*, 20 (septiembre).
- Xafa, Miranda (2007), «Global Imbalances and Financial Stability,» *IMF Working Paper*, 7 (111).
- UNCTAD (2009), *Trade and Development Report, 2009*, United Nations, Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2007), *Trade and Development Report, 2007*, United Nations, Nueva York y Ginebra.
- United States Congress (1959), «Testimony of Robert Triffin to the Joint Economic Committee of the United States Congress (28 de octubre de 1959)», Washington, DC.
- UNPGA (2009), *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial Systems*, Nueva York, Naciones Unidas (21 de septiembre).
- special.requests/cpi/cpiat.txt), consultado el 11 de mayo de 2010.
- Organización Mundial del Comercio (2010): Statistics Database (<http://stat.wto.org/Home/WSDBHome.aspx?Language=E>), consultado el 25 de marzo de 2010.
- Reserva Federal de los Estados Unidos (2010): Historical Rates for China (http://www.federalreserve.gov/RELEASES/H10/Hist/dat00_ch.htm), consultado el 8 de abril de 2011.
- The People's Bank of China (2010): Reform the International Monetary System (<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&cid=178>), consultado el 20 de marzo de 2010.

REFERENCIAS INFORMÁTICAS

- Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (2010): Major Foreign Holders of Treasury Securities (<http://www.treas.gov/tic/mfh.txt>), consultado el 20 de febrero de 2010.
- Fondo Monetario Internacional (2010a): Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity (<http://www.imf.org/external/np/sta/ir/colist.htm>), consultado el 25 de marzo de 2010.
- Fondo Monetario Internacional (2010b): Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) (<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>), consultado el 4 de mayo de 2010.
- Oficina de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos: Consumer Price Index of All Urban Consumers (<ftp://ftp.bls.gov/pub/>