

La reforma del sistema financiero internacional: las cuestiones núcleo-periferia y el patrón dólar

El patrón dólar flotante estaba basado en una búsqueda agresiva de la liberalización de los mercados financieros y en la integración asimétrica de los países periféricos en el sistema financiero internacional. El mecanismo de generación de liquidez internacional fue apuntalado por el apoyo coordinado de la liberalización comercial y financiera de los países en vías de desarrollo debido al interés por preservar la hegemonía del dólar. Esto ha permitido exportar la fragilidad financiera a la periferia durante dos décadas y media de déficit creciente de la balanza de pagos por cuenta corriente de EE.UU., a la vez que se confería mayor elasticidad al mecanismo de ajuste del centro. Los debates y negociaciones acerca de la modernización global de la arquitectura financiera internacional en la estela de la crisis actual necesitan tener en cuenta los asuntos centro-periferia.

Dolar flotatzailearen eredia finantza-merkatuen liberalizazioaren bilaketa oldarkorreetan eta inguruko herrialdeak nazioarteko finantza-sisteman modu asimetrikoan sartzean zegoen oinarrituta. Nazioarteko likidezia sortzeko mekanismoa garapen-bidean dauden herrialdeetako merkataritza- eta finantza-liberalizazioaren babes koordinatuarekin zurkaiztu zen, dolarraren nagusitasuna babestu nahi zelako. Horri esker, finantza-hauskortasuna kanpoaldera esportatu ahal izan da AEBetako kontu korronteagatik ordainketa-balantzak gero eta defizit handiagoa izan duen bi hamarkada eta erdiko aldia; gainera, aldi berean, malgutasun handiagoa eman zaio erdialdea doitzeko mekanismoari. Nazioarteko finantza-arkitekturaren modernizazio orokorrari buruzko eztabaida eta negoziazioek, gaur egungo krisiaren arrastoarekin, erdialdeko eta inguruko gaiak izan behar dituzte kontuan.

The floating dollar standard was rooted in the aggressive pursuit of liberalized financial markets and the asymmetric integration of countries in the periphery into the international financial system. The mechanism of generating international liquidity was buttressed by the concerted advocacy of trade and financial liberalization of developing countries in the interests of preserving dollar dominance. This had enabled fragility to be exported to the periphery through two and a half decades of growing US deficits, while at the same time imparting greater elasticity to the adjustment mechanisms in the core. The debates and negotiations around refashioning the global financial architecture in the wake of the current global crisis need to take these core –periphery issues into account.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Las contradicciones del patrón dólar flotante
 3. Los mercados emergentes y la crisis financiera global
 4. Lecciones para la reforma del sistema financiero internacional
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: crisis financiera, financiarización, flujos privados de capital, reforma monetaria internacional.

Keywords: financial crisis, financialization, private capital flows, international monetary reform.

N.º de clasificación JEL: F02, F32, E44.

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que se ha trasladado a la economía global ha dejado al descubierto las contradicciones del sistema financiero internacional, en el cual la liquidez se genera a través del crecimiento de la deuda del país de la divisa de referencia, el patrón dólar flotante. Al mismo tiempo se ha reabierto el debate de la reforma de la arquitectura del Fondo Monetario Internacional y la posibilidad de una nueva negociación del tipo Bretton Woods.

La sombra de la Gran Depresión, de las guerras comerciales y de la volatilidad de los flujos de capital en el período de entreguerras dio forma al nuevo sistema financiero internacional que se forjó tras la Segunda Guerra Mundial y las negociaciones de Bretton Woods. Igualmente la respuesta de Estados Unidos a la crisis *estanflacionaria* de los setenta allanó el camino hacia «el patrón dólar flotante» después de que el sistema Bretton Woods fuera desmantela-

do. La crisis actual se produce, una vez más, en un momento en el cual el sistema monetario internacional se está enfrentando a la disyuntiva de acometer cambios profundos, y más en concreto se ha planteado la perspectiva del final del patrón dólar flotante. La cuestión esencial es cuáles deberían ser las bases del nuevo orden financiero erigido sobre los escombros de la crisis actual. ¿Proporciona la Historia alguna lección para establecer una solución que abrigue la consecución de estabilidad y desarrollo?

En este artículo argumentaré que el patrón dólar flotante arraigó en la búsqueda agresiva de liberalización de los mercados financieros y la integración asimétrica de países periféricos en el sistema financiero internacional. El mecanismo de generación de liquidez financiera fue apuntalado por el apoyo coordinado de la liberalización de los mercados y la liberalización financiera de los países en desarrollo en el interés por conservar el dominio del dólar. Esto ha per-

mitido exportar la fragilidad a la periferia durante dos décadas y media a través de los crecientes déficits de Estados Unidos, confiriendo al mismo tiempo una mayor elasticidad al mecanismo de ajuste en el centro.

Los debates académicos y las negociaciones políticas sobre la modernización de la arquitectura financiera internacional, en este despertar de la crisis financiera, deben tener en cuenta los aspectos relativos al centro-periferia. Más aún, la coyuntura actual ofrece una oportunidad de reestructuración del mecanismo de pagos internacionales para que los países en desarrollo tengan una mayor posibilidad de influir en la modernización de dicho sistema de tal manera que propicie proyectos independientes de desarrollo.

La siguiente sección explora los mecanismos subyacentes en el patrón dólar flotante y hace hincapié en sus contradicciones básicas. Posteriormente se presenta una visión general sobre el impacto de la implosión del sistema financiero sobre los mercados emergentes. Finalmente se esbozan algunas lecciones acerca de la agenda de la reforma de la arquitectura del sistema financiero internacional.

2. LAS CONTRADICCIONES DEL PATRÓN DÓLAR FLOTANTE

Bajo el patrón dólar flotante Estados Unidos ha estado actuando como el banquero del mundo. El mecanismo de intermediación financiera depende, sin embargo, de un patrón triangular de ajuste con la periferia que permita a Estados Unidos tomar prestado de países con superávit como China y repercutir el problema de los *shocks* de ajuste deflacionarios a los países

deudores de la periferia (Vasudevan 2008, 2010).

En este papel de intermediario financiero global, Estados Unidos ha estado suministrando una enorme liquidez al sistema monetario internacional. Kindleberger (1981, 1996) y Desprez *et al.* (2000) han argumentado que el coste de la provisión de este «bien público internacional» es soportado por el prestamista de último recurso —la fuente compensatoria de flujos de capital anticíclicos—. Un aspecto de este coste podría ser la pérdida de competitividad internacional y el surgimiento del déficit comercial. Estos déficits crecientes no necesitan provocar ajustes deflacionarios en el país hegemónico, con los consiguientes efectos de espiral en otros países del centro. La evolución histórica del patrón dólar flotante ha permitido a Estados Unidos generar liquidez trasladando el problema del ajuste a los países periféricos en vías de desarrollo (Vasudevan, 2008, 2010).

Esto incluye a los países con superávit de la periferia (que no compiten con el dólar como moneda internacional) cuya estrategia de crecimiento basado en las exportaciones es acorde totalmente con el apetito importador de la economía americana. Las nuevas economías industrializadas de Asia (en particular China, Corea, Singapur y Taiwán) han anclado su moneda al dólar, y están financiando el enorme déficit americano por medio de la intervención activa. El riesgo del tipo de cambio plantea la necesidad de utilizar el dólar en el comercio internacional y en los flujos financieros. El dilema de la «virtud conflictiva» conduce a los bancos centrales de estas economías a continuas intervenciones para comprar dólares con el fin de prevenir apreciaciones no deseadas de su moneda (McKinnon, 2005). Esta es la base de lo que se ha criticado

como el «renacer de los acuerdos de Bretton Woods» (Dooley *et al.*, 2004). Este enfoque se fundamenta en el impacto de la selección de cartera de los bancos centrales de los países periféricos en la financiación del creciente déficit corriente de la economía norteamericana.

Sin embargo, el mecanismo de ajuste del sistema monetario internacional basado en el patrón dólar flotante no puede ser explicado sobre la base de las tenencias de reservas oficiales. Las transacciones financieras privadas han desempeñado, y continúan desempeñando, un papel significativo en la financiación del déficit americano y su posición de endeudamiento neto (d'Arista, 2004). Los países deudores de la periferia están condenados por el «pecado original», por la incapacidad de un país de tomar prestado en el exterior en su propia moneda, a sufrir las presiones deflacionarias y crisis cambiarias con la reversión de flujos de capital en el final del *boom* (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2003 a, 2003b). Así, los países deudores de la periferia están en distinta posición estructural respecto a los mecanismos de intermediación financiera que generan la liquidez internacional. En un marco consistente *stock-flujo* se puede demostrar que una insuficiente financiación del déficit americano por parte del país acreedor (a través de la acumulación de reservas) generaría un exceso de demanda de activos de los países deudores originando una oleada de flujos privados de capital hacia estos mercados emergentes.

De hecho, los flujos privados de capital hacia Estados Unidos y hacia los mercados emergentes tienen desde los años setenta un comportamiento general anticíclico (Vasudevan, 2009). El repentino aumento de flujos de los setenta hacia América Latina coincidió con una salida neta desde Esta-

dos Unidos. Esta oleada de flujos finalizó con la crisis de endeudamiento de 1982, en la cual hubo una entrada neta de capital a Estados Unidos. La siguiente oleada de flujos privados hacia los países en vías de desarrollo despegó tras 1989, y continuó hasta la crisis asiática de 1997. El capital privado que había estado saliendo de Estados Unidos durante la oleada anterior regresa a los mercados americanos. Estados Unidos ha sido capaz de financiar su déficit corriente creciente generando entradas de capital de una forma cíclica. La fase inicial de exceso de demanda para los mercados emergentes alimenta una burbuja cuyo derrumbe precipita un desplazamiento de activos definidos en la divisa interior hacia aquellos definidos en dólares. La huida de capital de estos países ayuda a contener los ataques especulativos contra el dólar, desempeñando el papel de válvula de seguridad para el patrón dólar flotante. De hecho, el periodo post Bretton Woods ha estado marcado no sólo por una creciente frecuencia en las crisis financieras, sino también por una mayor incidencia proporcional de dichas crisis en los mercados emergentes del Sur (Vasudevan, 2009).

Estados Unidos se halla en la cúspide de un modelo triangular de pagos en el que toma capitales prestados de países excedentarios como Japón y China y posteriormente los recicla hacia los mercados emergentes periféricos de Latinoamérica y en el Sudeste Asiático (Vasudevan, 2009, 2010). La abundancia de flujos de capital privados y la posición privilegiada de los amplios y líquidos mercados financieros americanos en el núcleo del sistema financiero internacional han apuntalado internacionalmente el papel del dólar. La integración asimétrica de los países de la periferia en el sistema financiero global proporciona un mecanismo

pivote de ajuste y ayuda a sostener los crecientes desequilibrios que caracterizan la actual economía internacional. El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) han desempeñado un papel decisivo empujando con sus programas condicionados de ayuda a la integración financiera de los países en desarrollo.

Sin embargo, los mecanismos se han asentado en la creciente «financiarización» y resurgimiento del «capital financiero» (Dumenil y Levy, 2004). El modelo de intermediación financiera ha generado una creciente fragilidad conforme Estados Unidos se ha transformado no simplemente en un «capitalista arriesgado» (Gourinchas y Rey, 2005) sino que de facto ha seguido un esquema Ponzi global. En vez de posibilitar un mecanismo de ajuste que repare los crecientes desequilibrios creados por los déficit americanos, este incremento de necesidades financieras está agravando estos desequilibrios.

Estos desequilibrios han crecido hasta el punto de que si bien en 1995 Estados Unidos absorbía el 34% del las importaciones globales de capital, actualmente absorbe el 65%. El gasto en consumo ha alimentado la demanda global de exportaciones. Los países en vías de desarrollo han comenzado a proveer una porción cada vez mayor de la demanda de bienes y manufacturas y han comenzado a acumular superávits por cuenta corriente desde el año 2000; año en el cual financiaron alrededor del 20% del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, para alcanzar en 2007 el record del 75%.

Tres aspectos caracterizan el camino hacia la crisis en el contexto de los bloques regionales de América Latina y Sudeste Asiático.

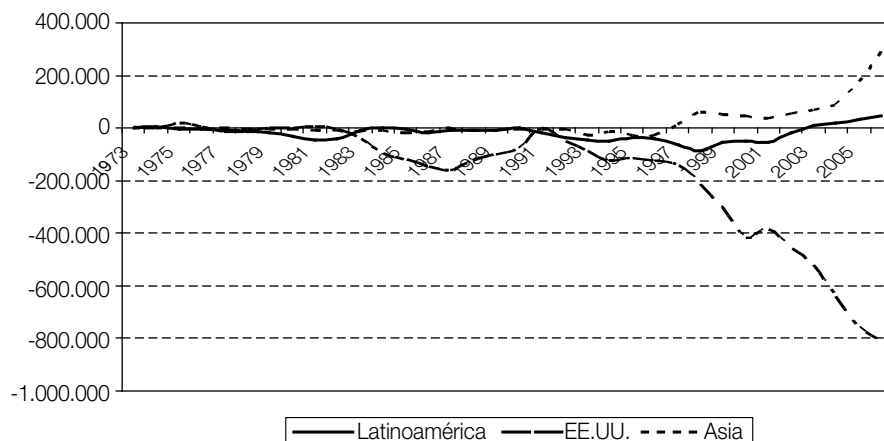
1. El Este y Sudeste Asiático y América Latina, han pasado de ser países con

déficit por cuenta corriente en los ochenta y noventa a tener superávit crecientes desde 2000 (gráfico n.º 1). Conjuntamente ambas regiones aglutinan el 40% del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.

2. Ambas regiones han supeditado cada vez más sus economías al comercio internacional. La participación del comercio (exportaciones e importaciones) en el PIB ha crecido significativamente en ambas regiones. En Asia la participación del comercio pasó del 23% en 1982 al 52% en 2006. Por su parte, en América Latina creció durante el mismo periodo del 18% al 34% (gráfico n.º 2). El *boom* de las materias primas de los pasados cinco años y el apetito de Estados Unidos de bienes de consumo baratos impulsaron el desarrollo de estrategias de crecimiento basado en la exportación. Estas regiones han estado también acumulando reservas como consecuencia de una estrategia de crecimiento basada en la exportación y como respuesta a la experiencia de crisis asiática. Las reservas en Asia crecieron del 8% al 36% del PIB entre 1982 y 2006, y en América Latina del 5% al 11% del PIB (gráfico n.º 2). En efecto, los flujos de recursos se estaban moviendo desde los países en vías de desarrollo hacia el centro desarrollado. Las reservas proporcionaron un mayor colchón para enfrentarse a la fuga de capital avivada por la crisis financiera, pero al mismo tiempo la dependencia comercial de sus economías hace que estas regiones sean muy susceptibles a las condiciones del mercado de sus exportaciones.

Gráfico n.º 1

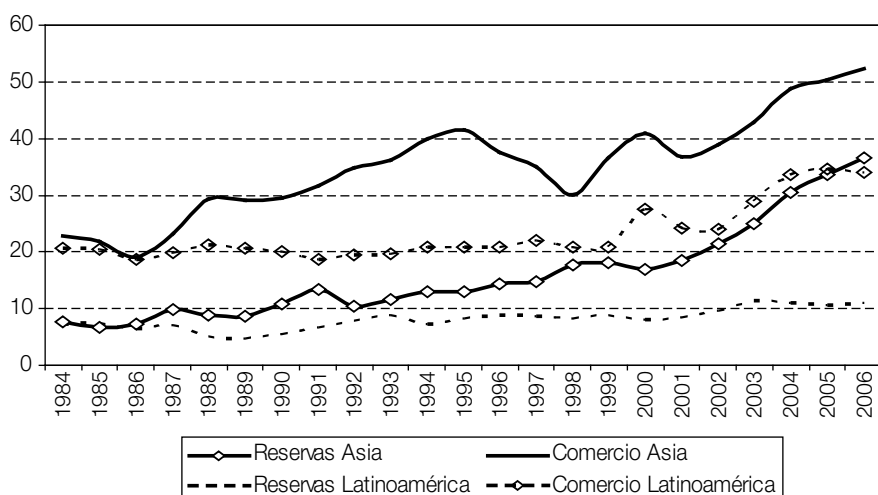
Balanzas por cuenta corriente (en millones de dólares)



Fuente: GDF online.

Gráfico n.º 2

Comercio y tenencia de reservas de Asia y Latinoamérica (en % del PIB)



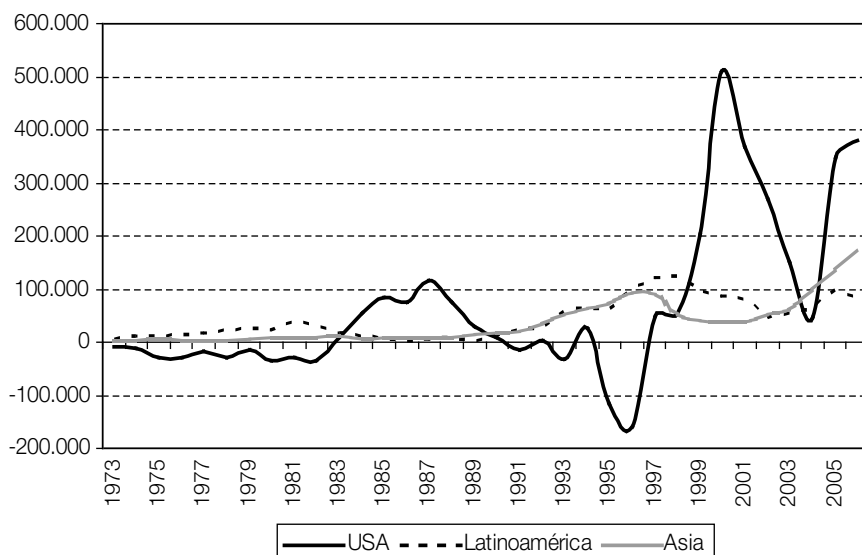
Fuente: GDF online.

- Las fases previas de entradas de capitales hacia las regiones mencionadas —la primera en América Latina entre 1973-1982 y la segunda tanto a América Latina como a Asia entre 1989-1997— estuvieron marcadas por una afluencia de capital privado desde Estados Unidos. La oleada de flujos de capitales privados hacia América Latina y Asia después de 2002 no muestra este comportamiento anticíclico, debido a que en este mismo período también aumentaron los flujos hacia Estados Unidos (gráfico n.º 3). Esto sugiere que no estaba actuando un mecanismo fundamental de sostenimiento del patrón dólar. Tras la explosión de la burbuja finan-

ciera en 2002, los flujos financieros especulativos no alimentaron las burbujas en los mercados emergentes, sino que fueron reconducidos a los mercados financieros en Estados Unidos, lo que Reinhardt y Rogoff (2008) caracterizaron como una economía en desarrollo que existe dentro de las propias fronteras de Estados Unidos. Esto incluía el mercado de las hipotecas *subprime*, las cuales se dirigieron a los prestatarios más pobres y menos solventes de Estados Unidos.

Esto sugiere que el colapso del mercado *subprime* refleja unos mecanismos análogos a los que desembocaron en la crisis de deuda de los ochenta y la catástrofe asiáti-

Gráfico n.º 3
Flujos privados de capital anticíclicos
(en millones de dólares)



Fuente: GDF online.

ca de los noventa (Vasudevan, 2009). Conforme los mercados de hipotecas *subprimes* comenzaron a caer, los flujos netos de capital privados hacia Estados Unidos disminuyeron en torno al 38%, de 380.000 millones de dólares en 2006 a 233.000 millones en 2008, lo que originó una profunda depreciación del dólar.

La crisis refleja las contradicciones de los mecanismos que han sostenido el patrón dólar flotante, especialmente que la creciente fragilidad engendrada por el proceso de financiarización descontrolada ha llegado finalmente al centro financiero: los mercados de Estados Unidos. Paradójicamente, la implosión del sistema financiero marcada por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 suscitó una huida hacia la seguridad que estimulaba la demanda de fondos líquidos y seguros del Tesoro americano. Esta repentina sed de dólares pone de relieve su papel de «moneda internacional», precisamente en el momento en que el mecanismo que preservaba la supremacía del dólar había comenzado a caer. A medida que el efecto contagioso de la crisis en el mercado de hipotecas *subprime* comenzó a expandirse por el sistema financiero, la crisis, que inicialmente parecía limitarse al núcleo de los países capitalistas desarrollados, empezó a engullir a los países en vías de desarrollo. Aunque los mercados emergentes estaban relativamente menos expuestos también, estaban profundamente implicados en el sistema financiero internacional del patrón dólar flotante. A medida que la crisis se iba extendiendo por Estados Unidos y Europa y el comercio internacional se contraía, los países superavitarios de la periferia vieron mermadas sus reservas, mientras que los países deficitarios se enfrentaban a la reversión de los flujos de capital.

3. LOS MERCADOS EMERGENTES Y LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Incluso mientras el capital salía de Estados Unidos en el inicio de la crisis del sistema bancario, en la sombra, los flujos de capital hacia los mercados emergentes continuaban creciendo y los flujos hacia los países en vías de desarrollo subieron en torno al 40% respecto a los niveles de 2006. Pero el redimensionamiento del sistema financiero tras septiembre de 2008 desvaneció cualquier ilusión de que los mercados emergentes se desacoplaran de los países capitalistas desarrollados. La fuga hacia la seguridad (y el dólar) condujo a la huida de capitales de los países emergentes. Los inversores extranjeros que habían continuado accediendo masivamente a los mercados emergentes hasta 2007, se volvieron aversos al riesgo y buscaron la seguridad del dólar. El endurecimiento del crédito también forzó a los inversores de Estados Unidos (y Europa) a retomar posiciones en los mercados emergentes y a repatriar los fondos a sus mercados interiores. El *Institute for International Finance* (2009) estima que los flujos financieros netos hacia los mercados emergentes se vieron reducidos a 467.000 millones de dólares en 2008, la mitad de lo que fueron en 2007. Se pronostica una caída aún mayor de hasta 165.000 millones de dólares para 2009. La huida de capital provocó la crisis de sus respectivas monedas en países como Islandia, Hungría y Corea.

Islandia, cuya exposición a los mercados de hipotecas *subprime* fue mínima, fue uno de los primeros países en enfrentarse a la reversión de los flujos de capitales. Islandia ha apoyado el espectacular crecimiento de su sistema bancario en la liberalización y la desregulación. Los activos del sistema ban-

cario crecieron del 96% del PIB en 2000 al 800% del PIB en 2006. La mayoría de los ingresos bancarios se originaban fuera de Islandia. De los tres grandes bancos que dominaban el sistema bancario (Kaupthing, Landsbanki y Glitnir) la mitad de los activos de Landsbanki y dos tercios de los de Glitnir y Kaupthing estaban localizados fuera de Islandia. Dado que aproximadamente el 80% de los activos y el 85% de las obligaciones estaban denominados en moneda extranjera y que dos tercios de sus fondos procedían principalmente de los mercados internacionales, al sector le había llegado el momento de la crisis. El déficit por cuenta corriente (16% del PIB en 2007) y la significativa posición inversora internacional neta (sobre el 120% del PIB) agravaron la debilidad del país (Baldursson y Portes, 2007; Buiter y Sibert 2008). El efecto dominó de la crisis crediticia devastó el sistema bancario islandés, empujando a la economía al borde del colapso cuando la corona islandesa se desplomó.

Europa del Este también era vulnerable. Mientras que la región en su conjunto presentaba un déficit por cuenta corriente que ascendía a alrededor del 7% del PIB, este déficit ascendía al 21% del PIB en Letonia en el año 2006, y en torno al 10-16% en otros países del Báltico tales como Bulgaria y Rumania. La tenencia de reservas de la región había estado alrededor del 2% del PIB durante los pasados años (gráfico n.º 4). La región también había registrado una importante entrada de capital, que en 2006 pasó del 5% al 9% del PIB conforme estas economías en transición despejaban. Los países del Báltico (Estonia, Letonia y Lituania) tenían sobre el 67% de sus préstamos basados en moneda extranjera, mientras que en los países de Europa Central (República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia) dicho

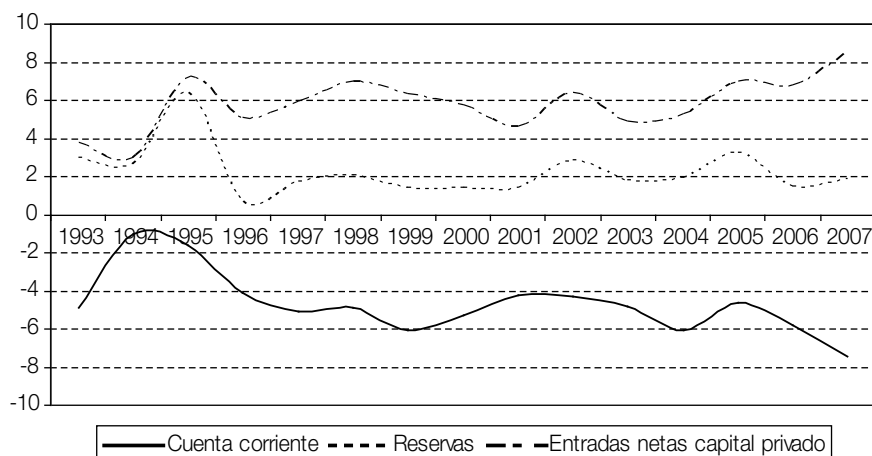
porcentaje ascendía al 29% y en Europa del Este (Bulgaria, Croacia, Malta, Rumania y Turquía) al 39% (FMI, 2007). En comparación con América Latina (con un 18% de los préstamos en moneda extranjera) la región era vulnerable a los grandes movimientos de capital y a la crisis monetaria. Los indicadores de la deuda para la región constituían otra señal de alerta. Para 2006 los ratios de deuda respecto a los ingresos procedentes de las exportaciones (96% del PIB) y de deuda respecto a PIB (40%) habían sobrepasado los correspondientes a Asia e incluso a América Latina (gráfico n.º 5).

Europa del Este estaba en la clásica posición deudora de mercado emergente, esto es, una válvula de seguridad para el patrón dólar flotante. Al mismo tiempo se han señalado semejanzas entre la crisis que se ha extendido en la región y la crisis asiática de 1997. Sin embargo, en comparación con América Latina y Asia, la región está más relacionada con la Unión Europea. Mientras la participación de la deuda denominada en dólares es aún mayor que la deuda en euros, la segunda es comparativamente mayor que la que tienen Asia y América Latina (gráfico n.º 6). En 2003 el porcentaje de la deuda a largo plazo denominada en dólares para la Europa emergente (49%) era mucho menor que para el conjunto de los países en desarrollo (62%), mientras que la porción de la deuda en euros para la región (39%) era mayor que en los países en vías de desarrollo (18%).

La crisis ha suscitado que se hable del euro como una forma de proteger las economías de esta zona. Esto no implica que se refuerce la oportunidad del euro para fortalecer su posición de dominio frente al dólar. La Unión Europea, que hizo frente a la recesión y a la presión de ceder vínculos de soberanía divergentes, inicialmente frenó

Gráfico n.º 4

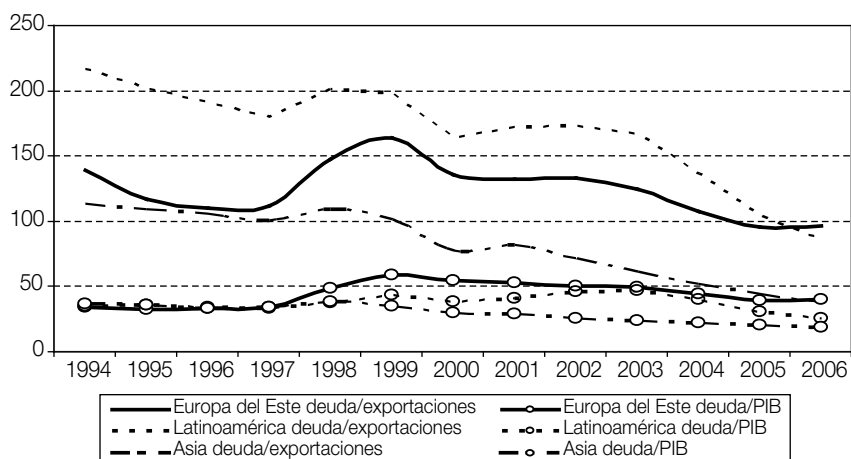
Balanzas por cuenta corriente, reservas y entradas de capital privado de Europa del Este
(% PIB)



Fuente: WEO database.

Gráfico n.º 5

Deuda externa de América Latina, Asia y Europa del Este
(% PIB)



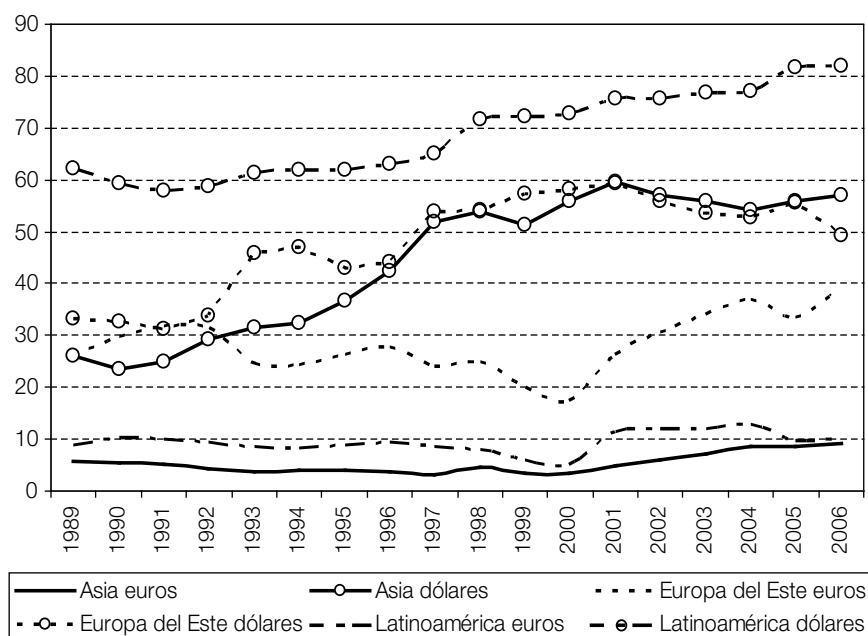
Fuente: GDF online.

la prolongación de ayuda a Europa del Este. Conforme la crisis se agudizaba, amenazando a los bancos expuestos de Europa del Oeste, la Unión Europea, en coordina-

ción con el Fondo Monetario Internacional, acordó finalmente duplicar la disposición de fondos de rescate para países no pertenecientes al sistema euro.

Gráfico n.º 6

Composición por moneda de las reservas



Fuente: COFER.

Así, países como Islandia, Hungría, Ucrania, Paquistán, Rumania, Bielorrusia, Letonia y Serbia tuvieron que pedir ayuda al Fondo Monetario Internacional (FMI), quien hasta el momento no había desempeñado ningún papel significativo de respuesta a la crisis. Además, Turquía, Estonia y Lituania también habían estado renegociando préstamos. Para febrero de 2009 el FMI había otorgado a los citados países 55.000 millones de dólares en ayudas condicionadas al

habitual paquete de contención fiscal y austeridad monetaria que implica la congelación salarial de los funcionarios, las pensiones y otras transferencias sociales aparentemente tendentes a mejorar las finanzas públicas y a atraer a la inversión extranjera. Por otra parte, Rumania consiguió en torno a 26,9 miles de millones en contrapartida a los severos recortes en el gasto público y en los salarios; Letonia tuvo que recortar su déficit fiscal del 12% al 5% como contra-

partida de un rescate por importe de 2.400 millones de dólares procedente del FMI. El préstamo de emergencia de 16.500 millones de dólares a Ucrania impuso la condición vinculante de un presupuesto público equilibrado. La segunda fase de la ayuda se ha pospuesto a causa de las mencionadas condiciones y por la resistencia de Ucrania a la petición del FMI de revocar la tasa adicional del 13% sobre las importaciones «no esenciales» que el gobierno ucraniano ha instaurado recientemente.

La expansión de la crisis no dejó indemnes a los países superavitarios de Asia y América Latina. Sus economías estaban orientadas hacia la exportación y no fueron inmunes a los flujos especulativos de capital. El estallido del boom de las materias primas (tras el *hundimiento* de Lehman) y el aumento de las tensiones recesivas en Estados Unidos y en la Unión Europea tuvieron un impacto directo en los excedentes de la balanza por cuenta corriente debido a las exportaciones de materias primas y manufacturas de los países en vías de desarrollo. Por ejemplo, las reservas acumuladas de Rusia cayeron el 19% (a 485.000 millones) en las 12 semanas a partir del 12 de octubre, y bajaron hasta 427.000 millones en enero de 2009; Corea, Singapur y México vieron minadas sus reservas; y China se ha enfrentado a una brusca caída en sus ganancias provenientes de sus exportaciones. Por su parte, Estados Unidos extendió sus facilidades de intercambio a estos países hasta los 30.000 millones de dólares.

El FMI también anunció (en noviembre de 2008) nuevas líneas de liquidez a corto plazo mediante préstamos sin condiciones de hasta el doble de las cuotas de tres meses que se darían a los países considerados «buenos actores» que afrontan déficit temporales de

liquidez. Para tener acceso a dicha calificación, una nación debería tener: una baja inflación, niveles moderados de deuda pública, pequeños déficit por cuenta corriente y sólidas finanzas públicas. El «cambio» para estos países «positivamente calificados» (especialmente aquellos de Asia y Latinoamérica que habían padecido el estigma y las rigurosas condiciones asociadas con los préstamos del FMI en el pasado) se evidencia por el hecho de que esta especial facilidad de liquidez no tuvo tomadores.

Recientemente el FMI (marzo 2009) renombró a esta facilidad con el término de «Línea Flexible de Crédito», extendiendo el periodo de préstamo a un año y eliminando los límites sobre la cantidad que puede tomarse prestada. Este cambio tiene la dificultad del uso de criterios de «calificación» predeterminados (con reservas ex ante) en vez de las tradicionales condiciones (ex post) como fundamento para permitir a los países el acceso a la «nueva línea de crédito flexible». La clave del proceso de calificación es conseguir que el país tenga sólidos cimientos económicos y entornos institucionales rigurosos así como buenos antecedentes en sus indicadores económicos. Sin embargo, las crecientes tensiones en Europa del Este han incitado al FMI a duplicar los límites de crédito para economías con cimientos más débiles. Aunque se reafirme la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales como parte integral de los programas de apoyo financiero, ahora, más que a través del uso de criterios de comportamiento estructural, y en un contexto de revisión de dichos programas, se vigilará la puesta en marcha de políticas estructurales.

La revisión consiste en un marco de acceso al crédito que tiene dos niveles, con conceptos y condiciones dispares. Los

«préstamos incondicionados» son el objetivo de los «actores económicos fuertes» como México, Perú, Chile, Brasil, Singapur, Corea del Sur y Taiwán. El hecho de que los criterios relevantes para acceder a la «calificación» citada incluyan una posición en la cuenta de capital dominada por flujos privados y un antecedente de acceso soberano estable a los mercados de capital en términos favorables, sugiere que el paradigma neoliberal básico, responsable de la asimilación asimétrica de estos países en el sistema financiero internacional, no está siendo realmente analizado con el resurgimiento de la crisis. La relajación de las condiciones para el grupo de países que satisface este criterio neoliberal con sólidos fundamentos es reflejo de un reconocimiento de su cambio de estatus. Seguirá imponiéndose las condiciones sobre los países que no satisfacen este criterio neoliberal y el avance en la puesta en marcha de «medidas estructurales» aún sigue siendo básico para continuar con el programa.

El cambio en el panorama geopolítico incide cada vez más en la obligación de llevar a las economías emergentes más fuertes hacia la estructura de gobernanza. A medida que el modelo anglosajón de capitalismo financiero está cayendo en descrédito, los líderes políticos de los países en vías de desarrollo han adquirido la posibilidad de negociar una reestructuración más democrática del sistema financiero internacional. El FMI se ha visto obstaculizado para desempeñar un mayor protagonismo en la crisis actual por sus limitados recursos y, como parte de su revisión, está tratando activamente de duplicar sus recursos hasta 500.000 millones de dólares aproximadamente con contribuciones adicionales de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón.

Esta expansión de los recursos dependería fundamentalmente de las contribuciones de China y Rusia. Este imperativo ha abierto el debate sobre la estructura del FMI, en particular la concentración del derecho de voto en Europa y Estados Unidos. Si China y Rusia van a contribuir con un mayor volumen de recursos cabe esperar que su poder de voto en el FMI sea también mayor. En cierto sentido China está anclada en la tenencia de dólares por un «equilibrio de terror financiero», la venta de su enorme reserva de dólares precipitaría el crash del dólar y el colapso de sus activos basados en el dólar. Sin embargo, la creciente carga financiera de la Reserva Federal y la acumulación de facturas del Gobierno como consecuencia de los esfuerzos que han implicado los rescates financieros, amenazan con minar este difícil equilibrio. El Gobernador del Banco Popular de China (PBC), Zhou Xiaochuan (2009) en un discurso muy divulgado señalaba la urgente necesidad de una moneda de reserva internacional desconectada de las naciones individuales, que eliminaría el riesgo inherente a una moneda nacional soberana basada en el crédito, y que además posibilitaría gestionar la liquidez global.

Por otra parte, el panel de expertos de las Naciones Unidas sobre la reforma del FMI (Naciones Unidas, 2009) reconoce que la crisis actual se ha visto fomentada por un defectuoso conocimiento del funcionamiento de los mercados. Este conocimiento imperfecto contribuyó al movimiento hacia la desregulación financiera y es la base del paquete de reformas estructurales que propugna el FMI. Este panel incide en las asimetrías de las políticas económicas globales los países desarrollados llevan a cabo políticas anticíclicas, mientras que la mayoría de los países en vías de desarrollo son

animadas o inducidas a llevar a cabo políticas pro-cíclicas (Naciones Unidas, 2009).

Más allá de la revisión de los mecanismos de control y regulación, el panel de las Naciones Unidas también puso encima de la mesa la propuesta de una nueva reserva global basada en un SDR (Derechos Especiales de Giro: Special Drawing Right) expandido, con emisiones regulares o cíclicamente ajustadas y calibradas al volumen de reservas acumuladas, como medio de hacer frente a las contradicciones de un sistema de reserva basado en una única moneda, que promueve los crecientes desequilibrios globales. La propuesta del panel de Naciones Unidas y la de la presidencia del PBC estaba basada en la experiencia del Plan de Keynes –la propuesta que Keynes presentó durante las negociaciones de Bretton Woods–. La espiral deflacionista y el colapso del comercio multilateral y de los flujos de capital posteriores a la crisis guardan semejanza con la crisis del periodo de entreguerras que impulsó las mencionadas negociaciones. Asimismo son relevantes los debates de los sesenta y setenta cuando colapsó el Sistema Bretton Woods.

4. LECCIONES PARA LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Keynes (1980) sostenía que el patrón oro no era un sistema auto-ajustable. Estaba viciado por un sesgo deflacionario intrínseco que surgía del hecho de que mientras el ajuste era voluntario para el país acreedor o superavitario, era obligatorio para el país deudor o deficitario. Más aún, sostenía que un país deficitario era generalmente pequeño y débil en relación al resto del mundo, de forma que los impactos adver-

sos del ajuste deflacionario eran mayores. La solución a este sesgo deflacionario del mecanismo de ajuste internacional descansaba en encontrar un medio para que los países acreedores tomaran la iniciativa y soportaran parcialmente la carga del ajuste. Su propuesta de crear una Asociación de Compensación Internacional y una unidad monetaria mundial (el *bancor*¹) sortearía los problemas observados del patrón oro a través de un sistema de créditos internacionales, de forma que el comercio no estuviera limitado por la cantidad de oro sino regulado a través de una oferta elástica del *bancor*. La sustitución de un mecanismo de crédito internacional en lugar del atesoramiento en el ámbito internacional alimentaría la expansión. La concepción de Keynes era en esencia un medio para conseguir los beneficios de la elasticidad de un sistema monetario internacional basado en el crédito, mientras que, al mismo tiempo, transcendía las estrechas restricciones políticas de un sistema basado en las responsabilidades monetarias de un único país hegemónico, mediante una asociación de compensación supranacional. Esta concepción caracterizaba el plan que Keynes presentó durante las negociaciones de Bretton Woods.

Como es bien sabido, el resultado real de las negociaciones de Bretton Woods sirvió para el establecimiento del dólar como divisa de referencia (Helleiner, 1994). Triffin (1968) ha argumentado sobre la contradicción inherente en este sistema. El país de la moneda de referencia necesitaba sostener un déficit externo para desempeñar el papel de

¹ El *bancor* era una unidad monetaria mundial de compensación propuesta por Keynes como líder de la delegación británica y presidente de la Comisión del Banco Mundial en las negociaciones que desembocaron en los acuerdos de Bretton Woods. Esta unidad monetaria nunca se puso en marcha.

provisión de liquidez internacional, pero paradójicamente este excesivo déficit de la balanza de pagos precipitaría la pérdida de confianza y un debilitamiento de la moneda de referencia. En los años setenta, las tensiones de las disposiciones de Bretton Woods se estaban poniendo ya en evidencia a medida que las responsabilidades del dólar respecto al resto del mundo comenzaron a amenazar la paridad dólar-oro.

La solución propuesta por Triffin (1968) fue un verdadero patrón internacional, reclamando una gestión y acciones concertadas por parte de los países participantes. Dicha reserva internacional no estaría limitada por la responsabilidad (y disposición) del país de la moneda de referencia para sostener los déficit. Triffin (1968) también buscó relacionar la distribución de la creación de reservas con la financiación del desarrollo, para así hacer frente a la asimetría que la expansión de los ajustes generaba para los países deudores de la periferia. Por otra parte, Hart, Kaldor y Tinbergen (1964) propusieron una moneda de reserva basada en mercancías básicas (*commodities*) que relacionaba la reserva global de moneda con una cesta de 30 *commodities* a través de un Fondo Internacional de Productos. Este fondo se veía como una manera de proporcionar liquidez y estabilidad sin sacrificar la autonomía de la política económica de los países deficitarios. Ambas propuestas, la de Triffin y la de Hart-Kaldor-Tinbergen, trataban de solucionar un defecto fundamental de facto del patrón dólar del sistema de Bretton Woods en un contexto en el que la liquidez internacional aún era creada y gestionada por las acciones de los Bancos Centrales.

De hecho, la crisis del dólar preparó el camino para la creación de un activo de reserva —el Derecho Especial de Giro (SDR

en inglés)— tras los acuerdos de Río de Janeiro de 1967. Mientras que la creación del SDR supuso una liquidez adicional, las más severas disposiciones de pago debilitaron el potencial expansivo del mecanismo, y los acuerdos SDR tuvieron solamente un papel marginal sin que de ninguna forma llegara a chocar con el papel internacional del dólar (Block, 1977; Hekkeiner, 1994). La conexión del SDR a las cuotas del FMI intensificó la asimetría entre el centro y la periferia.

El análisis de Kaldor (1971, 1973, 1978) de la quiebra del sistema de Bretton Woods se centró en la progresiva apreciación del dólar de los cincuenta y sesenta como resultado de un crecimiento basado en el consumo en los Estados Unidos, que condujo a un aumento de las divergencias en productividad y competitividad con sus socios comerciales. Este proceso transformaría «una nación de productores creativos» en una comunidad de rentistas que viven cada vez más de aquellos que buscan la gratificación de un consumo cada vez más inútil, con los mismos efectos debilitadores del pan y circo del Imperio Romano» (Kaldor, 1971 [1978], p. 64). El patrón-dólar flotante que evolucionó tras el colapso del sistema de Bretton Woods estaba, como hemos visto, firmemente afianzado en la floreciente estructura de flujos privados de capital que conservaba y ampliaba la posición del dólar como moneda de referencia.

La paradoja fundamental —las condiciones contradictorias que permitían el funcionamiento de un sistema basado en una moneda de referencia— persistía. Una moneda de referencia tiene que ser «débil» en relación al déficit exterior del país emisor, y «fuerte» en relación a la confianza de los inversores en la moneda (Hart, Kaldor, Tinbergen, 1964). De hecho, desde 1973 el dólar ha protagonizado ciclos de aprecia-

ción y depreciación. Sin embargo estos movimientos no han minado el estatus del dólar como moneda de referencia.

Los flujos de capital no regulados aparecieron en escena como un mecanismo monetario paralelo que permitió a Estados Unidos recurrir a los excedentes de los países de la OPEP, Japón, y más recientemente China, aunque transmitiendo los *shocks* financieros a los mercados emergentes de América Latina y Sudeste Asiático. Este mecanismo paralelo de flujos financieros es en cierto sentido la forma privatizada supranacional de creación de crédito que Keynes buscaba forjar, pero paradójicamente apuntalaba la posición privilegiada de Estados Unidos en la estructura de las relaciones financieras internacionales. El problema del «ajuste del acreedor» encontró una solución perversa en el patrón dólar flotante, pues el país de referencia genera liquidez tomando prestado a los países superavitarios de la periferia. Al mismo tiempo fue capaz de trasladar la expansión del ajuste deflacionario a los países deudores periféricos (Vasudevan, 2008). La liberalización financiera y la integración asimétrica de los países en vías de desarrollo en el sistema financiero internacional fueron una parte integral del mecanismo de generación de liquidez bajo el patrón dólar flotante.

La exportación de la fragilidad financiera a la periferia permitió a Estados Unidos continuar financiando su déficit creciente sin minar la confianza en el dólar. Sin embargo, la paralela liberalización del sistema financiero ha puesto de manifiesto las contradicciones del patrón dólar flotante, y el creciente desequilibrio global que genera. La trayectoria hacia la seguridad que, tras el derrumbe de Lehman Brothers, ha apuntalado la demanda de dólares, sugiere que el dólar no necesita ser inmediatamente re-

emplazado en su papel de moneda de referencia. Sin embargo, el hecho de que muchas de las entradas de capital hacia los Estados Unidos son inversión en la deuda del Tesoro a corto plazo reflejan una ruptura de los mecanismos de los flujos privados de capital no regulados que han sostenido el patrón dólar.

Del análisis anterior se extraen dos lecciones para el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. La primera está relacionada con la asimetría en el mecanismo de ajuste entre el centro y la periferia. Una pauta anticíclica de flujos privados de capital proporcionó un mecanismo de ajuste para el déficit de Estados Unidos a la vez que acentuaba la fragilidad financiera de la periferia. La asimetría se ha visto agravada por la pérdida de margen de actuación de los países en vías de desarrollo para continuar con sus políticas anticíclicas. El cambiante equilibrio geopolítico caracterizado por un mayor grupo de países en vías de desarrollo que han pasado de ser deudores a acreedores (en particular, América Latina y el Este de Asia) proporciona una base para reformular el sistema financiero internacional de una forma menos asimétrica, y permite a los países en vías de desarrollo mayor autonomía y protección en relación a los desestabilizadores flujos de capital.

La expansión de las líneas de intercambio bajo la iniciativa Chiang Mai constituye un paso en esta dirección. China es indispensable para cualquier iniciativa de reforma y ha expresado su total desacuerdo con el actual patrón dólar flotante, aunque no da ningún paso para eliminarlo. La nueva línea de crédito con Argentina marca un alejamiento de la práctica precedente de inversión extranjera en dólares; sin embargo, la principal fuente de vulnerabilidad descan-

sa en la deuda en moneda extranjera. El resurgimiento de las propuestas a favor de una nueva moneda de reserva global intenta afrontar esta fuente de fragilidad. El panel de expertos de las Naciones Unidas (2009) discute un mayor protagonismo de los SDR mientras que Xiaochuan (2009) subraya las ventajas de una moneda de reserva basada en *commodities*, independiente de las naciones individuales como medio para trascender las trampas de un patrón supeditado a una moneda nacional basada en el crédito.

Sin embargo, las reformas recomendadas por Keynes, Triffin, Hart, Kaldor y Tinbergen fueron diseñadas para sistemas en

los que los flujos de capital privados eran limitados, y en los que la liquidez internacional fundamentalmente la creaban las acciones de los Bancos Centrales (D'Arista 2004, 2008). La segunda lección es que la financiarización ha generado un canal privado paralelo y desregulado de creación de liquidez que ha ayudado a trasladar la carga del ajuste a la periferia. La grave crisis financiera actual podría permitir la reconstrucción de una arquitectura financiera; una mejor regulación prudencial y mecanismos de control más efectivos no suponen un marco suficiente para afrontar la supremacía y el dominio del sector financiero. Este sigue siendo el reto fundamental de cualquier reforma.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALDURSSON, F. M. y PORTES, R. (2007): «The Internationalisation of Iceland's Financial Sector», The Iceland Chamber of Commerce. <http://www.iceland.org/media/jp/15921776Vid4WEB.pdf>
- BORDO, M. y EICHENGREEN, B. (2002): «Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization», National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers: 8716, Cambridge.
- BUITER, W. y SIBERT, A. (2008): «The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas», *CEPR Policy Insight*, 26.
- D'ARISTA, J. (2004): «Dollars Debt and Dependence: The Case for International Monetary Reform», *Journal of Post Keynesian Economics* 26 (4): 557-572.
- 2008: «Replacing the failed Washington consensus», *Journal of Post Keynesian Economics* 30(4): 523-539.
- DESPREZ, E., KINDLEBERGER, C. y SALANT, W. (2000): «The Dollar and World liquidity: A Minority view», in Walter, S. (ed.), *Comparative Political Economy: A Retrospective*, MIT Press, Cambridge: 207-218.
- DOOLEY, M., FOLKERTS-LANDAU, D. y GRABER, P. (2004): «The Revived Bretton Woods System», *International Journal of Finance and Economics*, 9 (4): 307-313
- DUMENIL, G. y LEVY, D. (2003): *Capital Resurgent*, Harvard University Press, Cambridge.
- EICHENGREEN, B. HAUSMANN, R. y PANIZZA, U. (2003a): «The Pain of Original Sin» in Eichengreen, B. y Hausmann, R. (eds.), *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago.
- 2003b: «The Mystery of Original Sin» in Eichengreen, B. y Hausmann, R. (eds.), *Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago.
- GOURINCHAS, P.P. y REY, H. (2005): «From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege», NBER Working Paper 11563.
- HART, A.G., KALDOR, N. y TINBERGEN, J. (1964): «The Case for an International Reserve Currency», in Kaldor, N. (ed.), *Essays on Economic Policy Volume I*, W.W. Norton, New York: 131-217.
- HELLEINER, E. (1994): *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Cornell University Press, Ithaca.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2009): *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Washington DC.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2007): *World Economic Outlook: Globalization and Inequality*, Washington DC.
- KALDOR, N. (1971[1978]): «The Dollar Crisis» in Kaldor, N. (ed.), *Further Essays on Applied Economics*, Holmes and Meier Publishers, New York: 60-73.
- 1973 [1978]: «Problems and Prospects of International Monetary Reform» in Kaldor, N. (ed.), *Further Essays on Applied Economics*, Holmes and Meier Publishers, New York: 74-89.
- KEYNES, J. M. (1980): *Collected Writings of John Maynard Keynes Volume XXV: Shaping the Post war world: The Clearing Union*, Macmillan, London.
- KINDLEBERGER, C. (1981): «Dominance and Leadership in the International Economy», *International Studies Quarterly*, 25, (2): 242-254.
- 1996: *Manias Panics and Crashes* (3rd ed.), John Wiley and Sons, New York.
- MCKINNON, R. (2005): «Trapped by the Dollar Standard» *Journal of Policy Modeling* 27: 477-485.
- REINHARDT, C. y ROGOFF, K. (2008): «Is The 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison» *American Economic Review*, 98 (2): 339-344.
- TRIFFIN, R. (1968): *International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Random House, New York.
- UNITED NATIONS (2009): «Recommendations by the Commission of Experts of the President of the General Assembly on reforms of the international monetary and financial system.» http://www.un.org/ga/president/63/commission/financial_commission.shtml
- VASUDEVAN, R. (2008): «The Borrower of Last Resort: International Adjustment and Liquidity in Historical Perspective», *Journal of Economic Issues* XLII 4:1055-1082.
- 2009: «Dollar Hegemony, Financialization and the Credit Crisis», *Review of Radical Political Economy* (forthcoming).
- 2010: «Financial intermediation and fragility: The role of the periphery», *International Review of Applied Economics* (forthcoming).
- XIAOCHUAN, Z. (2009): *Reform the International Monetary System*, People Bank of China.