

Los desequilibrios globales, el G20 y la cooperación internacional*

Susana Nudelsman** ***

Resumen:

Los desequilibrios globales han sido un factor clave en el estallido de la crisis global reciente. Asimismo, la masiva acumulación de reservas implementada por las economías emergentes y en desarrollo muestra un aspecto disfuncional de la economía global. El G20 incluyó el tema de los desequilibrios globales en su agenda de prioridades. Dado que gran parte de la reducción de los desequilibrios fue un fenómeno cíclico, es probable que éstos se incrementen en el futuro. La cooperación internacional fue significativa en la movilización de recursos a la comunidad internacional. Sin embargo, el debate y la implementación de aspectos relevantes del sistema monetario internacional están aún pendientes.

Abstract:

Global imbalances have been a key factor in the outbreak of the recent global crisis. Furthermore, the massive accumulation of reserves implemented by the emerging and developing countries shows a dysfunctional aspect of the global economy. The G20 has included the theme of global imbalances in its agenda of priorities. Since much of the reduction in the imbalances was a cyclical phenomenon, it is likely that they will increase in the future. International cooperation was significant in mobilizing resources to the international community. However, the debates and implementation of relevant aspects of the international monetary system are still pending.

Palabras claves:

Globalización – Arquitectura financiera internacional – Crisis.

Keywords:

Globalization – International financial architecture – Crisis.

* Fecha de recepción: 03/07/2012 - Fecha de aprobación 29/10/2012.

** Doctora en Economía por la Universidad de Buenos Aires, con estudios de Economía Internacional en el Graduate Institute of International Studies, Ginebra. Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. Profesora de cursos de grado y doctorado de la misma institución. Ex-becaria del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas de la Argentina, de la Comisión Fulbright, de la Agencia Suiza de Cooperación y Desarrollo y del Latin American Studies Association.

*** Este trabajo contó con la valiosa colaboración del Lic. Carlos Marcelo Belloni, Maestrando del Postgrado en Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

I. Introducción

En las últimas décadas, los intercambios internacionales han dado nueva forma a la economía mundial. La rápida expansión de los flujos de capital ha posibilitado el crecimiento económico y la creación de riqueza en muchas economías en desarrollo y economías emergentes. Sin embargo, la fuerte inestabilidad de los flujos de capital

también ha contribuido a generar crisis financieras. En particular, el colapso global reciente ha mostrado que las economías avanzadas no están exentas de los riesgos de la integración financiera global.

Los desequilibrios globales, o desequilibrios en cuenta corriente, han sido un factor clave en la explosión de la crisis global que se inició en agosto de 2007 y alcanzó un pico máximo en setiembre de 2008. Aún hoy, los desequilibrios globales constituyen un aspecto crucial de la arquitectura financiera internacional en curso. La escala y complejidad que éstos alcanzaron en esta oportunidad han despertado un renovado interés por el tema tanto a nivel de la investigación teórica como a nivel de la política económica.

El artículo se inicia con una explicación de las diversas visiones acerca de la génesis de los desequilibrios globales y del fenómeno asociado de la acumulación de reservas. En segundo lugar, se presentan los principales objetivos de las cumbres del G20, focalizando en el tema de los desequilibrios globales. Se explican las disfuncionalidades del sistema global de reservas. Finalmente, se detallan las asimetrías del sistema monetario internacional en curso. Se presentan algunas vías de acción por las cuales la acción coordinada de la cooperación internacional puede alcanzar la estabilidad macroeconómica global. Se enfatiza la necesidad de contar con un papel activo por parte de la cooperación internacional.

II. Los desequilibrios globales

Los desequilibrios globales, o desequilibrios en cuenta corriente, han sido un factor clave en la explosión de la crisis global que se inició en agosto de 2007 y alcanzó un pico máximo en setiembre de 2008. Aún hoy, los desequilibrios globales constituyen un aspecto crucial de la arquitectura financiera internacional en curso. La escala y complejidad que éstos alcanzaron en esta oportunidad han despertado un renovado interés por el tema tanto a nivel de la investigación teórica como a nivel de la política económica.

Varias son las visiones sobre el surgimiento de los desequilibrios globales actuales. Una visión destaca el ahorro deficiente en Estados Unidos. A partir de 2001, el deterioro en la cuenta corriente reflejó déficits fiscales crecientes. Este deterioro provino de una abrupta declinación en el ahorro nacional. Aunque la inversión declinó, el ahorro nacional declinó en mayor proporción, empeorando la

cuenta corriente de dicho país. Más precisamente, el ahorro nacional se contrajo porque el saldo fiscal pasó de una posición superavitaria en el 2000 a una posterior posición deficitaria a lo largo de la década (Roubini y Setser, 2004: 21–22).

La visión de la nueva economía considera que aunque el déficit en cuenta corriente reflejó un ahorro deficiente en relación a la inversión en dicho país, también evidenció el exceso de ahorro en el mundo *vis à vis* la inversión en el resto del mundo. En

particular, la inversión en Estados Unidos en la segunda mitad de los noventa se hizo más atractiva porque proveyó un alto grado de confianza y los retornos sobre la inversión real fueron más altos que los de Europa o Japón. Estos factores se tradujeron en un importante ingreso de capitales hacia Estados Unidos que permitió financiar el déficit en cuenta corriente de este país (Cooper, 2004).

La visión del exceso de ahorro global focaliza en la interacción entre diversos factores que estimularon el ahorro fuera de Estados Unidos. Un aspecto particularmente importante de esta visión ha sido el cambio experimentado por los países en desarrollo. En los noventa y en los primeros años de la década de los 2000, estos países experimentaron una serie de crisis financieras. A partir de entonces, las economías emergentes adoptaron nuevas estrategias de manejo de los flujos globales de capital pasando de importadores netos de capital financiero a exportadores netos. En ciertos casos, estas economías han sido exportadores netos de capital en enormes proporciones (Bernanke, 2005).

Finalmente, la visión de la co-dependencia entre China y Estados Unidos destaca que los países asiáticos y China, en particular, han sustentado su modelo de desarrollo basado en las exportaciones subvaluando sus monedas en relación al dólar, imponiendo controles, interviniendo los mercados cambiarios y acumulando reservas. Por su parte, Estados Unidos contrajo déficits en cuenta corriente, lo que le permitió vivir por encima de sus posibilidades económicas. La semejanza con la periferia de Europa y Japón respecto a Estados Unidos en la segunda posguerra ha llevado a calificar la situación actual como un 'Bretton Woods II'. En esta oportunidad, la periferia estaría constituida por los países asiáticos (Dooley, Folkerts-Landau y Garber 2003: 3).

Eichengreen (2009: 52-53) destaca que los cuatro enfoques, lejos de ser incompatibles, pueden ser entendidos como elementos de una única y más grande historia. Asimismo, los desequilibrios globales no habrán de durar eternamente y el ajuste necesario no debería retardarse. La acción conjunta de los diversos actores es un factor importante para la resolución de tales desequilibrios.

El papel atribuido a tales desequilibrios en los eventos que llevaron a la crisis difiere según los diferentes autores y es fuente de controversias. Portes (2009: 20) enfatiza que aunque la innovación financiera o la deficiencia en la regulación no son temas menores, los grandes déficits y superávits en cuenta corriente fueron la causa principal del colapso global reciente. Más precisamente, los desequilibrios globales estimularon los aspectos disfuncionales de los mercados y de los instrumentos financieros, causando un aumento colosal en la intermediación financiera, bajas en las tasas de interés, la búsqueda de altos retornos y un alto apalancamiento en las instituciones financieras. La intensidad de los problemas que estos aspectos ocasionaron se refleja en el hecho de que ni los mercados financieros maduros de Estados Unidos y Gran Bretaña pudieron manejarlos con eficacia.

El crecimiento de los desequilibrios en cuenta corriente comenzó en la década anterior a la crisis global pero su aceleración se produjo a principios de los años 2000. El déficit de Estados Unidos, del orden del 6% del PIB, y el superávit de China, del orden del 10.1%, alcanzaron sus puntos máximos en 2006 y 2007 respectivamente. En los mismos años, Alemania, Japón y los países exportadores de petróleo experimentaron significativos superávits mientras que algunas economías avanzadas y las economías emergentes de Europa registraron importantes déficits. Según surge del gráfico 1, una parte sustancial del crecimiento de los desequilibrios ocurrió en Estados Unidos y en los mercados emergentes del Este de Asia. La polarización

de los debates en la agenda de política entre ambas partes puede entenderse en función de tales desequilibrios.

Los argumentos que justifican la sustentabilidad de los desequilibrios globales son cuestionables. Un argumento puntualiza que los desequilibrios globales son el resultado de la integración financiera global entre países con mercados financieros domésticos heterogéneos (Mendoza, Quadrini y Rios-Rull, 2007: 1). Sin embargo, los diversos acontecimientos que se derivaron de la crisis global pusieron de manifiesto que los activos e intermediarios financieros del sector financiero privado de Estados Unidos no fueron excepcionalmente eficientes. Por otro lado, el argumento de 'Bretton Woods II' supone que los mercados emergentes más importantes invirtieron las reservas externas en títulos del Tesoro de Estados Unidos y que esta dinámica de financiamiento se mantendría en el tiempo (Dooley y Garber, 2005: 148). No obstante, este argumento focaliza excesivamente en China y se centra principalmente en la política del tipo de cambio. En cambio, parece más razonable explicar la acumulación de reservas como un mecanismo de autoprotección contra las interrupciones súbitas en los ingresos de capital.

Asimismo, el nuevo patrón de flujos de capital implícito en ambos argumentos no ha sido benigno. Lejos de financiar la inversión, los ingresos de capital a Estados Unidos financiaron el consumo y los déficits del gobierno de este país. Dicho patrón tampoco canalizó los ahorros de los mercados emergentes en proyectos de inversión en estos países. Una parte financió el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y el resto fue vía este país a los mercados de los países avanzados. En suma, los argumentos anteriores no abordan las cuestiones fundamentales sobre los desequilibrios, no discuten su sustentabilidad y desconocen las tensiones que los masivos ingresos de capital crearon en la intermediación financiera en Estados Unidos y en otros países avanzados (Portes, 2009: 22).

Otras opiniones consideran que los desequilibrios macroeconómicos contribuyeron sólo de manera parcial al estímulo de las innovaciones y desarrollos de los mercados financieros. El enorme aumento de tales desequilibrios provocó una búsqueda voraz de rendimientos, llevando a los inversores a invertir en instrumentos que devengaran ganancias por encima de la tasa libre de riesgo para compensar la baja tasa de interés. Estos factores permitieron el surgimiento de un nuevo modelo de negocios que, en una primera instancia, contribuyó a la expansión aunque posteriormente jugó un papel clave en la explosión de la crisis (Financial Services Authority, 2009).

En cambio, Obstfeld y Rogoff (2009: 1-4) sostienen que los desequilibrios globales han sido un co-determinante crucial de la crisis global. En efecto, estos desequilibrios se encontraron con mercados financieros progresivamente desregulados desde los setenta en el contexto de un sistema particularmente fragmentado e inefectivo de supervisión gubernamental prudencial. La combinación de estos elementos resultó adversa para la economía de Estados Unidos y para la economía global. Los desequilibrios globales y la crisis financiera están estrechamente interrelacionados en tanto ambos fenómenos son el resultado de políticas económicas aplicadas por numerosos países en la primera década del siglo XXI y en las perturbaciones que afectaron la transmisión de estas políticas vía los Estados Unidos y finalmente vía los mercados financieros globales.

Estados Unidos ha podido financiar sus desequilibrios macroeconómicos a través del acceso al endeudamiento externo, lo que le permitió postergar decisiones complejas de política económica, algo que se hizo extensivo a otros países deficitarios.

rios. La feroz búsqueda por parte de los bancos extranjeros de activos financieros que finalmente resultaron ineficaces suministró una fuente de fácil financiamiento externo para los déficits de Estados Unidos. Por su parte, las economías superavitarias en cuenta corriente encontraron presiones mínimas para ajustar. La capacidad de China de esterilizar cuantiosas compras de reservas le permitió mantener una moneda devaluada y postergar decisiones de política igualmente complejas. En este contexto, Estados Unidos logró mantener su tasa de interés artificialmente lejos de su más alta tasa de interés de autarquía mientras que China logró mantener su tasa de interés artificialmente lejos de su más baja tasa de interés de autarquía. Además, la visión de que los desequilibrios globales fueron esencialmente un fenómeno 'win-win', según el cual los países ricos se beneficiaban de términos de endeudamiento más fáciles en tanto los países en desarrollo gozaban de seguridad y liquidez para sus ahorros, resultó errónea. La evidencia apunta a mostrar que tales desequilibrios distaron de beneficiar a las diferentes partes. Los mercados de los países avanzados no funcionaron con la perfección supuesta por la sabiduría convencional.

Los riesgos de la expansión de la globalización financiera no son menores. Según Krugman (2008: 5), el canal de los nexos internacionales es más importante que en el pasado puesto que las tenencias de activos cruzados internacionalmente se han incrementado considerablemente, lo que sugiere que el multiplicador financiero internacional es mucho más relevante que en el pasado. Asimismo, Krugman (2009: 177) enfatiza que una gran parte del aumento de la globalización financiera ha provenido de inversiones de instituciones financieras fuertemente apalancadas que involucraban varios tipos de operaciones transfronterizas altamente riesgosas. Cuando los eventos se complicaron en los Estados Unidos, dichas inversiones transfronterizas funcionaron como una especie de mecanismo de transmisión según el cual una crisis con epicentro en el mercado inmobiliario de Estados Unidos generó rondas sucesivas de crisis más allá de este país.

Por su parte, la masiva acumulación de reservas internacionales constituye uno de los aspectos más distintivos de los desequilibrios globales y ambos fenómenos ponen de manifiesto grandes disfuncionalidades de la economía global. El cambio de régimen monetario internacional desde el patrón dólar fijo al de dólar flotante marcó el comienzo de una tendencia creciente en la adopción de arreglos cambiarios más flexibles. *Pari passu*, la demanda de reservas fue creciendo a través del tiempo. La explicación de esta paradoja debe considerar el hecho de que los avances hacia la flotación cambiaría desde el fin de Bretton Woods se dieron en el marco de

El cambio de régimen monetario internacional desde el patrón dólar fijo al de dólar flotante marcó el comienzo de una tendencia creciente en la adopción de arreglos cambiarios más flexibles. Pari passu, la demanda de reservas fue creciendo a través del tiempo. La explicación de esta paradoja debe considerar el hecho de que los avances hacia la flotación cambiaría desde el fin de Bretton Woods se dieron en el marco de una colosal liberalización financiera. En un contexto global caracterizado por mayor volatilidad, frenos súbitos en los ingresos de capital, contagio y proclividad a las crisis, hay nuevos usos para las reservas internacionales...

una colosal liberalización financiera. En un contexto global caracterizado por mayor volatilidad, frenos súbitos en los ingresos de capital, contagio y proclividad a las crisis, hay nuevos usos para las reservas internacionales (Redrado, Carrera, Bastourre e Ibarlucía, 2006: 29).

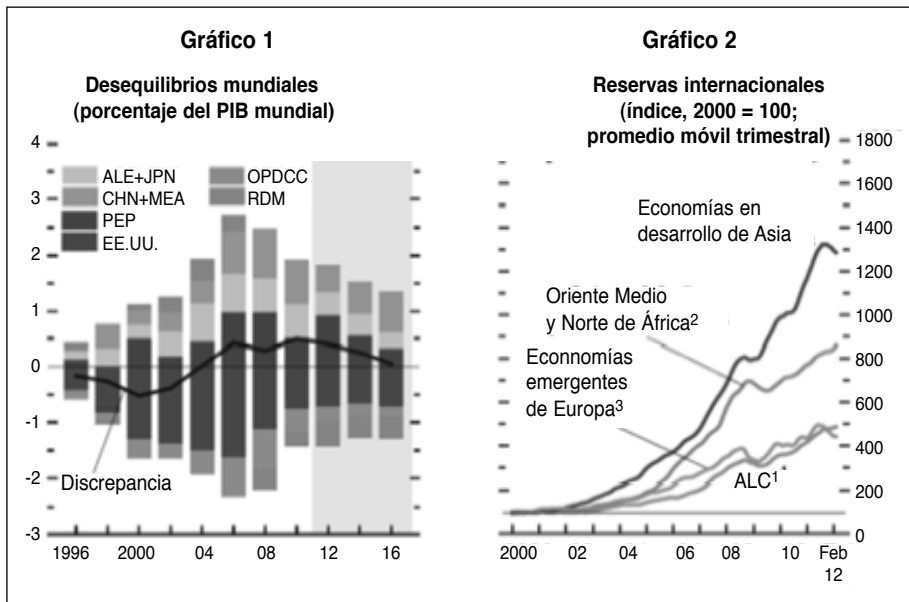
El enfoque tradicional de la demanda de reservas enfatiza los motivos precautorios asociados con los riesgos derivados de la cuenta corriente del balance de pagos. Tras las crisis asiáticas, un segundo enfoque focaliza preferentemente los riesgos derivados de la apertura de la cuenta de capital. Según Feldstein (1999: 1), la veloz propagación de las crisis en América Latina, en Asia y posteriormente en Rusia indica que los cambios en las percepciones de los mercados pueden desencadenar problemas incluso en países que no experimentan cambios en sus condiciones objetivas. Las economías emergentes no pueden depender de los organismos internacionales. Es racional que los países se preserven de los problemas generados por la cuenta de capital por la vía de un aumento en la liquidez internacional, es decir, por la vía de importantes reservas en moneda extranjera. La acumulación de reservas internacionales ocasionada por la necesidad de auto-protección para afrontar grandes reversiones en los ingresos de capital se hizo particularmente intensa durante los noventa y, particularmente, a partir de la crisis asiática. Como muestra el gráfico 2, la acumulación de reservas en las economías en desarrollo de Asia no sólo ha sido importante en la pre-crisis, sino que aún es significativamente mayor que en las otras economías en desarrollo.

Un tercer enfoque analiza la acumulación de reservas como subproducto del régimen cambiario. El carácter 'derivado' de la demanda de reservas en muchos países, particularmente los asiáticos, se explica en función de la motivación mercantilista de evitar o atemperar la apreciación cambiaria a fin de evitar el conflicto con la expansión de las exportaciones en el marco de su estrategia de crecimiento (Dooley et al., 2003). En cambio, otra versión de este enfoque destaca que otras variables relacionadas con la apertura comercial y con la exposición a crisis financieras son más significativas en la explicación de la acumulación de reservas (Aizenman y Lee, 2005: 15-16). No resulta sencillo definir si la demanda de reservas se debe a una motivación única. Es bastante probable que coexistan varios motivos.

La acumulación de reservas ha aumentado en todas las regiones aunque muy particularmente en las economías emergentes. El papel de las reservas es obvio en regímenes cambiarios fijos o intermedios en función del compromiso por mantener el tipo de cambio. Sin embargo, los resultados de un estudio sobre el tema muestran que la acumulación de reservas puede ocurrir en cualquier modalidad de régimen cambiario, siendo más frecuente en los regímenes flotantes, tanto independientes como administrados. Este hecho confirma la paradoja de que aunque las economías se han movido hacia la flotación, al mismo tiempo acumulan reservas. Además, se ha encontrado que una vez iniciado el proceso de acumulación de manera sistemática, los países han sido reacios a efectuar cambios en tales estrategias de acumulación (Redrado et al., 2006: 58-94).

Levy Yeyati y Sturzenegger (2007: 2-8) encuentran que los países en desarrollo aumentaron sus reservas internacionales significativamente. Un estudio sobre regímenes cambiarios de facto muestra que entre los 90 y mediados de los 2000 hubo una muy leve tendencia hacia una mayor flotación. Sin embargo, los regímenes flotantes de facto representaron recientemente menos del 25% de la muestra total. Mientras que los regímenes intermedios y fijos mostraron una mayor intervención que

los regímenes flotantes de facto, muchos de los primeros aún mostraban una intervención limitada en relación al patrón de los segundos. Asimismo, la dirección de la intervención experimentó un cambio. En el pasado, las turbulencias financieras causadas por las depreciaciones llevaban a los países en desarrollo al ‘miedo a flotar’ mientras que, en años recientes, el cambio en las condiciones económicas dio lugar al ‘miedo a apreciar’.



Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial: reanudación del crecimiento, peligros persistentes*, Fondo Monetario Internacional (FMI), Abril de 2012; en base a datos de FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Referencias: ALE+JPN: Alemania y Japón; CHN+MEA: China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; EE.UU.: Estados Unidos; OPDCC: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania y Turquía; PEP: Países exportadores de petróleo; RDM: Resto del mundo. ¹ALC: América Latina y el Caribe. ²Arabia Saudita, Bahrein, Djibouti, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República Islámica del Irán, la República del Yemen y Sudán. ³Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania y Turquía.

III. El Grupo de los Veinte

Aunque la crisis financiera y económica global reciente estalló en Estados Unidos y en otros países avanzados, la globalización la extendió hacia todas las coordenadas del mundo. A medida que la crisis se profundizaba, las acciones individuales por encontrar soluciones a los problemas globales resultaron completamente vanas. Dado el carácter global de la crisis, las soluciones exigían compromisos y acciones globales.

El G20, integrado por el liderazgo de los países avanzados y emergentes más significativos, marcó un hito en la cumbre de Londres en abril de 2009. En ella se instó a restablecer el crecimiento y el empleo, reparar el sistema financiero, fortalecer la

El G20, integrado por el liderazgo de los países avanzados y emergentes más significativos, marcó un hito en la cumbre de Londres en abril de 2009. En ella se instó a restablecer el crecimiento y el empleo, reparar el sistema financiero, fortalecer la regulación financiera, reformar las instituciones financieras internacionales, promover el comercio y la inversión globales y construir una recuperación inclusiva y sostenible. Se reconoció la importancia de fortalecer las instituciones financieras globales. Se acordó aumentar significativamente los recursos a disposición del Fondo Monetario Internacional,

regulación financiera, reformar las instituciones financieras internacionales, promover el comercio y la inversión globales y construir una recuperación inclusiva y sostenible. Se reconoció la importancia de fortalecer las instituciones financieras globales. Se acordó aumentar significativamente los recursos a disposición del Fondo Monetario Internacional, efectuar una nueva emisión de Derechos Especiales de Giro, aumentar la capacidad prestable por parte de los Bancos de Desarrollo Multilaterales, destinar fondos para financiar el comercio y utilizar los recursos adicionales acordados de las ventas de oro del Fondo Monetario Internacional para los países más pobres en condiciones favorables de financiación. Junto con las medidas tomadas a nivel nacional por los diferentes países miembros del G20, las que surgieron de la cumbre de Londres constituyeron un plan global para la recuperación en una escala sin precedentes.

En la cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009, el G20 instituyó el 'Marco para un Crecimiento Sólido, Sostenible y Equilibrado' sobre la base de un proceso multilateral a fin de asegurar que la acción conjunta sea beneficiosa para todos. Para ello, los líderes se comprometieron a realizar una evaluación mutua del progreso realizado hacia las metas en común a través de un 'Proceso de Evaluación Mutua' (PEM). El G20 encomendó al Fondo Monetario Internacional, el que asimismo contó con información de otros organismos internacionales, el análisis técnico necesario para evaluar la concordancia entre las políticas de los distintos países miembros y su capacidad para lograr colectivamente los objetivos del G20.

El Proceso de Evaluación Mutua constituye un elemento central en los diversos debates del G20. En efecto, aun antes de la Cumbre de Toronto de junio de 2010, todos los miembros de este grupo intercambiaron información en relación a sus planes de política y la marcha prevista de sus economías en los siguientes tres a cinco años. En esta cumbre, el G20 ratificó el compromiso con el PEM y acordó identificar las políticas conducentes a un escenario más favorable. Este escenario incorporó en el

debate el tema de problemas fundamentales, particularmente el de los desequilibrios globales, que podrían amenazar los objetivos de crecimiento fijados por el G20. Tales elementos conformaron el marco para la cumbre de Seúl realizada en noviembre de 2010. En ésta, el liderazgo del G20 decidió encarar más enfáticamente el tema de los desequilibrios globales. Se acordó continuar con los compromisos en materia de políticas en relación al crecimiento y apoyar un PEM ampliado con direc-

trices indicativas que permitan identificar y evaluar los desequilibrios de cada país.

En las reuniones de París celebradas en febrero de 2011, el G20 decidió proponer un conjunto de indicadores clave –deuda pública, déficit fiscal, tasa de ahorro privado, deuda privada y equilibrio externo compuesto por el balance comercial y los flujos netos de rentas de inversión y transferencias– para evaluar los desequilibrios externos e internos que podrían poner en riesgo los objetivos del crecimiento. También se propusieron parámetros de referencia cuantitativos y cualitativos para evaluar tales indicadores claves a fin de identificar fuertes desequilibrios, analizar sus orígenes y diseñar acciones correctivas.

El PEM inauguró una nueva etapa en la reunión del G20 en Washington, D.C. en abril de 2011. Se alcanzó un acuerdo sobre los parámetros de referencia debatidos anteriormente y se inició una etapa de identificación profunda de los desequilibrios. Sobre la base de este acuerdo, las economías del grupo podrían evaluar las políticas de los otros miembros, proponer acciones para enfrentar desequilibrios potencialmente desestabilizadores y apoyar los objetivos de crecimiento del grupo en su conjunto.

En la cumbre de Cannes celebrada en noviembre de 2011, el G20 enfatizó la necesidad de adoptar medidas rápidas para mitigar los problemas de los países de la Eurozona y destacó la necesidad de promover acciones significativas para continuar con el fortalecimiento de la regulación financiera y para construir un sistema monetario internacional más estable. El grupo también enfatizó la importancia de poner en marcha políticas conducentes a corregir los desequilibrios de mediano plazo para avanzar en la meta de un crecimiento fuerte y sustentable.

En junio de 2012, el liderazgo del G20 reunido en Los Cabos reafirmó el objetivo de fortalecer la arquitectura financiera internacional. Además de reiterar la necesidad de aplicar medidas para resolver la situación de Europa, el grupo avaló los compromisos para incrementar los recursos disponibles para el Fondo Monetario Internacional en una suma que excede los 450 miles de millones de dólares a disponibilidad de todos los países miembros y para implementar la revisión de la fórmula de las cuotas a fin de corregir sus deficiencias. Se subrayó la importancia de examinar rigurosamente la marcha de las políticas cambiarias y de apoyar el seguimiento de otras actividades igualmente relevantes incluyendo las referidas a la liquidez global, los flujos de capital, las mediciones de las cuentas de capital, las políticas fiscales, monetarias y financieras que podrían impactar sobre la estabilidad externa. Asimismo, se recibió con beneplácito la preparación del informe en apoyo del desarrollo de mercados de bonos en moneda local, lo que es especialmente importante para los países en desarrollo y los mercados emergentes en el contexto internacional actual (G20, 2012a).

efectuar una nueva emisión de Derechos Especiales de Giro, aumentar la capacidad prestable por parte de los Bancos de Desarrollo Multilaterales, destinar fondos para financiar el comercio y utilizar los recursos adicionales acordados de las ventas de oro del Fondo Monetario Internacional para los países más pobres en condiciones favorables de financiación. Junto con las medidas tomadas a nivel nacional por los diferentes países miembros del G20, las que surgieron de la cumbre de Londres constituyeron un plan global para la recuperación en una escala sin precedentes.

Los desequilibrios globales acarrear grandes riesgos para la economía global. El G20 no permaneció ajeno a las circunstancias y estableció entre sus prioridades el tema de tales desequilibrios. El lanzamiento del Proceso de Evaluación Mutua es un paso loable en la búsqueda de soluciones a los problemas de la arquitectura financiera internacional. Sin embargo, este proceso ha sido objeto de varias críticas.

Por cierto, la agenda propuesta por el G20 no era despreciable. Sin embargo, el tratamiento del tema de los desequilibrios globales es cuestionable. En primer lugar, los años de referencia –1990 a 2004– para evaluar la sustentabilidad de las políticas nacionales excluyen la posibilidad de analizar eventos ocurridos con anterioridad y posterioridad a dichos años. En segundo lugar, la expresión ‘desequilibrios persistentemente grandes’ es algo difusa y podría haber sido reemplazada por la de ‘desequilibrios excesivos o insostenibles’, que transmite un significado económico más definido. En tercer lugar, abundan los detalles respecto a la metodología, aunque lo mismo no puede decirse respecto a los criterios para evaluar las causas de los desequilibrios y las acciones correctivas. En cuarto lugar, podría ocurrir que, en la medida que el proceso de análisis avance, los funcionarios de Estados Unidos y de China incluso acepten las fallas de sus políticas respectivas. Pero aun cuando dichos funcionarios compartan el diagnóstico, parece difícil que los mecanismos del G20 puedan poner en marcha cambios significativos de política en el corto plazo. En cambio, las expectativas respecto a las acciones del G20 podrían ser más promisorias en el largo plazo (Eichengreen, 2011).

A su vez, la decisión del G20 de concentrar su análisis sólo en los países miembros cuyo indicador de cuenta corriente supere el 5% del PIB es objetable en tanto deja fuera del análisis casos de países importantes para el tratamiento del tema de los desequilibrios globales. Según la metodología del G20, China y Estados Unidos particularmente, y Alemania y Japón en menor medida, constituyen el foco del análisis. No obstante, los datos permiten constatar que, en 2011, la mayor parte de los países exportadores de petróleo registraron un superávit en cuenta corriente que, individualmente o en conjunto, excedieron al de China y lo mismo ocurrió en el caso de las economías asiáticas recientemente industrializadas. A su vez, algunas economías europeas, dentro de la zona del euro y fuera de ella, registraron superávits en cuenta corriente más altos que los de China. Por otra parte, aunque las políticas tendientes a estimular el gasto doméstico aplicadas en muchos países tras la cumbre del G20 en Londres respondían a los intereses del grupo, también respondían a intereses nacionales. Por lo tanto, las acciones emprendidas a partir de dicho evento corroboraron lo que de todos modos sucedería en estos países. Es altamente probable que lo mismo ocurra en un futuro, cuando Estados Unidos recorte su déficit fiscal y, en consecuencia, recorte su déficit en cuenta corriente, al tiempo que China aminore su ahorro nacional y, en consecuencia, aminore su superávit en cuenta corriente. Estas acciones parecen relacionarse más con cuestiones de carácter nacional que con los méritos del liderazgo del G20 (Feldstein, 2011).

La tarea que enfrenta el G20 en relación a los desequilibrios globales es compleja. Antes de la irrupción de la crisis, la economía global estaba amenazada por la existencia de grandes superávits y grandes déficits. Durante la crisis, el debate se centró en la solvencia de las instituciones financieras más importantes. Tras la crisis, el debate ha vuelto a los riesgos asociados con las cuentas corrientes y aunque disminuyeron respecto a sus niveles máximos, aún subsisten. Los ajustes estructurales relativos al ahorro y a la inversión están en marcha en los países superavitarios y defi-

citarios, lo que contribuye a la disminución de los desequilibrios en el largo plazo. Sin embargo, dado que gran parte de la disminución fue de carácter cíclico, cabe esperar que éstos vuelvan a aumentar. Los ajustes en los tipos de cambio reales también contribuyen a acortar la brecha en los desequilibrios globales (Bank for International Settlements, 2011: 33-35).

La reducción del déficit de Estados Unidos y del superávit de China entre los años del estallido de la crisis y el presente implican cierta corrección de los desequilibrios globales. En los últimos cinco años, las variaciones en términos reales de las principales monedas muestran que el dólar se fortaleció entre fines de 2008 y comienzos de 2009 y luego registró una tendencia a la depreciación mientras que el renminbi registró una tendencia a la apreciación. Las nuevas proyecciones de las cuentas corrientes indican que es poco probable que los desequilibrios se profundicen en el mediano plazo. Se prevé menor déficit en Estados Unidos así como menores superávits en China. Sin embargo, se pronostica que en el largo plazo el superávit de China se incrementará en relación al nivel actual en la medida que evolucionen los factores de naturaleza cíclica. No cabe esperar, pues, una disminución de la contribución de la economía de China –así como la de las economías emergentes de Asia– a los saldos en cuenta corriente en el largo plazo (International Monetary Fund, 2012b: 12-14).

Puesto que los desequilibrios globales jugaron un papel crucial en la explosión de la crisis global reciente, el sistema global de reservas basado en el dólar también resultó involucrado. Según Ocampo (2010: 2-3), el sistema presenta varios problemas. El primer problema, el sesgo antikeynesiano, implica que cualquier sistema monetario internacional que impone la carga del ajuste sobre los países deficitarios tiene efectos recesivos. Durante las crisis, dicho sesgo es particularmente severo para los países deficitarios que deben ajustar en ausencia de escasa o nula financiación al tiempo que los países superavitarios no enfrentan presión alguna. El segundo problema focaliza en la inestabilidad que se origina en el uso de una moneda nacional como moneda a escala mundial. Según el dilema de Triffin, el agotamiento de las reservas de oro de Estados Unidos provocaría un cuestionamiento respecto a la convertibilidad, forzando a este país a aplicar políticas contractivas y, con ello, una inadecuada provisión de liquidez internacional. En el presente, durante las expansiones, no hay restricciones para la creación de liquidez internacional por la vía de déficits del país emisor de la moneda prevalente. La economía global está condicionada, pues, por los ciclos de confianza de la principal moneda de reserva. El tercer problema es el carácter inequitativo del sistema. La gran acumulación de reservas por parte de los países en desarrollo en la forma de adquisición de activos emitidos especialmente por el gobierno de Estados Unidos implica una transferencia de fondos hacia dicho país a tasas de interés bajas. Este problema se ha acentuado en ocasión del patrón fuertemente pro-cíclico de flujos de capital que los países en desarrollo han enfrentado en las etapas recientes de la globalización financiera. Una reforma que diseñe un apropiado sistema global de reservas basado en los Derechos Especiales de Giro (DEG) ayudaría a corregir estos diversos problemas.

Una iniciativa reciente plantea que el G20 podría proponer que el Fondo Monetario Internacional instrumente una ampliación limitada del sistema de DEG en curso. Esta propuesta podría iniciar una serie de debates sobre reformas más profundas en el contexto del G20. La idea consiste en ampliar el papel de los DEG a través de nuevas emisiones anuales en el corto y mediano plazo, facilitando su uso en los présta-

mos del organismo. Aunque los montos a emitir serían moderados, esta propuesta podría dinamizar la marcha de la economía global y aminoraría la necesidad de destinar fondos para acumular reservas, contribuyendo a cierta reducción en los desequilibrios globales. Además, otras medidas podrían mejorar la efectividad de las emisiones. En este sentido, los DEG no usados por los países podrían mantenerse como depósitos en el Fondo Monetario Internacional para ser utilizados en la financiación de sus programas de préstamo. Ello podría ser un primer paso hacia la integración de las cuentas de 'recursos generales' y DEG en una única cuenta y hacia una jerarquización de los DEG en las transacciones del organismo para que posteriormente sea su principal mecanismo de financiamiento. En ocasión de una crisis, los préstamos podrían estar financiados íntegramente por nuevas e ilimitadas emisiones de DEG (Woo, Fitoussi, Griffith Jones, Ocampo, Stiglitz y Yongding 2011).

En las diversas declaraciones, el G20 ha reconocido que la construcción de un sistema monetario internacional más estable es una tarea de largo plazo. Desde su creación, los acuerdos del grupo han avanzado en la provisión de recursos a las instituciones financieras internacionales. Los avances han sido menores en otros aspectos cruciales de la arquitectura financiera internacional. Aunque ha habido cierto progreso en la reducción de los desequilibrios globales, el reequilibrio global es insuficiente. Menos se ha progresado en lo que concierne a la reforma del sistema global de reservas basado en el dólar. Los desequilibrios globales y el sistema global de reservas vigentes en la actualidad continúan originando serios problemas para la arquitectura financiera internacional y, más generalmente, para las relaciones económicas internacionales.

IV. La cooperación internacional

Los episodios recientes de inestabilidad financiera mundial han mostrado que el sistema monetario internacional acarrea grandes asimetrías. Al mismo tiempo, la crisis global ha evidenciado que las economías nacionales están más interconectadas que en el pasado y de una manera más compleja. Es necesario fortalecer los mecanismos de cooperación internacional a fin de hacer frente a las consecuencias de la crisis global.

Una primera asimetría se origina en el fenómeno de los desequilibrios globales. La gran liquidez del mercado de títulos de la deuda de Estados Unidos y la masiva compra de los mismos por los bancos extranjeros han llevado a las tasas de interés del primer país a tasas de interés más bajas de lo que hubieran sido en ausencia de la dinámica financiera establecida entre ambas partes. La diferencia entre la tasa de interés que Estados Unidos paga por sus obligaciones externas y la tasa de retorno que obtiene por sus inversiones externas ha posibilitado a dicho país incurrir en déficits externos sucesivos. En los años sesenta, Giscard d'Estaing ya había proclamado que el dólar gozaba de un 'privilegio exorbitante'. En el pasado, la demanda adicional de reservas en dólares era moderada. No obstante, el contexto internacional ha experimentado cambios sustanciales en algo más de una década. A medida que las economías emergentes fueron creciendo, sus reservas en dólares también lo hicieron. Las compras de títulos por parte de los bancos centrales extranjeros, los de las economías emergentes de Asia en general y de China en particular, que permitieron financiar el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, se incrementaron significativamente, reflejando un aspecto crucial de lo que constituye el problema de los desequilibrios globales (Eichengreen, 2011b: 114-118).

Una segunda asimetría se refiere al fenómeno de la ‘fuga hacia la calidad’. A pesar de que Estados Unidos fue el epicentro del colapso global exhibiendo un déficit en cuenta corriente considerablemente elevado, el dólar experimentó una apreciación durante la crisis para luego iniciar una tendencia a la depreciación. Sin embargo, el status del dólar a nivel mundial no ha decaído. El papel del dólar como moneda global de reserva y como medio de pago internacional genera una demanda de reservas de dólares mantenidos normalmente en la forma de depósitos e instrumentos líquidos con tipos de interés relativamente bajos contribuyendo a elevar la condición de Estados Unidos como banquero más importante del mundo. La posición de Estados Unidos como centro del sistema global de reservas confiere a este país el privilegio de aplicar una política monetaria autónoma y de imponerla a nivel mundial. La razón de ello surge de la percepción de que los bonos del Tesoro de dicho país son los ‘activos más seguros’ del mundo, de modo tal que los determinantes de las tasas de interés de Estados Unidos mantienen una relativa independencia del tipo de cambio del dólar respecto a otras monedas (Ocampo, 2009: 2-8). Por su parte, la hegemonía monetaria es visualizada por Olivera (1983: 1-6) en el marco de la teoría de dinero pasivo internacional. Si la cantidad de dinero internacional se ajusta continuamente a la demanda internacional de dinero, sólo un país puede fijar su oferta monetaria y su tipo de cambio. Esto otorga a ese país una influencia hegemónica sobre el equilibrio monetario internacional.

Una tercera asimetría surge del carácter inequitativo de la transferencia de fondos desde los países en desarrollo a los países emisores de la moneda de reserva. Esta transferencia de recursos por parte de los países en desarrollo hacia los países ricos a tasas de interés bajas puede ser considerada una especie de ‘ayuda inversa’. La cuantiosa acumulación de reservas por parte de los países en desarrollo constituye una forma de ‘auto-aseguro’ o ‘auto-protección’ a fin de lidiar con los flujos de carácter pro-cíclico que estos países enfrentan en los mercados financieros globales. Esta estrategia aumenta, a su vez, el margen de maniobra para instrumentar políticas macroeconómicas anti-cíclicas. Ante la ausencia de un sistema que carece de un ‘seguro colectivo’, la acumulación de reservas por parte de estos países es una respuesta racional desde el punto de vista individual. Sin embargo, al mismo tiempo, tal acumulación genera una ‘falacia de composición’ a nivel global, amplificando los desequilibrios globales (Ocampo, 2009: 3-17). Cabe acotar que la acumulación de reservas no está exenta de costos. En general, los bancos centrales tienen sus reservas externas bajo la forma de títulos del Tesoro de Estados Unidos de corto plazo con bajo rendimiento. Cada dólar de reservas que los países invierten en estos activos implica un costo de oportunidad que se iguala con el costo del endeudamiento externo o con la tasa social de retorno de la inversión en tales economías (Rodrik, 2006: 2-3).

Finalmente, el sistema monetario internacional carece de un prestamista de última instancia global. Las instituciones financieras internacionales han cumplido un papel clave en la respuesta a las turbulencias globales, movilizando recursos del Fondo Monetario Internacional y de los bancos multilaterales de crédito. La asistencia internacional ha puesto en evidencia la importancia de estas agencias como plataforma de cooperación global. Sin embargo, la falta de institucionalización de un prestamista de última instancia a nivel global requiere más acciones. Además, nada garantiza que, si la próxima crisis global se generase en las economías emergentes, la asistencia a éstas sería tan oportuna, incondicional y amplia como lo fue en la reciente crisis global generada en las economías avanzadas (Izquierdo y Talvi, 2010: 2-12).

El objetivo de reequilibrar los desequilibrios globales no es menor. Por cierto, ha habido cierto progreso en la reducción de los desequilibrios entre los niveles máximos alcanzados en los años de la explosión de la crisis y el presente, pero su evolución futura plantea serios interrogantes. Aunque el ajuste por parte de los países deficitarios y superavitarios es necesario, tanto unos como otros pueden encontrar que el ajuste de tipo unilateral puede ser demasiado oneroso. Sin embargo, el proceso de ajuste provee externalidades positivas para todos los países en tanto contribuye a incrementar la estabilidad macroeconómica global (Bank for International Settlements, 2011: 39-41).

Asimismo, la implementación de la cooperación internacional de manera coordinada requiere condiciones de apoyo a nivel doméstico por cada una de las partes. Más específicamente, las economías deficitarias requieren una recuperación suficientemente fuerte para permitir políticas macroeconómicas más restrictivas. Las economías superavitarias requieren el desarrollo de una mejor infraestructura financiera a través del desarrollo de un mercado financiero doméstico mayor y de una intermediación financiera doméstica más efectiva. Adicionalmente, las políticas coordinadas podrían encarar el problema del país superavitario que realiza el primer movimiento en su régimen cambiario. Un país superavitario que opta por una apreciación nominal de su moneda contará con exportadores en desventaja *vis à vis* los países exportadores que no ajustan al mismo tiempo sus tipos de cambio. Las acciones coordinadas entre las economías superavitarias, particularmente las del Asia emergente, pueden ayudar a superar esta situación.

Una manera de combatir los desequilibrios globales en el corto y mediano plazo consiste en que el sistema financiero internacional proporcione un 'seguro creíble' a los países que renuncian a la acumulación de reservas y aceptan un ajuste en sus cuentas externas. Tras la reciente crisis global, las economías emergentes tienen mayores razones para continuar acumulando reservas. Las vías por las cuales se puede mitigar esta situación incluyen líneas de 'swaps' entre bancos centrales, arreglos amplios de reservas en común y la expansión de los recursos del Fondo Monetario Internacional (Portes, 2009: 25).

Las políticas estructurales de largo plazo en ambos, los países superavitarios y los países deficitarios, pueden también contribuir al ajuste de los desequilibrios globales. Este es el caso de la creación de condiciones más propicias para la formación del ahorro en Estados Unidos y de la instrumentación de programas de seguridad social para disminuir el ahorro y alentar el consumo en China. Mientras tanto, sin embargo, el problema de los desequilibrios globales puede subsistir durante un largo tiempo (Bank for International Settlements, 2011: 41).

El colapso global ha suscitado el interés por mejorar el sistema monetario internacional. Greenwald y Stiglitz (2008: 314) sostienen que un sistema internacional de pagos ideal debería exhibir los atributos de estabilidad y equilibrio. El primer atributo implica estabilidad en los tipos de cambio y en la ausencia de crisis súbitas. El segundo atributo implica que las economías nacionales no se vean afectadas por los efectos perniciosos de déficits o superávits externos crónicos. Tales requisitos mejorarían la eficiencia del movimiento internacional de capitales. Sin embargo, éstos han estado ausentes en el actual sistema de reservas basado en el dólar. Posteriormente, Stiglitz y Greenwald (2010: 17) postulan que las alternativas para reformar el sistema mundial de reservas tienen varios grados de ambición. Una simple extensión del sistema de DEG actual es la propuesta más moderada. El sistema más ambicioso debe-

ría permitir emisión de montos variables según las condiciones de la economía mundial, usar los fondos para asignarlos a bienes públicos globales, diseñar incentivos para que los países no acumulen niveles altos de superávits y crear una nueva estructura institucional para administrar el nuevo sistema mundial de reservas.

En relación a la ampliación del papel de los DEG, Eichengreen (2011b: 137-142) argumenta que aunque es muy atractiva en la teoría, resulta más difícil en la práctica. La utilidad de los DEG está acotada a las funciones de saldar deudas con los gobiernos y con el Fondo Monetario Internacional. La falta de mercados privados de DEG constituye una gran restricción puesto que éstos no pueden usarse ni para transacciones internacionales ni como unidad de denominación de los bonos internacionales. No está claro el criterio de asignación ante la eventualidad de la creación de estos activos de reserva internacional sobre una base regular. Además, en caso de que los DEG fueran la moneda global dominante, el Fondo Monetario Internacional debería contar con los atributos de un banco central global para proveer liquidez en caso de una crisis. Sin embargo, los países en busca de reservas adicionales no se verían forzados a recortar su consumo y tener superávits por exportación para comprarlas, lo que limitaría, aunque no eliminaría, el privilegio exorbitante de futuras monedas de reserva.

Mientras tanto, los países pueden acudir a los acuerdos regionales, como los del tipo Chiang Mai. Los acuerdos de carácter regional son más fáciles de alcanzar que los de carácter global, los países involucrados entienden más cabalmente los problemas que los afectan y la mayor interconexión entre ellos provee un estímulo para una más rápida disposición de los fondos. Los acuerdos regionales pueden ser instrumentados a través de sistemas regionales abiertos, en los cuales los países que no pertenecen a la región pueden eventualmente unirse a los arreglos regionales, o uniendo los diversos arreglos regionales en un sistema global. La cooperación regional puede instrumentarse de maneras diversas. El arreglo más sencillo implicaría una amplia extensión de los arreglos de 'swap'. El grado mayor de cooperación regional puede lograrse a través de la creación de una moneda de reserva regional con emisiones de reservas destinadas a alentar la estabilidad y el crecimiento. El uso de esta moneda no requiere reemplazar totalmente el uso de otras monedas de reserva (Stiglitz y Greenwald (2010: 19-20).

Fanelli (2010; 2-19) sostiene que el logro de una mejor arquitectura financiera internacional no es una tarea sencilla. La persistencia de los desbalances globales, la popularidad de las estrategias de auto-protección en el mundo emergente y la sucesión de crisis financieras ponen de manifiesto las disfuncionalidades del sistema monetario internacional. Estos hechos sugieren que se necesita un cambio en las reglas actualmente vigentes en las interrelaciones financieras y monetarias a fin de alcanzar una solución cooperativa que supere los resultados globales actuales. La comunidad internacional debería diseñar y hacer cumplir estructuras de gobierno que sean capaces de facilitar las operaciones financieras internacionales entre las diferentes partes, asegurar la consistencia entre las estructuras regulatorias domésticas e internacionales, asegurar que las operaciones financieras internacionales mejoren la provisión de liquidez internacional y la capacidad de las autoridades para manejar la política económica. La multiplicidad de países, organizaciones e intereses en juego relacionados con la acción colectiva indicaría que las reformas de la arquitectura financiera internacional deberían adoptar un enfoque institucional sistémico que incluya las instancias nacionales, regionales y multilaterales.

La crisis global reciente ha puesto de manifiesto la necesidad de contar con un papel activo por parte de la cooperación internacional. En la actualidad, la volatilidad en los tipos de cambio, los súbitos ingresos y egresos en los flujos de capital y el efecto contagio de los bancos globales aún constituyen factores de gran inestabilidad para la economía mundial. Según se comentó, en lo que concierne al sistema monetario

internacional, los esfuerzos de la cooperación internacional fueron considerables en la provisión de recursos a las instituciones financieras internacionales a fin de asistir a los países miembros. No obstante, dada la magnitud de los riesgos, se requieren más esfuerzos para proveer más recursos a fin de encarar las necesidades financieras de corto y largo plazo y así evitar crisis futuras. El liderazgo internacional ha ratificado su voluntad de construir un sistema monetario más estable y resistente a fin de proveer estabilidad sistémica a la economía global. Sin embargo, en algunos de estos aspectos, los avances de la cooperación internacional han sido de alcance limitado. El debate sobre las reglas monetarias y cambiarias más adecuadas a nivel global es incompleto. Es necesario profundizar el análisis sobre los desequilibrios globales, abordar la reforma del sistema global de reservas y encarar la institucionalización del prestamista de última instancia a nivel global.

Al mismo tiempo, no deberían minimizarse otros temas recientemente debatidos. Uno de los temas focaliza en el pasaje de la unipolaridad a la multipolaridad del sistema monetario internacional. Se argumenta que aunque el dólar y el euro tienen un status dominante, la dinámica de la economía internacional probablemente llevará a una creciente importancia de las monedas de las economías emergentes y que la diversificación de las monedas beneficiará al sistema monetario global. Otro aspecto del nuevo escenario discute las premisas de eficiencia de los mercados financieros de los países avanzados de la sabiduría convencional. La realidad ha demostrado que tales mercados no son lo suficientemente líquidos ni profundos al tiempo que los hacedores de política de tales países no son lo omniscientes que dicha sabiduría pregonaba (G20, 2012b: 2).

Asimismo, puede observarse que las acciones emprendidas por la comunidad financiera internacional hacia las economías emergentes y las economías en desarrollo, aunque aún insuficientes, constituyen un paso importante

hacia el reconocimiento de la posición que éstas tienen en la nueva arquitectura financiera internacional. Por cierto, estas economías hoy están representadas más adecuadamente en la discusión económica y en la gobernanza global. A fin de lograr cambios duraderos, los liderazgos de la comunidad internacional deberían traducir su retórica pomposa en acciones de cambio concretas de manera continua.

La crisis global reciente ha puesto de manifiesto la necesidad de contar con un papel activo por parte de la cooperación internacional. En la actualidad, la volatilidad en los tipos de cambio, los súbitos ingresos y egresos en los flujos de capital y el efecto contagio de los bancos globales aún constituyen factores de gran inestabilidad para la economía mundial. El liderazgo internacional ha ratificado su voluntad de construir un sistema monetario más estable y resistente a fin de proveer estabilidad sistémica a la economía global.

V. Conclusiones

La existencia de los desequilibrios globales en las economías más importantes ha sido un factor clave en el estallido de la crisis financiera y económica global reciente. La vasta acumulación de reservas constituye uno de los aspectos más distintivos de los desequilibrios globales. La conjunción de los desequilibrios y de la acumulación de reservas pone de manifiesto grandes disfuncionalidades de la economía global.

El G20 ha buscado fortalecer el sistema monetario internacional en un contexto de mayor crecimiento económico. Los desequilibrios globales han disminuido respecto a sus niveles máximos. Sin embargo, dado que gran parte de dicha disminución ha sido de carácter cíclico, cabe esperar que éstos vuelvan a aumentar. Puesto que el sistema global de reservas también resultó implicado, una reforma de dicho sistema contribuiría a solucionar los diversos problemas que éste genera.

Los episodios recientes de inestabilidad financiera mundial han mostrado que el sistema monetario internacional acarrea grandes asimetrías. La cooperación internacional ha progresado en términos de la provisión de mayores recursos a las instituciones financieras internacionales para apoyar a los países miembros. Hubo cierto progreso en la reducción de los desequilibrios globales. El avance ha sido menor en términos de la reforma del sistema global de reservas. Tampoco se ha avanzado en la institucionalización de un prestamista de última instancia a nivel global. La cooperación internacional es un elemento esencial a fin de mejorar la arquitectura financiera internacional en un mundo crecientemente interconectado.



VI. Bibliografía

Aizenman Joshua y Jaewoo Lee (2005), "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", documento de trabajo n° 11366, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Bernanke Ben (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Washington DC: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 10 de marzo.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2011), "The risks of international imbalances: beyond current accounts", *81st Annual Report 1 April 2010–31 March 2011*, Basilea: Bank for International Settlements, pp. 33-49.

Cooper Richard (2004), "US deficit: It is not only sustainable, it is logical", *Financial Times*, Londres, 31 de octubre.

Dooley Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", documento de trabajo N° 9971, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Dooley Michael y Peter Garber (2005), "Is it 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Wood System", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, DC, vol. 36 (2005-1), pp. 147-210. .

Eichengreen Barry (2009), "La parábola de los ciegos y el elefante", *Ensayos Económicos*, Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina, n° 53-54, pp. 25-57.

Eichengreen Barry (2011a), "The G20 and global imbalances", 26 de junio, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6694>, 1/7/2011.

Eichengreen Barry (2011b), *Exorbitant Privilege*, Nueva York : Oxford University Press.

Fanelli José María (2010), "The International Financial Architecture and Global Institution Building. A Latin American View", documento de trabajo n° 2, CEDES, realizado para el seminario *Regional Integration in the Americas: the impact of the global economic crisis*, co-organizado con el Woodrow Wilson International Center for Scholars, Washington D.C., 23 de noviembre.

Feldstein Martin (1999), "Self-Protection for Emerging Market Economies", documento de trabajo n° 6907, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Feldstein Martin (2011), "The G-20's Empty Gestures", 26 de abril, <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-g-20-s-empty-gestures>, 15/06/2011.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2009), "What went wrong?", *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, Londres: Financial Services Authority, pp. 1-49.

Greenwald Bruce y Joseph E. Stiglitz (2010), "A Modest Proposal for International Monetary Reform", en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (editores), *Time for a Visible Hand - Lessons from the 2008 World Financial Crisis*. Nueva York: Oxford University Press, pp. 314-344.

Los desequilibrios globales, el G20 y la cooperación internacional

G20 (2012a), G20 Leaders Declaration, 18-19 de junio, http://www.g20.org/images/stories/docs/g20/conclu/G20_Leaders_Declaration_2012.pdf, 20/6/2012.

G20 (2012b), Seminario “Otorgando una Arquitectura Adecuada a las Finanzas Internacionales”, 18 de enero, <http://www.g20.org/images/stories/canalfinan/eventante/semotor.pdf>, 1/4/2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2009), “The Global Plan for Recovery and Reform”, 2 de abril, http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf, 15/5/2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2012a), ‘The G-20 Mutual Assessment Process’, 13 de abril, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/g20map.htm>, 15/4/2012.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2012b), “Global Prospects and Policies”, *World Economic Outlook*, Washington : DC, International Monetary Fund (abril), pp. 1-47.

Izquierdo Alejandro y Ernesto Talvi (2010), *The Aftermath of the Crisis: Policy Lessons and, Challenges Ahead for Latin America and the Caribbean*, en Alejandro Izquierdo and Ernesto Talvi (coordinadores), Washington, DC, Inter-American Development Bank.

Krugman Paul (2008), “The International Finance Multiplier”, Universidad de Princeton, octubre, <http://www.princeton.edu/~pkrugman/finmult.pdf>, 1/11/2008.

Krugman Paul (2009), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Nueva York: W.W. Norton & Company, Inc.

Levy Yeyati Eduardo y Federico Sturzenegger (2007), ‘Fear of Appreciation’, documento de trabajo n° 4387, Washington, DC: World Bank.

Mendoza Enrique, Vincenzo Quadri y Jose Victor Rios Rull (2007), “Financial Integration, Financial Deepness, and Global Imbalances”, documento de trabajo n° 12909, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Obsfeld Maurice y Kenneth Rogoff (2009), “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”, Universidad de California, Berkeley y Universidad de Harvard, documento preparado para la conferencia *Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy*, Santa Barbara, CA, 18-20 de octubre, <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>, 1/4/2010.

Ocampo José Antonio (2009), “Los Derechos Especiales de Giro y el Sistema Mundial de Reservas”, Universidad de Columbia, ensayo en versión revisada del presentado en la Conferencia *Política monetaria; ¿Qué hemos aprendido desde una perspectiva de largo plazo y de la presente crisis?*, organizada por el Fondo Latinoamericano de Reservas y la Corporación Andina de Fomento, Cartagena, 10- 11 de agosto y publicado en José Antonio Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steinberg (ed.), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Madrid: AFI, Fundación ICO, ICEI y Real Instituto Elcano.

Ocampo José Antonio (2010), “Building an SDR Based Global Reserve System”, *Journal of Globalization and Development*, <http://www.bepress.com/jgd/vol1/iss2/art14>, 1/4/2012.

Olivera Julio Hipólito Guillermo (1983), "Dinero Pasivo Internacional y Hegemonía Monetaria", Buenos Aires: *Desarrollo Económico*, vol. 23, n° 89, pp. 1-7.

Portes Richard (2009), "Global Imbalances", en Mathias Dewatripont, Xavier Freixas y Richard Portes (editores), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, Londres: Centre for Economic Policy Research, pp. 19-26, www.voxeu.org/reports/G20_ebook.pdf.

Redrado Martín, Jorge Carrera, Diego Bastourre y Javier Ibarlucía (2006), *La política económica de la acumulación de reservas*, Buenos Aires : Banco Central de la República Argentina.

Rodrik Dani (2006), "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", documento de trabajo n° 11952, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Roubini Nouriel y Brad Setser (2004), "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances", manuscrito no publicado de la Universidad de Nueva York, <http://people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>, 15/5/2009.

Stiglitz Joseph E. y Bruce Greenwald (2010), "Towards a New Global Reserve System", *Journal of Globalization and Development*, http://policydialogue.org/files/events/Stiglitz_and_Greenwald.pdf, 1/4/12.

Woo Wing T., Jean Paul Fitoussi, Stephany Griffith Jones, José Antonio Ocampo, Joseph E. Stiglitz y Yu Yongding (2011), "A Modest Proposal for the G-20", 1 de abril, <http://www.project-syndicate.org/commentary/a-modest-proposal-for-the-g-20,15/5/2011>.