

## La reforma del sistema monetario internacional

### Resumen:

Este ensayo propone una reforma del sistema monetario internacional que colocaría a los Derechos Especiales de Giro (DEG) como principal activo de reservas a nivel mundial y como la única moneda que maneja el FMI. Las emisiones de DEG se harían de acuerdo con reglas de manejo anticíclico, pero en magnitudes adecuadas a largo plazo para financiar la demanda adicional de reservas internacionales. Dichas emisiones proveerían, además, los recursos que demanda el financiamiento excepcional del FMI durante las crisis, que debería incluir una línea de sobregiro automática para todos los miembros. Podrían finalmente utilizarse para comprar bonos de los bancos multilaterales de desarrollo, creando así un “vínculo de desarrollo”. Las reformas complementarias deberían incluir una “cuenta de sustitución” que permita a los países cambiar sus activos en dólares por otros denominados en DEG, la promoción de la cooperación monetaria regional, y quizás el uso de los DEG en algunas transacciones privadas.

### *Palabras clave:*

sistema monetario internacional, reservas internacionales, Derechos Especiales de Giro, cuenta de sustitución, Fondo Monetario Internacional

### Abstract:

This paper argues for a reform of the international monetary system that would place Special Drawing Rights (SDRs) as the major world reserve currency, and the only currency used by the IMF. SDRs emissions would follow counter-cyclical rules but should be adequate in the long term to finance the additional demand for international reserves. Such emissions would also provide the resources required for IMF exceptional financing during crises, which should include an automatic overdraft facility for all its members. They could also be used to buy bonds from the multilateral development banks, thus creating a “development link”. Complementary reforms would include a

“substitution account” that would allow countries to exchange their dollar assets for SDR-denominated ones, the promotion of regional monetary cooperation, and the possible use of SDRs in some private transactions.

*Key words:*

international monetary system, world reserve, Special Drawing Rights, International Monetary Found, substitution account

## La reforma del sistema monetario internacional

### I. Introducción

En 1971 Estados Unidos abandonó unilateralmente la paridad entre el dólar y el oro, y la convertibilidad entre uno y otro que habían sido colocadas por el Acuerdo de Bretton Woods en el centro del sistema monetario internacional de la posguerra. Durante las cuatro últimas décadas, el mundo ha vivido, por lo tanto, bajo un sistema monetario internacional que está basado en lo fundamental en un dólar de carácter enteramente fiduciario –es decir, bajo un patrón fiduciario dólar–. Cualquier moneda puede competir con el dólar como moneda de reserva internacional, pero esta divisa ha continuado estando en el núcleo del

sistema. Una característica complementaria es la flexibilidad de los tipos de cambio entre las principales monedas. En realidad, cada país puede adoptar el régimen cambiario que considere más apropiado, con la única restricción de que su política cambiaria no genere perjuicios notorios a otros países.

Este sistema debe ser reformado. La moneda que está en el centro del sistema, así como todas las alternativas nacionales o regionales (el caso del euro) carecen de lo que debe ser la esencia de una moneda de reserva: un valor estable. El sistema contribuye, además, a la generación de desequilibrios mundiales de pagos, que fueron uno de los factores que contribuyeron a la crisis financiera internacional

\* Profesor de la Universidad de Columbia, y miembro en 2009 de la Comisión de Expertos de la Asamblea General de Naciones Unidas sobre Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional. Este documento ha sido preparado para un foro organizado por el Consejo de Economía Nacional de Venezuela.

que se desató desde agosto de 2007 y, particularmente, desde septiembre de 2008. El sistema genera, además, sesgos macroeconómicos a nivel internacional que son alternativamente inflacionarios o recesivos. Los inflacionarios surgen durante los auges económicos por la falta de restricciones que el sistema impone a los déficits externos de los Estados Unidos. Los recesivos se generan durante las crisis por una vieja característica de los sistemas de pago internacionales, que fue el centro de atención de las propuestas formuladas por John Maynard Keynes durante la Segunda Guerra Mundial: el sesgo en contra de los países deficitarios (con la excepción, en este caso, del país que provee la principal moneda de reserva). Y, por último, pero no menos importante, el sistema es inequitativo para los países en desarrollo (que incluyen las así llamadas “economías emergentes”) que deben acumular sus reservas en activos emitidos por países industrializados, lo cual genera una transferencia de recursos de países de ingreso bajo y medio hacia las principales economías industrializadas.

Antes del colapso financiero de septiembre de 2008, la preocupación principal de los analistas internacionales era la conjunción de depreciación del dólar y acumulación de pasivos externos netos de los Estados Unidos, como parte del problema más amplio de desequilibrios mundiales de pagos. De acuerdo con los estimativos de Reinhart y Rogoff (2009: 210-1), durante los años anteriores a

la crisis, Estados Unidos absorbió dos terceras partes de los excedentes de ahorro (equivalente, como se sabe, a los superávits en cuenta corriente) que arrojaron las principales economías superavitarias del mundo. El colapso financiero fortaleció temporalmente al dólar, mostrando que, después de todo, no existe una gran oferta de “activos seguros” alternativos a los títulos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos, que cuentan con el mercado más amplio y líquido que cualquier otro activo financiero en el mundo. Pero la debilidad del dólar regresó en el segundo trimestre de 2009, generada ahora no tanto por la acumulación de pasivos netos de los Estados Unidos con el resto del mundo sino por la desconfianza que genera una deuda pública norteamericana galopante. Es importante señalar que dicho debilitamiento se ha producido pese a que el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos se redujo sustancialmente durante la crisis.

La necesidad de cambiar el sistema mundial de reservas pasó de una controversia de carácter académico a un debate de política económica a nivel mundial, aún incipiente. Las propuestas formuladas por el gobernador del Banco del Pueblo de China (el banco central de dicho país) poco antes de la reunión del Grupo de los 20 (G-20) del 2 de abril de 2009 en Londres fueron un paso importante (Zhou, 2009). Esas propuestas reflejan las preocupaciones del principal acreedor de los Estados

Unidos por la seguridad de sus reservas internacionales denominadas en dólares. Casi simultáneamente, la Comisión convocada por el presidente de la Asamblea General de las Naciones Unidas sobre Reforma del Sistema Monetario y Financiero Internacional, dirigida por el profesor Joseph Stiglitz, hizo propuestas muy similares (Naciones Unidas, 2009, cap. 5). El propio G-20, en su reunión del 2 de abril del 2009, resucitó a los casi moribundos Derechos Especiales de Giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional (FMI) con la decisión de emitir DEG equivalentes a 250.000 millones de dólares. Esta decisión fue complementada con la aprobación, por parte del Congreso de los Estados Unidos, en junio de 2009, de la última emisión de DEG, equivalente a 33.000 millones de dólares, que se había acordado en 1997 pero no se había hecho efectiva por falta precisamente de la aprobación norteamericana.

Este artículo revisa las deficiencias fundamentales del sistema monetario internacional vigente y analiza dos alternativas básicas de reforma. La primera estaría basada en la evolución gradual hacia un sistema basado en múltiples monedas de reserva. La segunda, y a juicio del autor, la deseable, es avanzar hacia un sistema mundial de reservas basado en los DEG –la alternativa propuesta por Zhou, una de las sugeridas por la Comisión de las Naciones Unidas y aquella que este autor ha defendido en varios trabajos anteriores (Ocampo, 2009 y 2010).

El ensayo está organizado en seis secciones, la primera de las cuales es esta introducción. La segunda analiza las fallas del sistema actual. La tercera presenta las alternativas de reforma y explora con mayor detenimiento la primera de ellas. La cuarta se adentra en el análisis de un sistema mundial de reservas basado en los DEG. La quinta analiza algunas reformas complementarias. La última presenta las conclusiones del trabajo.

## II. Las deficiencias del sistema actual

El sistema monetario internacional actual tiene tres deficiencias básicas.

La primera es la distribución asimétrica de los costos de ajuste entre países superavitarios y deficitarios, ya que la presión a ajustar las cuentas externas recae desproporcionadamente sobre los segundos. Este ajuste asimétrico genera, a su vez, un efecto negativo sobre la demanda agregada mundial –es decir, un sesgo recesivo o, en terminología más tradicional, deflacionario–. Esta presión al ajuste y los efectos recesivos que genera a nivel internacional son particularmente severos durante las crisis cuando, ante la falta de financiamiento externo adecuado y la amenaza de fuga de capitales, los países deficitarios se ven obligados a reducir sus desequilibrios externos, en tanto que los países superavitarios no

enfrentan una presión similar a corregir sus propios desequilibrios. Esta característica, que por lo demás el sistema actual comparte con todos los que lo antecedieron, puede denominarse el *sesgo antikeynesiano*, en honor a Keynes, que precisamente resaltó este problema en las propuestas de reforma financiera internacional que propuso durante la Segunda Guerra Mundial (Keynes, 1942: 3). Su sugerencia fue crear una Unión (Cámara) de Compensación Internacional que haría más simétrico el ajuste, al forzar a los países superavitarios a financiar automáticamente a los deficitarios. Como esta propuesta fue rechazada en las negociaciones que condujeron a la creación del FMI<sup>1</sup>, los sistemas de pagos de posguerra heredaron esta deficiencia básica, aunque crearon un mecanismo parcial y altamente condicional para financiar, a través del FMI, a los países que enfrentan crisis de balanza de pagos.

El segundo problema está asociado al uso de una moneda *nacional* como la principal moneda *internacional*. Este problema se denomina el *dilema de Triffin*, en honor al economista belga que lo formuló con claridad en los años sesenta (Triffin, 1961 y 1968). La fuente del problema es clara: para proveer liquidez internacional, el país que emite la principal moneda internacional debe incurrir en déficit de balanza de pagos, ya sea en cuenta corriente o de capitales. Sin embargo, estos déficit y la consecuente acumulación de pasivos con el

resto del mundo, tienden a erosionar la confianza en la principal moneda de reserva. El mundo pasa, por lo tanto, a ser rehén de ciclos de confianza y desconfianza en la principal moneda de reserva.

En los años sesenta, este problema se reflejó en la presión sobre las reservas de oro del Banco Central de los Estados Unidos, la Reserva Federal, una presión que eventualmente llevó, como se señaló a comienzos de este ensayo, a devaluar el dólar y abandonar la convertibilidad de dólares por oro a comienzos de los años setenta. Entonces existía el temor de que, si Estados Unidos dejaba de incurrir en déficit externos, la liquidez de la economía mundial se vería amenazada, reproduciendo los problemas que se generaron durante la fase de "escasez de dólares" (*dollar shortage*) que sucedió a la Segunda Guerra Mundial. Esa preocupación fue la que llevó a la decisión de crear los DEGs en los años sesenta, con el objetivo, consignado en los Artículos VIII (Sección 7) y XXII del Convenio Constitutivo del FMI, de convertir tales derechos en el principal activo de reserva del sistema monetario internacional. En términos de los conceptos que se utilizaron ampliamente en la época, el objetivo era crear un sistema menos "errático" o "caprichoso" de provisión de liquidez internacional que uno basado en los déficit externos de los Estados Unidos (que en aquella época estaba todavía complementado con otros efectos "caprichosos", asociados a la producción de oro).

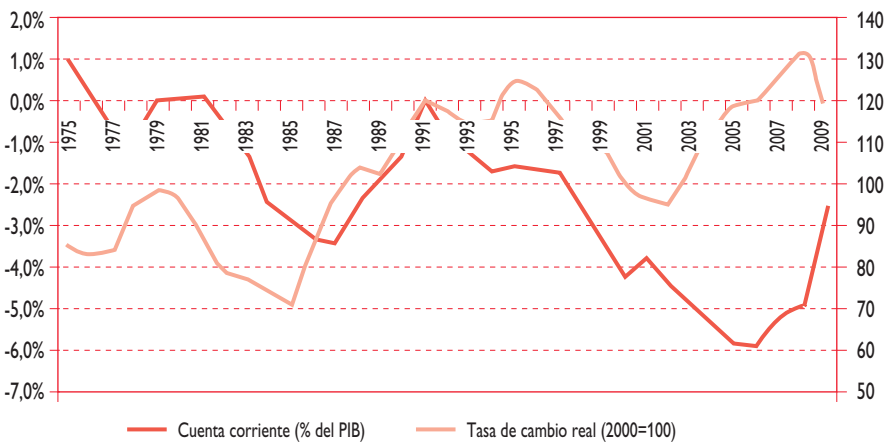
Bajo el régimen fiduciario dólar, la principal manifestación del dilema de Triffin ha sido diferente. Como indica el gráfico 1, su principal reflejo han sido los ciclos cada vez más intensos de déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, que tienen como correlato fluctuaciones también fuertes en el valor real de la divisa norteamericana, que por lo tanto ha carecido de lo que al inicio del ensayo se señaló como la principal característica que debe tener la moneda que está en el centro del sistema: un valor estable. Por lo demás, el hecho de que los déficits en cuenta corriente norteamericanos se hayan transformado en la norma indica que, en contra de los temores que se desataron en los

años sesenta (y antes, durante el período de “escasez de dólares”) de inadecuada generación de liquidez internacional, las limitadas restricciones que el sistema actual impone a los déficits de Estados Unidos implica que el patrón fiduciario dólar tiende a generar, más bien, durante los fases periódicas de auge de la economía mundial, excesiva liquidez internacional –es decir, un sesgo inflacionario.

La tercera falencia es la *inequidad creciente* que caracteriza al actual sistema mundial de reservas. El hecho de que las reservas internacionales se mantienen en activos en dólares (en particular en títulos del Tesoro norteamericano) implica que no son otra cosa

Gráfico 1

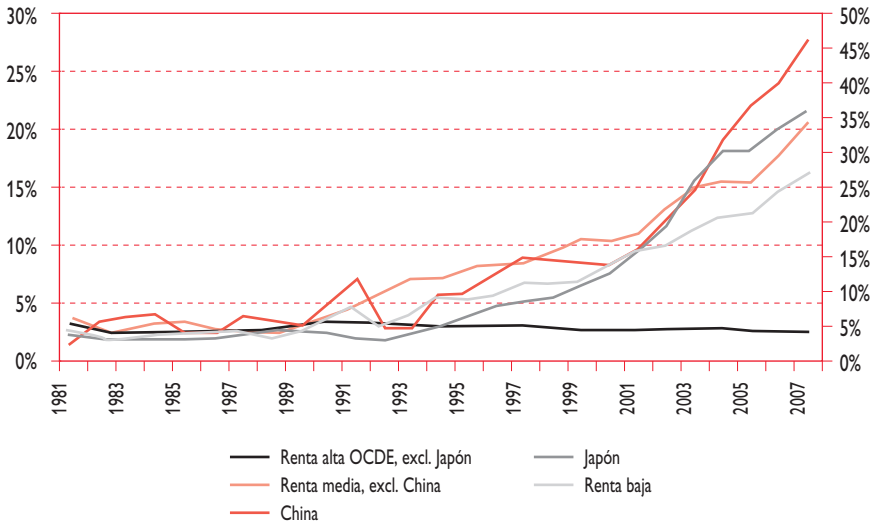
Balance en cuenta corriente y tasa de cambio real de los Estados Unidos



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

Gráfico 2

Reservas internacionales, excluyendo oro, como porcentaje del PIB  
(escala izquierda, excepto para China)



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

que préstamos a los países ricos y, especialmente a los Estados Unidos, a tasas de interés muy bajas. Este hecho genera, por lo tanto, una pérdida para los países en desarrollo, que tienen como contrapartida de dichos activos internacionales unos pasivos con costos más elevados y deben incurrir, además, en los costos internos asociados a la esterilización de dichas reservas<sup>2</sup>.

Este problema se ha visto acrecentado por el comportamiento procíclico del financiamiento externo hacia los países en desarrollo. Ese patrón genera riesgos de crisis de balanza

de pagos y financieras en dichos países, que han sido frecuentes desde mediados de los años setenta<sup>3</sup>. La respuesta más generalizada en el mundo en desarrollo ha sido la acumulación masiva de reservas internacionales como mecanismo de “auto-aseguramiento” o “auto-protección” contra dichas crisis. En efecto, como indica el gráfico 2, mientras hasta los años ochenta las reservas intencionales de los países en desarrollo no eran muy diferentes a las de los industrializados (en torno al 3% del PIB), con la fuerte crisis que caracterizó dicha década se inició una fase de



acumulación de reservas, que se hizo aún más intensa después de la secuencia de crisis en las economías emergentes (primero Asia Oriental, y luego Rusia y América Latina) que se inició en 1997. Como resultado de ello, para 2007, antes de la crisis financiera internacional reciente, los países de ingreso bajo y medio (excluyendo en este último caso a China) habían acumulado reservas equivalentes al 16,2 y 20,6% de sus respectivos PIB; China había acumulado para entonces reservas que sumaban el 46,7% de su PIB.

Aunque estas reservas probaron ser un mecanismo útil para reducir la vulnerabilidad de los países en desarrollo frente a la crisis mundial reciente, representan una transferencia de recursos hacia el mundo industrializado. Además, aunque racionales desde el punto de vista de cada país, generan una “falacia de composición”, ya que la acción simultánea de los países en desarrollo contribuye en este caso a la generación de los desequilibrios mundiales de pagos. Como se ha reconocido ampliamente durante la crisis reciente, un mejor “seguro colectivo”, en la forma de financiamiento amplio y menos condicional del FMI, podría contribuir a reducir la demanda de reservas. Sin embargo, la excesiva condicionalidad que ha caracterizado dicho apoyo en el pasado y el “estigma” que ha generado acudir al FMI, ha llevado a los países en desarrollo a preferir el escudo del “autoaseguramiento” al financiamiento del Fondo.

De hecho, uno de los riesgos que estos países han querido minimizar a través de la acumulación de reservas es precisamente el de tener que acudir al financiamiento del FMI en caso de dificultades.

### III. Las alternativas de reforma

En esencia hay cuatro alternativas posibles de reforma. La primera y, en cierto sentido, la solución inercial, sería dejar que el sistema actual evolucione hacia uno basado en múltiples monedas de reserva. La segunda sería poner un verdadero activo mundial de reserva en el centro del sistema. Como los DEG ya han sido creados y han recibido atención por parte del G-20 durante la crisis reciente, la solución obvia es reforzar este mecanismo de cooperación internacional. La tercera sería crear una nueva institución, ya sea la Cámara de Compensación Internacional de Keynes o un Banco Mundial de Reservas<sup>4</sup> que emitirían su propia moneda (“bancor” en la propuesta de Keynes) y que sirviera además como banco central de los bancos centrales. Sin embargo, negociar la creación de una nueva institución internacional tiene pocas probabilidades de éxito, y por ello esa propuesta no se analiza en este ensayo. La última sería regresar al oro como centro del sistema, pero retornar hacia esa “reliquia de los bárbaros”, para utilizar la terminología de

Keynes, no tendría ningún sentido, ya que la tendencia de los sistemas monetarios del mundo a lo largo de los últimos siglos ha sido la contraria: abandonar los patrones metálicos y colocar monedas *fiduciarias* en el centro de los sistemas monetarios modernos. Por eso, y aunque el oro puede volver a jugar un papel algo mayor como activo de reserva (ya ha comenzado a hacerlo en algunos casos), tampoco exploraremos esta alternativa<sup>5</sup>.

La posibilidad de usar distintas monedas de reservas ya está implícita en el sistema actual, pero es todavía una característica secundaria. En efecto, la información disponible en el FMI sobre composición de reservas internacionales indica que durante la primera década del siglo XXI aproximadamente dos terceras partes de las reservas internacionales estaban invertidas en activos en dólares. Este hecho se reflejó, además, durante la crisis reciente en la evidencia de que no hay alternativa en el mundo al mercado de títulos del Tesoro de los Estados Unidos en términos de profundidad y liquidez. En particular, la alternativa más cercana, el euro, demostró ser inferior, ya que no existe realmente un mercado regional de eurobonos y, más en general, a que esta moneda está respaldada por un conjunto heterogéneo de países en términos de poder y estabilidad económica.

La ventaja fundamental de un sistema de este tipo es que proporcionaría a todos, pero en especial a los países en desarrollo, la posibili-

dad de diversificar la composición de sus activos internacionales. Sin embargo, ninguna de las deficiencias señaladas en la sección anterior sería corregida. En particular, cada moneda de reserva, tomada individualmente, seguiría siendo inestable y los países en desarrollo seguirían transfiriendo recursos hacia los industrializados, que en lo fundamental seguirían siendo los emisores de dichas monedas. El sistema no corregiría, además, la demanda de “auto-aseguramiento” de los países en desarrollo ni el sesgo antikeynesiano.

La flexibilidad de los tipos de cambio de las principales monedas sería, paradójicamente, tanto una ventaja como un costo potencial de un sistema de este tipo. El beneficio se derivaría del hecho de que dichas monedas no estarían sujetas a la especulación contra paridades fijas, que terminó destruyendo tanto el bimetalismo en el siglo XIX como la paridad fija dólar-oro del patrón monetario internacional aprobado en Bretton Woods. Sin embargo, en la medida en que los bancos centrales sustituyan activamente la composición de sus activos para apropiarse de los beneficios de la diversificación, el sistema podría acrecentar la volatilidad de los tipos de cambio entre las principales monedas. Esto generaría, a su vez, una demanda para restablecer paridades fijas entre las principales monedas, pero hacerlo en un mundo de alta movilidad de capitales sería una tarea titánica. En otras palabras, una reforma de este tipo eliminaría la flexibilidad

del sistema, que es precisamente una de sus virtudes.

Es posible que el sistema monetario internacional evolucione hacia uno con mayor peso de monedas diferentes al dólar, con características regionales diversas, dependiendo de los disímiles lazos comerciales con Estados Unidos vs. Europa en distintas regiones del mundo. Además, el sistema podría incluir el uso cada vez más amplio de activos denominados en renminbi, especialmente en Asia, a medida que el gobierno chino avance en la estrategia, que ya hizo pública durante la crisis reciente, de internacionalizar gradualmente el uso de su moneda. Sin embargo, esta solución inercial sería subóptima, ya que, como se señaló en los párrafos anteriores, no resolvería ninguno de los problemas del sistema actual.

#### **IV. Un sistema mundial de reservas basado en DEG**

La alternativa a la evolución inercial del sistema sería diseñar una arquitectura monetaria internacional basada en un activo de reserva verdaderamente internacional. La opción más viable sería completar la transición hacia un sistema en que, como quedó consignado en el Convenio Constitutivo del FMI a fines de los años sesenta, los DEG se transformaran en principal activo de reserva del sistema monetario internacional. Esta expectativa no se realizó.

La emisión inicial de DEG de 1970-1972 representó en torno al 10% de las reservas internacionales en divisas (es decir, excluyendo oro), pero con el tiempo esa proporción se redujo a un insignificante 0,5% poco antes de la crisis reciente. Aun con las asignaciones realizadas en 2009, dicha proporción apenas representa hoy un 5% de las reservas (Williamson, 2009).

La reforma del sistema debería además enfrentar en la actualidad retos algo diferentes a aquellos que fueron objeto de debate cuando se crearon los DEG<sup>6</sup>. En particular, el problema de provisión adecuada de liquidez internacional ciertamente no es importante hoy en día, salvo durante coyunturas críticas. Por el contrario, de acuerdo con la segunda sección de este ensayo, si algo puede decirse es que el patrón fiduciario dólar tiene en realidad el problema opuesto: un sesgo inflacionario durante los períodos de auge de la economía mundial. Pero el mundo continúa necesitando, como entonces, un sistema de provisión de reservas mundiales más estable y menos “errático”, en particular uno que *no* dependa, en lo posible, de las idiosincrasias de la economía dominante y de sus políticas macroeconómicas.

Esto fue precisamente lo que señaló el gobernador del banco central chino cuando hizo un llamado a cimentar el sistema en “una moneda internacional de reserva que debe estar, en primer término, anclada a un punto de referencia estable y ser emitida de acuerdo con reglas claras, que aseguren su provisión

adecuada; en segundo lugar, su oferta debe ser suficientemente flexible para permitir el tiempo necesario para que se ajuste a su cambiante demanda; en tercer lugar, tales ajustes deben estar desconectados de las condiciones económicas y los intereses soberanos de cualquier país individual” (Zhou, 2009)<sup>7</sup>. Sin embargo, aparte de crear un sistema monetario internacional más ordenado, libre del dilema de Triffin, un sistema basado en DEG debería también contribuir a corregir, al menos parcialmente, los otros dos problemas del sistema: el sesgo antikeynesiano y la excesiva demanda de auto-aseguramiento de los países en desarrollo, que acrecientan sus inequidades.

La emisión de DEG podría seguir dos caminos diferentes. Lo más deseable sería emitirlos de acuerdo con reglas anticíclicas claras y, de esta manera, concentrar las emisiones durante las crisis (Naciones Unidas, 1999; Camdessus, 2000; Ocampo, 2002). La segunda sería hacer emisiones regulares que reflejen la demanda adicional de reservas mundiales (Stiglitz, 2006, cap. 9). La Comisión de las Naciones Unidas propuso asignaciones equivalentes a entre 150.000 y 300.000 millones de dólares anuales, que es la suma que también debería emitirse a largo plazo si se sigue una regla anticíclica. Una forma de hacer consistentes estas dos alternativas sería hacer asignaciones regulares pero congelarlas durante los períodos de auge hasta que la economía entre en una desaceleración o recesión, de acuerdo con reglas preestablecidas.

Una forma de reducir las presiones que enfrentan los países deficitarios durante las crisis sería atar las emisiones de DEG al financiamiento del FMI durante las crisis. Una alternativa sería la que propuso el reconocido economista del FMI Jacques Polak (1979; véase también Clark y Polak, 2004) hace tres décadas: hacer todos los préstamos durante las crisis emitiendo DEG (de manera similar a como los bancos centrales crean dinero con los préstamos que realizan durante las crisis), pero destruyendo dichas emisiones una vez se cancelen los préstamos, para evitar crear liquidez permanente. De acuerdo con esta propuesta, habría límites globales a la magnitud de las emisiones, así como individuales para los países prestatarios. (Como se señaló en el párrafo anterior, a largo plazo habría que crear, en cualquier caso, emisiones permanentes de DEG consistentes con la demanda adicional de reservas a nivel mundial.) Otra alternativa sería considerar las emisiones de DEG como “depósitos” de los países en el FMI, que pueden ser utilizados por dicho organismo para prestar recursos a los países que lo necesitan, así como para hacer potencialmente otras transacciones, como se señala más adelante.

Cualquiera de estas dos variantes solucionaría, además, el problema recurrente que enfrenta el FMI: cómo obtener recursos adecuados para poder aumentar rápidamente su financiamiento durante las crisis. La forma

tradicional, que por lo demás fue la que aprobó de nuevo el G-20 en su reunión de abril de 2009, es acudir a préstamos de los países miembros. Esta solución no es, sin embargo, verdaderamente multilateral y, en particular, otorga excesivo poder a los países que facilitan los recursos.

Cualquier reforma debe, además, aumentar significativamente el tamaño del FMI, que se ha rezagado en relación con el crecimiento de la economía mundial desde los años setenta, en especial en relación con los flujos de capital (FMI, 2009). La vía tradicional de hacerlo es ampliar las cuotas de los países miembros, pero un FMI basado exclusivamente en DEG resolvería igualmente este problema, con la característica, obviamente, de que las “cuotas” serían los DEG emitidos en favor de países individuales. Una ventaja de este sistema es que eliminaría la necesidad que tiene hoy el FMI de manejar una multiplicidad de monedas, la mayor parte de las cuales no se puede utilizar para hacer préstamos (sólo un 30% de la cuota está realmente disponible para este propósito, de acuerdo con los estimativos de Polak). Si se mantiene la forma tradicional de hacer los aportes, debería eliminarse, sin embargo, la provisión inequitativa que obliga a los países en desarrollo a hacer parte de sus aportes en DEG o monedas duras. Esto haría los aportes de cuota equivalentes a un sistema generalizado de canjes (*swaps*) de monedas.

Una de las críticas frecuentes es que las emisiones de DEG no tendrían ningún “respaldo”. En términos estrictos, y como lo indica la experiencia de las monedas nacionales, el problema esencial de toda moneda fiduciaria no es el respaldo que tienen sino la disponibilidad de quienes la usan de recibirla como pago en las transacciones comerciales o financieras. Por eso, lo único que los DEG necesitan es el compromiso de todos los miembros del FMI de recibirlos a cambio de sus propias monedas cuando otro banco central de un país miembro lo demande –un compromiso que, por lo demás, quedó consignado en el Convenio del FMI cuando se crearon los DEG en los años sesenta-. Si se desea, sin embargo, bajo el sistema propuesto de que los DEG se consideren depósitos de los países en el FMI, esta institución podría invertir esos recursos en títulos del Tesoro de distintos países. Esas inversiones constituirían el “respaldo” de los DEG. Durante las crisis, una parte de esas inversiones deberían ser liquidadas para financiar la expansión de los programas de préstamo del Fondo y el respaldo pasaría a estar constituido en parte por dichos préstamos. Por lo demás, este tipo de operaciones del FMI serían similares a las de cualquier banco central nacional.

En cualquier esquema que se diseñe, es necesario resolver, además, el problema de redistribución de las cuotas del FMI que, pese a algunas reformas marginales recientes, no corresponden con las realidades de la economía mundial de hoy. Por supuesto, en el sistema

propuesto, las “cuotas” no tendrían la connotación de aporte de recursos, pero determinarían de todas maneras la participación de los países en la asignación de DEG, sus límites de endeudamiento con el Fondo y, conjuntamente con los votos básicos, su poder de voto.

En un esquema de esta naturaleza, el elemento crítico para garantizar la demanda de DEG es, como se señaló, el compromiso de los otros países miembros a recibirlos a cambio de sus monedas. Sin embargo, podría ser conveniente establecer reglas que garanticen dicha demanda, por ejemplo el compromiso de los miembros del Fondo, incluyendo los países en desarrollo, de mantener una alta proporción (o incluso la mayor parte) de las asignaciones de DEG mientras no estén en un programa de crédito, y de reconstituir gradualmente dicha tenencia una vez hayan sido cancelados los préstamos correspondientes. La otra alternativa sería permitir un uso de los DEG en transacciones que involucren al sector privado (véase, al respecto, la sección siguiente).

Como ya se señaló, estas propuestas deben estar complementadas con reformas en otras áreas, que permitan superar los demás problemas que tiene el sistema actual, en especial el sesgo antikeynesiano y las inequidades que enfrentan los países en desarrollo bajo dicho sistema. Un ingrediente esencial en este campo sería una mejor coordinación de las políticas macroeconómicas de las principales economías —un mecanismo que, por lo demás, debería ser

institucionalizado en el FMI en vez de organismos *ad hoc* (el G-7/8 antes y ahora el G-20)—. Dicha coordinación debería ejercer una presión fuerte sobre los países superavitarios, para hacer más simétricas las presiones que enfrentan estos países vs. los deficitarios. Una forma de ejercer una presión adicional sería reducir las asignaciones de DEG a los países que tengan superávit o reservas internacionales “excesivas”. En este caso, la definición de qué es un nivel de “reservas excesivas” debería tener en cuenta las asimetrías de la economía mundial que obligan a los países en desarrollo a tener niveles de reservas muy superiores a los de los países industrializados.

Una manera de reducir el sesgo antikeynesiano sería adoptar al menos uno de los elementos de las propuestas de Keynes: la creación de una línea de sobregiro (en terminología del FMI de hoy, un derecho de giro de carácter automático), que podría ser utilizada en forma *incondicional* por cualquier miembro, en montos y plazos obviamente preestablecidos. Si éstas son adecuadas, el uso de las asignaciones de DEG podría, de hecho, cumplir gran parte de este objetivo.

Desde el punto de vista de los países en desarrollo, habría que crear diferentes mecanismos para corregir las inequidades del sistema actual. Un mejor mecanismo de financiamiento de las crisis de balanza de pagos —es decir, un mecanismo con montos adecuados y libre de las condicionalidades típicas del pasado—

contribuiría a este resultado, al crear un buen “seguro colectivo” que redujera, por lo tanto, la necesidad de “auto-aseguramiento”. Más allá de ello, sería necesario adoptar dos reformas adicionales y, en realidad, complementarias, enfocadas específicamente a reducir las inequidades del actual sistema monetario internacional. (Como se señala en la sección siguiente, una tercera alternativa, también complementaria, sería hacer un uso mucho más activo de los fondos regionales de reserva.)

La primera sería hacer las asignaciones de DEG en parte o totalmente en función de la demanda de reservas. En la medida en que, debido a la mayor volatilidad de los flujos de capital, dicha demanda es mayor en los países en desarrollo, esto implicaría que esos países recibirían una proporción alta y, eventualmente, la totalidad de las asignaciones de DEG. Esto significaría, obviamente, que la asignación de DEG no coincidiría con la distribución de cuotas, que en el caso de un Fondo basado exclusivamente en DEG estarían constituidas exclusivamente en dicha moneda internacional y daría lugar, por lo tanto, a compras de DEG por parte de los países industrializados para conformar sus cuotas.

La segunda sería crear un “vínculo de desarrollo” en las asignaciones de DEG, similar al sugerido en los años sesenta por un Grupo de Expertos convocado por la Conferencia de las Naciones Unidas para Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus más conocidas siglas en inglés) (UNCTAD, 1965). La mejor alternativa

sería permitir que, con los DEG no utilizados y por ello “depositados” en el FMI, este organismo adquiriera bonos de los bancos multilaterales de desarrollo (tanto el Banco Mundial como los bancos regionales y quizás algunos sub o interregionales, como la Corporación Andina de Fomento o el Banco Islámico de Desarrollo), que por lo tanto ampliarían la capacidad de crédito de estos organismos. Una virtud de este mecanismo es que un grupo mucho mayor de países en desarrollo pueden acceder a préstamos de estos organismos que a los del FMI.

Por supuesto, existe también la alternativa de que los países industrializados donen sus asignaciones de DEG para propósitos de desarrollo, ya sea para financiar los programas de Asistencia Oficial al Desarrollo o la provisión de bienes públicos globales como el combate al cambio climático –una propuesta que ha sido formulada por Stiglitz (2006), entre otros–. Su problema fundamental es que involucra una operación fiscal y, por ende, debe ser aprobada anualmente por los parlamentos de los países que hacen la donación, mientras que el mecanismo sugerido sólo requeriría el uso de operaciones de financiamiento aprobadas por las respectivas juntas directivas de los organismos financieros multilaterales.

Como ya se ha señalado, cualquier solución exige, además, una reforma profunda de la condicionalidad del FMI, que es una de las causas de la excesiva demanda de reservas internacionales como “auto-aseguramiento”

y del estigma asociado a los préstamos del Fondo. Cabe señalar que en marzo de 2009 se mejoraron significativamente las líneas de financiamiento del FMI, al crear la Línea de Crédito Flexible con propósitos preventivos, doblar otras líneas de crédito, permitir un uso más amplio de los acuerdos ordinarios del Fondo (los acuerdos de Stand-By) con propósitos preventivos (los así llamados “high-access precautionary arrangements” o acuerdos preventivos de amplio acceso) y eliminar la relación entre desembolsos y condicionalidad estructural. Una de las deficiencias básicas de la Línea de Crédito Flexible es, sin embargo, que divide arbitrariamente a los países en desarrollo en dos grupos: los que tienen “buenas” políticas y aquellos que el FMI no clasifica como tales, lo cual puede obviamente aumentar los riesgos que el mercado percibe que tienen los segundos. Por lo demás, esta clasificación convirtió implícitamente al FMI en una agencia calificadora de riesgo.

En cualquier caso, conviene resaltar un hecho que es evidente: que los activos tienen una connotación diferente a los pasivos en una hoja de balance. Por este motivo, las asignaciones de DEG, que representan un *activo* de los países, serán siempre preferibles a la adquisición de mayores pasivos con el FMI, aun si estos últimos son automáticos y exentos de condicionalidad, como en la línea de sobregiro propuesta anteriormente.

En síntesis, la reforma deseable y viable, dadas las decisiones ya adoptadas por los miembros del FMI en el pasado y por el G-20 en 2009, sería evolucionar hacia un FMI basado totalmente en DEG y con foco anticíclico claro. Este último involucraría *asignaciones* anticíclicas de DEG, que generarían liquidez “incondicional” y que además permitirían financiar una labor más activa de préstamos del Fondo a los países que enfrentan necesidades de financiamiento durante las crisis, tanto proporcionando liquidez incondicional (las líneas de sobregiro) como condicional (otras formas de crédito). Aunque algunas de las medidas necesarias (las propias asignaciones de DEG y algunas de las reglas para su uso) podrían ser hechas sin reformas al Convenio Constitutivo del FMI, otras (la eliminación de las cuotas en monedas de los países y la mayor flexibilidad para hacer uso de los DEG para financiamiento) sí requerirían reformas de este tipo.

## V. Reformas complementarias y mecanismos de transición

Una de las características de la propuesta presentada en la sección anterior es que se limita a proponer cambios en el sistema mundial *de reservas*, pero permite todavía que las transacciones privadas internacionales y las propias intervenciones de los bancos centrales en los mercados de los países se realicen en las



principales divisas. En otras palabras, siguiendo los principios desde los que fueron creados, los DEG seguirían siendo exclusivamente una moneda para transacciones entre bancos centrales y unas otras pocas instituciones internacionales. Una ventaja de esta propuesta es que tendría potencialmente menos oposición en los Estados Unidos, ya que permitiría que el dólar siguiera siendo utilizado en todas las transacciones que involucran al sector privado, lo que por lo demás continuaría acarreando beneficios a dicho país en términos de demanda de sus servicios financieros y de títulos del Tesoro norteamericano y otros activos “seguros” denominados en dólares, que se seguirían demandando con propósitos de liquidez. Algo similar acontecería con otras monedas que se utilizaran con propósitos internacionales (el euro, en particular).

Una reforma más profunda del sistema *monetario* internacional, que algunos consideran necesaria para consolidar el papel de los DEG y, en especial, la demanda de esta moneda internacional, sería permitir su uso en algunas transacciones con el sector privado (véase, entre muchos otros, Kenen, 1983). Por supuesto, existen diferentes modalidades intermedias: permitir el uso de los DEG sólo para propósitos específicos, por ejemplo para constituir obligaciones regulatorias sobre requisitos de capital o liquidez de las instituciones financieras.

Una segunda reforma complementaria sería crear la “cuenta de sustitución” que fue

sugerida a fines de los años setenta cuando el dólar enfrentó también presiones adversas. Esa cuenta permitiría que los países cambiaran sus activos en dólares por activos en DEG emitidos por el FMI, sin presionar al dólar en el mercado. Un sistema de este tipo le daría mayor estabilidad al sistema actual y sería, en cualquier caso, necesario como mecanismo de transición hacia un sistema mundial de reservas basado en DEG. La decisión del FMI del 1 de julio de 2009 de permitir la emisión de títulos denominados en DEG para captar recursos de algunas economías emergentes (Brasil, China y Rusia) puede ser considerada como un paso en esa dirección. El problema fundamental, como se señaló en los debates de los años setenta, es cómo distribuir las pérdidas en que podría incurrir el FMI con un mecanismo de este tipo. Sin embargo, estos costos no son necesariamente muy elevados. Cálculos retrospectivos realizados por Kenen (2009), suponiendo que este mecanismo hubiese funcionado durante el período 1995-2008, indican que las pérdidas hubiesen sido mínimas.

Una tercera reforma complementaria sería promover la constitución de una mayor cantidad de acuerdos monetarios regionales, incluyendo fondos regionales de reservas. De hecho, como lo he señalado en un trabajo anterior (Ocampo, 2002), el FMI del futuro debería ser concebido como la cabeza de una *red* de fondos regionales más que como una institución

mundial única. Una de las alternativas que ha sugerido la reciente Comisión de las Naciones Unidas (2009, cap. 5) es que el nuevo sistema mundial de reservas surja precisamente como resultado de acuerdos entre convenios regionales. Por lo demás, una estructura de este tipo sería mucho más parecida a la del Banco Central Europeo e incluso al sistema de la Reserva Federal en los Estados Unidos. Un incentivo importante para constituir fondos regionales sería contar los aportes que los países realizan en ellos como parte de la base para la asignación de DEG (Naciones Unidas, 1999; Ocampo, 2002).

Estos fondos regionales no solo proporcionan formas complementarias de aseguramiento colectivo contra crisis de balanza de pagos, sino también, a través de los organismos que los administran, foros para la coordinación de políticas macroeconómicas a nivel regional y voz a los países más pequeños. A través de todos estos mecanismos, los acuerdos regionales otorgan mayor estabilidad al sistema monetario internacional. Tal vez el ejemplo más exitoso hasta ahora ha sido el Fondo Latinoamericano de Reservas, constituido por los países andinos, Costa Rica y Uruguay. La Iniciativa de Chiang Mai, cuyo acuerdo multilateral fue firmado en diciembre de 2009 por los países del ASEAN, China, Corea y Japón, constituye la iniciativa más ambiciosa en su género, con recursos que suman 120.000 millones de dólares, y permite un uso multila-

teral de las líneas bilaterales creadas desde el acuerdo original firmado entre sus miembros en el 2000.

Los mecanismos monetarios regionales enfrentan potencialmente el problema de que no permiten una diversificación adecuada, si una región es sujeta a problemas de contagio. Sin embargo, la experiencia del FLAR enseña que aun un fondo en una región relativamente pequeña puede cumplir un papel útil, porque las demandas de recursos no son necesariamente simultáneas. La razón para ello es que, en contra de lo que se supone normalmente, no hay una perfecta correlación entre las variables macroeconómicas de distintos países miembros, lo que permite que estos fondos cumplan una función estabilizadora<sup>8</sup>.

## VI. Conclusiones

El actual sistema monetario internacional basado en un dólar enteramente fiduciario tiene problemas fundamentales y debe ser, por lo tanto, reformado. En este artículo se argumenta que la mejor solución es cumplir la transición iniciada con la creación de los Derechos Especiales de Giro en los años sesenta, y cumplir, en particular, la promesa de transformarlo en el principal activo para la constitución de reservas internacionales. Esta transformación podría estar acompañada de reformas orientadas a transformar a los DEG

en la única moneda que maneja el FMI, como han propuesto algunos analistas desde hace varias décadas.

Las emisiones de DEG se harían fundamentalmente con propósitos anticíclicos, pero en magnitudes adecuadas a largo plazo para suplir la demanda adicional de reservas internacionales. Dichas emisiones deberían ser, además, utilizadas para proveer los recursos que demanda el financiamiento excepcional del FMI durante las crisis, que debería incluir una línea de sobregiro automática para todos los miembros. Las emisiones de DEG podrían tener también en cuenta la demanda de reservas de distintos países –concentrando así las asignaciones en los países en desarrollo–, o se podría crear un “vínculo de desarrollo” a través de la inversión de los DEG no utilizados en bonos de los bancos multilaterales de desarrollo. Las reformas complementarias deberían incluir el uso amplio de una “cuenta de sustitución”, que permita a los países cambiar sus activos en dólares por activos en DEG, y la promoción de esquemas de cooperación monetaria regional, y podría incluir el uso de los DEG en algunas transacciones privadas.

Aunque una reforma de este tipo es viable –y de hecho puede ser la única alternativa posible a la mera evolución inercial hacia un sistema basado en múltiples monedas de reserva–, es necesario superar algunos de los principales obstáculos que genera, especialmente, el temor de los Estados Unidos a perder

la preeminencia del dólar en el sistema internacional. Sin embargo, los Estados Unidos también podrían ganar con una reforma de este tipo, especialmente en términos de reducir las presiones sobre el dólar y ganar autonomía para manejar su política macroeconómica con total independencia de las responsabilidades que implica estar en el centro del sistema monetario internacional –una ventaja indiscutible en un momento en el que esta nación deberá seguir manejando una política monetaria y fiscal expansiva–. La reforma también beneficiaría al área euro, al evitar los costos que implicaría para este conjunto de países estar crecientemente en el centro del sistema monetario internacional. En uno y otro caso, si la reforma se limita al cambio en el sistema mundial de reservas, ambas monedas seguirían siendo utilizadas como los principales medios de pago internacionales. Por este motivo, aunque los obstáculos políticos a la reforma no son menores, parecen superables.

Por último, pero no menos importante, bajo las condiciones que sigue atravesando la economía mundial, las continuas emisiones de DEG serían bienvenidas en un mundo que todavía enfrenta fuertes presiones recesivas y donde ningún país quiere incurrir en déficit externos, tanto por sus efectos recesivos como por las vulnerabilidades que ello genera. Ese fue el motivo que inspiró al G-20 sugerir la mayor emisión histórica de DEG en 2009 y continúa vigente.

## Referencias bibliográficas

- Camdessus, Michel (2000): "An Agenda for the IMF at the Start of the 21st Century", Remarks at the Council on Foreign Relations, Nueva York, febrero.
- Clark, Peter B. y Jacques J. Polak (2004): "International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System", *IMF Staff Papers*, vol. 51, n° 1.
- Eichengreen, Barry (1996), *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2009): "Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources", 12 de enero.
- Hart, A. G., Nicholas Kaldor y Jan Tinbergen (1964): "The Case for an International Commodity Reserve Currency", UNCTAD, Ginebra. Reproducido en Nicholas Kaldor, *Essays on Economic Policy II*, Vol. IV, *Collected Economic Essays*, Holmes and Meier, Nueva York, capítulo 18.
- Kenen, Peter B. (1983): "Use of SDR to Supplement or Substitute for Other Means of Finance", en George M. von Furstenberg (ed.), *International Money and Credit: The Policy Roles*, FMI, Washington D.C., capítulo 7.
- Kenen, Peter B. (2009): "Revisiting the Substitution Account", disponible en: <http://www.gsb.columbia.edu/ipd/programs/item.cfm?prid=133&iyid=5&itid=1927&list=papers>.
- Keynes, John M. (1942-1943): "The Keynes Plan", reproducido en J. Keith Horsefield (ed.), *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Vol. III: Documents, FMI, Washington, D.C., 1969.
- Machinea, José Luis y Daniel Titelman (2007): "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista de la CEPAL*, n° 91, abril.
- Naciones Unidas (1999): "Towards a New International Financial Architecture: Report of the Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations", <http://www.un.org/esa/coordination/ecesa/ecesa-1.pdf>.
- Naciones Unidas (2009): *Report of the Commission of Experts convened of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, Nueva York, disponible en: <http://www.gsb.columbia.edu/ipd/programs/item.cfm?prid=133&iyid=13&itid=1946>.
- Ocampo, José Antonio (2002): "Recasting the International Financial Agenda", en John Eatwell y Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Oxford University Press, Nueva York, capítulo 3.
- Ocampo, J. A. (2009): "Los derechos especiales de giro y el sistema mundial de reservas", en José Antonio Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steinberg (coords.), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Real Instituto Elcano y otros, Madrid, capítulo IV.
- Ocampo, J. A. (2010): "Reforming the Global Reserve System", en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford University Press, Nueva York, capítulo 16.
- Ocampo, J. A. y Daniel Titelman (2009-10): "Subregional Financial Cooperation: The South American Experience", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 32, n° 2, invierno.
- Polak, Jacques J. (1979): "Thoughts on an International Monetary Fund based Fully on SDR", Fondo Monetario Internacional, *Pamphlet Series* n° 28, Washington, DC.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth Rogoff (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Rodrik, Dani (2006): "The Social Costs of Foreign Exchange Reserves", *International Economic Journal*, vol. 20, n° 3, septiembre.

- Skidelsky, Robert (2000): *John Maynard Keynes: Fighting for Freedom, 1937-1946*, Penguin/Viking, Nueva York.
- Solomon, Robert (1977): *The International Monetary System 1945-1976: An Insider's View*, Harper & Row, Nueva York.
- Stiglitz, Joseph E. (2006): *Making Globalization Work*, W. W. Norton, Nueva York.
- Stiglitz, Joseph E., José Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench-Davis y Deepak Nayyar (2006): *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development*, Oxford University Press, Nueva York.
- Triffin, Robert (1961): *Gold and the Dollar Crisis* (edición revisada), Yale University Press, New Haven.
- Triffin, Robert (1968): *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Random House, Nueva York.
- UNCTAD (1965): *International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts*, Nueva York.
- Williamson, John (2009): "Understanding Special Drawing Rights", *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC., junio.
- Zhou, Xiaochuan (2009): "Reform the International Monetary System", Banco del Pueblo de China, Beijing, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>.

## Notas

- <sup>1</sup> Véase una historia de estos debates en Skidelsky (2000).
- <sup>2</sup> Sobre este problema, véase, entre muchos otros, Rodrik (2006).
- <sup>3</sup> Sobre este tema, y desde perspectivas diferentes, véanse Stiglitz *et al.* (2006) y Reinhart y Rogoff (2009).
- <sup>4</sup> Ésta es la propuesta de Stiglitz (2006, cap. 9) y una de las alternativas que propone la Comisión de las Naciones Unidas (2009, cap. 5).
- <sup>5</sup> De hecho, de buscarse un respaldo “real” a una moneda internacional, una alternativa mucho mejor sería evolucionar hacia un sistema basado en un conjunto amplio de productos básicos, como lo propuso originalmente Keynes y, en los años sesenta, también un grupo de economistas (Hart *et al.*, 1964).
- <sup>6</sup> Véanse sobre este tema Solomon (1977) y Triffin (1968) y la excelente historia del sistema monetario internacional de Eichengreen (1996).
- <sup>7</sup> Traducción propia.
- <sup>8</sup> Véase, al respecto, Ocampo y Titelman (2009-2010). Véase también Machinea y Titelman (2007), donde se simula un fondo latinoamericano con participación de todos los países medianos y grandes de la región.