

# La reforma del sistema monetario internacional

Resumen del informe CAE n° 99 (09/09/2011)

*Contribuciones de Agnès Bénassy-Quéré, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas, Jacques Mistral, Jean Pisani-Ferry y Hélène Rey*

## Sinopsis

*Un tema no debe excluir a otro. Desde 2008, el G20 ha efectuado recomendaciones para mejorar la regulación bancaria y financiera a la luz de la crisis mundial. Algunas propuestas se han puesto en práctica, pero queda mucho por hacer. Bajo la presidencia francesa, el G20 ha incluido en su agenda unos temas ambiciosos: los desequilibrios internacionales, la reforma del sistema (o, para algunos, de la falta de sistema) monetario internacional y la volatilidad de los precios de las materias primas.*

*Este informe recopila varias contribuciones sobre la reforma del SMI. Se tratan varios aspectos: el lugar de las monedas de reserva, el sistema de cambio, el suministro de liquidez internacional, los desequilibrios internacionales y la distribución de los ajustes entre países excedentarios y países deficitarios, los mecanismos de supervisión multilateral y las reglas del juego aplicables a los países «que se desvían».*

*No pueden resolverse en algunos trimestres unos temas que se están debatiendo, en algunos casos, desde hace varias décadas, pero lo importante es aceptar hablar de ello y avanzar por un camino compartido, largo y que, sin duda, no será tranquilo.*

**Christian de Boissieu**

La reforma del sistema monetario internacional ocupa un lugar importante entre las discusiones que Francia pretende llevar a cabo durante su año de presidencia del G20. Aparte de las «medidas de crisis» adoptadas en el punto álgido de la tormenta financiera, se trata de replantearse de manera ambiciosa el conjunto de normas, convenciones e instituciones internacionales que rigen la dirección de las políticas monetarias, la determinación de los tipos de cambio, la provisión internacional de liquidez o los flujos internacionales de capitales. Las tres contribuciones que integran este informe proponen algunas vías para emprender esta reforma.

## ¿Por qué reformar el sistema monetario internacional?

¿Por qué reformar el sistema monetario internacional? Por que equivale a una falta de sistema, surgida del hundimiento del sistema de Bretton Woods, y parece alimentar numerosos desequilibrios: una volatilidad excesiva de los tipos de cambio; unos giros brutales de los flujos de capitales privados; unos desequilibrios externos persistentes y a «contracorriente» (con una orientación de los flujos de capitales netos de los países emergentes hacia los ricos); unos mecanismos de

ajuste asimétricos entre países prestatarios y países prestamistas; una asimetría también en los mecanismos de ajuste entre los Estados Unidos, al permanecer el dólar la divisa clave del sistema actual, y el resto del mundo; una acumulación excesiva de reservas de cambio por parte de los países emergentes. Sin duda, la relación entre estos desequilibrios y la crisis financiera reciente se presta a debate. No obstante, está claro que la falta de sistema actual no favorece los ajustes.

Tampoco parece encajar con la economía mundial, cuyo perímetro se ha ampliado significativamente por el auge de los grandes países emergentes. El peso aún preponderante del dólar hace que el sistema actual sea unipolar, lo que se opone al carácter tripolar de la economía mundial, donde Norteamérica no tiene más importancia que Europa o Asia. Así, se gesta una transición inevitable, y que en cierta medida ya ha empezado, hacia un sistema monetario más «multipolar» cuyos pilares podrían ser el dólar, el euro y el yuan, cuando este último pase a ser convertible.

Las contribuciones de Agnès Bénassy-Quéré y Jean Pisani-Ferry, por una parte, y de Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas y Hélène Rey, por otra, se sitúan ambas en esta perspectiva de una transición hacia un sistema monetario internacional multipolar.

## Ventajas e inconvenientes de un sistema monetario internacional multipolar

Según Agnès Bénassy-Quéré y Jean Pisani-Ferry, un tal régimen puede resultar tanto el mejor como el peor de los sistemas, en función del grado de flexibilidad de los tipos de cambio con el que se implemente y el nivel de coordinación multilateral. En efecto, la transición podría resultar dolorosa con el telón de fondo de una guerra de divisas, restricciones a los flujos de capitales... Además, la comunidad internacional debería prepararse ya ahora para esta evolución y establecer las condiciones para una transición sin choques, favoreciendo la flexibilidad de los tipos de cambio (sin excluir los acuerdos monetarios regionales) y la internacionalización de la divisa china, o también la del euro. Para ello, preconizan ampliar el mandato del FMI a la supervisión de la cuenta financiera, adoptar un código de conducta sobre el uso de las intervenciones en el tipo de cambio y los controles de capitales, reforzar los dispositivos de suministro de liquidez en caso de crisis y llevar

a cabo una coordinación entre bancos centrales para la gestión de la liquidez mundial. Condiciones todas ellas que permitirían sacar partido de la multipolarización progresiva del sistema, ya que, en efecto, Agnès Bénassy-Quéré y Jean Pisani-Ferry prevén que la transición hacia un sistema multipolar comporte mejoras. En lo que respecta a la eficacia económica, al favorecer la diversificación de las reservas, un sistema multipolar debería de limitar la acumulación de estas y mejorar la circulación del capital entre los bloques y dentro de ellos, promoviendo así una mejor asignación del capital. La mayor capacidad de sustitución de las divisas clave también debería de reducir los desajustes de los tipos de cambio en un contexto de tipos flexibles. El carácter asimétrico de los ajustes debería de aminorar, lo que mejoraría la equidad del sistema monetario mundial. En cambio, desde el punto de vista de la estabilidad, la volatilidad a corto plazo de los tipos de cambio seguramente aumentaría debido a la mayor movilidad de los capitales, aunque a medio plazo la multipolaridad podría diluir el dilema de Triffin al distribuirlo entre las divisas fundamentales.

En breve, el paso de un sistema hegemónico a uno multipolar comportaría un avance. Pero falta mejorar los mecanismos de puesta a disposición de liquidez en caso de crisis, yendo más allá de las facilidades existentes. Ello debería comportar unos acuerdos multilaterales que vendrían a completar los acuerdos regionales y bilaterales. También haría falta crear un mecanismo de gestión de la liquidez mundial. En este sentido, Agnès Bénassy-Quéré y Jean Pisani-Ferry defienden la propuesta del desarrollo y flexibilización de las asignaciones de derechos especiales de giro (DEG), cuyo objetivo inicial era precisamente, cuando se crearon en 1969, permitir gestionar multilateralmente la liquidez internacional. Ello exigiría una reforma de los estatutos del Fondo Monetario Internacional y una estrecha colaboración entre este y los bancos centrales emisores de monedas que formen parte de la cesta DEG, en la que el yuan debería estar incluido.

La reflexión llevada a cabo por Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas y Hélène Rey también se centra en la aparición de un sistema monetario internacional multipolar. Sus argumentos se articulan en torno a dos preguntas principales:

- ¿Cómo favorecer concretamente la aparición de un sistema monetario multipolar?
- ¿Qué estrategia adoptar para la apertura de la cuenta financiera de los países emergentes?

## Para una mejor garantía de la liquidez

El posicionamiento ante estas preguntas exige una doble reflexión. Por una parte, hay que preguntarse acerca del funcionamiento –o las disfunciones– del sistema monetario internacional en momentos de crisis sistémica, como la que acabamos de atravesar. ¿Mediante qué mecanismos ha contribuido el sistema a la debilitación del sistema financiero y de la economía mundial? ¿Cuál ha sido su papel durante la crisis? En otras palabras, ¿cuáles son las ineficacias sistémicas del régimen monetario actual? Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas y Héléne Rey responden haciendo hincapié en una función esencial que debe desempeñar el sistema monetario internacional en tiempos de crisis: la provisión de liquidez. El principal punto débil del sistema actual reside, según ellos, en la falta de mecanismos sistemáticos que permitan un suministro suficiente y coordinado de liquidez. Esta insuficiencia exagera las decisiones de autoseguro –individualmente óptimas, pero socialmente ineficientes– de los países en forma de acumulación excesiva de reservas de divisas.

En consecuencia, se formulan varias propuestas concretas destinadas a aumentar la cobertura de la liquidez mundial necesaria para hacer frente a las crisis individuales o sistémicas y que permitan reducir la demanda de reservas de divisas:

- favorecer el desarrollo de alternativas a los títulos del Tesoro estadounidense como principal activo de reserva, con el fin de acelerar una transición ineludible hacia un sistema multipolar. Dentro de esta perspectiva, la emisión de títulos de deuda europeos con co-garantías parece particularmente interesante. A un horizonte sin duda más lejano, la apertura de la cuenta de capital china, la convertibilidad del yuan y el desarrollo de un mercado de renta fija en yuanes serán también necesarios;

- convertir en permanentes los acuerdos bilaterales entre bancos centrales de suministro temporal de liquidez (acuerdos de *swap*) que se activaron con éxito durante la crisis;

- reforzar y ampliar las facilidades del FMI del tipo «*flexible credit lines*» (FCL), «*precautionary credit lines*» (PCL) y «*global stabilization mechanism*» (GSM), y extender los mecanismos de financiación del FMI del tipo «*new arrangement to borrow*» (NAB). A estos NAB también sería deseable añadir la posibilidad para el FMI de tomar directamente dinero prestado en los mercados;

- adoptar unos sistemas de depósito de reservas de divisas con el FMI («*reserve pooling*»), que permitiría dotar a los países participantes de una protección superior al autoseguro y, accesoriamente, reciclar las reservas hacia inversiones productivas.

Estas medidas, que refuerzan los mecanismos de suministro de liquidez necesarios para el buen funcionamiento de la economía mundial, deberán necesariamente ir acompañadas de una supervisión prudencial por parte del FMI, con el fin de seguir la evolución de los grandes equilibrios financieros (por divisa y por vencimiento), y ajustar las modalidades y las condiciones de acceso a la liquidez en tiempos de crisis. Para Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas y Héléne Rey, esta provisión global de liquidez no requiere –o por lo menos, no imperativamente– la emisión de DEG, o una vinculación del sistema monetario con la coordinación de las políticas de cambio. Según ellos, el DEG es una herramienta compleja y que no se adapta a las necesidades de liquidez de la economía mundial. Además, su utilización, que puede justificarse bajo determinadas condiciones limitadas, no resuelve por sí misma las ineficiencias estructurales del sistema monetario internacional. Una vinculación monetaria, por otra parte, implica una evolución de las prioridades de política monetaria –estabilidad de los precios y de la actividad económica, estabilidad financiera– hacia unos objetivos externos que no es ni realizable ni necesariamente deseable.

## ¿Controlar los movimientos de capital?

La segunda parte de la reflexión llevada a cabo por Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas y Héléne Rey se refiere a los mecanismos de regulación de los flujos de capitales y los movimientos de los tipos de cambio que pueden resultar de ellos. El consenso en torno a estas cuestiones ha evolucionado considerablemente, puesto que instituciones como el FMI reconocen ahora la justificación de unos controles de capital para unos fines específicos, en particular en las fases de aceleración de los flujos de capitales. Junto a los problemas de volatilidad excesiva de estos, también se plantea la cuestión de los ajustes externos mientras que la economía mundial se encuentra aún en una trampa de la liquidez. En algunos casos bien definidos, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas y Héléne Rey reconocen la bondad de la utilización de unos controles tem-

porales de los capitales entrantes, con la condición de que vayan acompañados de un abanico de medidas prudenciales y monetarias.

Por otra parte, existen algunas circunstancias limitadas en las que los flujos de capitales pueden ir acompañados de externalidades negativas sobre el resto del mundo, por lo que deben ser objeto de mutua supervisión. A este fin, los autores recomiendan ampliar el mandato del FMI a la cuenta de capital y mejorar la cooperación en materia de regulación financiera.

Por último, estas vías de reforma del sistema monetario internacional se consideran complementarias a la reforma necesaria del marco normativo y prudencial del sistema financiero, que no es el objeto de este informe y a la que en ningún caso pretenden sustituir.

## Comentarios

Estas dos primeras contribuciones son cada una objeto de comentarios de Benoît Cœuré, de Daniel Cohen y de Jean-Hervé Lorenzi. Benoît Cœuré insiste en los riesgos asociados a la transición y se interroga acerca de la mayor o menor estabilidad de un sistema multipolar. Aboga por un mayor papel de los DEG, que ve como el vector por excelencia de la liquidez multilateral, y subraya la necesidad de reflexionar sobre la composición de la cesta que constituye el DEG (que comprende actualmente el dólar, el euro, la libra esterlina y el yen) y especialmente precisar las condiciones de integración del yuan. Finalmente, en la última parte esclarece las dificultades relativas a una ampliación del mandato de supervisión del FMI a los movimientos de capitales. Daniel Cohen analiza el dilema de Triffin, que considera el hilo conductor de las dos primeras contribuciones del informe. Jean-Hervé Lorenzi, por su parte, insiste en la propuesta de un verdadero mercado internacional de eurobonos, que considera la decisión más importante para estabilizar el SMI.

## La economía política de las cuestiones monetarias internacionales

La contribución de Jacques Mistral completa el informe adoptando un enfoque de economía política de las cuestiones monetarias, prestando atención al peso de la historia, las coyunturas políticas y las manifestaciones intelectuales. La primera parte expone la sucesión endógena de los tres principales sistemas monetarios: el patrón oro, el patrón de cambio-oro y los tipos de cambio flotantes. La globalización, marcada por la irrupción de China, ha dado paso a continuación a una mutación hacia una verdadera falta de sistema, donde coexisten tipos de cambio flotantes y tipos administrados. De cara al futuro, Jacques Mistral esboza tres posibles escenarios en materia de relaciones monetarias internacionales: el statu quo, la ruptura o la refundación.

La segunda parte de su contribución explora lo que podrían ser los principales ejes de dicha refundación, y trata sucesivamente el gobierno del sistema, en el que un Fondo Monetario reforzado seguiría constituyendo la piedra angular; la supervisión multilateral, a la que hay que permitir incidir más en las políticas nacionales; el papel de prestamista de última instancia, para prepararse a hacer frente a cualquier situación de crisis financiera internacional grave; y la resurrección del DEG, cuyo momento podría llegar antes de lo que se suele pensar como activo internacional reconocido. Jacques Mistral concluye advirtiendo que existe una ventana de oportunidad para emprender esta reforma, que hay que abordar bajo todos los ángulos en forma de paquete, y que podría ser la última salida antes de la guerra de divisas.