

# Pateando el tablero: los países emergentes como dinamizadores de la economía internacional y sus instituciones

Autor

**Henry Chinaski**

Coautor

**Jean Valjean**

## **Resumen**

En este trabajo estudiamos el desempeño económico de las economías emergentes en los últimos años y postulamos dos formas en la que dicha dimensión tuvo efectos de primer orden sobre las instituciones globales: el cambio en las relaciones de poder desde los países avanzados hacia los países emergentes y una mayor interdependencia entre las economías a nivel global.

Por una parte se analiza la evolución de diversos indicadores económicos tales como las tasas de crecimiento del PBI, del ahorro y de la inversión, así como los fenómenos a ellos asociados: los desbalances globales y la acumulación de reservas; tratando de explicar el comportamiento observado en cada uno de los casos.

Por otro lado, se estudia cómo los aspectos económicos influyeron en que los países emergentes tuvieran un rol más importante en la gobernanza global, haciendo hincapié en los cambios institucionales más importantes que acontecieron en los últimos años, tales como el establecimiento del G20 como principal foro de discusión global y los cambios que éste impulsó en el rediseño de la arquitectura financiera internacional. Finalmente se analizan algunos de los desafíos pendientes por resolver.

## I. Introducción

En los últimos años un conjunto de países –los llamados emergentes<sup>1</sup>- han tenido un desempeño económico sin precedentes que se ha reflejado sobre diversas aristas. Por una parte, este conjunto de países han logrado tasas de crecimiento, ahorro e inversión significativamente más altas que las de los países avanzados, constituyéndose como el principal motor de crecimiento global y llevando a cabo así un proceso de convergencia hacia las economías desarrolladas.

En este sentido, el destacable desempeño de los países emergentes generó dos efectos de primer orden sobre la gobernanza global, es decir, sobre la toma de decisiones entre los países del mundo de forma conjunta.

En primer lugar, la evolución económica de los países emergentes ha intensificado la interdependencia global. Las economías emergentes han tenido elevadas tasas de inversión y -aún mayores- de ahorro interno, generando como contrapartida holgados superávits comerciales. Las principales manifestaciones de este hecho han sido los fuertes desbalances globales entre las economías más avanzadas y las economías emergentes y la potente acumulación de reservas internacionales que han llevado a cabo éstas últimas en los años recientes.

En segundo lugar, hubo un cambio en las relaciones de poder desde los países avanzados hacia los países emergentes. Hechos como la creación del G20, actualmente el principal foro para la cooperación internacional en los asuntos de la agenda económica y financiera global de la cual participan numerosas economías emergentes, dan muestra de un cambio en la relación de poderes a nivel mundial: las economías emergentes juegan un rol cada vez mayor en la gobernanza y en la determinación de las instituciones globales.

---

<sup>1</sup> Si bien cualquier categorización tiene un componente de arbitrariedad, una clasificación útil para pensar a los países emergentes compartida por varios autores es la siguiente: Argelia, Argentina, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Checoslovaquia, Chile, China, Colombia, Corea, Costa de Marfil, Costa Rica, Croacia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Jordán, Malasia, Marruecos, México, Nigeria, Panamá, Perú, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Uruguay y Venezuela.

Es claro que los países emergentes en general y el G20 en particular, tuvieron logros significativos en diversos aspectos institucionales, tales como la creación del Consejo de Estabilidad Financiera, la obtención de recursos para los organismos multilaterales de crédito y la participación en su reforma. Sin embargo, aún queda un camino largo por recorrer. No se ha discutido con profundidad un diseño más adecuado del sistema monetario internacional, que lidie con el problema de los desbalances globales; la arquitectura financiera internacional (AFI) aún presenta numerosas debilidades; los avances en pos de la creación de un consejo de coordinación económica a nivel mundial encargado de compatibilizar las diversas políticas económicas han sido magros y finalmente queda pendiente el desafío de incorporar un mayor número de países a la democracia global sin que esta pierda efectividad.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. La segunda sección describe las principales características económicas de los países emergentes y se analiza en relación a ello dos hechos estilizados de estos países. En primer lugar su crecimiento económico, en donde se destaca el rol que cumplen las economías emergentes como impulsores de la demanda global, con énfasis tanto en las altas tasas de inversión y de ahorro interno que permitieron dicho crecimiento. En segundo lugar, su patrón de inserción internacional –íntimamente relacionado con el punto anterior-, en donde se hace énfasis en un fenómeno reciente conocido como los desbalances globales y en la política de acumulación de reservas. A su vez, se brindan diversas explicaciones a estos fenómenos. En la tercera sección se analiza el rol de los países emergentes en el marco institucional global. Por un lado se estudia el paso del G7 al G20 como principal foro de discusión a nivel mundial y el rebalanceo en las relaciones de poder que ello implicó. Además, se analizan las principales características del G20, así como las ventajas de éste foro en términos de representatividad, diversidad y la legitimidad a ellas asociada. Finalmente, se examinan las funciones y debilidades de la AFI, algunas propuestas desde la teoría económica en pos de su mejora, los avances por parte del G20 en su reforma y los desafíos pendientes en términos de la gobernanza global. La cuarta y última sección ofrece las reflexiones finales.

## **II. Los países emergentes y la economía internacional**

En los últimos años las economías emergentes han tenido un desempeño económico sin precedentes que se ha visto reflejado en diversas dimensiones. Por un lado, estos países han logrado tasas de crecimiento significativamente más altas que las de los países desarrollados, constituyéndose como el principal motor de crecimiento global y llevando a cabo así un proceso de convergencia hacia las economías avanzadas. Una de las principales razones que explican las altas tasas de crecimiento de las economías emergentes son sus elevadas tasas de inversión y -aún mayores- de ahorro interno, generando como contrapartida holgados superávits de cuenta corriente. En este sentido, la evolución económica de los países emergentes ha intensificado la interdependencia global. Las principales manifestaciones de estos hechos han sido los fuertes desbalances globales entre las economías más avanzadas y las economías emergentes y la potente acumulación de reservas internacionales que se ha llevado a cabo en éstas últimas en años recientes.

### **II.1 Las economías emergentes como motores del crecimiento**

Históricamente, los países que hoy son considerados como avanzados han disfrutado de un desempeño económico sobresaliente. En efecto, son los que han estado a la cabeza de indicadores tales como crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI), inversión y participación en el comercio mundial durante gran parte del siglo pasado. Por su parte, las economías que hoy denominamos emergentes concentraban la mayor parte de la población mundial, pero registraban tasas de crecimiento del PBI, en promedio, menores a las de los países avanzados. Tal característica no sólo evitó el proceso de “*catch-up*” o convergencia entre los dos grupos, sino que al contrario, se aumentó la brecha en términos de PBI per cápita a lo largo del tiempo. Sin embargo, en las últimas décadas se ha verificado un marcado quiebre de tendencia en el patrón establecido: los países emergentes han aumentado su tasa de crecimiento con respecto a la de los países

desarrollados, logrando así reducir la brecha en términos de nivel de vida con respecto al nivel alcanzado por los países avanzados.

En efecto, como se muestra en la Tabla 1 del Anexo, los países emergentes han sido los principales motores de crecimiento durante esta última etapa. En términos de crecimiento del PBI, los países emergentes muestran una tasa siempre ascendente a lo largo del periodo analizado, mientras que los países desarrollados en su conjunto evidencian una marcada desaceleración en la última década. Este diferencial de tasas de crecimiento económico tiene un impacto directo en otras dos variables que se analizan en la Tabla 1 del anexo: la participación en el producto mundial y la tasa de crecimiento del PBI per cápita.

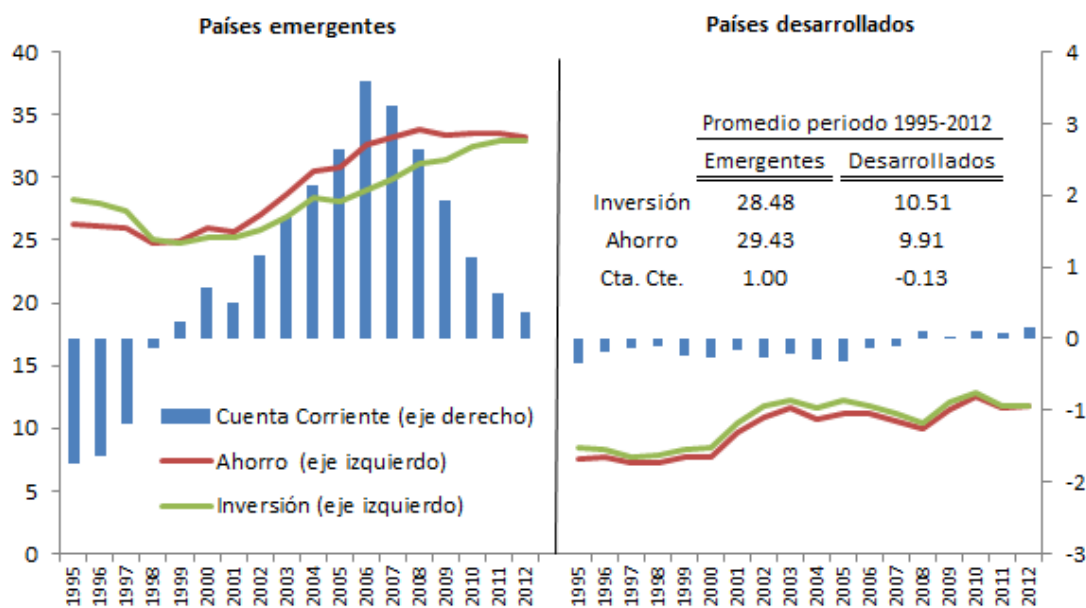
Con respecto a la primera de estas variables, se observa que los países avanzados pierden participación a lo largo del tiempo y que esta tendencia se profundiza en la última década donde resignan casi ocho puntos porcentuales con respecto a la pérdida de sólo un punto porcentual en la década de los 90. La situación es totalmente contraria para las economías emergentes, que pasan de 27,89% de participación en los 80 a 30,23% en los 90 y saltan notablemente a un 36,93% de participación en los 2000. El PBI per cápita, por su parte, nos permite ver aún con más nitidez el proceso de convergencia, ya que se observa que la tasa de crecimiento de los emergentes se mantiene en franco ascenso y ya en la década de los 2000 sobrepasa a la de los países desarrollados. Estos últimos, en cambio, conservan una tasa que decrece a lo largo del tiempo, cayendo bruscamente en la última década (pasando de 2,01 % a 0,72%).

Por otro lado, si nos enfocamos en el plano comercial vemos que se verifica la misma tendencia ya que los países desarrollados ven caer su participación en el comercio mundial a lo largo de toda la etapa estudiada (54,80% en los 80; 51,20% en los 90 y 43,91% en los 2000) mientras que el comercio de los países emergentes no para de aumentar su importancia en el agregado mundial. Esto último refleja que los avances económicos logrados por los emergentes se han dado en un marco de mayor integración a la economía mundial.

Una de las principales razones por las que los países emergentes han experimentado mayores tasas de crecimiento que los países desarrollados está vinculada al impacto económico logrado al mantener elevadas tasas de ahorro e inversión a lo largo del tiempo. Como se indica en el Gráfico 1, los países emergentes muestran altas tasas de ahorro e inversión como porcentaje del PBI con una fuerte tendencia creciente a lo largo del periodo analizado, alcanzando un promedio cercano a 30 puntos porcentuales. En contraste, los países avanzados evidencian una tendencia de crecimiento mucho más suave en ambas variables y a la vez un promedio bastante menor que se ubica por debajo de 10 puntos porcentuales. En otras palabras, las tasas de ahorro e inversión de las economías emergentes prácticamente triplican a la de las economías avanzadas.

Gráfico 1. Evolución del ahorro, la inversión y la cuenta corriente en los países emergentes y desarrollados. Periodo 1995-2012.

(En porcentaje de su propio Producto Bruto Interno).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

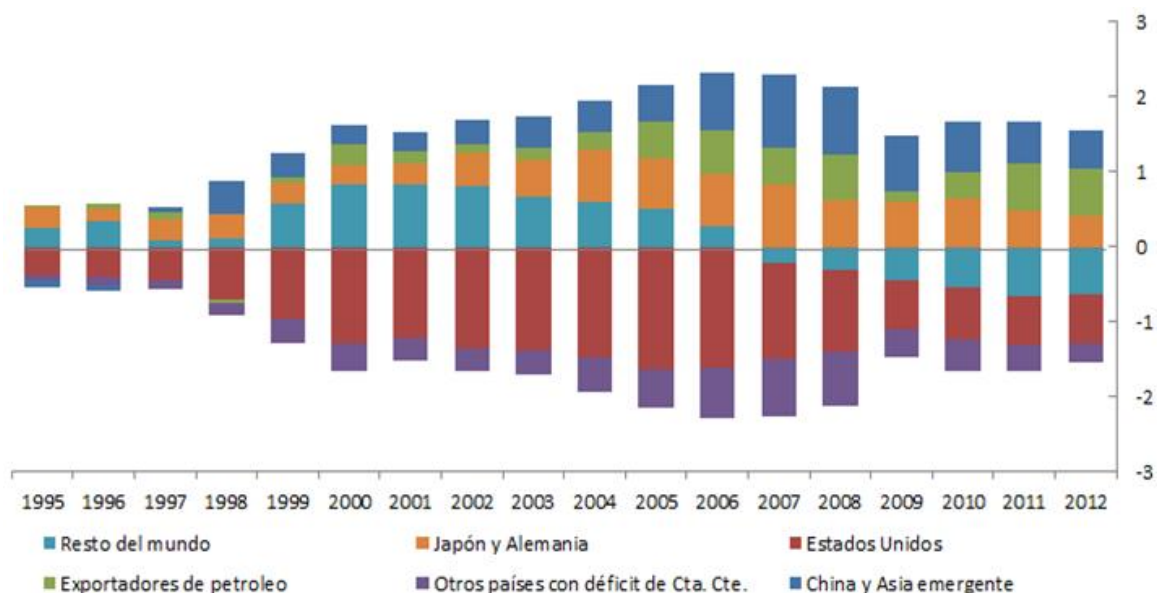
Las discrepancias entre los niveles de ahorro e inversión, a su vez, son la contrapartida de la cuenta corriente, variable íntimamente ligada a dos fenómenos de importancia significativa en el sistema económico global: los desbalances globales y el patrón internacional de acumulación de reservas.

## II.2 Los desbalances globales

Según la teoría económica estándar, los flujos de capitales deben ir desde los países más desarrollados a los menos desarrollados. La razón es intuitiva: los subdesarrollados tienen menores stocks de capital, por lo que la productividad marginal de invertir en ellos es mayor que la de invertir en los países más avanzados. Sin embargo, en los últimos años esta predicción se ha vuelto contrafactual, hecho conocido en la literatura como la “*Paradoja de Lucas*”. En la última década se ha observado que los flujos de capital han ido de manera persistente desde los países en vías de desarrollo a los países desarrollados. Estas posiciones de cuenta corriente conllevan distorsiones significativas respecto a la asignación del ahorro mundial, situación conocida como el fenómeno de los desbalances globales.

Gráfico 2. Superávit de cuenta corriente en distintas regiones del mundo. Periodo 1995-2012.

(En porcentaje del PBI mundial)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional.

Como vemos en el Gráfico 2 hasta mediados de los noventa los distintos países del mundo no presentaban desequilibrios significativos en sus posiciones de

cuenta corriente. Tanto las economías en vías de desarrollo asiáticas (entre las que se encuentra China) como la región occidental tenían déficits externos de magnitudes similares. Tal situación externa también se repetía en los países de Europa del Este y Europa Central, aunque a una escala menor. Por su parte el resto de las regiones mantenían un superávit externo, siendo el grupo de las economías más desarrolladas la principal fuente de financiamiento para los países en desarrollo.

Entonces, ¿qué hizo que cambiara esta situación?, es decir, ¿por qué surgieron los desbalances globales? Para dar respuesta a esta pregunta necesitamos analizar tanto los factores que impulsaron a las economías emergentes a tener superávits de cuenta corriente, así como aquellos que permitieron que los países desarrollados absorbieran el exceso de ahorro. La conjunción de ambos factores fue lo que determinó que los desbalances globales se constituyeran como un fenómeno de equilibrio durante la última década (Obstfeld y Rogoff, 2009).

Uno de los primeros factores que influyó en las cuentas externas de los países emergentes fue la crisis asiática de finales del siglo pasado. En 1997 Tailandia enfrentó una crisis cambiaria que se propagó por el resto de las economías asiáticas. A medida que los efectos recesivos de la crisis se disiparon, el crecimiento a nivel mundial se aceleró. Al mismo tiempo se verificó un periodo prolongado de bajas tasas de interés reales que derivaron en un aumento del precio internacional de los commodities. El efecto inmediato fue un gran incremento en la cuenta corriente de los países exportadores de commodities, tanto en los países petroleros del Medio Oriente como en la Comunidad de Estados Independientes. Por su parte, las economías avanzadas entraron en un estado deficitario.

Otro de los factores -propuesto por algunos autores como Bernanke (2005)- para explicar los desbalances globales es el excesivo ahorro o "*saving glut*" de las economías emergentes. Durante la recuperación de la crisis, tanto el ahorro como la inversión de los países asiáticos emergentes recuperaron los niveles previos a la crisis. Sin embargo, en los años subsiguientes, impulsado por los términos de



intercambio favorables, el ahorro creció a tasas muy superiores con respecto a las de la inversión. De este modo, los superávits externos de los países asiáticos se consolidaron de forma persistente. Sin duda, uno de los casos más destacables es el de China: mientras que en el 2000 el superávit chino daba cuenta de alrededor de la mitad del superávit externo agregado de los países asiáticos emergentes, hacia el 2005 daba cuenta de casi todo el monto total. Para ese entonces, el superávit del gigante asiático –en conjunto con el de los países exportadores de petróleo- se había convertido en la principal contraparte del déficit externo global.

Finalmente, las políticas cambiarias de las economías asiáticas emergentes también impulsaron el logro de elevados superávits comerciales, al perseguir un objetivo tipo de cambio real competitivo y estable enmarcado en una estrategia de crecimiento económico liderado por las exportaciones. En este sentido, Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2003) ven a los desbalances como un fenómeno de equilibrio, al que denominan como Bretton Woods II. En este régimen existiría un acuerdo implícito entre China (Asia emergente en general) y Estados Unidos bajo el cual habría una cuasi fijación del yuan al dólar. Si bien el pionero en este tipo de políticas fue Japón, la gran mayoría de los países asiáticos –China incluido- han replicado la lógica de orientar la economía hacia las exportaciones con el fin de explotar las economías de escala en la producción, el *learning by doing*, y el ascenso en la escala de valor agregado de la producción. A la vez, dicha estrategia cambiaria ha posibilitado que Estados Unidos financie sus elevados niveles de consumo. Por otro lado, ciertas áreas monetarias como Europa presentan arreglos de fijación cambiaria, por lo que el sistema monetario internacional se constituye como un “no régimen” que termina aumentando el problema de los desbalances globales.

Claramente, estos factores son fundamentales pero incompletos por sí solos para explicar los desbalances globales. Los países que absorbieron el exceso de ahorro de las economías emergentes establecieron condiciones que permitieron que los desbalances globales se convirtieran en un fenómeno de equilibrio.

Por una parte, el estallido de la burbuja de las *punto com* a inicios de los 2000 deprimió la tasa de interés real de largo plazo. Esta caída contrajo la tasa de interés de las hipotecas, tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo, alimentando así al mercado financiero inmobiliario. Las condiciones favorables de endeudamiento y la gran facilidad para usar el valor de las viviendas como colateral al momento de contraer una hipoteca condujeron a un incremento exponencial en los precios en el mercado inmobiliario. Tal situación terminó deprimiendo el ahorro interno en favor de la inversión, especialmente en Estados Unidos, en donde el sistema financiero está altamente desarrollado. La dinámica del mercado creó así un círculo vicioso en el cual las expectativas de apreciación de las viviendas alimentaron la expansión del crédito hipotecario, retroalimentado la subida de precios inicial y empeorando en el camino los desbalances globales. No fue sino hasta poco antes de la crisis financiera del 2007-2008 que el precio de las casas empezó a declinar en Estados Unidos, lo cual disparó un proceso de ajuste de cuenta corriente en dicho país y aminoró la magnitud de los desbalances.

Otro factor que deprimió la tasa de interés –y por lo tanto agravó el problema de los desbalances- fue la política monetaria de metas de inflación utilizada en diversos países. Bajo este régimen, la tasa de interés de corto plazo es usada como objetivo de política monetaria por parte de los Bancos Centrales. Después del colapso de la burbuja de Internet, la Reserva Federal (FED) y otros bancos centrales del mundo bajaron sus tasas de interés de referencia numerosas veces para que la economía no se desacelerara. Hacia junio del 2003 la tasa de interés de corto plazo llegó a un mínimo de uno por ciento. Debido a la condición del dólar como moneda de reserva internacional, esta política monetaria tuvo efectos de gran magnitud en todo el mundo, deprimiendo el ahorro interno de estos países en favor del financiamiento externo.

Es importante notar que, como se observa en el Gráfico 2, en los últimos años se ha dado un reconfiguración de los desbalances globales como consecuencia de la crisis mundial. Sin embargo, el nivel actual de los desbalances globales sigue

siendo un problema que atenta contra la estabilidad global ya que los superávits externos de China siguen siendo muy altos. Esto hace que la tasa de interés global se mantenga en niveles muy bajos, creando las condiciones para la posible generación de burbujas. Menores superávits externos de los países emergentes le facilitarían a Estados Unidos reducir su déficit, sin embargo, esto requeriría una apreciación real de las monedas de estas economías (o una depreciación real del dólar).

En síntesis, la magnitud de los desbalances globales refleja la fragilidad subyacente en el sistema monetario global. Para lidiar con tal inconsistencia se necesitan grandes reformas en los sistemas regulatorios nacionales. Tal como plantea Bini Smaghi's (2008): "*Los desbalances externos son a menudo un reflejo, y hasta una predicción, de los desbalances internos. La política económica (...) no debería ignorarlos, y asumir que se regularán solos*". Es por esto que indefectiblemente debe haber cambios en el sistema monetario internacional con el fin de mitigar los desbalances globales en el futuro (Mc Kinnon, 2008).

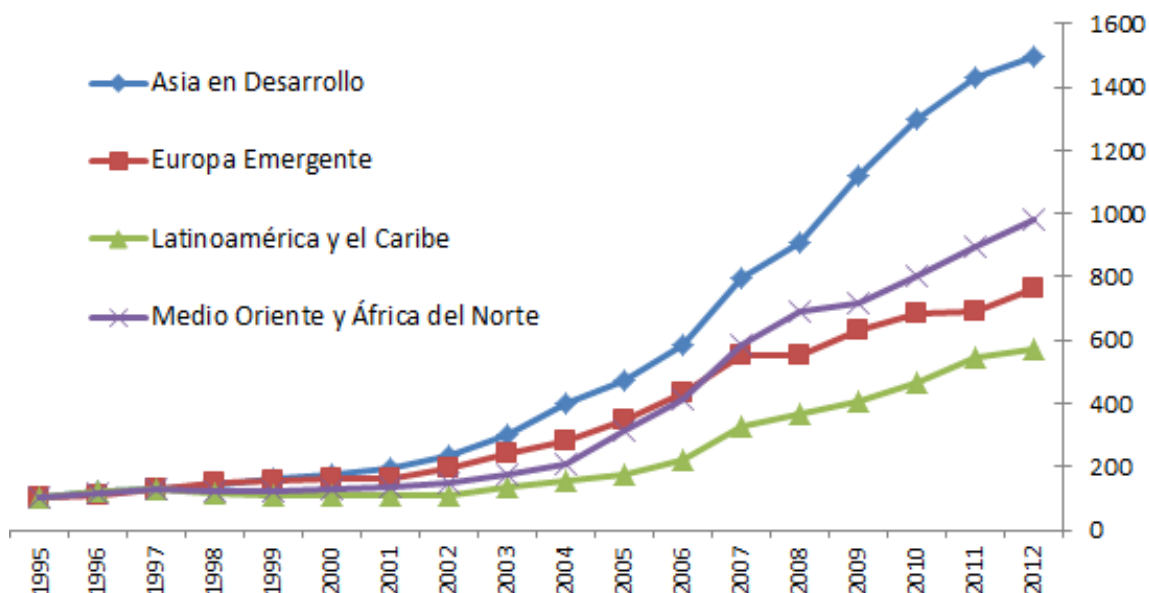
### **II.3 La acumulación de reservas internacionales**

Otra de las consecuencias de los superávits de cuenta corriente de los países emergentes que con mayor claridad refleja la importancia adquirida por éstos en la última década ha sido, sin duda, la agresiva política de acumulación de reservas que han llevado a cabo.

En efecto, como se nota en el Gráfico 3, los países emergentes mantienen tasas de acumulación de reservas que se incrementan notablemente hasta la actualidad. Adicionalmente, podemos ver que la acumulación de reservas de los países asiáticos es la que presenta mayores tasas de crecimiento dentro del grupo de las economías emergentes.

Gráfico 3. Evolución de las Reservas Internacionales en distintas regiones emergentes. Periodo 1995-2012.

(Índice. 1995 = 100).



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Ahora bien, cabe preguntarse qué se encuentra específicamente detrás de dicha estrategia de acumulación, es decir ¿por qué los países acumulan reservas? Y sobre todo ¿qué ha hecho que la tasa de acumulación de los países emergentes se acelere en los últimos años con respecto a la de las economías desarrolladas? Para dar respuesta a estos interrogantes debemos analizar tanto factores de oferta como de demanda. Cuando hablamos de factores de oferta hacemos referencia a la generación de liquidez global asociada al régimen monetario internacional y al rol que concomitantemente han jugado los desequilibrios globales en tal generación. Por otro lado, cuando nos referimos a factores de demanda ponemos la atención en motivos transaccionales, precautorios y aquellos que están relacionados con el respaldo del régimen cambiario específico elegido en cada país. En suma, se trata de dilucidar si la acumulación se debe a una decisión de “demanda individual” o bien si está determinada por lo que ocurre con la “oferta global de liquidez”; o, lo que en principio parece más razonable, se debe a una complementariedad de ambas razones (Bastourre, Carrera, Ibarlucia y Redrado, 2006).

Al referirnos a la generación de liquidez global, debemos dar cuenta brevemente de la relación que se ha entablado entre el líder monetario, oferente de servicios de liquidez, y el resto de los países demandantes a lo largo del tiempo. Se pueden identificar tres periodos con características distintivas: i) Bretton Woods o patrón dólar fijo (1948-1973), ii) Patrón dólar flotante (1974-1998), iii) Desequilibrios globales (1999-actualidad).

El primer periodo se caracterizó por un régimen mundial de tipos de cambio fijos entre las monedas de los distintos países con el dólar estadounidense y una paridad fija de esta última con el oro. Las reservas constituían un activo que cumplía las veces de amortiguador frente a shocks externos, que venían sobre todo por el lado de la cuenta corriente en un marco mundial de baja movilidad de capitales y controles cambiarios. Adicionalmente, durante este periodo, la creciente necesidad de divisas para financiar la expansión del comercio mundial requería la generación constante de déficits de cuenta corriente por parte de Estados Unidos. Tal situación llevó a que ya en 1973 las presiones sobre la moneda norteamericana se hicieran insostenibles, produciéndose finalmente el abandono del patrón de convertibilidad fija entre el oro y el dólar.

Con la posterior implantación de un régimen de dólar flotante, cabía esperar en términos teóricos que los distintos países disminuyesen la acumulación de reservas internacionales. Es decir, la adopción de tipos de cambio flotantes sería una herramienta suficiente para amortiguar los impactos de los shocks externos, volviendo de esta forma superflua la necesidad de contar con elevados stocks de reservas internacionales. Sin embargo, lejos de disminuir, la tasa de acumulación de reservas se incrementó a partir de 1973 y durante el periodo de los desbalances globales se ha acelerado notablemente, en su mayor parte en las economías emergentes luego de las crisis asiáticas. En este sentido Calvo y Reinhart (2002) sostienen que este grupo de países evidencian un fenómeno denominado como “miedo a flotar”, según el cual aun cuando *de jure* declaran regímenes flexibles de tipo de cambio, en los hechos intervienen habitualmente en los mercados cambiarios. De este modo se presenta una mayor intervención

en el mercado cambiario bajo los regímenes flexibles que en los casos de regímenes fijos.

¿Cómo se explica esta paradoja? La literatura en este sentido ha ensayado distintas respuestas: Frenkel (1983) sostiene que bajo el régimen de Bretton Woods los países no implementaron fijaciones estrictamente puras sino que más bien siguieron arreglos con características de “paridades ajustables”, en tanto que en la etapa posterior tampoco implementaron flotaciones perfectas sino que llevaron a cabo “flotaciones administradas”. Es decir que previamente los regímenes cambiarios no eran tan fijos ni en la actualidad son tan flexibles, por lo que desde este punto de vista no se habría producido ningún cambio estructural en el sistema monetario internacional.

Por otro lado, Grimes (1993) argumenta que aún bajo un régimen de flotación pura existe la probabilidad que un banco central decida volver a un tipo de cambio fijo o a uno de flotación administrada. La lógica detrás es que si existe incertidumbre para conseguir financiamiento externo, el paso de un régimen a otro (con la intervención en el mercado de cambios que eso implicaría) es solamente factible si se cuenta con un stock de reservas en el periodo presente. No obstante, el autor no logra dar cuenta de la aceleración en la acumulación de reservas que se verificó en la última década.

Pareciera entonces que debemos buscar la explicación de la paradoja en otros procesos que se desarrollaron en forma paralela a la flexibilidad cambiaria adoptada en el post- Bretton Woods. En este sentido, los desbalances globales constituyen un aspecto crucial en la comprensión del patrón de acumulación mundial de reservas.

Del análisis surge entonces que la forma de generar e inyectar liquidez en la economía mundial no se ha modificado en su esencia con el abandono de Bretton Woods, es decir, se sigue necesitando que el país que cuenta con la moneda usada casi exclusivamente en las transacciones comerciales y financieras transnacionales (Estados Unidos con el dólar), opere con déficits de cuenta corriente con el objeto de financiar la expansión del comercio mundial. Dicha

situación explica el funcionamiento del régimen monetario internacional de la actualidad, asociado a la presencia de los desbalances globales vistos en la sección anterior. Sin embargo, la continuidad de este patrón de complementariedad internacional resulta paradójica: los países emergentes han acumulado reservas para intentar salvaguardarse de un eventual ajuste global de los desbalances que afectaría la inversión externa, la producción y el comercio mundial, pero indudablemente tal acumulación precautoria genera por sí misma cada vez más presiones conducentes al desequilibrio del sistema.

Por otra parte, enfocando el estudio por el lado de la demanda de reservas debemos mencionar que las respuestas teóricas han cambiado a lo largo del tiempo, de acuerdo al contexto internacional imperante en los distintos periodos históricos antes mencionados. Así podemos distinguir en principio entre una visión tradicional y una visión moderna. El desarrollo de la primera de las posturas debe enmarcarse dentro de las décadas en que perduró el régimen de Bretton Woods, cuando la movilidad de capitales era relativamente baja, y por consiguiente el acento para la posesión de reservas estaba puesto en su mayor parte en la variabilidad de la cuenta corriente y en los motivos transaccionales derivados del crecimiento del comercio mundial. Como señalan Bastourre et al. (2006), en esos años, frente a un problema de ajuste externo (déficit de cuenta corriente), los países tenían básicamente 3 opciones: i) financiarlo con reservas; ii) llevar a cabo políticas de redirección del gasto (aumento del tipo de cambio, tarifas, etc.) o iii) reducir de algún modo la absorción interna. Como queda patente, la elección de la primera alternativa es la que minimiza los costos de empleo, producción y cambios de precios relativos. Así, las reservas permiten enfrentar un problema externo sin descuidar por eso la consecución de los objetivos internos. A la vez, si el shock se revela como permanente, las reservas posibilitan al país el alargamiento de plazos necesario para llevar a cabo el ajuste pertinente.

Ahora bien, con el abandono del régimen Bretton Woods y la adopción de tipos de cambio flotantes constituidos como amortiguadores de los shocks de balance de pagos, el papel de las reservas quedó relegado a un segundo plano en el estudio

académico. Sin embargo, producto de los problemas financieros asociados a liberalización de la cuenta capital y especialmente luego de las crisis asiáticas, la visión académica moderna centró el estudio por la demanda de reservas en nuevos aspectos. Así, la volatilidad, el contagio financiero y sobre todo las interrupciones repentinas del financiamiento externo (Calvo, 1998; 2002) se vislumbraron como los fundamentos para la acumulación de reservas.

En este sentido la literatura nos brinda un principio de justificación de por qué son los países emergentes los que más acumulan reservas durante esta etapa. En efecto, este grupo de países (a diferencia de las economías avanzadas) son los que no tienen garantizado permanentemente el acceso al crédito internacional, por lo que les resulta de primordial importancia contar con stocks de activos externos que hagan las veces de amortiguador frente a cambios repentinos en las condiciones externas (Aizenman y Marion, 2003).

En esta línea Bastourre et al (2006) señalan que existen principalmente tres canales por los que las reservas cumplen su actual función precautoria: i) como reaseguro frente a interrupciones repentinas del crédito internacional; ii) como herramienta para prevenir crisis financieras; y iii) como factor que reduce el diferencial de tasas y el riesgo de default.

Con respecto al primer canal, Jeanne y Ranciére (2005) formalizan la idea de que recurrir a las reservas le permite a un país suavizar los ajustes internos de absorción y producción que provocan los *sudden stops* y al mismo tiempo permiten disminuir la probabilidad de enfrentar crisis en el futuro. A su vez, Rodrik (2006) sostiene que luego de las crisis asiáticas los países emergentes ya no pueden confiar más en los organismos multilaterales de crédito o en una posible reforma de la AFI y que por lo tanto su mejor opción es contar con abultados stocks de activos externos que les permitan estar mejor preparados para afrontar los posibles ataques especulativos contra sus monedas. Como veremos en la sección III, ya han habido varios progresos en esta área.

En relación a la función preventiva de las crisis financieras, Distayt (2001) introduce la demanda de reservas dentro de la lógica de los modelos crisis de



segunda generación. En ese sentido, las reservas funcionarían como elemento disuasorio de los ataques especulativos cuando los fundamentales de la economía se encuentran en la zona de equilibrio intermedio característica de estos modelos.

Al respecto del último canal mencionado, Ben-Bassat y Gottlieb (1992) resaltan la relación entre los costos de default de deuda pasados y la demanda de liquidez internacional. El argumento es que aquellos países que incurrieron en default de deuda deberían tener más reservas para compensar los perjuicios financieros asociados al pasado. Aguirre, López, Naudon y Soto (2004) invierten la causalidad y sostienen que las reservas son una variable que las calificadoras internacionales sopesan en el momento de evaluar la deuda soberana de un país, por lo que en este sentido, más acumulación significaría entonces menor riesgo.

Sobre este punto Turner y Moreno (2004) plantean que la acción de las calificadoras provoca una especie de “batalla por las reservas”, en la que los países se logran revelar como solventes para el mercado financiero sólo si tienen igual o más volúmenes de reservas que aquellos países de similares características. Es decir, que vendría a operar entre los estados un “efecto de imitación” sobre la acumulación de reservas.

En línea con todos estos factores mencionados, empíricamente se observa una especie de relación de “U” invertida o curva de Kuznets entre nivel de desarrollo y acumulación de reservas. Por un lado, se verifica que los países de ingreso bajo son más cerrados tanto en el plano comercial como en el plano financiero, por lo que no necesitan contar con reservas con motivos precautorios. Por otro lado los países más avanzados tienen economías más abiertas, no sufren restricciones de liquidez en el mercado internacional de crédito, poseen mayor profundidad financiera interna y regímenes de flexibilidad cambiaria más sólidos. Todas estas características le restan importancia a la necesidad de contar con grandes stocks de activos externos que cumplan las veces de amortiguador, ya que estas economías pueden enfrentar los shocks adversos combinando en distinta medida la flexibilidad cambiaria con los préstamos internacionales. En el medio, tenemos

que los países emergentes encuentran limitado su acceso al mercado internacional de capitales y sufren shocks de grandes dimensiones que no alcanzan a absorber recurriendo a la flexibilidad cambiaria. De este modo, para este último grupo de países, contar con reservas se constituye como la principal herramienta para enfrentar los riesgos asociados a la liberalización de la cuenta capital.

En este sentido debemos mencionar, adelantando algunas de las conclusiones del trabajo, que recurrir a la acumulación de reservas con el fin de asegurarse ante posibles shocks externos adversos constituye una solución de segundo mejor. Sin duda, una solución superior la brindaría un organismo internacional que administrara un gran conjunto de activos de liquidez internacional explotando al máximo las economías de escala en la diversificación del riesgo. Sin embargo, como muestra la experiencia reciente, los organismos multilaterales se han revelado incapaces de llevar a cabo tal empresa y en este sentido cobra importancia el nuevo rol tomada por los países emergentes en la reforma de la arquitectura financiera internacional.

### **III. Los países emergentes y la gobernanza global**

Los cambios abruptos en el sistema económico internacional requieren la adaptación e innovación del sistema de gobernanza global, es decir, del manejo colectivo y global de problemas comunes. En los últimos años han habido dos tendencias conducentes al cambio. En primer lugar, se evidencia una mayor interdependencia a nivel global, lo cual genera un conjunto de desafíos conectados entre sí. Como vimos, el impulso de los países emergentes alteró los patrones de comercio e inversión y contribuyó a un mayor crecimiento global, pero a la vez agravó los desbalances entre los países superavitarios y deficitarios y generalizó el fenómeno de acumulación de reservas en los países emergentes. Más aún, esta interdependencia traspasa la dimensión económica y abarca temas tales como la energía, el medio ambiente y la gestión de los recursos comunes. En pocas palabras, una de las características fundamentales de este patrón de

inserción internacional es la existencia de riesgos transnacionales interconectados que se pueden propagar de manera sistémica.

En segundo lugar, hubo un rebalanceo en las relaciones de poder desde los países avanzados hacia los países emergentes, debido en gran parte a los resultados económicos visto en la segunda sección. De la configuración resultante surge un sistema heterogéneo, en donde los viejos centros de poder poseen prioridades y miradas del mundo distintas a las de los países emergentes, por lo que las instituciones y reglas del juego impuestas hegemónicamente por los primeros empiezan a ser cuestionadas. Este nuevo sistema económico posee la característica de tornarse multipolar, prueba de que los países emergentes están adquiriendo mayor protagonismo en la toma de decisiones a nivel global (Grevi, 2010).

La conjunción de estas dos tendencias a escala global desencadenó la transición hacia una nueva configuración en las instituciones del sistema económico internacional. En este sentido, la gobernanza global ha entrado en una etapa de adaptación a la creciente influencia de los países emergentes. Ahora bien, es sumamente difícil lograr acuerdos respecto a cómo deben funcionar los mecanismos de cooperación internacional. La crisis económica internacional impactó de manera diferenciada entre los países avanzados y emergentes, haciendo que ambos grupos se presenten con distintas prioridades en la mesa de discusión.

Por un lado, los países avanzados sufrieron grandes colapsos de sus sistemas bancarios y financieros, por lo que han concentrado sus esfuerzos en el fortalecimiento de la regulación y la supervisión en las finanzas. En cambio, los países emergentes fueron afectados fundamentalmente por la abrupta caída del comercio, consecuencia tanto de la expansión de las medidas comerciales proteccionistas (Tussie, 2010) como de la retracción de los flujos de capital hacia las economías avanzadas –fenómeno conocido como “*flight to quality*”-, por lo que sus esfuerzos se han concentrado en evitar que se sigan expandiendo las medidas restrictivas del comercio y en conseguir que las instituciones financieras

internacionales extiendan su asistencia crediticia, compensando de este modo la fuga de capitales.

De esta forma se vislumbran claros límites a las negociaciones multilaterales. Lo más probable es que los cambios en la gobernanza global se produzcan de manera lenta y gradual, mientras que la necesidad de una gestión eficaz de los problemas globales es más alta que nunca debido a que los desafíos centrales están interconectados sistémicamente.

### **III.1 El G20: trazando el camino**

El grupo de los 20 (G20), autodefinido en la cumbre de Pittsburg del 2009 como “*el principal foro para la cooperación económica internacional en los asuntos más importantes de la agenda económica y financiera global*”, es una de las diversas instituciones internacionales que surgieron de manera relativamente reciente para liderar la toma de decisiones a nivel global. Su tarea no es competir con las organizaciones multilaterales existentes ni reemplazar a los cuerpos informales y plurilaterales que han emergido en los últimos años, sino cooperar con dichas instituciones para gobernar un mundo complejo, incierto e interconectado. En este sentido, los objetivos del G20 son coordinar las políticas entre sus miembros con el fin de lograr crecimiento sustentable y estabilidad económica a nivel global; promover regulaciones financieras que reduzcan los riesgos y prevengan futuras crisis financieras y modernizar la AFI (Kirton, 2010).

A diferencia de otras instituciones globales como el G7 en donde sólo tienen voz las economías avanzadas, habiéndola usado para imponer reglas en su propio beneficio (resultado conocido en la literatura como “*unlevel playing field*”), el G20 incorpora la ventaja de tener mayor representatividad, diversidad y poder concertado; con la legitimidad y efectividad a estos asociadas. Es por ello que el G20 está compuesto tanto por economías desarrolladas como por economías

emergentes<sup>2</sup>. De acuerdo a datos del Banco Mundial, los países que componen el G20 representan el 90% del PIB mundial, el 80% del comercio internacional, el 84% de las emisiones de combustibles fósiles y aglomeran a dos tercios de la población global.

El G20 es una creación y extensión del G7, habiendo sido formalmente establecido por los ministros de finanzas de ese grupo en la cumbre de 1999. Ambos siguieron una trayectoria similar, empezando a nivel de ministros de finanzas para pasar después a nivel de jefatura de Estado en respuesta a la crisis mundial. A su vez, ambos también aceptan nuevos participantes; en el caso de la cumbre San Petersburgo del presente año, el G20 invitó a seis países y ocho organizaciones internacionales con el fin de incrementar la representatividad global del foro.

Estos dos foros se han dividido de manera explícita el universo de políticas, con el G20 enfocándose en las finanzas y la economía y el G7 en la seguridad, el desarrollo y las problemáticas sociales. Sin embargo, las agendas de los dos se han superpuesto en varias áreas, entre ellas comercio internacional, protección social, cambio climático, protección del medio ambiente, corrupción y coordinación de políticas macroeconómicas. En estos casos ambos cuerpos se han reforzado mutuamente en lugar de competir por el control o buscar gobernar de maneras distintas. A la vez, el G20 por ser un foro ya establecido y con bastante representatividad de los países más importantes a nivel mundial, se vio favorecido en la elección como ámbito de discusión de las resoluciones que se debían tomar con urgencia para lidiar con la crisis global.

Por otro lado, el G20 también ha establecido una importante relación de trabajo con un amplio número de organismos multilaterales de diverso espectro, especialmente con las instituciones que conforman la AFI. En esta línea, el G20 ha incluido al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al Banco Mundial entre sus

---

<sup>2</sup> El listado de países miembros del G20 es: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica, Turquía y la Unión Europea. A este grupo se le suma España y varios organismos multilaterales como invitados permanentes.

miembros principales. La relación específica de trabajo entre el G20 y estas instituciones ha tomado diversas formas, entre ellas asesoramiento técnico por parte de los organismos multilaterales y su apoyo para implementar los compromisos asumidos en el foro.

Si bien uno de los avances más importantes del debate internacional ha sido el reconocimiento de que la crisis financiera internacional estuvo claramente asociada con una supervisión inadecuada de las actividades financieras, el G20 ha tenido grandes dificultades para reformar las instituciones de la AFI. Entre las principales debilidades de la AFI, Griffith-Jones y Ocampo (2010) destacan en primer lugar la falta de regulación de los mercados financieros y de capital en todos los países así como de las operaciones transfronterizas, de forma tal de evitar la excesiva acumulación de riesgo debido al efecto desestabilizante que tiene la prociclicidad de los flujos de capital sobre el sistema financiero global. Es claro que la regulación de la cuenta de capital puede tener un rol importante sobre la estabilidad financiera tanto como las regulaciones macro-prudenciales. Estas últimas deben abordar aspectos relacionados a la globalización de los flujos, como el problema de "*descalce cambiario*" en los portfolios.

En segundo lugar, otro de las debilidades de la AFI está asociado a las respuestas históricamente ineficientes del FMI ante las crisis internacionales, imponiendo niveles de condicionalidad muy altos al financiamiento de emergencia que terminaron perjudicando a los países receptores de dichos créditos. Además de brindar financiamiento contracíclico sujeto a condicionalidades bajas o razonables, el rol del FMI en las crisis debe ser el de asegurar la liquidez, complementando así la función de los bancos centrales, los cuales actúan como prestamistas de última instancia a nivel nacional.

Otro problema central de la AFI es la ausencia de un mecanismo efectivo para manejar los problemas las crisis de deuda y sobreendeudamiento a nivel internacional, de manera similar a los procedimientos de bancarrota que existen en todas las legislaciones a nivel nacional.

Por otro lado, hay una falta de coordinación global de las políticas macroeconómicas de los distintos países que garantice la consistencia entre las políticas económicas tomadas a nivel nacional con la estabilidad de la economía mundial, evitando así que las políticas macroeconómicas nacionales tengan efectos adversos para otros países.

Finalmente, el sistema monetario internacional tiene numerosas deficiencias que se han profundizado con el paso de los años, entre ellas su sesgo en contra de los países deficitarios, lo cual genera efectos recesivos durante las crisis; la inestabilidad y dependencia de la política macroeconómica de Estados Unidos, creada por el uso del dólar americano como la divisa más importante a nivel mundial y las inequidades asociadas con la transferencia de recursos de los países subdesarrollados a los países más avanzados, derivada de la mayor demanda de reservas internacionales como vimos en la sección II.3. De aquí la gran importancia de garantizar un sistema monetario internacional menos “anárquico”, que contribuya a la estabilidad de la economía internacional y que sea percibido como justo por todas las partes (Carrera, 2009).

A esto se le suma la falta de eficacia por parte del FMI. Esto es en parte debido a que los países en vías de desarrollo no tienen representación en dicho órgano, en el que no logran expresar sus intereses y prioridades. Como resultado se llega a un equilibrio sub-óptimo en el que, por un lado el FMI no implementa programas e instrumentos que se dirijan a resolver los problemas los países en vías de desarrollo, y por otro, que estos no tienen incentivos suficientes para involucrarse en las deliberaciones y en las decisiones tomadas por parte de una institución de la cual son marginados. Adicionalmente, la efectividad de las medidas tomadas de forma global es muchas veces limitada ya que los países desarrollados tienden a incumplir los compromisos asumidos previamente en los acuerdos.

Con respecto a estas cuestiones, el principal logro del G20 fue la creación de un nuevo organismo, el Consejo de Estabilidad Financiera (FBS, por sus siglas en inglés), sucesor del Foro de Estabilidad Financiera (FBF, por sus siglas en inglés). El FBS tiene un rol clave en la nueva AFI dado que sus responsabilidades son,

entre otras, las de coordinar a los distintos órganos de emisión de estándares y normas de regulación prudencial bancaria, elaborar informes de alerta temprana, intercambiar información entre los supervisores y controlar a los grandes bancos transnacionales. La incorporación de los países emergentes al FSB es uno de los avances más importantes logrados por el G20 en el rediseño de la AFI. Complementariamente, estos también han sido incorporados en bloque al Comité de Basilea, organismo encargado de proponer las regulaciones para los bancos.

Por otro lado, el G20 tuvo avances significativos en obtener nuevos recursos tanto para el FMI como el Banco Mundial y flexibilizar el acceso a sus líneas crediticias de forma tal que dichas instituciones brinden financiamiento de emergencia con condicionalidades menos exigentes. Sin duda, la expansión de los fondos prestables tras la crisis responde al reconocimiento de la existencia de una clara asimetría financiera entre los países avanzados y los emergentes, ya que los últimos tienen una menor capacidad de respuesta fiscal y monetaria ante una retracción en los flujos de capitales privados.

Asimismo, el G20 también ha participado en varias reformas de la estructura de gobierno de las instituciones de Bretton Woods, es decir, en la revisión de las reglas que determinan la voz y el voto dentro de estos organismos. Los principales cambios han sido una revisión de los porcentajes de votos que con los que cuenta cada país, de modo de reflejar el mayor peso de los emergentes en la economía mundial tanto en los niveles de producción como en los flujos comerciales y financieros. También se generaron acuerdos en pos de que las autoridades máximas de estos organismos sean elegidas en base al mérito y que el nombramiento sea más competitivo, aunque hasta ahora no han habido cambios en concordancia con este nuevo principio.

Si bien el G20 ha logrado avances significativos en los últimos años, aún queda mucho por hacer. No se ha discutido con la profundidad requerida cuál es el sistema monetario internacional más adecuado, cuáles son las causas y eventuales correcciones de los desbalances globales, ni se ha avanzado en tratar la necesidad de un consejo de coordinación económica a nivel mundial encargado



de coordinar las diversas políticas económicas, solucionar las deficiencias institucionales, proveer liquidez global y funcionar como prestamista de última instancia.

Hay numerosas propuestas para abordar estos problemas. Entre las que gozan de mayor consenso se destaca la que postula una expansión de los derechos especiales de giro del FMI, con el fin de que sirvan como instrumento de financiamiento a los países con dificultades financieras transitorias y que, a la vez, se vayan constituyendo gradualmente como el mayor activo de reserva global, reemplazando al dólar estadounidense.

De manera similar, es importante establecer reglas automáticas para acelerar la capitalización de las instituciones financieras internacionales. Tal procedimiento, si se establece, incorporaría una disponibilidad adicional de fondos que serviría para contrarrestar prociclicidad de los patrones de financiamiento privado.

Por otro lado, también es necesario el diseño de un mecanismo internacional explícito de resolución de deuda, tomando en cuenta los problemas enfrentados por algunos países europeos en la actualidad. En todos los casos, las reformas deben proceder con el foco puesto en cómo el G20 puede fortalecer los valores democráticos que han estado en su núcleo desde sus orígenes y en tomar en cuenta la creciente diversidad de modelos de desarrollo, lo que indudablemente requerirá nuevas formas de colaboración y cooperación.

El G20 también deberá hacer una transición de manejo de la crisis hacia objetivos de mediano plazo a medida que el mundo se recupera de la crisis económica mundial. Se deben considerar políticas para el desarrollo basadas en las necesidades de los países menos desarrollados que complementen a los principales proyectos mundiales ya en marcha -como los Objetivos de desarrollo del milenio de las Naciones Unidas (Schulz, 2010)-. Esta es la forma más efectiva de ayudar a los países a alcanzar y mantener el desarrollo económico y social.

### **III.2 Del G20 al G192: hacia una democracia global**

Es indudable que el G20 constituye un logro muy significativo en pos de una mayor representatividad y participación de las economías que históricamente habían sido relegadas de la gobernanza global. Pero tal avance también creó problemas debido a la naturaleza ad hoc de los mecanismos de cooperación y, sobre todo, de inclusión adoptados, que implicaron no tener en cuenta a algunos países significativos y derivaron en la sobrerrepresentación de Europa. Tal es así que los mayores consumidores de los servicios de las instituciones de Bretton Woods son aquellos países que han quedado excluidos del G20. La exclusión refleja la preferencia de los países avanzados por este tipo de foros sobre los cuales pueden ejercer mayor influencia.

En este sentido existe un claro desafío en términos de superar la tensión entre la representatividad y la legitimidad asociada por un lado, y las estructuras de poder existentes por el otro. Si bien se puede pensar que existe una *trade-off* entre inclusión y efectividad, esta disyuntiva es falaz pues las instituciones representativas pueden ser efectivas. El G20 puede jugar un importante rol en plantear nuevos temas en la agenda global y en facilitar el consenso entre las economías más importantes (siempre que las economías avanzadas abran su agenda al reclamo de las emergentes, y estas a su vez asuman sus nuevas responsabilidades), pero ninguna estructura de gobernanza puede generar legitimidad si el proceso de la toma de decisiones no es inclusivo.

Por esta razón, como dijo el ex Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan, en el plenario del Club de Madrid en Noviembre del 2009, el G20 debe ser visto como una transición momentánea hacia un mecanismo de cooperación económica internacional más representativa y por ende legítima. La nueva estructura de gobernanza global, si es que quiere ser efectiva, deberá estar basada indefectiblemente en instituciones representativas que logren reflejar el peso cambiante de los diversos países en la economía global.

#### **IV. Reflexiones finales**

A lo largo del trabajo hemos analizado el nuevo rol de los países emergentes sobre la economía internacional y sus instituciones. Sin embargo, la definición de este rol no debe tomarse como estática, sino más bien dinámica. El mundo enfrenta un conjunto de nuevos desafíos a raíz de la crisis, incluyendo la incertidumbre acerca de la trayectoria futura de la economía global, la evolución adversa de los problemas de la deuda soberana en Europa, y el resurgimiento de la amplitud en los desbalances globales. La literatura económica ha demostrado que las respuestas cooperativas son pareto-superiores con respecto a los equilibrios competitivos cuando se debe lidiar con situaciones asimétricas (Carrera, 1995).

En este sentido, el G20 es un ejemplo prominente de los esfuerzos por ajustar los marcos cooperativos existentes y adaptarlos a un nuevo contexto global. La creación de este grupo fue un avance significativo comparado con el G7, particularmente en términos de la representación de las economías emergentes y en desarrollo. Pero aún quedan varios desafíos pendientes: el diseño de un sistema monetario internacional más adecuado, que lidie con el problema de los desbalances globales; las múltiples debilidades de la AFI; la creación de un consejo de coordinación económica a nivel mundial encargado de compatibilizar las diversas políticas económicas y el desafío de incorporar un mayor número de países a la democracia global sin que esta pierda efectividad. El debate sobre estos temas está abierto, y su comprensión resulta esencial para entender la relación entre los países emergentes y el nuevo régimen económico-institucional global.

Como vimos, los países emergentes en la última década han sido los dinamizadores de la economía internacional y sus instituciones, sin embargo, todavía queda una pregunta por responder: ¿van a seguir jugando bajo las reglas de los países avanzados o definitivamente van a patear el tablero?

## Referencias

**Aizenman, J. y N. Marion (2003)**, "The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going on?", *Journal of the Japanese and International Economics*, Vol. 17 (Sep., 2003), 370-400.

**Aguirre, A., López, E., Naudon, A. y Soto, C. (2004)**, "Acerca del Nivel Adecuado de las Reservas Internacionales", Documento de Trabajo del Banco Central de Chile No. 267.

**Bastourre, D., Carrera, J., Ibarlucia, J. y Redrado, M. (2006)**, "The Economic Policy of Foreign Reserve Accumulation: New International Evidence", BCRA Working Paper Series 200614, Central Bank of Argentina.

**Ben-Bassat, A. y Gottlieb, D. (1992)**, "Optimal International Reserves and Sovereign Risk", *Journal of International Economics*, Vol. 33 (Nov., 1992).

**Bernanke, B. (2005)**, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.

**Bini Smaghi, L. (2008)**, "The Financial Crisis and Global Imbalances – Two sides of the Same Coin". Speech at the Asia Europe Economic Forum conference "The Global Financial Crisis: Policy Choices in Asia and Europe", Beijing, December 9.

**Calvo, G. (1998)**, "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops." *Journal of Applied Economics*, vol. I (1), pp. 35-54.

**Calvo, G. (2001)**, "Economic Policy in Stormy Waters: Financial Vulnerability in Emerging Economies" *Journal of Applied Economics* IV, 1: 1-25.

**Calvo, G. y Reinhart, C. (2002)**, "Fear Of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, 2002, v107 (2, May), 37-9408.

**Carrera, J. (1995)**, "Efectos precio y comercio en un área monetaria asimétrica," MPRA Paper 7844, University Library of Munich, Germany.

**Carrera, J. (2009)**, "The G20, the Crisis and the Redesign of the International Financial Architecture," *Ensayos Económicos*, Central Bank of Argentina.

**Distayat, P. (2001)**, "Currency Crises and Foreign Reserves: a Simple Model", IMF Working Paper 01/118.

**Frenkel, J. A. (1983)**, "International Liquidity and Monetary Control", n G. M. von Furstenberg (ed.), International Money and Credit: The Policy Roles, International Monetary Fund, Washington, D.C.

**Grevi, G. (2010)**, "The G20: Panacea or window-dressing?" Policy brief.

**Griffith-Jones, S. y Ocampo, J.A. (2010)**, "The G20 and global financial governance". Policy brief. Sept 2010.

**Grimes, A. (1993)**, "International Reserve under Floating Exchange Rates: Two Paradoxes Explained", The Economic Record, Vol. 69 (Dic., 1993), 411-415.

**Jeanne, O. y R. Ranciére (2005)**, "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", 10th Annual Meeting of Latin American and Caribbean Economic Association, Paris, Oct., 2005.

**Kirton, J. (2010)**, "The G20 and broader multilateral reform". Policy brief.

**McKinnon, R. (2008)**, "A New BrettonWoods?", mimeo, Universidad de Standford.

**Obstfeld, M. y Rogoff, K., (2009)**, "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes," CEPR Discussion Papers 7606.

**Rodrik, D. (2006)**, "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", NBER Working Paper No. 11952 (Ene, 2006).

**Schulz, N.S. (2010)**, "The G20 and the global governance of development". Policy brief. Sept 2010.

**Turner, P y Moreno, R. (2004)**, "The Adequacy of Foreign Exchange Reserves and Balance Sheet Considerations" Trabajo Preparado para el BIS/BCB Workshop on Financial Risk Management in Central Banks, Nov., 2004.

**Tussie, D. (2010)**, "The G20 and the multilateral trade impasse". Policy brief.

Tabla 1. Evolución de diversos indicadores económicos en los países desarrollados y emergentes (según clasificación del FMI) y países seleccionados. Período 1980-2012.

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	80's	90's	80's	90's	80's	90's	80's	90's
<b>Países desarrollados</b>	<b>2.64</b>	<b>2.69</b>	<b>2.13</b>	<b>2.01</b>	<b>59.56</b>	<b>58.50</b>	<b>54.80</b>	<b>51.20</b>
Alemania	2.26	1.91	2.10	1.58	5.83	5.52	9.13	8.40
Estados Unidos	2.93	3.23	1.96	1.99	22.19	22.60	12.73	13.85
Japón	4.48	1.07	3.87	0.80	8.45	8.47	6.87	4.89
Reino Unido	2.07	2.79	1.91	2.49	3.79	3.56	6.89	5.92
<b>Países emergentes</b>	<b>2.89</b>	<b>3.36</b>	<b>0.87</b>	<b>1.92</b>	<b>27.89</b>	<b>30.23</b>	<b>26.15</b>	<b>32.82</b>
Brasil	2.32	2.45	0.21	0.90	3.23	2.98	0.96	0.82
China	9.21	10.25	7.65	9.12	2.77	5.73	0.89	2.49
India	5.68	5.52	3.39	3.63	2.63	3.43	0.36	0.66
Sudáfrica	2.00	1.92	-0.45	-0.31	0.86	0.72	0.83	0.54
					<b>50.75</b>	<b>43.91</b>		

(1) Crecimiento del Producto Bruto Interno a paridad de poder adquisitivo y precios constantes.

(2) Crecimiento del Producto Bruto Interno per cápita a paridad de poder adquisitivo y precios constantes.

(3) Participación en el Producto Bruto Interno Mundial a paridad de poder adquisitivo y precios constantes.

(4) Comercio, medido como exportaciones más importaciones, como porcentaje del Producto Bruto Interno Mundial.

Los 80's se refiere al período 1980-1990, los 90's al período 1991-2001 y los 2000's al período 2002-2012.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Fondo Monetario Internacional.