



XIV JORNADAS DE ECONOMÍA CRÍTICA

Perspectivas económicas alternativas

Valladolid, 4 y 5 de septiembre de 2014

El falso dilema de Triffin: Revisión teórica de la naturaleza bancaria del dinero y crítica práctica al debate de los Global Imbalances.

Juan Barredo Zuriarrain

Universidad del País Vasco y Universidad de Grenoble

EL FALSO DILEMA DE TRIFFIN: REVISIÓN TEÓRICA DE LA NATURALEZA BANCARIA DEL DINERO Y CRÍTICA PRÁCTICA AL DEBATE DE LOS *GLOBAL IMBALANCE*.

Juan Barredo Zuriarrain (Universidad del País Vasco y Universidad de Grenoble)
juan.barredo@gmail.com

Resumen

Una de las líneas de investigación que más se han desarrollado a raíz – o incluso antes – de la crisis económica actual, es la que incide en la importancia de los crecientes desequilibrios comerciales mundiales. Erróneamente, muchos han visto en este debate una actualización del dilema de Triffin.

En los últimos años, algunos trabajos acerca de la inestabilidad monetaria mundial han adoptado una posición crítica hacia el debate de los Desequilibrios Globales y han subrayado la importancia de los flujos brutos de capital. En este sentido, este trabajo contribuye a esta crítica señalando los límites de los enfoques centrados en los desequilibrios netos. Sin embargo, nuestro objetivo no es enfatizar las principales ventajas de este “nuevo” punto de vista. Al contrario, trataremos de probar que el análisis acerca de las consecuencias de los flujos brutos internacionales – y no las posiciones netas – ya se encontraba en el centro del dilema de Triffin así como de los debates acerca de la estabilidad del Sistema Monetario Internacional en los años 60 y 70.

Palabras clave: Global Imbalances; flujos brutos, déficit balanza de pagos, moneda bancaria

JEL: E12, F32

1. Introducción

Una de las más importantes líneas de investigación desarrolladas durante la crisis global contemporánea, e incluso anteriormente, es la referente a los crecientes desequilibrios comerciales entre países (en inglés, los Global Imbalances, en adelante GI). En este sentido, en estos últimos dos o tres años se ha multiplicado el número de trabajos acerca de los desequilibrios y asimetrías entre países europeos. Sin embargo, más allá de este periodo concreto, el debate sobre los desequilibrios se ha centrado especialmente en el caso de la relación de los Estados Unidos con algunos países asiáticos, y especialmente con China.

Con frecuencia se ha dicho que el déficit estadounidense se puede explicar por el mayor desarrollo y eficiente funcionamiento del liberalizado mercado financiero en el país así como por el gran dinamismo de su economía. Sin embargo, otras investigaciones recuerdan que, de acuerdo al dilema expuesto por Triffin hace medio siglo, el déficit estructural de este país es un rasgo inherente del sistema monetario que al mismo tiempo amenaza la estabilidad económica mundial. De acuerdo a esta versión extendida, por medio de los déficit corrientes los Estados Unidos (EE.UU) proporcionan liquidez a la economía global y al mismo tiempo evitan cualquier tensión deflacionista. Sin embargo, la misma emisión es al mismo tiempo una amenaza creciente para el dólar y para el sistema en general. Por lo tanto, según este enfoque, no parece haber una solución deseable al problema de los GI.

En este texto no ponemos en duda en absoluto el peligro que tales desequilibrios conllevan para el sistema monetario. Al contrario, los países afectados deberían comprometerse en medidas económicas coordinadas que redujeran tales desequilibrios sin comprometer los niveles de demanda agregada. Sin embargo, en las líneas que aquí presentamos trataremos de argumentar que tal fenómeno de déficit de los EE.UU no debe ser confundido con el auténtico dilema de Triffin. El déficit en la balanza de pagos del que hablaba Robert Triffin no es sinónimo que un déficit en la cuenta corriente. De hecho, en la época, los EE.UU tenían largos superávits comerciales. Tal déficit representaba más bien la imposibilidad de las autoridades monetarias públicas de mantener un valor estable del dólar dada la alta transferencia de activos denominados en dólares. Por lo tanto, si reducimos el dilema a un simple asunto de balanzas corrientes netas de signo negativo, estaremos olvidando la brillantez y alcance del análisis del economista belga y subestimando el potencial desestabilizador de la arquitectura monetaria mundial actual.

Tal simplificación extrema del dilema debe ser entendida como una consecuencia lógica de un tipo de razonamiento concreto del dinero internacional. De acuerdo a este punto de vista, se entiende el dinero como un activo casi físico, y por lo tanto se asume que el dinero del país superavitario se dirige al país deficitario a satisfacer la demanda existente. Por lo tanto, con un dinero que puede viajar entre fronteras, lo que importaría al final es el resultado neto entre las entradas y las salidas de capitales en cada país.

Sin embargo, recientes investigaciones han dejado en un lado los debates en torno a estos resultados netos y han comenzado a insistir en los serios peligros sobre el potencial desestabilizador de los flujos brutos entre países. De acuerdo a este nuevo enfoque, la liberalización financiera ha multiplicado las transferencias entre agentes tanto públicos como privados de diferentes países y, como resultado, las posiciones financieras exteriores de los países han aumentado considerablemente, así como los riesgos potenciales para la estabilidad económica.

Dicho esto, nuestro objetivo no es remarcar las principales ventajas de este “nuevo” punto de vista. Al contrario, nuestro objetivo es probar que el análisis de los flujos brutos y sus consecuencias ya se encontraban en la esencia del centro del dilema de Triffin. Para lograr esto, el texto estará dividido en cuatro secciones. Primero, examinaremos los principales argumentos del enfoque GI. En segundo lugar, haremos una breve presentación del sistema monetario nacional e internacional a partir de un enfoque que tenga en cuenta la naturaleza bancaria de la moneda. Tras esta breve aproximación teórica, podremos probar el paralelismo existente entre el presente debate acerca de los flujos brutos y las análisis de Triffin acerca de la inestabilidad monetaria en las décadas posteriores a la firma de Bretton Woods. En la última sección repasaremos cuáles son las conclusiones y posibles investigaciones futuras.

2. El debate de los Desequilibrios Globales: un resumen

La última crisis parece haber reducido o incluso revertido algunos de los más inquietantes déficit externos observados en ciertas economías nacionales. Por ejemplo, las economías nacionales de los países llamados “periféricos” de la Eurozona – Irlanda, España, Grecia y Portugal – han abandonado las balanzas exteriores negativas históricas de antes de la crisis y vuelto rápidamente a posiciones equilibradas. Un caso paradigmático ha sido el español: mientras en 2007 tenía el segundo déficit corriente más grande de la economía mundial – en dólares – desde 2013 el país ha conseguido encadenar varios registros superavitarios consecutivos.

Sin embargo, el fenómeno actual en la periferia Europea no debería ser tomado como un síntoma del final de los GI. Ante todo hay que recordar que la reducción de tales desequilibrios en estos países se explica principalmente a partir de los efectos observados en los niveles de consumo y de inversión así como de la devaluación interna que las políticas de ajuste estructural han provocado. Por otro lado, una atenta mirada a la estadística macroeconómica mundial certifica que, a excepción de los años más duros de la crisis presente, los desequilibrios corrientes en relación al PIB mundial no han disminuido. Por lo tanto, podemos afirmar que la evolución y consecuencias del GI serán todavía en los años que vienen uno de los principales debates económicos estos últimos años.

2.1. El dilema de Triffin en la literatura contemporánea

En estas últimas dos décadas, a medida que los GI aumentaban, numerosos estudios han tratado de encontrar una explicación no sólo a la tendencia a aumentar, sino también a concentrarse en unos pocos países, con especial atención a la relación entre los EE.UU y algunos países asiáticos o exportadores de petróleo. No obstante, las preocupaciones en torno a las tensiones en las balanzas corrientes no son exclusivas de la economía internacional contemporánea; éstas han acompañado a las discusiones teóricas y políticas desde los años 70 y 80. Se puede decir que desde entonces el centro del debate siempre ha estado en los registros comerciales negativos y en aumento de los EE.UU, emisor de la moneda mundial. Por otro lado, los mayores países acreedores, como explican Dooley et al (2003) no siempre han sido los mismos, sino que han cambiado a medida que cada uno alcanzaba crecientes niveles de desarrollo económico. En cualquier caso, los gobiernos implicados siempre han tratado de buscar esfuerzos coordinados para hacer frente a tales desequilibrios.

Las contribuciones del debate acerca del GI a la teoría económica son innegables. Hoy en día, apoyados por una literatura amplia y heterogénea, podemos identificar al menos tres elementos clave que pueden ayudarnos a entender los tamaños considerables y las dinámicas de algunas posiciones financieras nacionales netas. Por un lado, la arquitectura monetaria mundial no parece animar a los acreedores a gastar sus excedentes exteriores y, por lo tanto, a equilibrar sus posiciones. El dinero, en este contexto, está tomado como un bien final y atesorado por agentes públicos y privados. Además, no se trata de un fenómeno que ocurra de forma simétrica entre las diferentes monedas del mundo, sino algo focalizado en las monedas que ocupan el tope de la jerarquía monetaria internacional: euro, yen, libra y principalmente el dólar. Además, tal y como veremos después, la liberalización financiera en las últimas décadas parece haber sido un factor que ha provocado desequilibrios crecientes.

Sin embargo, cuando se trata de explicar los aspectos positivos o negativos de los GI, encontramos fuertes discrepancias entre autores. Por un lado los GI son vistos por algunos como un signo del comportamiento eficiente de los mercados internacionales de capital, donde los inversores pueden colocar su dinero en los lugares que más les puedan interesar (Mendoza, Quadrini, y Rios-Rull 2007). Este enfoque explicaría por ejemplo porque los Estados Unidos, con el mayor mercado financiero en el globo, importa cada año cantidades récord de capital. A partir de esta hipótesis, el re-equilibrio de las balanzas acreedoras podría ser logrado mediante el desarrollo de sus mercados financieros.

Por otro lado, los GI también han sido focos de críticas en más de un aspecto. Desde un punto de vista ético autores como Morrissey y Baker (2003) o Stiglitz (2007) han argumentado que el financiamiento de los países emergentes (como aquellos del Sudeste asiático) a la economía estadounidense deberían ser revertidos en un sistema más justo, que favoreciera el flujo de capital desde los países desarrollados a los países en desarrollo.

Sin embargo, a pesar de todas estas puntualizaciones, desde el principio de la crisis la atención principal se ha centrado en las consecuencias del los GI en la estabilidad nacional y global. En relación con el déficit estadounidense, se aduce frecuentemente que el préstamo masivo de capital extranjero puede haber sido una de las fuerzas motoras de la burbuja inmobiliaria que finalmente explotó en 2007. Además, muchos autores advierten que el incremento del endeudamiento neto provocado por tales déficit está conduciendo a una crisis potencial derivada de la fuga masiva de capitales de los EE.UU y, posiblemente, a la implosión del Sistema Monetario Internacional (SMI) contemporáneo.

Esta última amenaza al corazón del SMI ha sido denominada en muchas investigaciones reciente como la reiteración del dilema de Triffin (e.g; Mateos y Lago, Duttagupta y Goyal 2009; Kregel 2010; Rossi 2013). De acuerdo a esta visión peculiar pero tan extendida de las conclusiones de Triffin, los EE.UU todavía tienen un rol central en la arquitectura monetaria mediante la exportación neta de dólares, únicamente posible con déficit corrientes externos. Pero al mismo tiempo, tal y como pasó en los años 70, los crecientes podrían minar finalmente la confianza internacional en el dólar estadounidense y castigar a su tipo de cambio.

Por consiguiente, si se asumen que el SMI está sometido a tal riesgo, deberíamos entonces preguntarnos cuáles son los comportamientos que están contribuyendo a exacerbar tal riesgo y, en última instancia, cuáles son los países que deberían cargar con la responsabilidad de corregir tales balanzas. Para responder a estas preguntas, la literatura económica ha desarrollado formas diversas e identificado diversas variables, algunas de ellas inter-relacionadas. De acuerdo a la interpretación de las autoridades políticas, los desequilibrios se pueden explicar fundamentalmente a partir del análisis de las políticas económicas de los países con los que mantienen flujos asimétricos. Un buen ejemplo podría venir dado por el déficit estadounidense, cuyas autoridades acusan generalmente a factores económicos de los países europeos y asiáticos. Sin embargo China, el país con el mayor superávit del mundo, se queja de que los EE.UU deberían ser los principales responsables en la corrección de los desequilibrios actuales por medio de un cambio en su política económica. Por supuesto, quedarnos en el debate meramente político no nos llevará a conclusiones relevantes. Sin embargo, podemos utilizar tal enfoque para clasificar los principales factores que se mencionan como causantes de los GI.

2.2. Entre el debate político y teórico

En 2004, el tipo de cambio del dólar continuó su tendencia a la baja como en los años anteriores. Sin embargo, esto no ayudó a repuntar la balanza comercial que ya registraba fuertes déficit comerciales desde los 90. Alan Greenspan (2004), el director de la Reserva Federal, explicaba que no era posible esperar una mejora repentina de la competitividad del país mientras los exportadores europeos continuaran ajustando sus precios a los cambios en el precio de la moneda o mientras las autoridades monetarias asiáticas continuaran acumulando más y

más reservas denominadas en dólares. Un año después, Ben Bernanke (2005) profundizaba en el aspecto financiero citado por su predecesor. Según él, gracias a la liberalización financiera, la economía estadounidense empezó en los últimos años a hacer uso de un excedente de ahorro a nivel global para rellenar la brecha entre el ahorro nacional y el nivel de inversión. La llamada “Global Saving Glut” podía explicarse por medio de la crisis financiera experimentada en las décadas previas – especialmente en los países del sudeste asiático – y las consiguientes estrategias económicas de tipo neo-mercantilista.

Bernanke (2005) no percibía en principio ningún riesgo financiero derivado de tal entrada masiva de capitales. Sin embargo, los mensajes optimistas como el de Bernanke tenían los días contados: a medida que la crisis tumbaba diferentes barreras en el mercado financiero, las autoridades comenzaron a admitir la relevancia de estas entradas como una posible causa de la tormenta financiera (Guha 2009; United States Government 2009; Greenspan 2010). A pesar de ello, gran parte de las autoridades estadounidenses todavía niegan la responsabilidad política.

La hipótesis del 'Global Saving Glut' todavía es ampliamente refrendada por una variedad de investigaciones. Sin embargo, gran parte tiende a mostrar una postura comprensible frente a tales políticas conservadoras de los países asiáticos, citando el complicado escenario de inestabilidad que estos sufrieron en los años 90. Es más, algunos consideran que este comportamiento puede haber sido alentado por las políticas de los EE.UU (Chinn y Frieden 2009). En este sentido, las autoridades chinas han mostrado frecuentemente sus políticas exteriores como una respuesta prudente al despilfarro adoptado por su socio estadounidense. En esta línea argumentativa, crítica con el gigante norteamericano, encontramos nuevos argumentos junto con viejas razones ya expuestas en los años 80. Pueden ser brevemente expuestos en dos grupos.

Por una parte, el principal ataque en la crisis actual ha venido desde dentro de los Estados Unidos, y se refiere a la política monetaria. De acuerdo con John B. Taylor (2007, 2009), la magnitud de tal crisis podría haber sido suavizada si la Reserva Federal hubiera sustituido la política monetaria laxista por otra sometida a su famosa regla (Taylor, 1993). El bajar las tasas oficiales de interés __ que llegaron a tan solo un !% entre 2003 y 2004 – decía Taylor, había llevado a una burbuja especulativa en el país hasta su posterior explosión, en 2007-2008. En su respuesta a Taylor, Greenspan (2010) defendía su gestión pasada a cargo de la Fed señalando que los precios en el sector inmobiliario tenían un peso relativamente pequeño en el cálculo de la inflación nacional. Es más, Greenspan explicó que existía un *conundrum*, que impedía que los cambios en las tasas oficiales de interés no tuvieran efectos significativos en las tasas a largo plazo de los mercados y, por lo tanto, eran mecanismos ineficientes en la lucha contra la burbuja especulativa.

Por otro lado y dejando la política monetaria de un lado, quizás podemos decir que la política presupuestaria es la que ha generado mayores controversias desde los años 80s. Desde el recorte de tasas de Reagan, algunos economistas han tratado de identificar una conexión existente entre los déficit públicos y exteriores, como si

dieran lugar a una especie de “déficit gemelos”. Tras un paréntesis en el mandato de Clinton, donde al mismo tiempo que se alcanzaban resultados positivos en las cuentas públicas la balanza comercial seguía empeorando, el debate acerca de los “twin deficits” ha vuelto con el empeoramiento, a principio del nuevo siglo, de las dos cuentas, la externa y la pública.

En general, la mayoría de las investigaciones al respecto (e.g; Chinn y Ito 2005; Eichengreen y Park 2006; Gruber y Kamin 2007; Chinn, Eichengreen, y Ito 2011) integran varios de los efectos mencionados hasta ahora y en algunos casos observan la existencia de interrelaciones entre ellos. En esa línea, la mayoría aboga por una política de cooperación activa entre los países, más efectiva que cualquier intento individual a la hora de equilibrar las cuentas, como un ajuste brusco de las cuentas públicas exteriores neta. Respecto a los Estados Unidos, por ejemplo, muchos de estos estudios han concluido que un ajuste brusco de la balanza pública tendría un efecto muy limitado en la balanza comercial neta. No sólo eso, tal intento por parte de los Estados Unidos tendría efectos deflacionarios automáticamente en la economía global, al contrario que los efectos expansivos que podría tener una política de reajuste en los grandes países acreedores netos, como China. Esta tensión inherente entre la exportación de liquidez desde los Estados Unidos y la estabilidad monetaria mundial es frecuentemente citada como la prueba de la actualidad del dilema de Triffin.

Con el riesgo de repetirnos, debemos recordar que el objetivo no es despreciar los peligros monetarios potenciales que se derivan de los desequilibrios netos, tal y como indican muchas investigaciones. Al contrario, creemos que los gobiernos nacionales deberían priorizar la cooperación en pos del crecimiento global y la justicia entre países. Sin embargo, queriendo profundizar en el asunto de la estabilidad del SMI, creemos que el mensaje de Triffin tiene un significado e implicaciones mucho más amplias y útiles que el que se ha defendido desde este enfoque. El aspecto clave del dilema del economista belga no viene dado por el resultado neto negativo en el país central (los Estados Unidos), sino por los flujos brutos de capital, intrínsecos a la actividad económica internacional. Por supuesto para desarrollar tal idea nos ayudaremos de trabajos muy críticos con el debate de los GI pero que ya han empezado a aportar elementos de interés (Borio y Disyatat 2011; Ferreiro, Peinado, y Serrano 2013; Hale y Obstfeld 2014) y que ya han dado pasos en la identificación de los verdaderos riesgos para la estabilidad del SMI. Sin embargo, con el objetivo de comprender del todo el significado histórico y actual del significado de la aportación de Triffin, revisaremos, en la próxima sección, algunas nociones teóricas sobre la naturaleza del dinero, desde un punto de vista nacional e internacional.

3. Dinero bancario y balanzas financieras

Los estudios acerca de los GI revelan tres hechos de suma importancia desde una perspectiva postkeynesiana y que nos permiten dar una explicación coherente sobre la economía contemporánea y sobre las crisis recurrentes. En primer lugar

la mayoría tiende a recordar que existe un problema de demanda agregada a nivel global. Además, la actividad económica se está internacionalizando, lo que hace cada vez más evidente la necesidad de coordinar las políticas de los países. Y, por último, el aspecto monetario se revela como un factor crucial para entender los fenómenos tanto expansionistas como de crisis.

3.1. Otro enfoque teórico del dinero para otra lectura sobre la inestabilidad internacional

Sin embargo, cuando se trata de analizar los flujos monetarios, tanto en un ámbito nacional como internacional, el enfoque sigue heredando importantes rasgos de la teoría neo-clásica; el dinero se sigue considerando un activo particular que puede ser intercambiado con otros activos, incluidos bienes y servicios. En este sentido, se recurre frecuentemente a expresiones del tipo “imprimir dinero” para describir una política monetaria laxista, o a “exportación” o “importación de capitales”, o incluso a flujos internacionales” o “fuga de capitales” para referirnos al dinero como si fuera capaz de pasar de mano en mano y país en país. Tal representación metafórica de las relaciones monetarias internacionales ha sido bastante útil para explicar fenómenos recientes como el crecimiento y explosión de las recientes burbujas inmobiliarias o en el mercado 'punto.com'. Por ejemplo, en la literatura encontramos que la capacidad de los Estados Unidos para tomar prestado capital internacional pudo haber alimentado al mercado financiero nacional e hinchado los precios inmobiliarios. Siguiendo este razonamiento, una suave repatriación de los capitales por parte de los países superavitarios podría tener efectos positivos en la estabilidad financiera de los Estados Unidos pero negativa en el tipo de cambio del dólar. De forma parecida, cuando se habla de la Eurozona se detectan dos zonas: un corazón, liderado por Alemania, y una periferia, integrada por los llamados GIIPS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España). A partir de la terminología a la que nos referimos, el primer grupo, siguiendo un régimen de crecimiento guiado por las exportaciones, obtendría importantes excedentes que podría restar. La periferia, por su parte, guiada por un proceso de endeudamiento creciente, se beneficiaría de estos fondos para seguir en el mismo ciclo de apalancamiento.

Este enfoque, aunque útil para explicar algunos de los elementos de la economía mundial, podría ser bastante limitado para comprender completamente las complejas relaciones monetarias. A pesar de las contribuciones de tipo keynesiano arriba citadas, la idea del dinero en el debate de los GI todavía se puede considerar heredera de enfoques de tipo neo-clásico e incluso monetarista, según el cual el dinero puede entrar en un país, alimentando el stock monetario nacional y provocando efectos inflacionarios.

Una teoría monetaria capaz de describir los flujos nacionales e internacionales debería tener en cuenta ante todo la triada compuesta por “dinero-bancos-pagos”. Con esto queremos decir que el dinero, en su forma contemporánea es emitido y circula al interior de un sistema bancario, donde los mismos bancos tienen el monopolio de su emisión, pero al mismo tiempo, se limitan a actuar en las

operaciones económicas como meros intermediadores. (Hicks 1967; Rossi 2013). Mediante este rol específico los bancos establecen relaciones bilaterales con dos (o más) agentes involucrados en un pago. Dicho de forma breve, los bancos asumen la posición de deudora del pagador por medio de operaciones de mismo valor pero signo contrario con el pagador y el pagado. Por lo tanto, cualquier operación de pago alterará de forma simultánea tanto la posición deudora como acreedora del banco. Por lo tanto, el dinero bancario no puede ser tomado como un simple activo que se mueve físicamente sino como un “activo-pasivo” (Schmitt 1977; 1988) que nunca abandona el circuito monetario.

Si nos referimos exclusivamente a una economía monetaria de producción, la doble naturaleza del dinero es un elemento central en la relación más básica entre dos principales grupos de actores: las empresas y la clase trabajadora. Los procesos de circulación, creación y destrucción monetaria están relacionados de forma intrínseca a las relaciones económicas entre los dos grupos y a sus dos grandes momentos: el pago de salarios y su gasto posterior. En relación a este punto la transferencia de una cantidad de dinero de una corporación a sus trabajadores es realmente una operación doble y bilateral desde el banco comercial – si asumimos en un principio la existencia de un sólo banco – con la empresa y trabajadores. En esta situación, los activos y pasivos financieros del banco subirían en la misma proporción, registrando los activos un sobregiro a la empresa para financiar los salarios, mientras que estos quedarían en los depósitos. De la misma forma, el gasto de tales depósitos para la compra de parte de la producción económica llevaría a un movimiento inverso en la balanza bancaria; esto es, se destruyen los depósitos desapareciendo del pasivo y el ingreso de las empresas sirve para cancelar su posición deudora con el banco.

Una vez dicho esto, hay que especificar que el sistema de pagos no cambia sustancialmente si en vez de uno existen varios bancos comerciales. El pago de salarios es sólo posible con la intermediación del conjunto del sistema bancario, en el cual todas las posiciones financieras de trabajadores y empresas quedan registradas en moneda nacional. Así, de la misma forma que la estructura piramidal, basada en la intermediación bancaria, permitía el pago entre agentes, el Banco Central, en la cúspide de tal estructura actúa intermediando entre bancos comerciales permitiendo la realización de pagos monetarios. El factor común de todas estas “operaciones monetarias” (*Schmitt, ibid*) entre los agentes de una economía es la existencia de tal mecanismo piramidal por el cual los compromisos entre deudor y acreedor pueden quedar saldados.

Contrarias a estas operaciones “monetarias” encontramos las “operaciones financieras”, relacionadas con la transferencia de títulos de deuda. En este caso, el vendedor de un reconocimiento de deuda puede cambiar esta por un depósito, o incluso por otro título financiero o por un producto de la economía 'real'. Sin embargo en este caso no debe considerarse que hay un pago monetario porque, en ausencia de intermediación bancaria, el deudor no queda 'liberado' (*ibid*) de la deuda.

En lo que respecta a las consecuencias en las posiciones financieras netas de los agentes, las operaciones monetarias y financieras llevan a resultados diferentes.

La creación y destrucción de salarios conllevan cambios automáticos en las posiciones de los trabajadores y las empresas; el activo de los trabajadores es reforzado con la entrada de salarios y baja en la misma cantidad cuando se gastan. Dada la naturaleza *activo-pasivo* del dinero, los cambios en las empresas serán los opuestos.

Sin embargo, una operación financiera no deriva en cambios netos en la posición financiera, ni para el comprador ni para el vendedor del título. Para cada agente, una operación de este tipo puede ser vista como una operación simultánea de compra y venta financiera del mismo valor. En el caso previo, en el que un individuo vende un título de deuda propia a él, estará comprando al mismo tiempo un producto (por ejemplo, un depósito) del mismo valor. De forma similar, a cambio de este título adquirido, el comprador está vendiendo su depósito. Como resultado, el emisor y comprador tendrán un incremento similar en sus activos y pasivos financieros. Por lo tanto, no hay cambios netos.

3.2. Relaciones monetarias centralizadas o liberalizadas en una economía globalizada.

En las relaciones monetarias actuales entre países, la estructura jerárquica se ve alterada debido a la ausencia de una institución supranacional que controle el pago entre bancos centrales con su propia unidad de cuenta. En lugar de esta institución 'ideal' las actividades económicas internacionales se realizan por medio del uso de monedas nacionales. Sin embargo, no hay un uso simétrico en el uso de las monedas nacionales sino un sistema concentrado en una moneda principal – hoy en día ésta es el dólar – seguida por otras pocas monedas, como el euro, el yen o la libra esterlina. Dada la naturaleza bancaria del dinero, el monopolio de una o pocas monedas nacionales implica que las operaciones relacionadas con la actividad internacional son simples movimientos dentro del sistema financiero de la moneda en cuestión.

Desde un punto de vista de la balanza de pagos, la posición financiera neta de los países está sometida a los mismos principios contables a los que nos referíamos para los agentes, independientemente de la moneda que utilicen. Podemos hacer una simple revisión de tales principio dividiendo las operaciones exteriores de un país en dos grupos. Un primero corresponde a todas las operaciones donde la cuenta corriente se ve envuelta: envío de remesas, donaciones... y principalmente comercio internacional. Todas ellas comparten la misma característica: hay una transferencia unilateral de un activo financiero entre un residente y un no-residente. La cuenta corriente registra el tipo de actividad que se realiza (la adquisición de un producto extranjero, una donación...) y la transacción financiera asociada es grabada en la cuenta financiera con un signo opuesto.

Además de este primer grupo de 'operaciones de cuenta corriente' hay otro grupo que llamaremos el de las "operaciones financieras internacionales" (OFI), que son las que únicamente son registradas en la cuenta financiera o de capital. Este grupo incluye, entre otras, las Inversiones Extranjeras Directas (IDE), las

inversiones de cartera o las intervenciones del Banco Central en el mercado de divisas para extranjero. Es interesante, para el objetivo de este trabajo, remarcar que las OFI no suponen ningún cambio en la posición neta de los países. Tal y como indicábamos en el caso de las operaciones financieras nacionales, en las OFI también se produce una compra-venta automática. Si, por ejemplo, una empresa 'residente' realiza una IDE, los activos financieros internacionales se incrementarán. Sin embargo, a cambio de esta compra, la empresa tiene que vender un activo en moneda nacional o internacional. Otro caso común es el de la emisión de deuda por parte de un gobierno (aunque también es válido en caso de empresas privadas) y su compra por un no-residente. Al contrario de lo que quiere probar Bernanke (2005), esta operación no lleva a la creación de ningún déficit corriente, porque el activo que el Estado está adquiriendo es equivalente al título emitido. Como ya se ha sugerido anteriormente, sería más propio hablar de movimientos contables dentro de sistemas financieros nacionales, más que de entradas y salidas de capitales. De todas formas, incluso aceptando este lenguaje metafórico, deberíamos reconocer que entonces los OFIs son entradas y salidas automáticas de capital.

En un caso hipotético de mercados no liberalizados, con un margen estrecho para la realización de OFIs, los déficit corrientes del emisor de moneda global serían la principal fuente de liquidez para el resto de países. Al contrario, en sistemas desregulados, la liquidez no depende de la producción ni de la actividad comercial; los agentes tienen un acceso creciente a las relaciones financieras con agentes de otros países, multiplicando las fuentes de liquidez internacional y pudiendo afectar indirectamente a las posiciones netas de los países.

En la economía contemporánea, las dinámicas globalizadoras incrementan claramente las interdependencias comerciales y financieras de los países y, por consiguiente, las autoridades deben regular la forma monetaria en la que los agentes nacionales se relacionan con el extranjero. De forma habitual, les dejan tener relaciones descentralizadas, independientemente del estado de las cuentas exteriores agregadas en el país. Otro extremo posible pero menos frecuente es el de la centralización completa de los flujos con el exterior, donde un organismo centralizador se encarga de realizar las operaciones monetarias correspondientes con los agentes extranjeros. Los resultados en las balanzas exteriores en ambos escenarios puede ser explicada por un simple ejemplo numérico. Tomemos el caso de un país Ω – que no es emisor de moneda clave – y cuatro agentes (A, B, C y D), tres de los cuales (A, B y D) son residentes en el país. En una primera operación, el agente A exporta mercancía valorada en \$50. Posteriormente, el agente B gasta \$40 en productos foráneos. El agente extranjero C, por su parte, hace una inversión en el país compra una porción de acciones de una empresa nacional por valor de \$100. Finalmente, el agente D invierte \$120 en el exterior.

En un escenario donde la autoridad monetaria nacional centraliza todas las operaciones financieras derivadas de acciones de los residentes con el exterior, una labor de compensación entre las “salidas” y “entradas” podría limitar el incremento de activos en el extranjero a \$120 y el de pasivos con extranjeros a \$110. Para ello, siguiendo con el orden antes mencionado, la institución

centralizadora podría retener los \$50 de exportaciones hechas por el agente A y pagarle a él en moneda nacional. Este ingreso podría ser parcialmente utilizado para el pago de las importaciones. Por el momento, el resultado neto y bruto sería el incremento de \$10 en el activo. En la tercera operación, la venta de acciones de una empresa española llevaría a incrementar en \$100 la posición nacional tanto por el lado del activo como del pasivo. El agente C aparecería como poseedor de un activo nacional ; sin embargo, habría tenido que financiar su compra con la venta de un activo en moneda nacional o extranjera que sería tomado por la autoridad centralizadora. Estos nuevos \$100, junto con los restantes \$10 del saldo comercial positivo permitirían financiar casi completamente la inversión de los \$120 por parte del agente D, generando sólo un incremento del pasivo de \$10.

Tabla 1: Posición de Inversión Internacional con la centralización de flujos

	<i>Assets (\$)</i>	<i>Liabilities (\$)</i>
Export	50	0
Import	(-)40	0
FDI inflow	100	100
FDI outflow	120	0
	(-)110	10
	120	110

exteriores

Tabla 2: Posición de Inversión Internacional máxima sin centralizar los flujos exteriores

	<i>Assets (\$)</i>	<i>Liabilities (\$)</i>
Export	50	
Import		40
FDI inflow	100	100
FDI outflow	120	120
	270	260

Por el contrario, en un mercado liberalizado, las actividades de estos cuatro agentes llevarían a un incremento de \$270 y de \$260 respectivamente en la posición activa y pasiva del país Ω . De hecho, cuanto más se internacionaliza el

mercado nacional, mayores son las probabilidades de llegar a mayores posiciones brutas, dado que en este caso los agentes residentes negociarían directamente con los no residentes.

En el caso particular de un país emisor de divisa, la posibilidad de registrar mayores posiciones financieras externas es más obvia aún. Primero, porque se supone que el país debe de ser motor de la economía mundial y sus agentes tienen amplios lazos económicos con agentes de otros países. Segundo, y de forma más pasiva, debido al hecho de que el sistema financiero nacional es usado por agentes extranjeros para realizar operaciones entre ellos. El auge de las posiciones externas de los agentes económicos muestra un claro desarrollo de los mercados financieros así como de las oportunidades de inversión. Sin embargo, esto también significa un incremento del riesgo sobre la estabilidad monetaria internacional, y principalmente sobre el valor de las monedas divisa. Incluso con cuentas corrientes equilibradas o superavitarias, el pasivo financiero de los países se hincha, complicando la tarea, por parte de las autoridades públicas, de garantizar un contexto estable para el desarrollo de las relaciones monetarias internacionales. La liberalización financiera creciente reduce los obstáculos para el intercambio de activos financieros y, por lo tanto, incrementan el riesgo de fenómenos de tipo “sudden stop” (Reinhart y Calvo 2000; Calvo y Reinhart 2002). Este riesgo resultante del alza de las posiciones brutas, del cual ya algunos trabajos han advertido en los últimos años (ver por ejemplo Borio y Disyatat 2011), ya fue advertido por Triffin en los años 60 para el caso de la economía estadounidense. Al contrario de lo que generalmente se cree, él no se refería a un déficit en la balanza corriente. ¡De hecho, en ese periodo de publicación de su *"Gold and the Dollar Crisis"* (Triffin 1960), el país tenía balanzas corrientes positivas! Su preocupación respecto al déficit de la balanza de pagos se refería a la incapacidad de las autoridades del país de garantizar el precio prometido – en términos de oro – del dólar estadounidense. Como veremos en la tercera sección, el dilema de Triffin es de plena actualidad. Sin embargo, no tiene nada que ver con las balanzas netas, sino con la dificultad, para el control desde las autoridades públicas, de garantizar la estabilidad en el orden monetario derivado del alza de las balanzas brutas inherente a la expansión y transformación económica de las últimas décadas.

4. Flujos brutos globales: un debate contemporáneo?

Según el enfoque neo-clásico, donde el dinero es tratado como un activo, se puede esperar que cuando en un país no hay suficiente dinero para la inversión interna, esta podría ser satisfecha por un préstamo extranjero, pero provocar al mismo tiempo un incremento del endeudamiento neto del país. Y una posición excedentaria significa que los agentes gastan menos dinero del que tienen, por lo que se puede prestar al exterior. Esta posición es bastante coherente con la afirmación “los depósitos hacen los préstamos”, de acuerdo a la cual, el dinero, cuya oferta es exógena, circula entre agentes dejando que los bancos puedan jugar un rol de canalizadores de esos flujos que reciben.

4.1. Resultados netos, brutos y operaciones financieras

Una mejor comprensión de la naturaleza del dinero bancario nos impide hacer tales interpretaciones y nos lleva a interpretar que los préstamos y los depósitos son dos partes de la misma realidad económica. Los depósitos, producto de proyectos de inversión, pueden ser utilizados de forma diferente. Desde la perspectiva de la balanza de pagos, el único uso que lleve a un incremento en el déficit es la transferencia unilateral a un no-residente. En tal operación monetaria, el nuevo ahorro del no-residente, unido al ahorro en manos residentes, equivale al nivel de inversión. Pero tal identidad contable no quiere decir que el país necesita de fondos extranjeros para la inversión interna. De hecho, la balanza corriente no tiene nada que ver con las necesidades de financiación o el origen de los fondos. Por ejemplo, podría ocurrir que un país con un considerable déficit esté 'exportando' grandes cantidades de capital mediante la inversión exterior. Por la misma lógica, un país puede tener grandes excedentes corrientes y, al mismo tiempo, ser un país receptor de IDE, o incluso de inversiones especulativas. Sin embargo, en lo que respecta estrictamente a la balanza neta del país, estos capitales invertidos no dejarán, de inicio, ninguna traza.

Siguiendo razonamientos similares, algunos autores como los arriba mencionados han comenzado a criticar el enfoque limitado del debate sobre los GI. Muchos de ellos, señalan que se debería prestar una mayor atención a los flujos financieros brutos y sus consecuencias en la estabilidad de la economía internacional. Este nuevo enfoque ha aparecido en los debates económicos a medida que se han producido grandes cambios en la economía internacional. Entre ellos, el principal cambio quizás reside en la financiarización gradual del proceso de acumulación de capital (Stockhammer 2000; Aglietta y Breton 2001; Orhangazi 2008; Stockhammer 2009). Como resultado, los activos y pasivos de de todos los sectores económicos de las economías nacionales – hogares, gobiernos, corporaciones, bancos e instituciones financieras no bancarias – han aumentado a ritmos sin precedentes. En la medida en que las barreras nacionales han desaparecido el auge de las balanzas financieras también ha tenido una dimensión internacional. Siguiendo con el ejemplo de los dos escenarios nacionales presentados en la sección previa – el caso con un centralizador nacional de los flujos internacionales y el caso donde el mercado global reemplaza al centralizador – podemos afirmar que la las economías nacionales financiarizadas parecen mucho más cercanas al segundo escenario.

La cuenta corriente nacional sigue siendo un aspecto crucial en la determinación de las balanzas netas de los países. Sin embargo, apenas nos proporciona información sobre las relaciones monetarias entre agentes de diferentes países. Para tal propósito es mejor estudiar las balanzas externas brutas. La estrecha relación entre balanzas netas y brutas puede apreciarse en la Figura 1, donde los resultados en la balanza corriente de una heterogénea selección de diferentes países se compara con la evolución de su Posición Inversora Internacional (IIP, por sus siglas en inglés), registrada por las estadísticas del FMI. En relación a la IIP, ésta sólo muestra la variación en los activos externos acumulados; sin embargo, el

objetivo de esta elección es el de mostrar la coexistencia de importantes déficits en cuenta corriente con incrementos incluso mayores en los activos financieros externos de algunos países. De todas formas, un breve repaso a nuestra interpretación teórica de los efectos de la IFO en la posición financiera nos permite afirmar que, de forma similar, el lado de los pasivos crecerá igualmente a altas tasas, independientemente de los resultados en la cuenta corriente.

En este sentido, la nueva evolución de algunos países de la Eurozona pueden ser tomados como casos paradigmáticos. Como se menciona líneas arriba, una gran variedad de estudios concluyen que el centro económico ha prestado a la periferia grandes cantidades para financiar sus déficits corrientes. Sin embargo, los desequilibrios netos apenas cubren una pequeña porción del total de la expansión financiera de los agentes de países periféricos, así como de sus vínculos financieros con el resto del mundo, incluyendo los países del 'centro' europeo (Waysand, Ross, y de Guzman 2010). Durante los años previos a la crisis, este tipo de relaciones se fueron desarrollando no sólo entre socios comerciales – como Alemania – sino también con importantes centros financieros, como Wall Street o Londres. Como resultado, la periferia europea ha sido testigo de un incremento simultáneo de su déficit corriente y del activo en el IIP del país.

Como se avanzaba al principio del texto, el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito desde 2007 ha provocado una vuelta de las cuentas corrientes de estos países a posiciones equilibradas. A partir de un análisis que sólo se fijara en los resultados netos, la vuelta al equilibrio exterior podría ser visto como un signo de salud financiera y de fortaleza de la periferia europea. Sin embargo, existen todavía evidencias de tensiones financieras y de masivos 'flujos' de capital desde los sistemas financieros periféricos hacia los céntricos, que por su naturaleza no son registrados por la cuenta corriente.

La falta de una fuerte correlación entre las posiciones netas y brutas también se ve en los casos de regiones con cuentas corrientes positivas. Éste es el caso de la Eurozona tomada en su conjunto o del Reino Unido o en Brasil, donde las prácticas de *carry trade* han atraído capital foráneo especulativo a pesar de barreras nacionales en contra.

En el caso de China, se explica frecuentemente que acumula activos internacionales en la medida en que registra superávits comerciales. Sin embargo, como se demuestra en la figura 1, el alza de los activos de la IIP en los últimos años ha sido mayor que tales superávits. Esto sólo se puede conseguir mediante un incremento en el valor de los activos financieros pasados – lo cual es improbable dada la importancia de los activos líquidos en manos de autoridades públicas – o por la más probable realización de transacciones financieras. El fuerte incremento de los pasivos en el mismo periodo da más fuerza a la segunda de las dos posibilidades.

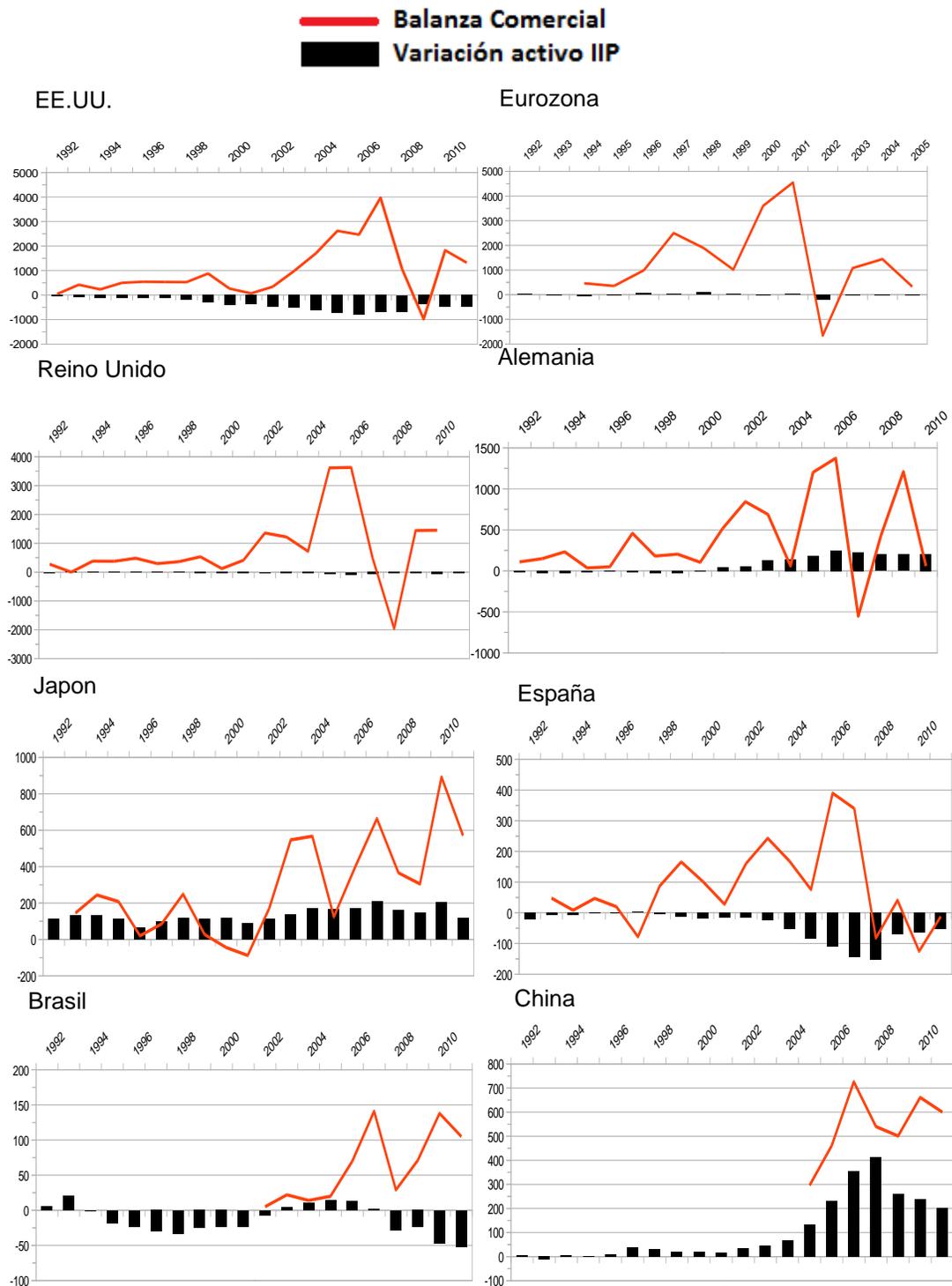
A pesar del interés que todos estos casos puedan generar en los debates contemporáneos acerca de la salud del sistema monetario y financiero internacional, el caso que más alienta la discusión por sus implicaciones en el SMI es el relacionado con la deuda acumulada estadounidense, por su posición central en la configuración de las relaciones monetarias internacionales y el alcance que

una crisis del dólar pueda tener. Como ya se ha señalado previamente en el repaso del debate de los GI, el rol del sistema financiero estadounidense como banco mundial (Kindleberger 2004) lleva a importantes transferencias de capital a los agentes 'no-residentes' y, consecuentemente, a incrementar el riesgo sobre la estabilidad del tipo de cambio del dólar y del orden monetario internacional. Hoy en día, el dólar estadounidense es la más importante moneda nacional que circula a nivel internacional. El comercio internacional de bienes y servicios es sólo un pequeño aspecto en el cual el dólar prevalece sobre el resto de monedas (Cohen 2000). Esta hegemonía también es visible en el mercado financiero, gracias a las diferentes formas por las que los Estados Unidos pueden 'exportar' su moneda nacional: mediante altos niveles de IEDs, incrementos en las reservas monetarias en otros países o, por ejemplo, con el endeudamiento de agentes foráneos en Wall Street para la obtención de liquidez.

Si los pasivos exteriores – principalmente los líquidos – continúan incrementándose, la amenaza sobre la moneda americana seguirá latente. Evidentemente, no existe actualmente ningún compromiso oficial por parte de la Reserva Federal para mantener un tipo de cambio fijo. Sin embargo, la estabilidad en el precio del billete verde es una de las claves para asegurar su papel hegemónico. Además, por otro lado, debido a las interdependencias entre acreedores y deudores en el mercado estadounidense y fuera de él, la volatilidad en su precio afectaría gravemente al orden monetario mundial. Si para evitar tales riesgos, los Estados Unidos empiezan una política económica de reducción del nivel de "exportación" de capitales, esto pondría trabas inabordables a la expansión económica y, provocaría, por lo tanto, tensiones deflacionistas.

La liberalización financiera ha incrementado las posibilidades de acceso privado a la liquidez internacional. En este sentido, si consideramos, como lo hace la literatura contemporánea, que Triffin exponía en su dilema la dependencia mundial hacia los déficit corrientes estadounidenses, podríamos decir hoy en día que la liberalización ha dejado obsoleto tal dilema; hoy en día la economía internacional no necesita un déficit corriente del emisor de moneda para obtener suficiente liquidez. Sin embargo, una cuidada lectura del trabajo de Triffin nos permite remarcar que Triffin no se refería a déficit en la balanza comercial de Estados Unidos, sino a déficit en la balanza de pagos, relacionado con el total de capitales en dólares transferidos a agentes no-residentes. Por consiguiente, lejos de estar atrasado, el dilema enunciado por el economista belga parece de plena actualidad.

Figura 1: Variación interanual en el activo de la Posición de Inversión Internacional y balanzas netas corrientes (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de las estadísticas del FMI

4.2. El déficit en la balanza de pagos y el sistema monetario: ¿dónde está el dilema?

Las bases del actual SMI se establecieron tras la Segunda Guerra Mundial. Con el objetivo de hacer frente al carácter inestable de las relaciones monetarias internacionales antes de la guerra, los países acordaron:

- restringir el uso de oro para los pagos entre países, creando centros monetarios donde el oro sería almacenado y quienes, a cambio, emitirían sus propias monedas nacionales (la libra esterlina y el dólar estadounidense, principalmente);
- crear una institución de vigilancia supranacional – el Fondo Monetario Internacional – así como establecer algunos controles de capitales para garantizar la estabilidad macroeconómica entre países.

A diferencia del Reino Unido, los Estados Unidos acabaron la guerra en una posición cómoda para ejercer de potencia hegemónica y de motor económico mundial: los préstamos pasados a países aliados reforzaban su posición acreedora, el dólar empezaba a circular entre países apoyado por una balanza comercial superavitaria y por los tres cuartos del stock de oro guardados en Fort Knox (Aglietta y Moatti, 2000). Pero, por otro lado, su posición militar, política y económica central en el orden mundial le obligaba a asumir diversas responsabilidades:

- dinamizar la economía de sus aliados europeos por medio de donaciones, de inversiones y de préstamos;
- la puesta en marcha de un ambicioso programa militar debido a las hostilidades con el bloque soviético desde el inicio de la Guerra Fría;
- reducir las barreras al comercio internacional para sostener la actividad económica internacionales;
- al convertirse en la nueva moneda internacional, el dólar era demandado como activo de reserva por una gran cantidad de inversores que abandonaban la libra esterlina;

La inyección masiva de dólares estadounidenses en los países aliados ayudó a mantener un creciente nivel de consumo y a evitar la escasez de dólares que amenazó la recuperación global en los primeros años tras la guerra. Sin embargo, con el tiempo, los diversos programas de ayuda e inversión pública y privada, así como la emergencia de innovaciones financieras – el final de los años 50 fue el comienzo del boom del mercado de eurodólares – implicó un alto grado de exportaciones de capitales y la cuenta corriente, aunque positiva, comenzaba a mostrar signos evidentes de deterioro. Como resultado, durante los años 50 el stock de oro en el país comenzó una leve caída al mismo tiempo que la deuda exterior a corto plazo en dólares crecía rápidamente.

En los años 50 y 60, no había un claro consenso en torno a la definición concreta del “déficit en la balanza de pagos” (Salant 1965; Bernstein 1968), pero

independientemente de cualquier definición específica, era cada vez más obvio que la balanza estadounidense sufría uno. De acuerdo a la interpretación de Triffin, este déficit era el resultado directo de la evolución divergente de los dos indicadores antes citados: la caída de las reservas brutas públicas del país y el incremento de los activos líquidos en dólar en manos de extranjeros. La cuenta comercial anual seguía siendo superavitaria, aclaraba, pero no era suficiente para contrarrestar la transferencia de capitales al exterior. Si se seguían repitiendo tales déficit, el resultado sería una pérdida gradual de la posición de liquidez internacional del dólar y, por lo tanto, una amenaza para el tipo de cambio fijo del dólar con el oro, establecido en los 35 dólares la onza.

Unos años después, Fred L. Block (1977, 159–161) exponía la que había sido la *Balanza de Liquidez Bruta* (Gross Liquidity Balance) del país en el periodo 1950-1975, en la cual los cambios en las reservas oficiales y los pasivos líquidos se consideran los factores de equilibrio. Como muestra Block, a principio de los 70, cuando la balanza comercial alcanzó déficit de 9 mil millones de dólares, tal balanza se deterioró fuertemente. Pero ya a finales de los años 50 – cuando Triffin desarrolló gran parte de su obra –, incluso con superávit comercial de dos o tres mil millones de dólares, los déficit en la balanza de liquidez bruta alcanzaban los tres mil millones de dólares.

Como señalaba Triffin, los Estados Unidos podían limitar tal déficit implementando ciertas medidas para aumentar las exportaciones netas, reduciendo el gasto militar en el exterior o multilateralizando la ayuda financiera a países aliados. Sin embargo, como exponía en su dilema, la vuelta a balanzas equilibradas llevaría a tensiones deflacionistas por la falta de liquidez.

De acuerdo al estado actual de la balanza de pagos estadounidense, existe una evidente similitud con la balanza de los años 50-70. No es una casualidad, sino un problema estructural derivado del uso de moneda nacional en el espacio internacional que genera tensiones inherentes en la medida en que se desarrollan mayores niveles de actividad económica internacional. Sin embargo, existen actualmente algunas características particulares que deberían ser subrayadas por su potencial amplificador de crisis y que no estaban presentes en las discusiones de aquellas décadas. En primer lugar, al contrario que hace medio siglo, los Estados Unidos tienen, hoy en día, un déficit corriente estructural que incrementa la posición deudora neta de su economía. Los activos en los Estados Unidos de los agentes no residentes – principalmente en dólares – es mayor que la suma de activos exteriores guardados por los residentes. Además, tal margen se ha ido ampliando en los últimos años. Además, el proceso de financiarización de la acumulación de capital ha multiplicado las actividades y posiciones financieras brutas de los agentes, tanto a nivel nacional como internacional. Este fenómeno puede, en caso de crisis de confianza sobre una moneda nacional, provocar crisis financieras de especial virulencia debido al mayor daño que pueden generar eventuales fugas de capitales. De hecho, en la medida en que la liberalización financiera y la financiarización llega a más países, la amenaza de un déficit a la Triffin acabará afectando no sólo a los países o regiones emisores de dinero internacional, sino a todos los países integrados en la economía internacional.

Por otro lado, el conjunto de los estudios acerca de los fenómenos de fuga de capitales y de efectos en las balanzas de pagos continúan partiendo del concepto de 'residencia', utilizado en la realización de las estadísticas de las balanzas nacionales, para determinar el alcance potencial de una crisis financiera. Según estos, en época de crisis los agentes no-residentes abandonan el sistema financiero nacional por uno más seguro, mientras que los agentes nacionales tienen tendencia a quedarse en el sistema doméstico. El hecho de que los no residentes puedan apresurarse a salir puede ser considerado un factor amplificador de las crisis. Sin embargo, la permanencia de los residentes en el sistema nacional es al mismo tiempo un delimitador de tales inestabilidades y un factor que garantiza cierta estabilidad. Sin embargo, estudios como el de Borio y Disyatat (2011) sugieren que el concepto de residencia puede estar perdiendo relevancia en este aspecto. La transnacionalización de la estrategia de acumulación de algunos agentes económicos – por ejemplo, los conglomerados financieros y las empresas multinacionales – evidencia que su residencia formal apenas influye en los efectos sobre la balanza de pagos; en caso de crisis, en un mercado liberalizado y abierto, tales agentes comprarán y venderán capitales independientemente de su residencia. La consecuencia de estos cambios graduales sobre la volatilidad de los mercados financieros parece clara. En un caso extremo donde los agentes económicos tienen estrategias de acumulación completamente globalizadas, las decisiones de inversión corto-placistas pueden provocar burbujas y salidas de capital masivas que alteren gravemente el sistema financiero global, con mayores cambios en los tipos de interés y de cambio en las monedas nacionales.

5. Conclusiones

El trabajo de Triffin nos aporta valiosas lecciones de cara al urgente debate acerca de la estabilidad monetaria mundial:

- El déficit en la balanza de pagos no es necesariamente causado por un déficit en la balanza corriente. Más bien, éste viene dado por la imposibilidad, por parte de las autoridades monetarias, de mantener un valor estable de la moneda nacional como resultado del elevado nivel de exportación bruta de capitales. Como hemos podido comprobar para el caso de la economía estadounidense en los años 60, esto puede ocurrir en un contexto de balanzas corrientes superavitarias;

- La importancia de los flujos brutos en la cuestión de la estabilidad monetaria no es una característica particular de la economía contemporánea, donde las posiciones financieras externas nacionales se incrementan sin ningún control debido al desarrollo financiero. Desde los años 50 y 60, e incluso desde los años 20 y 30, la frecuencia de los problemas en el manejo nacional de la liquidez ha ido aumentando. Más que en la financiarización, la raíz del problema se encuentra en la arquitectura monetaria internacional, basada en el uso “absurdo” de moneda nacional como reserva en la economía internacional (Triffin, 1960).

Por otro lado, y para actualizar las consecuencias de tal dilema a los cambios

contemporáneos de la economía internacional, sería útil para la teoría económica que futuras investigaciones replanteen el alcance de términos como el de la “residencia” de los agentes económicos cuando se trata de examinar las relaciones monetarias internacionales y los fenómenos de expansión y crisis financiera.

Bibliografía

- Aglietta, Michel, and Régis Breton. (2001) : “Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation.” *Economy and Society* 30 (4): 433–66.
- Bernanke, Ben S. (2005) : “The Global Saving Glut and the U.S Current Account Deficit.” In St Louis, Missouri.
- Bernstein, Edward W. (1968) : *Republican Balance-of-Payments Seminar, Remarks of Charles E. Goodell*. Congressional Record (reprint).
- Block, Fred L. (1977) : *The Origins of International Economic Disorder: A Study of United States International Monetary Policy From World War II to the Present*. California: University of California Press.
- Borio, Claudio EV, and Piti Disyatat. (2011) : “Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?” *BIS Working Papers* 346.
- Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart. (2002) : “Fear of Floating.” *The Quarterly Journal of Economics* 117 (2): 379–408.
- Chinn, Menzie D., Barry Eichengreen, and Hiro Ito. (2011) : *A Forensic Analysis of Global Imbalances*. Working Paper 17513. National Bureau of Economic Research.
- Chinn, Menzie D., and Jeffrey Frieden. (2009) : “Reflections on the Causes and Consequences of the Debt Crisis of 2008.” *La Follete Policy Report*.
- Chinn, Menzie D., and Hiro Ito. (2005) : “Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World ‘Saving Glut.’” *National Bureau of Economic Research* » Working Paper 11761 (November).
- Cohen, Benjamin J. (2000) : *The Geography of Money*. 1 edition. Ithaca: Cornell University Press.
- Eichengreen, Barry, and Yung Chul Park (2006) : “Global Imbalances and Emerging Markets.” in Beijing.
- Ferreiro, Jesús, Patricia Peinado, and Felipe Serrano. (2013) : “Global Imbalances as Constraints to the World Economic Activity in the World Economy.” in *Economic Policies, Governance and the New Economics*, by Philip Arestis and Malcom Sawyer, 122–64. Basinstoke: Palgrave MacMillan.
- Greenspan, Alan. (2004) : “The Evolving U.S Payments Imbalance and It’s Impact on Europe and the Rest of the World.” *Cato Journal* 24 (1-2).
- (2010) : “The Crisis.” *Brooking Papers on Economic Activity* Spring 2010: 201–61.
- Gruber, Joseph W., and Steven B. Kamin. (2007) “Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances.” *Journal of International Money and Finance* 26 (4): 500–522.
- Guha, Krisha (2009) “Paulson Says Crisis Sown by Imbalance.” *Financial Times*, January 1. <http://www.ft.com/cms/s/0/ff671f66-d838-11dd-bcc0-000077b07658.html#axzz2piuJX7a6>.
- Hale, Galina, and Maurice Obstfeld (2014) *The Euro and The Geography of International Debt Flows*. NBER Working Paper 2014-10.
- Hicks, J.R. (1967) *Critical Essays in Moentary Theory*. Oxford: Clarendon Press.
- Kindleberger, Charles. (2004) : *Histoire Mondiale de La Spéculation Financière*. Valor Édition.

- Kregel, Jan. (2010) : “What Would Minsky Have Thought of the Mortgage Crisis.” In *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, edited by Dimitri B. Papadimitrou and L.Randall Wray, 31–46. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Masson, Paul, and Mark P. Taylor. (1994) : “Optimal Currency Areas: A Fresh Look at the Traditional Criteria.” In *Varieties of Monetary Reform*, Pierre Siklos, 23–44. Boston: Kluwer.
- Mateos y Lago, Isabelle, Rupa Duttgupta, and Rishi Goyal (2009) : *The Debate on the International Monetary System*. IMF Staff Position Note. IMF.
- Mendoza, Enrique G, Vincenzo Quadrini, and Jose-Victor Rios-Rull (2007) : “On the Welfare Implications of Financial Globalization without Financial Development.” *NBER Chapters International Seminar on Macroeconomics 2007*: 283–312.
- Morrisey, Monique, and Dean Baker (2003) : *When Rivers Flow Upstream: International Capital Movements in the Era of Globalization*. Issue Brief. Center for Economic and Policy Research.
- Orhangazi, Özgür (2008) “Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003.” *Cambridge Journal of Economics* 32 (6): 863–86.
- Reinhart, Carmen, and Guillermo Calvo (2000) : *When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options*. MPRA Paper 6982. University Library of Munich, Germany.
- Rossi, Sergio (2013) : “Money, banks, and Payments: The Structural Factors of Financial Instability and Systemic Crises.” In *New Contributions to Monetary Analysis: The Foundations of an Alternative Economic Paradigm*, edited by Faruk Ülgen. Routledge International Studies in Money and banking.
- Salant, Walter S. (1965) : *A New Look at the U.S. Balance of Payments*. Brookings Institution.
- Schmitt, Bernard (1977) : *L or, le dollar et la monnaie supranationale*. Paris: Calmann-Levy.
- . 1988. *L'ECU et Les Souverainetés Nationales En Europe*. Paris: Dunond.
- Stiglitz, Joseph. (2007) : “Global Imbalances, Power Shifts and the Future of Multilateralism.” In Center for Economic and Policy Research.
- Stockhammer, Engelbert. (2000) : *Financialization and the Slowdown of Accumulation*. Working Paper geewp14. Vienna University of Economics and B.A. Research Group: Growth and Employment in Europe: Sustainability and Competitiveness.
- (2009) : *The Finance-Dominated Accumulation Regime, Income Distribution and the Present Crisis*. Working Paper 127. Department of Economics Working Paper Series. Vienna, Austria: Viena University of Economics & B.A.
- Taylor, John B. (2007): *Housing and Monetary Policy*. Working Paper 13682. National Bureau of Economic Research.
<http://www.nber.org/papers/w13682>.
- (2009) : *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*. Working Paper 14631. National Bureau of

Economic Research

Triffin, Robert. (1960) : *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*.
New Haven, Connecticut: Yale University Press.

United States Government (2009) : *Economic Report of the President*.
Washington: United States Government.

Waysand, Claire, Kevin Ross, and Lohn de Guzman (2010) : *European Financial
Linkaged: A New Look at Imbalances*. IMF Working Paper WP/10/295.
International Monetary Fund.