

EL SISTEMA MONETARIO

Internacional y la Situación de las Economías emergentes



La coyuntura internacional bajo la óptica monetaria fue el tema que reunió en Cusco a autoridades de bancos centrales de varios países del mundo, a destacados académicos internacionales, como Nouriel Roubini, y a representantes de organismos internacionales.

El seminario, organizado por el BCRP y el Comité de Reforma de Bretton Woods, concluyó con una visión moderadamente optimista sobre el fin de la crisis internacional y con diferencias sobre el futuro del dólar en el mundo.

También se destacó el buen manejo de la economía peruana, particularmente de la política monetaria y cambiaria, así como las fortalezas del país. En las siguientes páginas se presenta un resumen de algunas de las exposiciones.

Futuro del orden MONETARIO y financiero internacional

CARLOS PEREYRA *

Reseña de la presentación del doctor Julio Velarde,
presidente del Directorio del Banco Central de Reserva
del Perú.

*Especialista Senior en Economía Internacional del BCRP.

La exposición del doctor Julio Velarde trató sobre los desequilibrios globales, los posibles cambios en el sistema monetario internacional y la reforma de la arquitectura financiera internacional.

Sobre el primer tema señaló que, a pesar de que los desequilibrios multilaterales han decrecido durante la crisis, siguen siendo considerables, y posiblemente continúen siéndolo en el mediano plazo. A diferencia del *Plaza Accord* de la década de 1980, mediante el cual la apreciación del yen y del marco alemán ayudó a reducir los desequilibrios, *dicho proceso aún no está ocurriendo actualmente*. El dólar se ha depreciado frente al euro y al yen, pero no frente a muchas otras monedas. (Gráfico 1).

Es más, las economías emergentes están fuertemente vinculadas a dichos desequilibrios. En especial, muchas de estas economías no están permitiendo que sus monedas se aprecien suficientemente rápido. Sus tenencias de bonos del Tesoro de los EE.UU. han venido aumentando, inclusive después de la caída de Lehman Brothers. China posee alrededor del 35 por ciento del total. En términos de variación, los bancos centrales de los BRIC y la OPEP explican el 63 por ciento del aumento de tenencias de bonos del Tesoro entre abril de 2008 y abril de 2009. (Gráfico 2).

Entre los mecanismos posibles para solucionar estos desequilibrios está el aumento del consumo en China. Sin embargo, se debe tomar en cuenta que en ese país el consumo es sólo 35 por ciento del PBI; y que *sus bancos tienen más experien-*

cia en conceder crédito a las empresas que a los consumidores. Es necesario introducir medidas como aumentar la seguridad social en salud y jubilación para disminuir el excesivo ahorro privado, el cual alcanza el 50 por ciento del PBI. Probablemente en el corto plazo el crecimiento del consumo seguirá siendo limitado en los países superavitarios (inclusive en Alemania y Japón). Adicionalmente, Edwards (2006)¹ sugiere que un mayor crecimiento en Europa y Japón sólo mejoraría modestamente la brecha externa de los EE.UU.

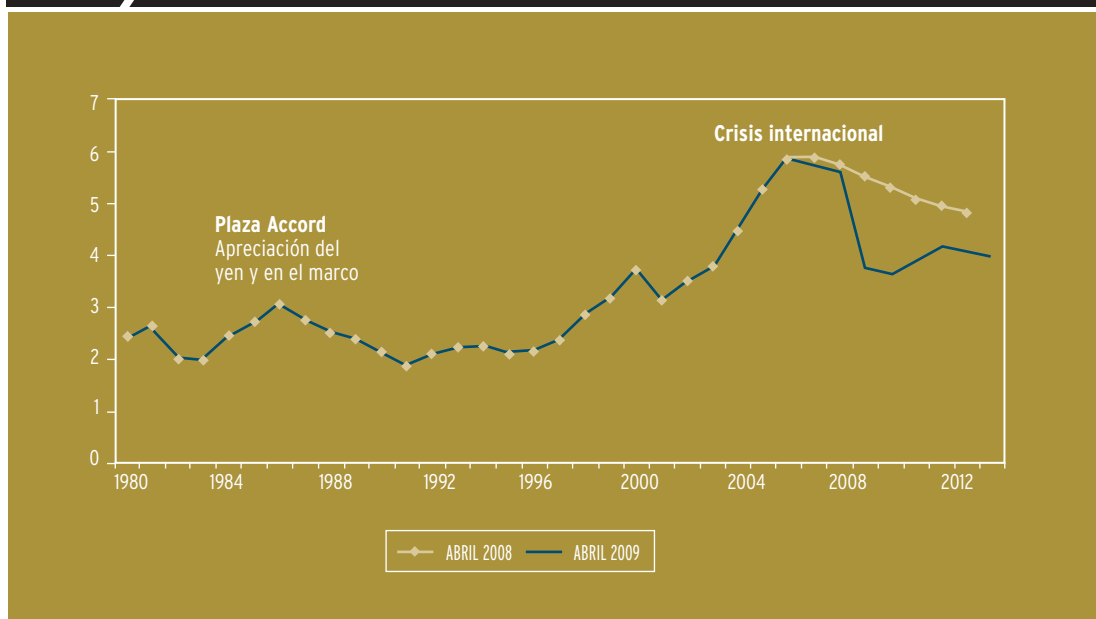
En este contexto, existe incertidumbre acerca de la fortaleza del dólar. ¿Es posible pensar en un cambio fundamental del sistema moneta-



Lo normal es diversificar el riesgo invirtiendo en varios activos



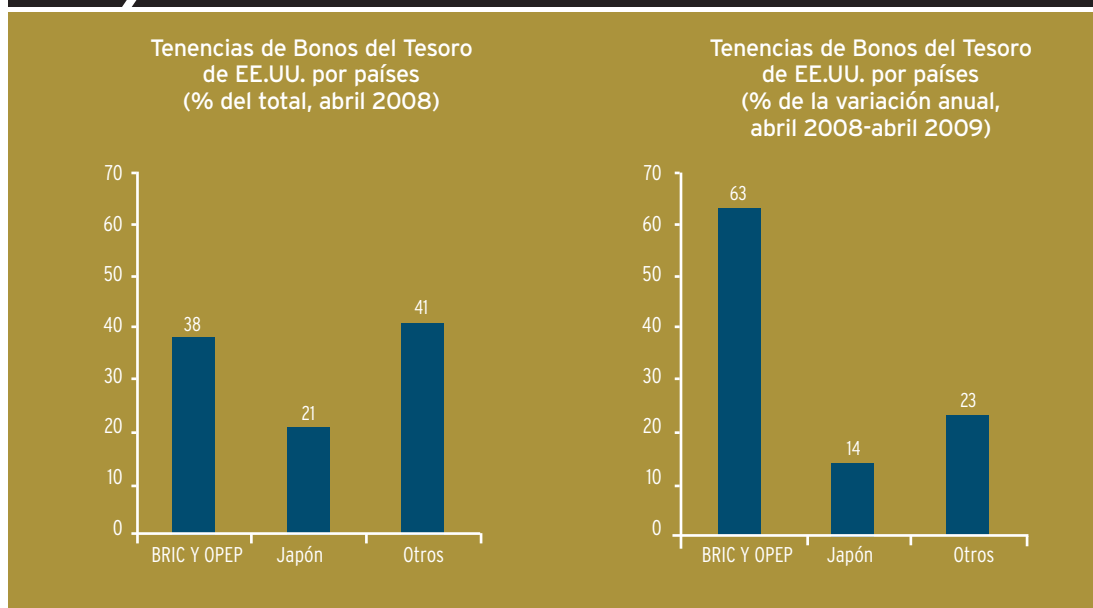
GRÁFICO 1 ■ Desequilibrios globales
(Valor absoluto de las cuentas corrientes como % del PBI)



FUENTE: FMI

¹ Edwards, Sebastián; "On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances"; Décima Conferencia Anual del Banco Central de Chile, noviembre de 2006.

GRÁFICO 2 ■ Tenencias de bonos del Tesoro de EE.UU.



FUENTE: TESORO EE.UU.

rio internacional? Según el doctor Velarde, es razonable suponer que el predominio del dólar seguirá, pero será menor al aumentar el número de monedas de reserva. Considera que *el dólar continuará siendo la principal moneda de reserva*, por el predominio de las inversiones en activos denominados en dólares, así como por su liquidez y profundidad de mercado; pero que durante los próximos años el uso de otras monedas como activos de reserva se ampliará más allá del euro, para incluir las monedas de varias economías emergentes, *probablemente comenzando por aquellas de países con grado de inversión y sin controles de capital*. Enfatizó que *lo normal es diversificar el riesgo invirtiendo en varios activos*; y, en una perspectiva histórica, recordó que el predominio de una sola moneda de reserva ha sido la excepción más que la regla (en el período entre las dos guerras mundiales existía un *duopolio* dólar-libra esterlina, el cual a su vez había reemplazado a un *oligopolio* libra esterlina-franco francés-marco alemán). En esta línea, sostuvo que *la innovación financiera – a pesar del rol desfavorable que se le ha adjudicado en la crisis actual – y la globalización hacen que todos nos parezcamos cada vez más*; y que posiblemente estos desarrollos fomentarán *el uso de activos denominados en varias decenas de monedas diferentes*. Comentó que actualmente el Banco de la República Popular China ya mantiene más del 44 por ciento de sus reservas en monedas diferentes del dólar; y recordó que, hace no mucho tiempo, era inconcebible que el gobierno peruano emitiera bonos a 30 años en moneda local y que un porcentaje elevado fuera absorbido por inversionistas extranjeros.

El doctor Velarde señaló también que, dentro de este proceso de diversificación, últimamente el Banco de la República Popular China ha buscado activamente establecer arreglos *swap* con varios países (principalmente en Asia y Latinoamérica), con el fin de aumentar la importancia internacional de su moneda. Asimismo, comentó que el Perú tiene acceso potencial a la nueva Línea de Crédito Flexible (FCL) del FMI, un instrumento precautorio destinado a economías con sólidos fundamentos macroeconómicos. En este punto, destacó los esfuerzos de las agencias multilaterales por flexibilizar y aumentar la provisión de recursos, para contribuir de manera más efectiva a la solución de la crisis global. Principalmente, aparte de la creación del FCL, los límites de acceso crediticio han sido elevados significativamente, se ha incrementado el financiamiento bilateral, se ha fortalecido la capacidad de crédito hacia los países de ingreso bajo y se ha aprobado un aumento sustancial de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG). También dijo que se ha sugerido que el FMI funcione como *prestamista de última instancia*, no sólo para países, sino para los bancos de mayor importancia internacional, lo cual tendría la ventaja de despolitizar el proceso de rescate financiero y encargarlo al personal técnico de dicha institución. Finalmente, siguiendo con el rol de las agencias multilaterales, señaló que es necesario reforzar su capacidad de mejorar la coordinación internacional en cuanto a políticas macroeconómicas y supervisión financiera, y de contribuir a solucionar distorsiones internacionales (principalmente proporcionar liquidez internacional a los mercados que la necesiten). ■

Perspectivas de la Economía MUNDIAL

MAURICIO DE LA CUBA *

Reseña de la presentación del doctor Nouriel Rubini,
profesor de la Universidad de Nueva York.

* Jefe del Departamento de Economía Mundial del BCRP.

Tres años atrás, al inicio de la corrección del mercado inmobiliario en Estados Unidos, Nouriel Roubini anticipó la severa recesión que terminaría extendiéndose a otras economías desarrolladas y afectaría seriamente el crecimiento de las economías emergentes. Este y otros pronósticos sobre la crisis financiera internacional han convertido a este economista de Harvard y profesor de la universidad de Nueva York en una de las 50 personas que más influyen en los mercados financieros internacionales¹.

En la ponencia inaugural del seminario El Sistema Monetario Internacional y la Situación de las Economías emergentes, Roubini planteó las interrogantes centrales sobre la situación de la economía mundial, sus perspectivas y los dilemas que enfrenta. Y, además, anticipó algunos pronósticos. Estas interrogantes y pronósticos pueden agruparse en cinco ejes temáticos: (i) el crecimiento actual y sus perspectivas; (ii) los riesgos al presente escenario de crecimiento; (iii) China y el desacoplamiento; (iv) la crisis y las economías emergentes y (v) la situación del sistema financiero internacional.

EL CRECIMIENTO ECONÓMICO Y SUS PERSPECTIVAS

Existe consenso de que, por su magnitud y duración, ésta es la crisis financiera más severa registrada desde la Gran Depresión y la peor recesión de los últimos 60 años. No existe consenso, sin embargo, sobre las perspectivas ni, por lo tanto, sobre la duración de esta recesión que, según las estimaciones del NBER, se inició a fines de 2007. Los indicadores económicos más recientes han sido relativamente favorables y han llevado a acuñar la expresión *green shoots* (brotes verdes) para describir la percepción de muchos economistas de que lo peor de la crisis ya pasó y de que la recuperación estaría próxima. Roubini, con los mismos indicadores, tiene otra lectura: *más que signos de esperanza o brotes verdes (green shoots), nosotros tendremos todavía muchas malas hierbas (yellow weeds)*. Predice, que la recesión va a finalizar hacia fines de año.

Pero, más allá de cuánto dure la recesión y de la forma que ésta tenga, Roubini plantea que la pregunta más importante es qué tan vigorosa o débil será la recuperación que la suceda. En opinión de Roubini, en el caso de las economías desarrolladas, esta recuperación será relativamente modesta y por debajo de la tendencia. Considera que Estados Unidos crecerá alrededor de uno por ciento en los próximos dos años. El alto nivel de endeudamiento, no sólo del sector privado, es un factor que afectará la tasa de crecimiento, una vez que la recesión haya concluido. *Esta no es sólo una crisis de liquidez, una crisis emotiva (animal spirits); es mayormente una crisis de apalancamiento (...) la necesidad de dismantelar esto va a implicar un menor crecimiento del consumo y una desaceleración en la capacidad de gasto.*



Esta no es sólo una crisis de liquidez, una crisis emotiva (animal spirits); es mayormente una crisis de apalancamiento



LOS RIESGOS Y LOS RETOS PARA EL CORTO Y EL MEDIANO PLAZO

Uno de los factores de incertidumbre y riesgo es la inflación. Un proceso inflacionario constituiría un limitante para la aplicación de políticas anticíclicas mientras que un proceso deflacionario podría llevar a una postergación del gasto y, de este modo, tendería a acentuar la recesión.

En la actualidad, existe el debate sobre cuál será la evolución de los precios. Por un lado, el estímulo fiscal y monetario puede generar presiones al alza pero, por otro, el exceso de capacidad instalada y la situación del mercado laboral generan presiones a la baja. Según Roubini, al menos en el corto plazo, estos últimos dos factores prevalecerían: *Hay una masiva poca actividad en el mercado laboral, donde los trabajadores no tienen ninguna capacidad para fijar precios, aceptando menores salarios como una forma de compartir el dolor de las firmas (...)* Así, *la poca actividad en los mercados de bienes y laboral implica enormes presiones deflacionarias.*

Pero en el mediano plazo la situación puede ser diferente. Existe el riesgo de inflación y no sólo en Estados Unidos, pues los altos déficit fiscales en gran parte están siendo monetizados directa e indirectamente por los respectivos bancos centrales. Roubini señala que la monetización de este déficit fiscal va a aumentar la inflación esperada, incluso antes de que aumente la inflación actual. Estos riesgos de inflación llevan, a su vez, a plantear cuál es la estrategia óptima de salida a estas políticas contracíclicas, tanto en el campo monetario como fiscal.

Si el estímulo monetario y fiscal se retira demasiado pronto, se podría terminar en una recesión como sucedió en Japón. Por otro lado, si se deja que los déficit fiscales sigan siendo muy grandes, la preocupación

¹ Encuesta de Institucional Investor para el año 2009.

por la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo y por los efectos inflacionarios a largo plazo de la monetización de este déficit fiscal podría hacer subir las tasas de interés, con el consecuente impacto sobre el gasto privado. *El camino exacto para salir de este sobreendeudamiento monetario y fiscal, sin caer en una recesión o inflación ni en otros tipos de recesión, va a ser muy difícil*, señaló Roubini.

CHINA Y EL DESACOPLAMIENTO

Ante la probabilidad de que la recuperación de EE.UU. sea bastante débil, la evolución de China será fundamental para mejorar las perspectivas de crecimiento mundial. Por ello una pregunta central es qué tanto China, como otras economías emergentes puedan desacoplarse de lo que suceda en las economías desarrolladas.

A diferencia de otras crisis, la presente crisis financiera tuvo su centro en las economías desarrolladas (Estados Unidos, el Reino Unido y Europa) y no en las economías emergentes. Al inicio de la corrección del mercado inmobiliario de Estados Unidos, muchos economistas esperaban que las economías emergentes no se vieran seriamente afectadas.

Esta hipótesis del decoupling fue perdiendo validez poco después, y en particular luego de la quiebra del banco Lehman Brothers. También afectó a través de los canales comercial y financiero conocidos a los mejores fundamentos de las economías emergentes lo que se reflejó en una desaceleración del crecimiento muy por encima de lo previsto e incluso en una franca recesión en algunos de ellos. Ahora, en cambio, debido a las políticas de estímulo fiscal y monetario, las expectativas de crecimiento de muchas economías emergentes (incluyendo a China e India) han mejorado.

Roubini señala algunos puntos de preocupación respecto a la recuperación de China. Si ese país creció a tasas altas fue en gran parte porque durante la última década, EE.UU. fue el gran consumidor mundial. En la actualidad, con el consumo de EE.UU. contraído (y con las perspectivas de que no se recupere a tasas altas una vez que se salga de la recesión), existe el riesgo

de que el crecimiento de las economías emergentes, en particular de China, pueda generar un exceso de oferta. Para evitar ello, el crecimiento de la producción de China debería estar acompañado de una expansión de su demanda interna. *Mucho de lo que China está haciendo ahora es tratar de impulsar el crecimiento del PBI por el lado de la oferta, otorgando dinero y crédito a las empresas de propiedad estatal*. Según Roubini, los esfuerzos del gobierno de China parecen aún insuficientes para incentivar en forma suficiente la demanda interna y se requieren reformas de más largo plazo en particular en los campos de la seguridad social, la salud pública y la educación que son claves para dinamizar el consumo en un país donde este apenas representa el 35% del producto.

LAS ECONOMÍAS EMERGENTES Y LA CRISIS INTERNACIONAL

Un hecho evidente es que, como se ha señalado anteriormente, esta crisis afectó a todas las economías emergentes y no sólo a aquellas economías con fundamentos más débiles como varias economías de Europa emergente donde el elevado déficit en cuenta corriente y fiscal estuvo acompañado con financiamiento de corto plazo y sobrevaluación de las monedas.

Pero, frente a este nuevo entorno, se dio una característica, en muchos casos inédita, para las economías emergentes: la aplicación de políticas anticíclicas por parte de aquellas economías que tuvieron un manejo macroeconómico responsable durante el período de alto crecimiento mundial. Varias economías de América Latina, señala Roubini, se encuentran entre aquellas que en la última década introdujeron reformas macroeconómicas y financieras y fueron construyendo una política de credibilidad que les ha permitido enfrentar en forma más adecuada la presente crisis.

Asociado a lo anterior, es importante notar que en la actual coyuntura de crisis, los países han utilizado las reservas acumuladas, como una forma de autoseguro. La lección que nos deja esta crisis es que: *tener más reservas, es más útil que tener menos*. En forma complementaria a esta política, las facilidades crediticias se han fortalecido en la última década. Muestra de ello, según Roubini, son las líneas *swap* entre los bancos centrales tanto de economías avanzadas cuanto de economías emergentes y la creación, por parte del FMI, de una nueva línea de crédito flexible que provee de grandes cantidades de dinero sin condiciones para economías emergentes con buenos fundamentos macroeconómicos y financieros. El apoyo para las economías en problemas también ha aumentado. Roubini da el siguiente ejemplo: *En 1997, Corea, que es un país grande, apenas obtuvo US\$ 10 mil millones del FMI, y sólo una muy pequeña parte de él fue anticipada. En esta ocasión, un pequeño país como Rumanía, probablemente diez veces más pequeño que Corea, ha recibido US\$ 20 mil millones de dólares del programa del FMI, y si nos fijamos en*

CHINA. Su evolución será fundamental para mejorar las perspectivas de crecimiento mundial.





EL DÓLAR. En perspectiva, sigue teniendo futuro como moneda de reserva.

el tamaño de estos programas del FMI, en Letonia, Rumania, Hungría, Ucrania y Pakistán, como parte de la cuota, sin duda, el tamaño de estos programas ha sido mucho mayor que en el pasado.

Estos aspectos han permitido una mejor respuesta frente a la crisis, aunque todavía habría una agenda pendiente para lograr una respuesta óptima ante requerimientos financieros. Con relación a esto último, Roubini destaca otra diferencia respecto a crisis anteriores: las necesidades de financiamiento en moneda extranjera de las economías emergentes estuvieron más centradas en el sector privado (en particular el sector corporativo) debido a la acumulación de préstamos en moneda extranjera por parte de los bancos y no, como en otras experiencias, en el sector público.

LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES, EL FUTURO DEL DÓLAR Y EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.

Hay consenso de que estos desajustes globales fueron uno de los factores que contribuyeron a que, en forma indirecta, se desencadenara la crisis. El exceso de ahorro en China, Asia y otros países emergentes, entre otros factores, contribuyeron a mantener bajas las tasas de largos plazos, incluso cuando la FED, en 2004, inició el retiro gradual del estímulo monetario. Ello llevó a que el apalancamiento financiero se prolongara por mayor tiempo. Roubini se pregunta si la caída reciente del déficit comercial de EE.UU. se debe sólo a factores cíclicos y si es posible que la recuperación de la economía traiga consigo nuevamente un aumento de las importaciones, así como también importantes desajustes. A ello se suma el hecho, aparentemente paradójico, de que los flujos de capitales han fluido desde las economías emergentes hacia las desarrolladas, en particular hacia EE.UU.

Asociado a lo anterior se plantea una pregunta que fue central durante el desarrollo de todo el seminario: las perspectivas del dólar como moneda de reserva. Roubini señaló que la caída del dólar, en caso ésta se produjera, ocurriría al menos en la próxima década o más. *Cualquier cambio, siempre y cuando*



Varias economías de América Latina aplicaron responsablemente políticas que les han permitido enfrentar en forma más adecuada la presente crisis.



se produzca, no va a ocurrir de la noche a la mañana, pero sin duda hay una creciente preocupación por el sistema financiero mundial, que está dominada por el dólar estadounidense y por países que sostienen muy grandes déficit de cuenta corriente y fiscales. Y estos países han sido objetos de una crisis económica muy importante. Una corrección de estos desbalances globales es un factor de riesgo para el crecimiento mundial y para el dólar.

El futuro del dólar, y su eventual desplazamiento por otras monedas o por los Derechos Especiales de Giro (DEG), fueron parte central de la discusión durante los dos días del seminario. Esta discusión, se enmarcó dentro de un tema más amplio: la reforma del sistema financiero internacional. Según Roubini, esta reforma no sólo abarcaría posibles cambios en las monedas que asumirían el rol de reserva de valor sino también la forma de gobierno de la política económica internacional, en la cual las economías emergentes deberían tener un rol creciente en línea con su mayor participación en la economía mundial. También incluyó discusiones sobre la reforma del sistema de supervisión y regulación de las instituciones financieras para evitar etapas de auge y posteriores periodos de crisis financiera. ■

A cumulación DE RESERVAS, desequilibrios globales y la “trampa del dólar”

CARLOS PEREYRA *

Reseña de la presentación del doctor Felipe Larraín,
profesor de la Universidad Católica de Chile.

* Especialista Senior en Economía Internacional del BCRP.

La presentación del doctor Larraín trató sobre la acumulación de reservas, los desequilibrios globales y la “trampa del dólar”. Sobre el primer tema, señaló que *existe un proceso muy claro de acumulación de reservas como seguro contra choques*. Como respuesta a la mayor volatilidad del producto, tanto en las economías avanzadas cuanto en las economías emergentes y en desarrollo, las reservas mundiales llegaron a US\$ 6,6 billones en el primer trimestre de 2009 (US\$ 2,5 billones en el primer grupo y US\$ 4,1 billones en el segundo). Es decir, las economías, sobre todo las economías emergentes, se han venido auto-asegurando contra choques exógenos. China mantiene alrededor de US\$ 2 billones en reservas (cerca de 30 por ciento de las reservas mundiales). Japón se aproxima a US\$ 1 billón y siguen Rusia, Taiwán, India, Corea y Singapur en una escala menor. (Gráfico 1).

¿Cuál es la alternativa a la acumulación de reservas? El doctor Larraín señala las líneas de crédito de las instituciones financieras internacionales; arreglos *swap* entre bancos centrales (hasta ahora llevados a cabo sobre una base “caso por caso”, de una manera no institucionalizada) y la propuesta de crear un fondo de países emergentes. Sin embargo, estos arreglos *no son sustitutos perfectos para las reservas*. Para un país es mejor, en términos de flexibilidad, mantener reservas que acceder a un fondo. Dicho acceso probablemente esté sujeto a cierta condicionalidad. También está el tema del riesgo moral (inherente a cualquier esquema de seguro), así como el problema de capitalizar un fondo con suficientes recursos para evitar su agotamiento en tiempos de crisis. En opinión del doctor Larraín, este tipo de arquitectura para países emergentes es difícil.

El segundo tema se refiere a los grandes desequilibrios globales, los cuales claramente constituyen una

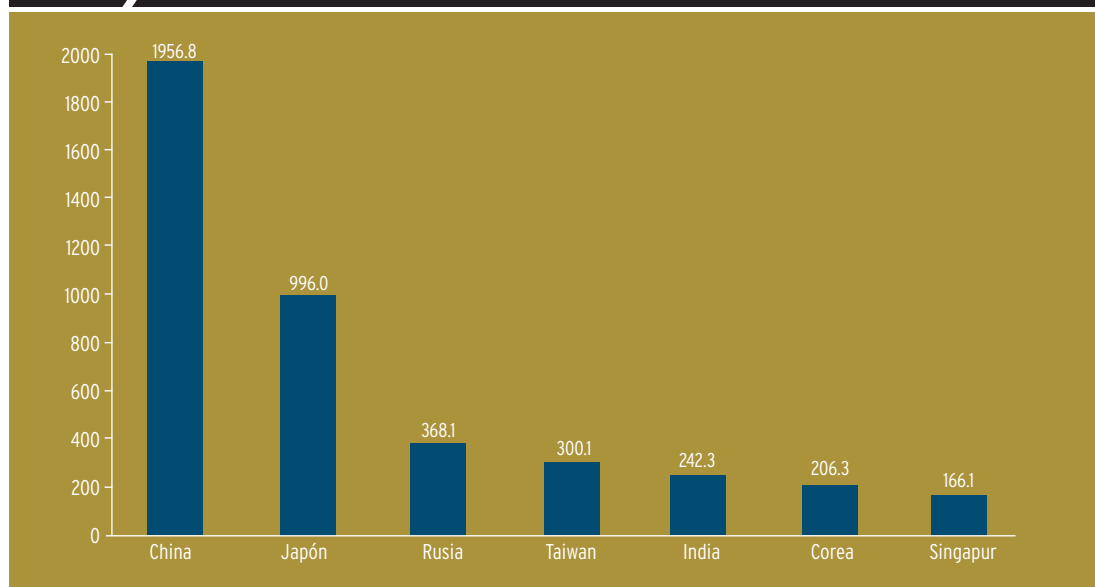
amenaza para el sistema monetario internacional. Como resultado de la respuesta de política a la crisis, recientemente ha ocurrido una “explosión” de la base monetaria de los EE.UU. Ésta ha aumentado alrededor de 100 por ciento en los últimos doce meses, lo que ha generado preocupación entre los países que mantienen reservas en dólares, por el peligro de un aumento de la inflación en los EE.UU. y de una posible depreciación del dólar. Cabe plantear si, cuando la situación de la economía global se normalice, *la Reserva Federal de los EE.UU. tendrá la capacidad de retirar esta liquidez del mercado antes de que provoque inflación*. (Gráfico 2).

El problema no sólo está en el lado monetario, sino en el balance fiscal, que debe llegar a 12 por ciento del PBI en 2009 y a ocho por ciento el próximo año. El nivel de deuda pública bruta de EE.UU. se aproxima al 100 por ciento del PBI. (Gráfico 3).

Es cierto que hay casos que muestran que es posible mantener niveles altos de deuda pública (aproximadamente 200 por ciento en el Japón). Sin embargo, en EE.UU. la brecha en cuenta corriente (el “déficit gemelo” de la brecha fiscal), es la más grande del mundo (más de \$700 billones en 2008). Se ha señalado que los déficit y los superávit globales se han reducido significativamente en este año, pero *es prudente evitar un excesivo optimismo*. Puede tratarse simplemente de una bajada cíclica. Es decir, puede ser que cuando la situación retorne a la normalidad, las brechas recuperen los niveles previos a la crisis, en vez de mantenerse en los niveles de los últimos trimestres.

¿Cómo conservar las brechas multilaterales en niveles sostenibles? Los dos mecanismos principales deben ser rebalancear el crecimiento y realinear los tipos de cambio. Para lograr lo primero, los países deficitarios necesitan gastar y crecer menos. Los estimados no son

GRÁFICO 1 Principales tenedores de Reservas Internacionales
(Miles de millones US\$)



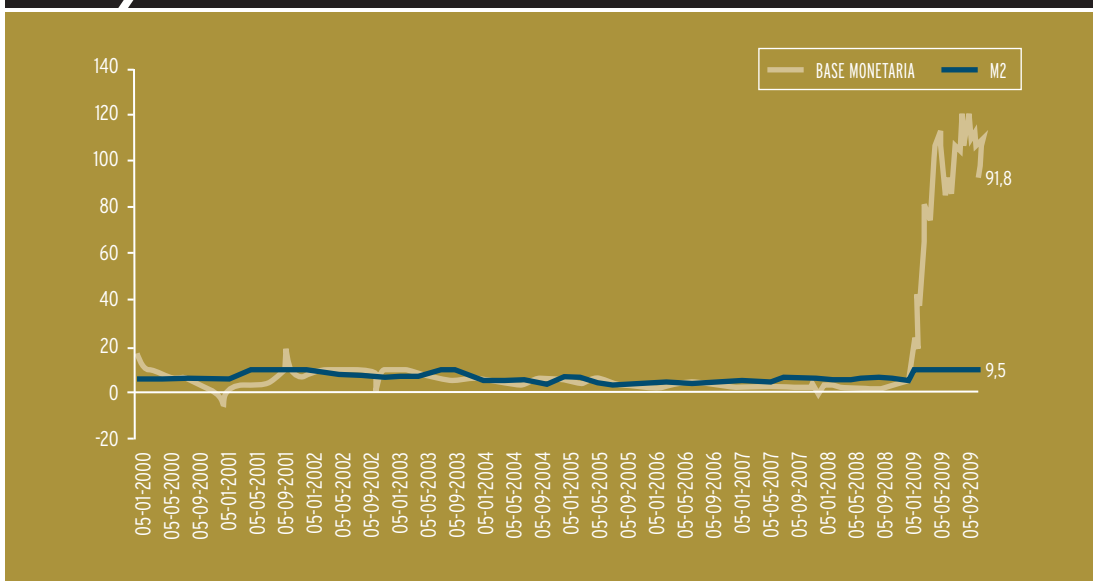
FUENTE: FMI

muy optimistas, porque para una reducción de uno por ciento en el crecimiento de un país, el déficit en cuenta corriente disminuye sólo en $\frac{1}{4}$ de punto porcentual, lo cual es muy bajo. Por lo tanto, *no basta con rebalancear el crecimiento, sino que se requiere un realineamiento cambiario*. La pregunta principal en este campo es contra quién se va a hacer ese *realineamiento*. El yuan se ha apreciado casi 18 por ciento entre junio de 2005 y agosto de 2008, pero desde entonces prácticamente no ha variado. El problema es que, sin bien el euro puede *realinearse*, el gran déficit no es contra Europa, sino que más del 60 por ciento proviene de los países del Asia, cuyas monedas son manejadas. (Gráfico 4).

El último punto trata sobre el presente y el futuro

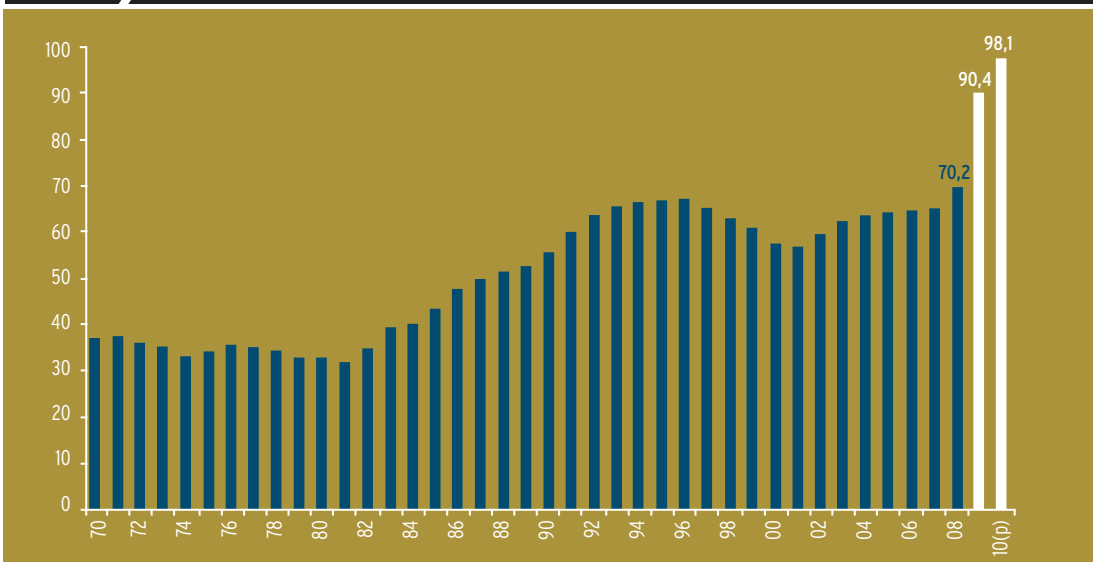
de las monedas de reserva en este contexto de incremento de reservas y desequilibrios globales. Es cierto que ha habido una cierta reducción en el peso del dólar entre las reservas internacionales pero, según información reciente (primer trimestre de este año), *todavía constituye el 65 por ciento del total*. (Gráfico 5). Es decir, el proceso es sumamente lento (en 2000 era 71 por ciento y en 2003 era 69,5 por ciento, es decir, un ritmo muy gradual). ¿Quién podría liderar el cambio? En opinión del doctor Larraín, entre las posibilidades disponibles (que incluyen el euro, el yen, el yuan y las monedas de los BRIC) *el DEG es el mejor candidato*. Éste tiene a su favor el hecho de ser *una moneda supranacional, no contaminada por las*

GRÁFICO 2 ■ Explosión de la base monetaria de EE.UU.
(Variación % anual, Mh al 24-06-2009, M2 al 15-06-2009)



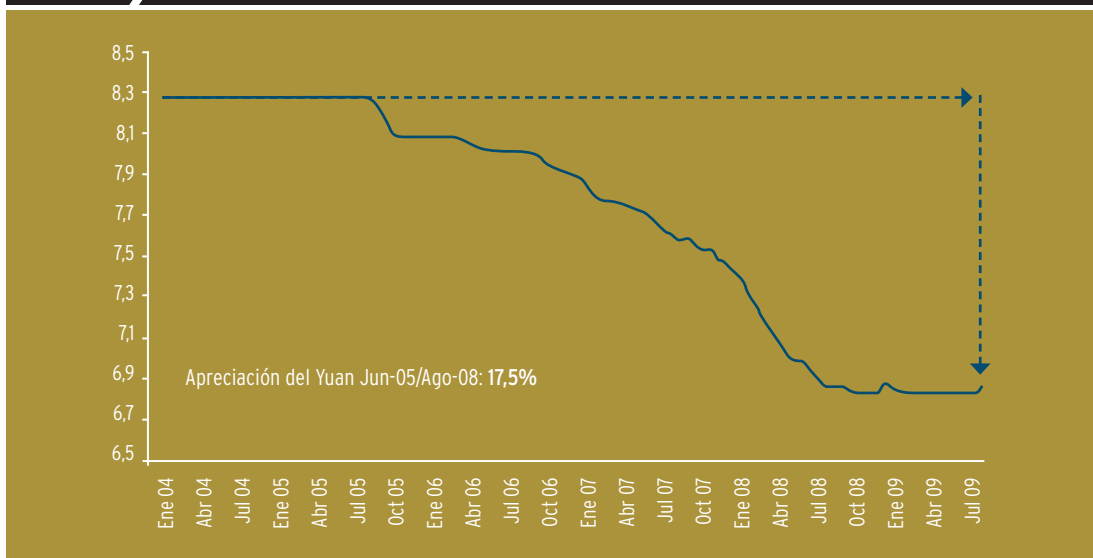
FUENTE: ST. LOUIS FED

GRÁFICO 3 ■ Deuda pública de EE.UU.
(% del PBI)



FUENTE: OFFICE OF MANAGEMENT AND BUDGET

GRÁFICO 4 ■ Tipo de cambio nominal: Yuan (Yuan/US\$)



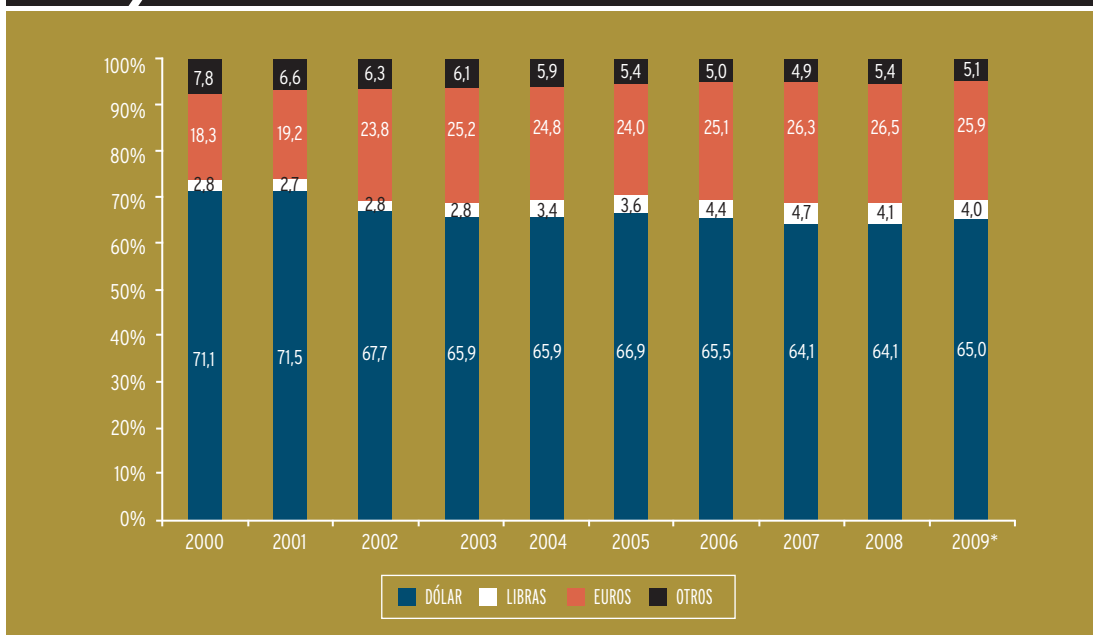
políticas locales de los países. Sin embargo, sería necesario promover activamente su uso, por ejemplo, mediante la creación de instrumentos financieros denominados en DEG, la fijación de los precios de los *commodities* en DEG, etc. Además, se requeriría una canasta de monedas más variada para determinar el valor del DEG.

El doctor Larraín también discutió propuestas para disciplinar no sólo a los países deficitarios, sino también a los superavitarios. Comentó que *existe una propuesta de impuesto para países con superávit crónico*. Es decir, en un sistema basado en el DEG, se debe ayudar a los países que experimenten una desacumu-

lación, pero hay que vigilar a quienes generen superávit. Por ello, se sugiere la posibilidad de cobrar un impuesto de hasta 50 por ciento de la acumulación de DEG por encima de cierto nivel, para distribuirlo entre los países que necesiten esos DEG.

Finalmente, el doctor Larraín prevé un escenario en el que *el dólar seguirá siendo la moneda principal de reserva, pero con creciente competencia*. Sin embargo el proceso será lento, en parte por los intereses de los países que conservan grandes cantidades de reservas en dólares. ■

GRÁFICO 5 ■ Monedas de reserva (Composición internacional)



*DATOS PARA EL PRIMER TRIMESTRE
FUENTE: FMI