



Supremacía DEL DÓLAR, por defecto

Eswar Prasad

Tras la crisis financiera mundial, los mecanismos cambiarios internacionales han quedado bajo la lupa

EL DÓLAR ha sido la moneda de reserva mundial por excelencia durante la mayor parte del último siglo. Su predominio se consolidó gracias a la percepción entre los inversionistas internacionales, incluidos los bancos centrales extranjeros, de que los mercados financieros de Estados Unidos son un refugio seguro. Esa percepción ha impulsado ostensiblemente una proporción significativa de los flujos de capital hacia Estados Unidos, que han crecido vigorosamente en los últimos dos decenios. Muchos creen que esta preponderancia del dólar ha permitido al país vivir por encima de sus posibilidades, acumulando considerables déficits en cuenta corriente financiados con préstamos del resto del mundo a bajas tasas

de interés, situación que algunos países han tildado de “privilegio exorbitante”.

Además, el hecho de que un país rico como Estados Unidos haya sido un importador neto de capitales provenientes de países de mediano ingreso como China es visto como un claro ejemplo de los desequilibrios de cuenta corriente a nivel mundial. Ante tal incremento de los flujos de capital —contrario a la predicción tradicional de que el capital debe fluir de los países más ricos a los más pobres— se ha instado a reestructurar las finanzas mundiales y reconsiderar las funciones e importancia relativa de las diversas monedas de reserva.

La crisis financiera de 2008–09, cuyas repercusiones siguen reverberando en todo el mundo, intensificó las especulaciones acerca

de un futuro desplazamiento del dólar como principal moneda internacional.

En efecto, hay indicios de que el estatus del dólar estaría en peligro. Estados Unidos sufre un alto y creciente nivel de deuda pública. El monto bruto de la deuda pública se ha elevado a US\$16,8 billones (gráfico 1), nivel aproximadamente igual al producto anual de bienes y servicios del país. El uso decidido de

En general, los extranjeros han incrementado fuertemente sus tenencias de activos financieros de Estados Unidos.

políticas monetarias no convencionales por parte de la Reserva Federal, el banco central de Estados Unidos, ha incrementado la oferta de dólares y creado riesgos en el sistema financiero. Además, debido a la parálisis del proceso político, la formulación de políticas se ha tornado ineficaz y, en algunos casos, contraproducente para fomentar la recuperación económica. También se teme que el reciente ajuste fiscal haya restringido la capacidad del gobierno para emprender gastos en ámbitos tales como educación e infraestructura que inciden en el crecimiento de la productividad a largo plazo.

Todos estos factores deberían haber disparado una caída de la economía de Estados Unidos y acelerado la pérdida de importancia del dólar. Pero la realidad es absolutamente distinta. El predominio del dólar como moneda de reserva prácticamente no se ha visto afectado por la crisis financiera mundial. Su proporción en las reservas mundiales de divisas no solo varió apenas moderadamente en la década anterior a la crisis sino que se ha mantenido estable en torno al 62% desde que esta se inició (gráfico 2). En general, los extranjeros han incrementado fuertemente sus tenencias de activos financieros de Estados Unidos, y hoy poseen casi US\$5,6 billones en títulos públicos de Estados Unidos (gráfico 3), frente a US\$1 billón en 2000. Durante y después de la crisis (desde fines de 2006), los inversionistas externos adquirieron US\$3,5 billones en títulos del Tesoro. Aun cuando el stock de deuda federal del país ha venido creciendo, la participación extranjera ha aumentado sostenidamente en la porción de esa deuda que está en poder de “tenedores privados” (no de otros sectores del gobierno de Estados Unidos o de la Reserva Federal), hasta representar hoy un 56%. En cierto sentido, entonces, el papel del dólar como moneda de reserva dominante se ha fortalecido desde la crisis.

¿Cómo sucedió esto, contra toda lógica? ¿Es sostenible tal situación?

La carrera hacia la seguridad

Un cambio notable que registró la economía mundial en la última década y media es la creciente importancia de las economías de mercados emergentes, las cuales, con China e India a la cabeza, aportaron una parte sustancial del crecimiento del PIB mundial durante ese período. Es interesante destacar que la crisis no impidió a estos países permitir un movimiento más libre del capital financiero a través de sus fronteras. Si bien esto podría parecer riesgoso,

los mercados emergentes han logrado modificar la composición de sus pasivos externos, pasando del endeudamiento a formas más seguras y estables de ingreso de capitales, como la inversión extranjera directa. De todos modos, si bien su vulnerabilidad a las crisis cambiarias ha disminuido, con esa mayor afluencia de capital estas economías enfrentan nuevos peligros, tales como un alza de inflación y ciclos de auge y caída de los mercados de activos.

La crisis financiera mundial desbarató las nociones convencionales acerca de la cantidad de reservas que necesita una economía para resguardarse de los efectos de contagio en tales situaciones. Al tratar de proteger sus monedas del derrumbe, incluso los países que contaban con un gran arsenal de reservas vieron que estas se contraían rápidamente. Trece economías perdieron entre una cuarta parte y un tercio de su acopio de reservas en alrededor de ocho meses durante el peor momento de la crisis.

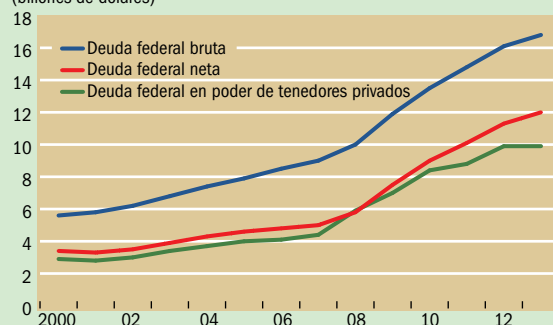
El creciente nivel de apertura financiera y exposición a flujos de capital volátiles ha incrementado la demanda oficial de

Gráfico 1

Una deuda cada vez mayor

La deuda pública bruta de Estados Unidos es de alrededor de US\$16,8 billones, suma equivalente a su PIB anual.

(billones de dólares)



Fuente: *Treasury Bulletin* (boletín del Tesoro de Estados Unidos), diciembre de 2013, cuadros OFS-1, OFS-2 y FD-1.

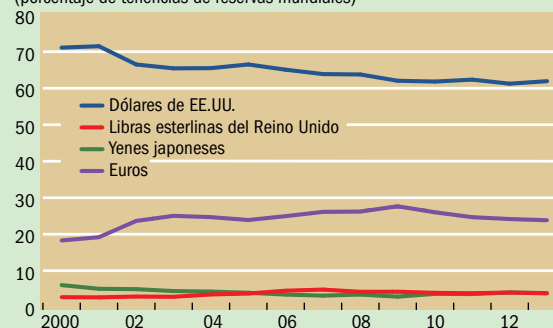
Nota: La deuda bruta comprende la deuda intragubernamental, incluida la deuda en poder de los fondos fiduciarios de la Seguridad Social. La deuda neta incluye las tenencias de títulos del Tesoro de Estados Unidos en poder de la Reserva Federal. Los datos correspondientes a 2013 llegan hasta junio.

Gráfico 2

Sin ceder terreno

El predominio del dólar como moneda de reserva mundial ha declinado solo moderadamente en la última década.

(porcentaje de tenencias de reservas mundiales)



Fuente: FMI, base de datos Composición de las Reservas Oficiales de Divisas (COFER). Nota: Se muestran solo las cuatro principales monedas de reserva.

activos financieros seguros, inversiones que al menos protejan el principal de los inversionistas y sean relativamente líquidas (es decir, fácilmente negociables). Las economías de mercados emergentes tienen un incentivo más fuerte que nunca para acumular grandes reservas de divisas y protegerse así de los efectos de dicha volatilidad; y efectivamente desde 2000 han sumado alrededor de US\$6,5 billones a sus reservas, correspondiendo a China alrededor de la mitad de ese aumento (gráfico 4).

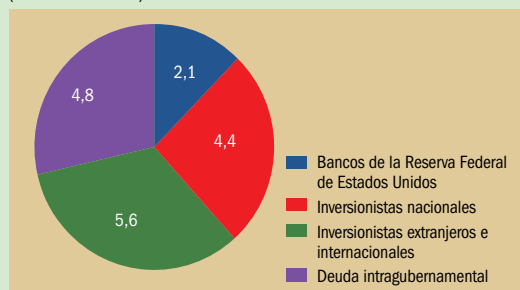
Asimismo, muchos de esos países, así como algunas economías avanzadas tales como Japón y Suiza, han venido interviniendo fuertemente en los mercados de cambio, comprando divisas para limitar la apreciación de sus propias monedas y proteger así la competitividad de sus exportaciones. Tal intervención también implica una acumulación de reservas, que deben ser colocadas en activos seguros y líquidos, generalmente bonos públicos, cuya demanda resulta entonces cada vez mayor.

Gráfico 3

Títulos de gran popularidad

Los inversionistas extranjeros e internacionales poseían US\$5,6 billones en títulos públicos de Estados Unidos a fines de 2012, frente a US\$1 billón en 2000.

(billones de dólares)



Fuente: *Treasury Bulletin*, boletín del Tesoro de Estados Unidos, junio de 2013, cuadros OFS-1, OFS-2 y FD-1.

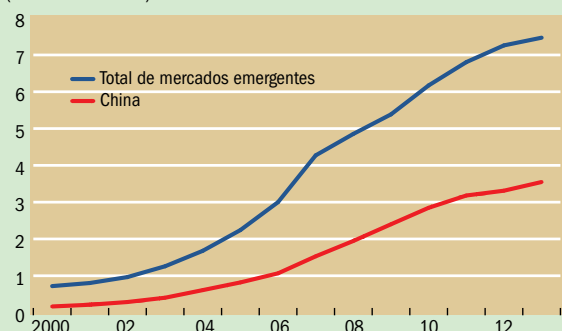
Nota: Los inversionistas extranjeros incluyen organismos oficiales tales como bancos centrales extranjeros y fondos soberanos de inversión.

Gráfico 4

Más acumulación

Las economías de mercados emergentes han sumado alrededor de US\$6,5 billones a sus reservas desde 2000. Alrededor de la mitad de ese monto corresponde a China.

(billones de dólares)



Fuentes: FMI y Banco Popular de China.

Nota: Los datos sobre reservas de divisas correspondientes a 2013 abarcan hasta el segundo trimestre inclusive.

A esa creciente demanda se suman las reformas regulatorias que exigen a las instituciones financieras mantener activos seguros y líquidos como protección frente a cualquier shock adverso. Además, en tiempos de turbulencia financiera internacional, los inversionistas privados de todo el mundo también buscan ese tipo de activos.

Todo esto ha producido un desequilibrio: la oferta de activos seguros ha declinado, aun cuando su demanda se ha disparado. La crisis vapuleó la idea de que los títulos valores del sector privado, incluso los emitidos por empresas e instituciones financieras incuestionablemente sólidas, pueden considerarse activos seguros. Al mismo tiempo, los bonos públicos de muchas economías importantes —como las de la zona del euro, Japón y el Reino Unido— también lucen más endeble tras la crisis, ya que esos países enfrentan perspectivas de un débil crecimiento y una carga de deuda en fuerte alza. Por la profundidad de sus mercados financieros y una deuda pública en aumento, el gobierno de Estados Unidos ha consolidado así su posición como el principal proveedor mundial de activos seguros.

Paradojas

¿Tiene sentido que otros países compren cada vez más deuda pública de Estados Unidos y la consideren segura cuando esa deuda crece vertiginosamente y podría amenazar la solvencia fiscal? La alta proporción de tenedores extranjeros representa una tentación para que Estados Unidos recorte sus pasivos simplemente imprimiendo más dólares, lo cual reduciría el valor real (descontada la inflación) de la deuda, e implícitamente incumpliría parte de sus obligaciones hacia esos inversionistas. Pero tal opción, aunque tentadora, en última instancia no sería conveniente, porque alimentaría la inflación y afectaría también a los inversionistas de Estados Unidos y a su economía.

El delicado equilibrio político interno explica por qué resulta racional que los inversionistas externos sigan confiando en que Estados Unidos no reducirá con medidas inflacionarias el valor de sus tenencias de deuda del Tesoro. Los tenedores nacionales de esa deuda incluyen a jubilados, fondos de pensiones, instituciones financieras y compañías de seguros, todo un poderoso conglomerado de electores que inflingirían un enorme costo político al gobierno de turno si la inflación se disparara. Esto otorga a los inversionistas extranjeros cierta garantía de que el valor de sus inversiones en Estados Unidos estará protegido.

Aun así, los países de mercados emergentes se sienten frustrados por no poder guardar la mayor parte de sus reservas en otro lugar que no sean los activos en dólares, especialmente cuando las tasas de interés de los títulos del Tesoro han permanecido bajas durante un período prolongado, manteniéndose apenas a la par de la inflación. Esta frustración se agudiza ante la desconcertante perspectiva de que, pese a su fortaleza como moneda de reserva dominante, el dólar probablemente perderá valor en el largo plazo. Se prevé que China y otros importantes mercados emergentes seguirán registrando una mayor tasa de crecimiento de la productividad que Estados Unidos, de modo que una vez que los mercados financieros mundiales se tranquilicen, el dólar tenderá a volver a la depreciación gradual que ha experimentado desde principios de los años 2000. Es decir, como los inversionistas extranjeros quedan expuestos a recibir un monto menor, medido en función de sus monedas nacionales, cuando finalmente vendan sus inversiones en dólares, parecen

entonces estar dispuestos a pagar un alto precio —invirtiendo en títulos del Tesoro de Estados Unidos con un bajo rendimiento en lugar de hacerlo en inversiones de mayor rentabilidad— para mantener esos activos que en todo lo demás se consideran seguros y líquidos.

Competidores

Un país cuya moneda sirve como moneda de reserva obtiene beneficios tangibles e intangibles. Además del prestigio que le otorga dicha condición, también puede acceder a financiamiento barato en su moneda nacional y obtener ingresos por señoreaje —la diferencia entre el poder adquisitivo del dinero y el costo

Inversionistas de todo el mundo han pasado a depender de activos financieros denominados en dólares de EE.UU.

de producirlo— provenientes tanto de los tenedores locales de la moneda como de los externos.

Otras grandes economías avanzadas tienen mercados financieros mucho más pequeños o bien, como en el caso de Europa y Japón, perspectivas de crecimiento a largo plazo relativamente endebles y elevados niveles de deuda pública. Por ello, es improbable que esas monedas recuperen pronto su antiguo esplendor. Pero teniendo en cuenta cómo se ha beneficiado el dólar gracias a su condición de moneda de reserva, en principio habría nuevos competidores buscando participar de esos beneficios.

Uno de los posibles competidores del dólar es el renminbi chino. China es la segunda economía del mundo y va camino a convertirse en la más grande durante la próxima década. El gobierno chino está adoptando muchas medidas para promover el uso del renminbi en transacciones financieras y comerciales internacionales, medidas que ganan impulso rápidamente dado el tamaño mismo de la economía y sus avances en el comercio internacional. Si se eliminan las restricciones a la movilidad transfronteriza del capital y se instauro la libre convertibilidad de la moneda, el renminbi también pasará a ser una moneda de reserva viable.

Sin embargo, dados el limitado desarrollo del mercado financiero y la estructura de las instituciones políticas y jurídicas de China es improbable que el renminbi se convierta en un importante activo de reserva al que se vuelquen los inversionistas extranjeros, incluidos otros bancos centrales, para resguardar sus fondos. En el mejor de los casos, el renminbi erosionará la preeminencia del dólar, pero sin comprometerla significativamente. Ninguna otra economía de mercado emergente está en condiciones de lograr que su moneda ascienda a la categoría de reserva, mucho menos de plantear un desafío para el dólar.

Por supuesto, el predominio del dólar como reserva de valor no necesariamente se traduce en una preponderancia continuada en otros aspectos. Sus funciones como medio de cambio y unidad de cuenta probablemente declinarán con el tiempo. El desarrollo de los mercados financieros y las innovaciones tecnológicas que

facilitan la realización de transacciones financieras transfronterizas utilizando otras monedas reducen la necesidad de recurrir al dólar. China ha firmado acuerdos bilaterales con una serie de importantes socios comerciales para liquidar operaciones comerciales en sus propias monedas. Tampoco existe una buena razón para que los contratos de ciertas materias primas, como el petróleo, se sigan concertando y cancelando solo en dólares.

Pero como los activos financieros denominados en dólares, especialmente los títulos públicos de Estados Unidos, siguen siendo el destino preferido de los inversionistas interesados en resguardar sus fondos, en el futuro previsible la posición del dólar como depósito de valor predominante está asegurada.

Qué es lo que viene

Los inversionistas oficiales y privados de todo el mundo se han vuelto dependientes de activos financieros denominados en dólares de EE.UU., especialmente porque no hay alternativas que ofrezcan la escala y profundidad de los mercados financieros de ese país. Los títulos del Tesoro, que representan préstamos tomados por el gobierno estadounidense, todavía son considerados como los activos financieros más seguros en los mercados mundiales. Los inversionistas extranjeros, incluidos los bancos centrales de otros países, han acumulado enormes posiciones en esos títulos así como otros activos en dólares, por lo que tienen un fuerte incentivo para impedir que el valor del dólar se desmorone. Por otra parte, no hay monedas o inversiones alternativas que otorguen un grado similar de seguridad y liquidez en las cantidades demandadas por los inversionistas. Allí reside la génesis de la “trampa del dólar”.

La razón por la cual Estados Unidos parece ocupar un lugar tan especial en las finanzas internacionales no es meramente el tamaño de su economía, sino también el hecho de que sus instituciones —gobierno democrático, instituciones públicas, mercados financieros y marco jurídico— todavía representan, pese a todos sus defectos, la norma para el mundo. Por ejemplo, a pesar del uso enérgico y prolongado que hace la Reserva Federal de políticas monetarias no convencionales, los inversionistas de todo el mundo todavía parecen confiar en que ese organismo no permitirá que la inflación se descontrola y erosione el valor del dólar.

En definitiva, para alejarse de la trampa del dólar los países que aspiren a restar predominio a la divisa estadounidense deberán adoptar sustanciales reformas financieras e institucionales. Y además se requerirán importantes reformas a escala mundial para brindar a los países mejores redes de protección financiera y reducir la demanda oficial de activos seguros. Tales reformas eliminarían la necesidad de acumular reservas de divisas como autoseguro frente a las crisis cambiarias y financieras.

El dólar seguirá siendo la moneda de reserva dominante por un largo tiempo, principalmente debido a la falta de mejores alternativas. ■

Eswar Prasad es profesor en la Escuela Dyson en la Universidad de Cornell, investigador principal en la Brookings Institution e investigador asociado en el National Bureau of Economic Research.

El presente artículo se basa en el nuevo libro del autor, The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance.