

El futuro de las monedas de reserva

Benjamin J. Cohen

Desde hace casi un siglo, el dólar de EE.UU. es rey. ¿Perderá el trono?

LA CRISIS económica mundial puso nuevamente sobre el tapete el futuro de las monedas de reserva. Desde hace casi un siglo, el dólar de EE.UU. es la moneda internacional por excelencia. Pero en las últimas décadas los persistentes déficits en cuenta corriente y la creciente deuda externa de Estados Unidos hicieron tambalear la confianza en el billete verde. El pesimismo se extiende, y para muchos observadores el destino del dólar quedó sellado con el colapso del mercado estadounidense de la vivienda a mediados de 2007, que desencadenó la peor tempestad financiera desde la Gran Depresión.

Pero a fin de cuentas la crisis estuvo lejos de asentar un golpe mortal. Ni siquiera los problemas del sector financiero nacional, que exigieron una intervención pública gigantesca, alteraron decisivamente las preferencias del mercado: irónicamente, la crisis reafirmó por un tiempo la estatura internacional del dólar, pues los inversionistas se volcaron a él en masa en busca de un refugio seguro. Hacia fines del año pasado, la demanda mundial de letras del Tesoro estadounidense fue tan intensa que las tasas cayeron por debajo de cero. Aun así, el futuro del dólar sigue generando encendidas polémicas (Helleiner y Kirshner, 2009). La opinión general es que, a más largo plazo, entrará nuevamente en declive y quedará definitivamente destronado.

Pero es necesario preguntarse qué moneda lo reemplazará. Según algunos, el euro; según otros, el yen japonés o el renminbi chino. Otros propugnan una nueva moneda mundial de reserva, quizás basada en el DEG del FMI. Pero ninguno de estos candidatos es perfecto. De hecho, no hay ninguna alternativa obvia lista para ocupar el lugar del dólar. Para parafrasear el famoso comentario de Winston Churchill sobre la democracia, el dólar quizás sea la peor alternativa, a excepción de todas las demás.

Lo más probable es un desenlace más ambiguo, como el ocaso de la libra esterlina y la ascendencia del dólar entre las dos guerras mundiales sin que ninguna de las dos

monedas predominara. Creo que en los años venideros varias monedas entrarán en puja, pero ninguna sacará claramente la cabecera. El impacto económico y político de un sistema monetario más fragmentado podría ser considerable.

Economía y política

A falta de una moneda internacional respaldada por un gobierno efectivamente mundial, la inversión y el comercio exterior deben depender de monedas nacionales aceptables. Por ende, hay una desconexión entre las jurisdicciones donde nacen las monedas internacionales y el territorio de los mercados en los que operan, lo cual introduce una dimensión política a menudo obviada en los análisis puramente económicos.

El marco convencional de estudio de las monedas internacionales separa las tres funciones normales del dinero medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor en dos niveles de análisis: el mercado privado y la política pública. En los mercados, una moneda internacional juega un papel en las operaciones de cambio, la facturación de las operaciones comerciales y las inversiones financieras. Para los gobiernos, el dinero internacional sirve como ancla del tipo de cambio y como moneda de reserva. A nivel del mercado, las preferencias suelen estar dominadas por factores económicos. A nivel del gobierno, los factores políticos son un ingrediente inevitable.

La política entra en juego porque una moneda internacional le ofrece ventajas únicas, tanto políticas como económicas, a la nación emisora. Naturalmente, los economistas tienden a centrarse en los beneficios económicos, como el señorío internacional, o sea, el aumento de recursos reales que ocurre cuando un país emite una moneda que otros adquieren y conservan. Otro beneficio económico es la flexibilidad macroeconómica que se logra al poder financiar déficits en la moneda propia; a eso se refirió Charles de Gaulle al quejarse del “privilegio exorbitante”



de Estados Unidos. Pero también hay ventajas políticas. El gobierno de un país con una moneda internacional tiene más margen para iniciativas diplomáticas o militares más allá de sus fronteras. El país emisor adquiere influencia geopolítica. Y no olvidemos el prestigio que confiere una moneda internacional. En las palabras de Robert Mundell (1993), ganador del Premio Nobel: "Las grandes potencias tienen grandes monedas".

No todos son beneficios para el emisor, por supuesto, sobre todo una vez que hay una acumulación excesiva de la moneda en manos extranjeras. Se plantea entonces la necesidad de subir las tasas de interés para apuntalar la moneda en los mercados de cambio y, en última instancia, la autonomía puede verse seriamente comprometida por la necesidad de evitar un éxodo hacia otros activos. Como lo demuestra el prolongado sufrimiento de Gran Bretaña después de la segunda guerra mundial, una vez que una gran moneda entra en declive, defenderla puede resultar muy costoso y exigir sacrificios y concesiones significativas, interna y externamente.

Todos estos temas se plantean cuando un gobierno decide qué billete utilizar como moneda de reserva. También influyen las preferencias de los agentes de mercado, basadas esencialmente en un cálculo económico; ningún gobierno opta por una moneda que no esté usando ya extensamente el sector privado. Los bancos centrales claramente son sensibles a cuestiones de liquidez, comodidad cambiaria y tasas de rentabilidad comparativas. Pero cuando la selección se limita al puñado de alternativas que prefiere el mercado, también entran en juego factores políticos: la calidad de la gestión en la economía emisora y el tipo de relación entre los Estados, así como la sostenibilidad de la estabilidad política del emisor, su capacidad para proyectarse como potencia y la solidez de sus

vínculos intergubernamentales. El futuro de las monedas de reserva es una cuestión no solo de economía, sino también de *economía política*.

El aspirante

Tomemos como ejemplo el euro, ampliamente considerado como el contrincante más natural del dólar. Nació hace una década, con muchos de los atributos fundamentales para la aceptación internacional: una base económica extensa, estabilidad política, una tasa de inflación envidiablemente baja y el respaldo de una autoridad monetaria común, el Banco Central Europeo, que está firmemente comprometida a mantener la confianza en el valor de la moneda. El producto y el comercio internacional de Europa son equivalentes a los de Estados Unidos. Muchos se preguntan entonces por qué no puede ser igual a Estados Unidos en cuestiones monetarias.

Pero el euro adolece de varios defectos críticos. Uno es el fuerte sesgo en contra del crecimiento incorporado a la política monetaria y fiscal de la zona del euro, que exacerbó otros factores perjudiciales para el producto potencial (el envejecimiento de la población, la rigidez de los mercados de trabajo y la dureza de las regulaciones gubernamentales). La anemia de la economía europea le añadiría poco atractivo al euro para el comercio o la inversión. Y las conocidas ambigüedades de la estructura de gobierno de la zona del euro seguramente sembrarán dudas: todo el mundo sabe que el euro es el complejo producto artificial de un tratado internacional y que no tiene más solidez que el acuerdo en el que descansa.

Por eso no es sorprendente que no haya despertado gran entusiasmo a escala internacional. Descontando las transacciones dentro de la zona del euro, en la actividad privada el

euro no ha logrado mucho más que defender la posición de las monedas que reemplazó. Dado que el marco alemán ya se había ubicado como la segunda moneda más importante del mundo, habría sido realmente chocante que el euro no ocupara ese puesto. Tras un avance inicial rápido, el uso del euro en el mercado se estabilizó en el último quinquenio. Además, su crecimiento fue desigual: más intenso en la emisión de títulos de deuda pero apenas detectable en las operaciones de cambio. La actividad también está concentrada en las economías con estrechos vínculos geográficos e institucionales con la zona del euro, a saber, las naciones periféricas, la cuenca mediterránea y partes de África.

Aun así, muchos continúan prediciendo un futuro brillante para el euro como moneda de reserva. Aunque hoy no representa más de una cuarta parte de las reservas mundiales, en comparación con casi dos tercios en el caso del dólar, el euro podría dejar atrás al dólar en apenas 10 años, según un pronóstico económétrico muy comentado (Chinn y Frankel, 2008). Pero cabe preguntarse si un estudio estadístico que resalta apenas tres variables causales, todas económicas, puede considerarse definitivo. ¿Dónde están los factores diplomáticos y militares que con seguridad influirán mucho en las decisiones de los gobiernos? En este contexto, hacer caso omiso de la dimensión política es como poner en escena *Hamlet* sin el príncipe.

Japón, por ejemplo, desde hace tiempo depende de Estados Unidos para mantenerse protegido de amenazas externas y, a nivel no tan oficial, lo mismo sucede con la mayoría de los exportadores de petróleo del Golfo. Todas estas naciones mantienen enormes tenencias en dólares: ¿es posible imaginarse que pondrán en peligro los lazos que las atan a Washington simplemente para lograr unos puntos básicos más de rentabilidad en sus reservas? La zona del euro, como bien sabemos, está formada por una bandada de Estados soberanos con intereses que en la práctica apenas coinciden. Es inconcebible que Europa pudiera reemplazar la influencia política o militar de Estados Unidos en Oriente Medio y otras regiones. Las hipótesis basadas en modelos económétricos parsimoniosos seguramente tienen su utilidad, pero no cabe duda de que son incompletas y confusas, si no directamente erróneas.

Perdedores y otras alternativas

El yen japonés se perfiló en un momento como el heredero natural del dólar, pero ahora parece más que nada un triste perdedor. Durante los años setenta y ochenta, cuando la dinámica economía japonesa aparentaba estar destinada a convertirse en una superpotencia, el uso internacional del yen se aceleró rápidamente, sobre todo en los mercados mundiales de bonos. Pero el estallido de la burbuja económica a fines de los años ochenta puso fin abruptamente a la trayectoria ascendente del yen. Hoy, tras años de estancamiento de la economía nacional, el yen parece estar perdiendo de a poco su posición en el mercado, como le ocurrió a la libra esterlina en otros tiempos.

La alternativa, ¿será el renminbi? La moneda de una de las economías más grandes del mundo ciertamente tiene mucho a su favor. Pero el uso internacional sigue siendo rudimentario,

pese a los esfuerzos recientes de Beijing. Los obstáculos a la aceptación son mucho peores que incluso en el caso del euro y del yen; entre ellos, un abanico de controles de capital y un sistema financiero extremadamente subdesarrollado. Es posible que desaparezcan con el tiempo, pero no en el futuro inmediato.

El candidato sorpresa

En los últimos tiempos, el debate gira en torno a la posibilidad de una nueva moneda de reserva internacional, muy probablemente basada en el DEG. Estimulada concretamente por comentarios de funcionarios chinos y rusos, la idea recibió el aval de una comisión de las Naciones Unidas encabezada por Joseph Stiglitz, ex Economista Jefe del Banco Mundial. Para algunos, el primer paso será la futura emisión de bonos del FMI, con la cual China y Rusia buscan diversificar sus reservas, alejándolas del dólar. Pero los obstáculos son sobrecogedores. Aun con la nueva asignación de DEG por US\$250.000 millones que aprobó la Junta de Gobernadores del FMI, el total de DEG representará menos del 5% de las reservas mundiales. Lo que hay que preguntarse es si se podrá crear suficiente para marcar una verdadera diferencia, si será posible flexibilizar la oferta y, fundamentalmente, quién tendría autoridad para administrarla. Sin un gobierno que la respalde, una moneda de reserva internacional de cualquier tipo, basada en el DEG o totalmente nueva, tendría dificultad para lograr un mínimo siquiera de credibilidad. Las ambigüedades de la estructura de gobierno de la zona del euro parecerían comparativamente triviales.

De hecho, nada ilustra mejor la dimensión política de la selección de una moneda de reserva. Los grandes tenedores de dólares como China y Rusia están naturalmente frustrados por la falta de alternativas y temerosos de lo que podría suceder con sus reservas si el dólar se viniera abajo. Pero lo más relevante es que ambos aspiran a ser superpotencias y resienten abiertamente lo que denominan la “hegemonía” mundial de Washington. Ambos son conscientes del papel que desempeña el dólar como puntal de los privilegios geopolíticos de Estados Unidos. Por eso, en sus llamados a encontrar un reemplazante del dólar no es difícil ver una campaña implícita para recortar las alas del águila del norte. La idea tiene un valor simbólico. Su viabilidad es claramente de importancia secundaria.

Un sistema fragmentado

En resumidas cuentas, aunque las perspectivas del dólar quizás no sean tan halagüeñas como en otras épocas, las de sus principales contrincantes no parecen mucho más prometedoras. Es natural que el dólar ceda un poco de terreno a medida que el centro de gravedad de la economía mundial se desplace hacia China, India y otros mercados emergentes, que hoy albergan el grueso de las reservas internacionales. No muchos de ellos están tan próximos a Estados Unidos como los aliados tradicionales de Europa y Japón. Pero el alejamiento del dólar con seguridad estará limitado por la falta de una alternativa claramente atrayente.

Parecería encontrarse en ciernes un sistema más fragmentado, con mucha competencia y sin una moneda claramente dominante. El impacto económico y político podría

ser considerable, pese al efecto amortiguador de los tipos de cambios flotantes. Las fluctuaciones cambiarias no siempre pueden compensar las incoherencias de las políticas y pueden generar estrés si las manipulan los gobiernos o las amplifica la especulación. Sin una autoridad que garantice un mínimo de compatibilidad entre las políticas nacionales, las relaciones monetarias internacionales siempre correrán el riesgo de inestabilidad o peligros peores.

Es verdad que un sistema más fragmentado no es necesariamente perjudicial; de hecho, podría resultar incluso beneficioso. Para muchos, la amenaza más grave a la estabilidad monetaria a largo plazo radica en los gigantescos déficits en cuenta corriente de Estados Unidos. Como proveedor de la moneda más utilizada, Estados Unidos se encuentra en la posición de quien controla un monopolio con la comodidad de poder abusar su "privilegio exorbitante". Pero una vez que el dólar pierda la supremacía —argumentan estos críticos—, Estados Unidos tendrá que dejar de alimentarse del ahorro de otros países, lo cual diluiría el riesgo de crisis futuras. Sin embargo, mucho depende del tipo de relación que se forme entre los líderes del sistema. La última vez que el mundo se vio obligado a vivir con un sistema monetario fragmentado, entre las grandes guerras, el desenlace fue funesto. La falta de cooperación entre los británicos, con una libra esterlina debilitada, y los estadounidenses, que habían optado por el aislacionismo, fue una causa fundamental de las calamidades que siguieron al colapso de 1929. ¿Por qué esperar algo mejor esta vez?

Los optimistas recalcan cuánto cambiaron las cosas desde entonces. A diferencia de los años siguientes a la primera guerra mundial, apareció toda una serie de organizaciones y foros multilaterales que institucionalizaron la cooperación, desde el FMI hasta el G-20. La experiencia ofrece varias lecciones descarnadas sobre el costo de la competencia desenfrenada entre los Estados. Los gobiernos son mucho más conscientes de los límites del autointerés. Los pesimistas, por su lado, insisten en los imperativos perdurables de la soberanía nacional que empujan persistentemente a los gobiernos a priorizar los intereses locales por encima de lo que podría concebirse como el bien común, sobre todo en épocas de crisis. Pese a las lecciones del pasado, la cooperación monetaria suele ser, en el mejor de los casos, pasajera, y en el peor, no vale ni el papel en el que están escritas las declaraciones conjuntas. El tiempo les dará la razón a los optimistas o a los pesimistas. ■

Benjamin J. Cohen es Profesor de Economía Política Internacional en la Universidad de California, Santa Bárbara.

Referencias:

- Chinn, Menzie, y Jeffrey Frankel, 2008, "Why the Euro Will Rival the Dollar", International Finance, vol. 11, No. 1 (primavera), págs. 49–73.
- Helleiner, Eric, y Jonathan Kirshner, compiladores, 2009, The Future of the Dollar (Ithaca, Nueva York: Cornell University Press).
- Mundell, Robert, 1993, "EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective", Austrian National Bank Working Paper 13 (Viena).



CUÁNDO: Del 3 al 5 de octubre de 2009

DÓNDE: Estambul, Turquía

Si desea más información diríjase a:
Annual Meetings Program of Seminars
IMF–World Bank Group
Washington, D.C. 20431 EE.UU.

Teléfono: [1](202) 473-3394
Fax: [1](202) 623-4004
Correo electrónico: seminars@worldbank.org
Sitio web: www.worldbank.org/pos

Venga a Estambul, Turquía, para participar en el Programa de Seminarios de 2009

Estimular el debate →

Definir objetivos → Inspirar a la acción

En este programa, que constituye un foro mundial de primera categoría, ejecutivos del sector privado del mundo entero, autoridades económicas de alto nivel de 186 países y otros líderes de los ámbitos del desarrollo internacional y financiero participan en un diálogo sobre la forma de fortalecer la red de cooperación de la economía mundial.

Temas principales en 2009

- ◆ La crisis mundial y las respuestas de política
- ◆ La crisis financiera y los pobres
- ◆ Crisis, recuperación y reforma estructural
 - ◆ Países emergentes de Europa y Asia central
- ◆ El futuro del sistema financiero internacional
- ◆ Una respuesta más verde a la crisis
- ◆ El papel de los sectores público y privado después de la crisis