

## LA ERA DEL DÓLAR\*

Estamos ante un relato vivo y estimulante de un siglo de acontecimientos monetarios internacionales, escrito por uno de los principales historiadores económicos estadounidenses. Como era de esperar, *Exorbitant Privilege* [*Privilegio exorbitante*] maneja una excelente información, está convincentemente argumentado y la mayoría de las veces logra persuadirnos. Acontecimientos y políticas como la guerra de Suez, el derrumbe del Sistema Monetario Europeo o la actual crisis financiera –junto con una aguda crítica de la excesiva desregulación propiciada por Alan Greenspan y Larry Summers– se hallan espléndidamente documentados. Se presentan y analizan con claridad puntos de vista encontrados sobre lo que podría ocurrir en el futuro. Inesperadamente, quizás, el libro ofrece también toques de humor bastante frecuentes. En otras palabras, resulta a la vez erudito y ágil.

La trama principal comienza en 1913, año en que se crea el sistema de la Reserva Federal estadounidense. En aquel momento Estados Unidos ya era la mayor economía del mundo y el mayor exportador. Sin embargo, el dólar apenas se utilizaba en los intercambios internacionales. En apariencia, algunas monedas de segunda fila, tales como el franco belga o la lira italiana, eran más importantes. En 1924, solo algo más de una década después, el dólar había destronado a la libra esterlina como principal moneda de reserva y unidad de medida del mundo. Así, ya durante la hiperinflación de Weimar, en las ciudades alemanas los precios de las tiendas solo se decidían a última hora de la mañana, después de que una llamada desde Berlín anunciase el tipo de cambio de aquel día entre el *Reichsmark* y el dólar. El avance de la moneda reflejaba en parte la importancia creciente de Estados Unidos en cuanto potencia mundial. Pero también fue impulsado de manera considerable por los esfuerzos conscientes que la recién fundada Reserva Federal realizó para contribuir a la internacionalización de la moneda. Tras la Segunda Guerra Mundial, por supuesto, el papel dominante del dólar en los intercambios internacionales fue institucionalizado en el acuerdo de Bretton Woods, que instauró

---

\* Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford, Oxford University Press, 2011, 215 pp.

lo que, en la época de la Guerra de Vietnam, Giscard d'Estaing, ministro de Hacienda de De Gaulle, denominaría el «privilegio exorbitante» de Estados Unidos. En ciertos aspectos la situación se agudizaría cuando Nixon abandonó la convertibilidad con el oro en la década de 1970.

Sin embargo, en los últimos años se escuchan cada vez más voces que cuestionan ese papel dominante. Hoy, «tras la más seria de las crisis financieras en ochenta años, una crisis nacida y alimentada en Estados Unidos», Eichengreen escribe:

Hay de nuevo críticas generalizadas del privilegio exorbitante de Estados Unidos. Otros países cuestionan que se permitiese a Estados Unidos mantener déficits por cuenta corriente cercanos al 6 por 100 del PIB en el periodo previo a la crisis. Los mercados emergentes se lamentan de que mientras sus economías crecían, y sus bancos centrales se veían empujados a aumentar sus reservas de dólares, se los obligaba a proporcionar una financiación barata del déficit exterior estadounidense, les gustase o no. Con una financiación extranjera barata que mantenía bajos los tipos de interés norteamericanos y permitía que los hogares estadounidenses viviesen por encima de sus posibilidades, los hogares pobres de los países en desarrollo acabaron subvencionando a los ricos de Estados Unidos. La financiación barata que otros países suministraron a Estados Unidos a fin de obtener los dólares que necesitaban [...] sufragó las prácticas que culminaron en la crisis.

Es más, algunos argumentan que, «a consecuencia de la mala gestión financiera que generó la crisis y de una creciente insatisfacción con el funcionamiento del sistema monetario internacional», el estatus singular del dólar está ahora en entredicho:

El gobierno estadounidense no ha sido un supervisor fiable de una moneda internacional, lamentan sus críticos. Miró hacia otro lado mientras el sector privado producía la madre de todas las crisis financieras. Mantuvo déficits presupuestarios enormes y contrajo una deuda gigantesca [...] El dólar corre el riesgo de perder su privilegio exorbitante ante el euro, el yuan, o los activos de reserva, emitidos por el FMI, conocidos como derechos especiales de giro (DEG).

El contraargumento habitual ha sido que su estatus dominante protegería al dólar durante muchos años o incluso décadas. Sin embargo, Eichengreen extrae la interesante lección de la experiencia de entreguerras de que el estatus de la moneda reserva puede cambiar de manos con rapidez si aparece en escena una nueva potencia dominante. En sus primeros años de vida, se pensaba que el euro podría disputar el papel hegemónico del dólar. Eso no llegó a suceder, y la atención se ha desviado ahora al avance de China. Dicho país es ya un exportador mayor que Estados Unidos, tiene enormes reservas extranjeras (sobre todo, desde luego, en forma de dólares) y su PIB, calculado con los tipos de cambio actuales, podría equipararse al estadounidense a mediados de la próxima década;

en términos de paridad del poder adquisitivo, probablemente sea mayor mucho antes. China está empezando también a exhibir músculo en el ámbito monetario internacional. Primero llegaron las sugerencias de algunos funcionarios chinos, en marzo de 2009, de que los derechos especiales de giro desempeñasen un papel más relevante. Después vinieron las lecciones de Xinhua, la agencia oficial de noticias, gestionada por el gobierno, cuando Standard & Poor's rebajó la calificación de la deuda soberana estadounidense en agosto de 2011: se instaba a Washington a recortar «su gigantesco gasto militar y los inflados costes de sus servicios sociales» (esto último, un simpático toque «socialista»). ¿Desea China incrementar gradualmente la importancia de su moneda en los intercambios internacionales? Algunas acciones recientes de las autoridades monetarias del país indican que podría ser así; Eichengreen refiere que un funcionario de la banca de Shanghai planteaba la posibilidad de un yuan convertible para una fecha tan temprana como 2020. Incluso si el PCCh albergase dudas, un Estados Unidos debilitado por continuos déficits de la balanza de pagos y presupuestario, así como por un aumento excesivo de la deuda exterior y nacional, podría asistir a una merma de la importancia del dólar. Después de todo, la libra perdió su papel internacional en parte debido al debilitamiento gradual de la economía británica. Un destino similar podría esperar al dólar.

Eichengreen expone todos estos argumentos pero, en última instancia, ninguno lo convence. Ni el yuan chino (moneda todavía inconvertible con demasiado Estado) ni el euro (moneda sin suficiente Estado y, cabría añadir ahora, con un futuro singularmente incierto ante sí) representan alternativas viables. Las concesiones que se realizaron para conseguir respaldo político para la unión monetaria europea en los prolegómenos de Maastricht –un Banco Central independiente, pero nula integración fiscal o política– han limitado la capacidad del euro de rivalizar con el dólar, alega Eichengreen; mientras que la «funesta decisión» de apostar por una unión más extensa «lastró a la eurozona con un conjunto de miembros muy endeudados con problemas estructurales profundos». *Exorbitant Privilege* concluye que, pese a sus dificultades actuales, «el continente se dirigirá gradualmente, aunque con acelerones, hacia una integración más profunda, como ha hecho siempre». Pero «dado que las reformas institucionales serán lentas», el afianzamiento del euro como moneda internacional también será gradual.

Existen, sin duda, amenazas a la posición (no del todo) hegemónica de Estados Unidos, y el dólar podría caer si los inversores extranjeros, y sobre todo China, perdiesen de repente su confianza en la moneda. Pero eso no le interesaría a nadie. China es la primera en percibir que el hundimiento del dólar la dejaría el doble de pobre; sus enormes reservas de bonos del Tesoro estadounidense tendrían mucho menos valor en moneda nacional, y su competitividad exportadora sufriría un duro golpe. Un peligro mayor se deriva de los grandísimos déficit presupuestario y deuda pública estadounidenses. Es poco probable que ambos se reduzcan en lo inmediato y

podrían llegar a provocar el aumento de los tipos de interés nacionales o de la inflación. En tal caso el crecimiento se ralentizaría, pero incluso eso tendría pocas probabilidades de desencadenar un abandono repentino del dólar, dada la ausencia de alternativas lo suficientemente atractivas como para equipararse a los enormes y líquidos mercados de capital que ofrece Estados Unidos. En vez de ello, Eichengreen predice un mundo de múltiples monedas internacionales, en el que el euro y el yuan, por ejemplo, jugarían papeles más significativos a nivel regional —a semejanza de la experiencia decimonónica en la que el predominio de la libra esterlina fue moderado por la presencia del franco y el marco.

Es de esperar, pues, que en general no cambie el papel hegemónico del dólar como principal moneda de reserva y transacciones del mundo —y, con él, su ejercicio del «privilegio exorbitante—. Pero ¿en qué consiste exactamente tal privilegio? Al nivel más simple, los norteamericanos se benefician de la comodidad de poder usar su propia moneda en el comercio internacional. No hay necesidad de convertir a monedas exóticas, ni de pagar cobertura en los mercados de divisas a plazo. Además está, por supuesto, el consagrado privilegio de «señoreaje»: la impresión de billetes intrínsecamente inútiles a cambio de recursos reales. Al nivel más simple, lo muestra el hecho de que unos 500.000 millones de dólares en billetes se hayan acumulado en el extranjero. Para obtener ese dinero los extranjeros han suministrado a Estados Unidos bienes y servicios reales. A cambio, Estados Unidos les ha dado trozos de papel. Se calcula que el beneficio anual en Estados Unidos de esta permanente demanda extranjera de, sobre todo, billetes de 100 dólares, empleados a menudo en la economía sumergida, ronda el 0,1 por 100 del PIB. No viene mal, pero tampoco es para tanto. En palabras de Eichengreen, el señoreaje «está cerca del número 23» en la lista de los factores que determinan el lugar de Estados Unidos en el mundo.

Más importante ha resultado la acumulación de reservas en dólares por parte de otros países. Eso era lo que enojaba a Giscard d'Estaing: Estados Unidos podía mantener déficits comerciales grandes porque Europa y Japón estaban dispuestos a conservar los dólares que recibían por sus exportaciones, en lugar de intercambiarlos por recursos reales producidos en Norteamérica. En la práctica, aducía d'Estaing, eran Europa y Japón los que estaban pagando la guerra de Vietnam. Y desde hace una o dos décadas sucede algo parecido con el este asiático y, en especial, con China. Los grandes superávits comerciales de ese país han sido convertidos mayoritariamente en bonos del Tesoro estadounidense y las enormes entradas de capital generadas han fomentado los excesos norteamericanos del préstamo que contribuyeron a la reciente crisis financiera.

Es cierto, desde luego, que otros países se ven en la necesidad de tener dólares porque es la moneda internacional. A diferencia de lo que ocurre con la acumulación de dólares en billetes, esto dista de ser un regalo no correspondido por Estados Unidos, porque esos dólares excedentarios se invierten en los mercados de capital norteamericanos, donde ganan inte-

reses; pero aun así Estados Unidos se beneficia también. La demanda de bienes estadounidenses, principalmente bonos del Tesoro, es más alta de lo que sería en otras circunstancias, lo cual reduce el tipo de interés que Estados Unidos debe pagar por emitirlos: se calcula que durante la última década las reducciones han alcanzado hasta 1 punto porcentual en el ámbito de los tipos a largo plazo. Esto equivaldría a un beneficio anual de, otra vez, 0,1 por 100 del PIB. Y no solo Estados Unidos paga menos por endeudarse (en su propia moneda) que otros países, también gana más en sus inversiones en el exterior que los extranjeros en Estados Unidos. Esto se debe en parte al hecho de que el país haya adoptado el papel de banquero mundial, tomando prestado a corto plazo y prestando a largo plazo, pero a ello también contribuye el estatus del dólar como moneda de reserva. Por último, dicho estatus refuerza asimismo la posición de Estados Unidos en el mundo y permite al país influir y empujar a otros en direcciones que quizá no habrían elegido. Todo ello es, desde luego, profundamente injusto. El país más rico del mundo –además de potencia imperialista– ha podido explotar con impunidad a todos los demás hasta ahora y seguirá, muy probablemente, haciéndolo en el futuro. ¡Al que tiene, se le dará! En un mundo justo tales privilegios, evidentemente, no deberían existir.

Pero ¿son verdaderamente exorbitantes esos privilegios? Estados Unidos es rico y poderoso no a causa del papel internacional del dólar. Está claro que la causalidad actúa en sentido opuesto. Estados Unidos ejerce, sí, una influencia política indebida, pero la causa de ello es su estatus de mayor potencia económica y militar del mundo, no el papel del dólar como moneda de reserva, mero resultado de dicho estatus. El señoreaje se genera en provecho de todo emisor de moneda –así, la eurozona se está beneficiando de la demanda extranjera de sus billetes de 500 euros, instrumento aún más útil para la economía sumergida que el ubicuo billete de 100 dólares– y las ganancias en cuestión no parecen desmesuradas. Por lo que respecta a la capacidad de Estados Unidos de incurrir en déficits por cuenta corriente, no se trata de algo singular de dicho país. Lo singular es que pueda financiar tales déficits emitiendo deuda en su propia moneda, en vez de tener que agotar sus reservas o que esforzarse por normalizar su balanza exterior, como ha de hacer cualquier país «normal». Podría, pues, exagerar el valor real de sus deudas con el resto del mundo, opción que no está al alcance de otros países emisores. Pero ¿hay alguna probabilidad de que lo haga? Puede que sí, si la deuda pública sigue aumentando hasta superar considerablemente el 100 por 100 del PIB, como temen algunos observadores; pero hasta ahora, al menos, hay pocas muestras de que lo haya intentado. Quizá «exorbitante» sea un término exagerado para describir los beneficios que se siguen para Estados Unidos del hecho de que el dólar sea una moneda internacional. A Eichengreen, por lo pronto, no le inquietan los efectos para su país de la (improbable) pérdida de tal estatus.

Con todo, aunque no sean exorbitantes, los beneficios para Estados Unidos nunca deberían haberse producido. ¿Por qué tenían que facilitar la financiación de la Guerra de Vietnam los países europeos? ¿Por qué deberían invertir los países en desarrollo en activos financieros estadounidenses en lugar de en infraestructura nacional? Sin embargo, esto suscita la cuestión de qué disposiciones alternativas habrían prevalecido en el sistema monetario internacional si el dólar no hubiese jugado el papel que le cupo. En una utopía socialista, habría habido un gobierno mundial benigno y unas disposiciones monetarias benignas. En el mundo verdadero, habríamos necesitado algo un poco más realista. En Bretton Woods, Keynes propuso un plan centrado en una moneda y una institución financiera mundiales. Estados Unidos lo vetó. Nadie sabrá nunca si, de haberse implementado tales medidas, el mundo habría sido un sitio mejor. Tal y como el mundo es, puede que no haya sido un lugar tan malo como se suele pensar. Keynes advirtió en Bretton Woods que el sistema que finalmente se adoptó, en contra de sus recomendaciones, produciría un efecto deflacionista en la economía global, puesto que solo los países deficitarios (léase Europa) estaban obligados a rectificar los déficits de la balanza de pagos, mientras que los países con superávit (léase Estados Unidos) eran libres de perseguir cualquier otro objetivo que se propusieran. Al final, por supuesto, sucedió casi lo contrario. El país deficitario resultó ser Estados Unidos, el cual, gracias al papel del dólar, apenas se vio obligado a hacer ajustes. Irónicamente, el sistema, en vez de acusar un sesgo deflacionista, fue progresivamente socavado por una tendencia inflacionista.

Sea como fuere, apenas cabe discutir el hecho de que en las casi tres décadas desde Bretton Woods hasta las turbulencias causadas por el petróleo en la década de 1970, el crecimiento del mundo desarrollado fue excepcionalmente homogéneo y rápido. Puede argumentarse que a ello concurrió el papel del dólar. Estados Unidos siguió políticas monetarias relativamente complacientes, lo cual proporcionó la liquidez internacional que el aumento del comercio mundial requería. Un mundo sin una moneda hegemónica, como el que se dio en el periodo de entreguerras, quizá no habría funcionado con tanta homogeneidad. Desde los años setenta, la situación en los países de la OCDE es mucho menos favorable, pero parece que las políticas e instituciones nacionales son los posibles culpables del lento crecimiento y el elevado desempleo. Muchos países del mundo en desarrollo, por otro lado, han obtenido excelentes resultados, al menos durante los dos últimos decenios. También las políticas nacionales deben enorgullecerse por su desempeño en tales éxitos, pero el comercio mundial siguió aumentando rápidamente, sin el obstáculo, y posiblemente con la ayuda, del papel del dólar. ¿Habrían sido muy distintas las cosas si la «Clearing Union» y el «bancor» de Keynes (o los DEG) ocupasen el lugar del dólar? Es muy improbable que contextos monetarios internacionales diferentes hubiesen evitado las crisis del petróleo, la estanflación japonesa o la burbuja de las empresas tecnológicas de 2000-2001. Cabe suponer que la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta y la del

este asiático de finales de los noventa habrían sido gestionadas mejor por una institución financiera mundial imparcial, al igual que la reciente Gran Recesión, aunque estos acontecimientos diversos, y en especial el último, se debieron más a una desconsiderada desregulación financiera nacional que al papel del dólar en el sistema monetario internacional.

En opinión de quien escribe esta reseña, finalmente ese papel ha sido (y sigue siendo) benigno para la economía mundial. Puede que Estados Unidos no haya querido de modo consciente desempeñar la función de banco mundial, o de prestamista de última instancia. De hecho, cuando sus intereses chocaban con los del resto del mundo, escogió la acción unilateral, como en el «*shock* de Nixon» de 1971. No obstante, había (o hay) pocas, o quizá ninguna, alternativas realistas. El dólar ha proporcionado una unidad de medida que era (y es) muy usada; ha suministrado un refugio de valor (imperfecto) que la gente de todo el mundo claramente apreciaba; es más, aún es considerado como el último bien seguro en periodos de crisis, más incluso que el oro o el franco suizo, como los acontecimientos de los últimos años han mostrado suficientemente. Y, lo que es más importante, ha proporcionado un medio de intercambio eficaz. Como se ha argumentado antes, el comercio mundial se expandió enormemente en el periodo de posguerra en parte gracias a la presencia del dólar (como también había ocurrido a fines del siglo XIX, en parte gracias a que la libra esterlina engrasó las ruedas del comercio). El sistema, desde luego, no es eterno, y se encuentra bajo presión. Pero dado que ni unos tipos de cambio plenamente flexibles, ni una moneda mundial genuina emitida por una autoridad supranacional están a la vista, parece un sistema mejor que cualquier otra alternativa realista. Sí, el dólar ha disfrutado de algunos privilegios, pero estos en absoluto parecen exorbitantes, y bien pueden haber sido un precio que valía la pena pagar, dados los beneficios resultantes para la economía mundial. Una conclusión panglossiana, sin duda, pero quizá el Dr. Pangloss, después de todo, tenía razón en algo.