



El dilema del dólar.

La divisa más importante del mundo se enfrenta con la competencia

Barry Eichengreen (*)

© 2009 - Foreign Affairs - Distributed by Tribune Media Services

Legiones de eruditos han argumentado que el estatus del dólar como moneda internacional ha resultado dañado por la gran crisis del 2007-09 y no pocos han argumentado que los daños podrían ser fatales. Ciertamente la crisis no ha hecho que Estados Unidos sea más atractivo como proveedor de activos financieros de alta calidad. No sería una sorpresa si

la disfuncionalidad de los mercados financieros norteamericanos disminuyera el apetito de los bancos centrales por los títulos de deuda de EE.UU. Un proceso de desglobalización financiera ya ha comenzado, y esto implicará menos financiamiento externo para el presupuesto y un déficit en el balance de pagos de EE.UU. Mientras tanto, el gobierno de EE.UU. emitirá

grandes cantidades de deuda pública para el futuro cercano. En forma conjunta, estas tendencias en la oferta y en la demanda son una receta para una significativa debilidad del dólar. Y si los bancos centrales comienzan a sufrir pérdidas de capital sobre sus sorprendentes reservas de dólares, comenzarán a considerar otras alternativas.

(*) Profesor de la Cátedra George C. Pardee y Helen N. Pardee de Economía y Ciencias Políticas de la Universidad de California, Berkeley.



Esto es especialmente probable dado que estas tendencias están impuestas con un cambio en curso hacia un universo multipolar. La creciente importancia de los mercados emergentes ha reducido fuertemente el dominio económico de los Estados Unidos, ha debilitado la lógica de porqué el dólar debería constituir la mayor porción de las reservas del banco central y ser utilizado para liquidar transacciones financieras y comerciales.

A medida que crecen los mercados emergentes, ellos naturalmente van acumulando reservas extranjeras como forma de autoasegurarse. Los bancos centrales necesitan los fondos para intervenir en el mercado de divisas con el fin de prevenir shocks al comercio y flujos financieros causados por las preocupantes fluctuaciones de la divisa. Esta capacidad se vuelve más importante cuando las economías anteriormente cerradas se abren y cuando los mercados internacionales son volátiles, como ha ocurrido recientemente. En otras palabras, solamente es lógico para los mercados emergentes acumular reservas.

¿Pero de qué forma? Hay un creciente sentimiento entre los economistas y los funcionarios de gobierno de que cualquier sistema que utilice una

moneda nacional, tal como el dólar, como reserva internacional, está seriamente equivocado. Con el fin de adquirir reservas de dólares, los países deben tener excedentes en la cuenta corriente con Estados Unidos. Para el gobierno norteamericano, por su lado, es fácil financiar su déficit en la cuenta corriente: los bancos centrales extranjeros que compran sus títulos de deuda son algo así como mercados cautivos. En la medida que los bancos centrales extranjeros son compradores netos de títulos de deuda norteamericanos -esto es, mientras la demanda sea alta- las tasas de interés de EE.UU. son más bajas de lo que serían de no ser así. Esto permite al gobierno norteamericano e, indirectamente, a los sectores privados y corporativos de los Estados Unidos asumir más deudas. Y como se ha demostrado a un costo cuantioso recientemente, las tasas de interés excesivamente bajas y el crédito fácil llevan a una burbuja de activos y, finalmente, a una inestabilidad financiera.

Estos problemas no fueron tan pronunciados mientras la economía norteamericana era poderosa en relación con la economía mundial y la demanda adicional para reservas de dólares era modesta. Pero, durante la última década, ninguna de las dos condiciones ha prevalecido. El flujo de

financiamiento externo para el déficit de la cuenta corriente de los Estados Unidos creció de una forma muy alarmante -una manifestación de lo que comúnmente se conoce como problema de desequilibrio global. Seguramente, éste no fue el único factor que disparó el estado de crisis; al menos tan importantes fueron los incentivos distorsionados creados por prácticas de compensación tergiversadas por los inversores institucionales y la escasa supervisión y regulación por parte del gobierno. Pero en lo que hace que los desequilibrios globales hayan jugado un papel importante en la crisis, el sistema basado en la reserva de dólares está implicado en ello.

Al igual que su lógica económica, la lógica política de un sistema monetario y financiero internacional basado en el dólar también parece ser poco convincente hoy en día. Luego de la Segunda Guerra Mundial, cuando los Estados Unidos ubicaron un significativo número de tropas en Europa y Asia, los países anfitriones vieron el proveer un apoyo limitado al mercado de deuda de los Estados Unidos (acumulando títulos en dólares) como una cuestión de reciprocidad (“quid pro quo”). Hoy en día, no es obvio para ellos porque estarían subsidiando al gobierno norteamericano y apuntalando los están-

dares de vida de los norteamericanos. Cada vez más los funcionarios extranjeros objetan el “exorbitante privilegio de los Estados Unidos”, como Valéry Giscard d’Estaing, entonces ministro de finanzas de Francia, instaló en los ’60, y están contemplando activamente alternativas a las reservas de dólares.

UNA VERDAD POCO CONVENIENTE

El único problema es que, con todo lo que se habló sobre los tipos de cambio, la importancia del mundial del dólar no ha disminuido. En los mercados de divisas, el dólar en realidad se fortaleció luego del estallido de la crisis. Cuando los inversores volaron en búsqueda de seguridad, lo hicieron hacia las letras del Tesoro de EE.UU. Frente a la expansión de la iliquidez, tanto Estados Unidos como los inversores extranjeros buscaron refugio en el mercado con más liquidez, el mercado de títulos de deuda del gobierno norteamericano. Desde entonces, el tipo de cambio del dólar ha fluctuado, pero no ha habido un estallido del dólar. Y no hay evidencia de pérdida de confianza masiva.

La misma conclusión proviene de los datos sobre la composición de las

reservas de divisas de los bancos centrales y los gobiernos. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el 64% de la totalidad de los valores en cartera en divisas oficiales identificados estaban en dólares a finales del 2007, sólo marginalmente por debajo del 66% en 2002-03 y considerablemente más alto que durante la primera mitad de los ’90. (El dólar representó el 71% de todas las posiciones en valores identificados en 1999, pero esta cifra inusualmente elevada reflejaba la antigua destrucción de las reservas en francos franceses de Alemania y las reservas en marcos alemanes de Francia; esto ocurrió cuando se convirtieron los créditos nominados en moneda doméstica al crearse el euro). Los datos del FMI sobre la composición de las reservas internacionales están incompletos, dado que algunos países, especialmente China, no reportaron las suyas. Una forma de inferir las reservas en dólares de esos países es observar la cartera de títulos del Tesoro de EE.UU. en custodia de la Reserva Federal a nombre de bancos centrales extranjeros. Esto muestra que las autoridades extranjeras han continuado acumulando dólares, e incluso aceleraron sus compras en la primera mitad del 2009.

Lo único que ha cambiado es que

los bancos centrales extranjeros están acumulando ahora obligaciones del Tesoro de EE.UU. en lugar de títulos de agencias del gobierno tales como Fannie Mae y Freddie Mac y que están favoreciendo las letras de corto plazo sobre los bonos a largo plazo. A finales del año pasado, la mayor acumulación de títulos del Tesoro posiblemente podría haber indicado que los inversores públicos extranjeros se estaban moviendo de depósitos bancarios a los títulos del Tesoro dado que estaban alarmados por la situación del sistema bancario de EE.UU. Pero hoy en día ésta es una explicación menos probable, ahora que la confianza en el sistema bancario y financiero de EE.UU. ha comenzado a retornar. La crisis puede haber disuadido a los inversores privados de invertir en los Estados Unidos, pero no ha disuadido a los bancos centrales extranjeros, que están acumulando dólares mensualmente de forma tan rápida como antes. Ellos están proporcionando una creciente porción del financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos.

LA VENTAJA DE MOVER PRIMERO

¿Qué explica entonces, la brecha entre la retórica y la realidad? Básicamente,



la lógica económica de conservar las reservas en dólares, a pesar de ser menos atractivas que en el pasado, continúa siendo convincente. Aún tiene sentido para los países mantener sus reservas en la misma moneda que ellos utilizaron para nominar su deuda externa y llevar a cabo su comercio exterior, dado que los bancos centrales usan los fondos para suavizar los flujos comerciales y de deuda e intervenir en los mercados de cambio. Y muchos países continúan pidiendo préstamos y realizando sus negocios en dólares, a pesar de la suba del euro y de otros potenciales competidores. A finales de 2008, alrededor del 45% de los títulos de deuda internacionales estaban nominados en dólares, comparado con sólo el 32% en euros. Y según un estudio trienal del Banco Internacional de Ajustes de Basilea (BIS), el dólar fue utilizado en el 86% del total de las transacciones de cambio, comparado con el 38% en que fue utilizado el euro (el total para todas las monedas es del 200% dado que dos monedas están involucradas en cada transacción).

Hasta abril de 2008, según el FMI, 66 países utilizaron el dólar como parámetro para su tipo de cambio, comparado con solamente el 27 que utilizó el euro. El valor que elige un banco central para ajustar el cambio de su propia moneda tiene una influencia importante sobre la composición de monedas de sus reservas. Los bancos centrales no sólo desean maximizar los retornos sobre los portafolios sino también minimizar sus riesgos. En un Estado que ajusta su moneda al dólar, por ejemplo, la inflación doméstica tenderá a seguir la inflación de Estados Unidos, y así, en ese caso, conservar sus reservas en dólares significará menos variación en términos de poder de compra doméstico.

Las estimaciones acerca de qué mixtura de monedas maximizan una combinación particular de riesgo y retorno típicamente, asumen que todas las monedas son igualmente fáciles de comprar y vender —esto es, dan por sentado que todos los mercados en bonos tienen la misma liquidez, no

importa en qué moneda estén nominados. Esta liquidez es crítica. Si las reservas no son rápidamente convertibles en efectivo, no pueden fácilmente hacer uso de ellas en operaciones de mercado —y menos con la atracción del mercado de bonos del Tesoro de EE.UU.: es el mercado de bonos del gobierno más líquido en el mundo, como lo reflejó en su elevada rotación y los ajustados spreads entre el precio de oferta (bid) y el precio de demanda (ask) (en el lenguaje de inversiones, el “bid-ask spread”). Esta liquidez es en parte una función de la magnitud total de la economía norteamericana, pero también es una característica de “auto refuerzo”. Inversores extranjeros comprometen sus transacciones y concentran sus carteras en mercados norteamericanos dado que esos mercados tienen liquidez, y esa actividad, a la larga, hace que sean más líquidos. Como ocurre en política, en la competencia por liderar un centro financiero internacional y conservar el estatus de líder como moneda de reserva, la titularidad es una ventaja.

Otras monedas luchan por competir. La libra esterlina y el franco suizo fueron alguna vez importantes monedas de reserva, pero las economías británicas y suizas son demasiado pequeñas hoy en día para la que la libra o el franco sirvan como algo más que monedas de reserva subsidiarias; ninguno de los dos países pueden proporcionar instrumentos de deuda en la escala requerida por el sistema financiero global. Así, a finales del 2007, la libra significaba menos del 3% de las reservas mundiales identificadas, y el franco suizo menos del 1%.

La economía de Japón es más grande, pero el gobierno japonés desalienta fuertemente el uso del yen en el mercado internacional sobre la base de que esto minaría su capacidad para mantener un tipo de cambio bajo y competitivo y complicaría su conducta en política industrial. Si los extranjeros hubieran podido comprar y vender títulos japoneses en grandes cantidades, el gobierno japonés hubiera tenido más dificultades para utilizar el

sistema financiero para canalizar sus fondos hacia las firmas domésticas que favorecía. Japón ahora parece ansioso por ver al yen jugar un rol internacional más importante, especialmente dentro de Asia, pero su política pasada ha limitado la liquidez actual de sus mercados. Recientemente, la paralización económica de Japón ha hecho que conservar las reservas en yenes sea poco atractivo. (A finales del 2007, el yen abarcaba apenas el 3% de la totalidad de las carteras oficiales identificadas de divisas).

La envejecida población de Japón implicará que esta economía, así como su moneda, probablemente no jueguen un rol global expansivo.

LA ESTRELLA DEL EURO

Esto deja al euro como el único rival razonablemente serio —no exactamente una casualidad dado que una motivación para introducir el euro fue en primer lugar crear una alternativa europea al dólar. La zona del euro, que comprende 16 miembros de la Unión Europea (UE) que han adoptado el euro como su moneda, posee el requisito necesario de escala: un PBI comparable al de los Estados Unidos y, al menos por el momento, un ratio aún mayor de deuda sobre PBI. Pero el stock de títulos de deuda del gobierno de la zona del euro es heterogéneo, con bonos de diferentes gobiernos, ofreciendo diferentes riesgos, diferentes ingresos y diferentes grados de liquidez. Los bonos del gobierno alemán tienen la reputación de tener estabilidad, pero dado que los inversores institucionales tienden a conservarlos hasta la maduración, el mercado para ellos carece de liquidez. Otros países del área del euro han tenido serios problemas financieros. La deuda soberana de Irlanda ha sido bajada de categoría por las agencias de calificación y existe la preocupación de que la evaluación de los bonos de otros países del euro, como Grecia, Italia, Portugal y España, puedan caer también. Italia tiene el mayor stock de bonos que ningún otro país de la zona

del euro, pero sus problemas económicos los hacen poco atractivos como activos de reserva. La crisis económica global actual ha originado conversaciones acerca de emitir bonos en la zona del euro con el respaldo de la totalidad de los miembros, incluyendo el más importante, Alemania. Si esto fuera realizado a una escala significativa y si esta deuda reemplazara los títulos de deuda nacionales de los Estados miembros, el área del euro tendría un mercado con casi la uniformidad y la liquidez del mercado de los títulos del Tesoro de Estados Unidos. Pero tal federalismo fiscal extremo no es algo que el gobierno alemán, entre otros, vaya a aceptar.

Los mercados financieros en la zona del euro indudablemente se expandirán mientras más miembros de la UE adopten la moneda. Sin nada más, la crisis económica ha reforzado las perspectivas del euro como divisa internacional teniendo en cuenta el hecho de que la zona del euro puede ser un puerto seguro en una tormenta financiera. El Banco Central Europeo tiene más capacidad para actuar como un prestador de última instancia que, digamos, el Banco Nacional de Dinamarca.

A pesar de la solidaridad intra-europea, la única forma de que un Estado pueda garantizar su acceso a una liquidez excepcional por parte del Banco Central Europeo es adoptando el euro. Los mercados con títulos nominados en euros puede que no tengan toda la liquidez que se espera, pero al menos son más líquidos que el mercado de la corona danesa. Esto se evidenció en la turbulencia que siguió al colapso de Lehman Brothers en otoño de 2008. Mientras el Banco Central Europeo fue capaz de recortar las tasas de interés e inundó los sacudidos mercados financieros con liquidez, el Banco Nacional de Dinamarca tuvo que aumentar la tasa de interés para defender la corona, que había caído como resultado del desapalancamiento por parte de inversores internacionales. Ahora, las votaciones en Escandinavia y las declaraciones políticas por parte

de funcionarios de Europa del Este indican un mayor apoyo a la adopción del euro.

No ocurre lo mismo en el Reino Unido, siempre aislado y alejado en estas materias. Allí la crisis ha manchado la reputación del gobierno laborista pro UE y ha reforzado la oposición escéptica al euro. La adopción del euro por parte del Reino Unido marcaría la mayor diferencia para el desarrollo internacional del rol del euro, dado el estatus de Londres como centro financiero internacional y la larga historia de la libra como moneda de reserva. Pero esto no va a suceder en el corto plazo. Mientras tanto, los miembros de la UE se oponen a la aceleración de la admisión de los nuevos países de Europa del Este a la zona del euro. Las implicancias son que la zona del euro se expandirá de forma lenta en lugar de rápidamente y que el crecimiento del euro como un rival del dólar será gradual.

La importancia del euro como moneda de reserva crecerá primero y principalmente en la propia periferia de la zona del euro. Ya es la moneda dominante para el comercio entre los países de la UE que no pertenecen a la zona del euro. La UE está buscando también desarrollar lazos más fuertes con los países que no son miembros de la UE hacia el sur y este. Con el liderazgo proveniente del Presidente francés Nicolás Sarkozy, se ha puesto en escena la Unión para el Mediterráneo, una sociedad entre la Unión Europea y la mayoría de los países que no pertenecen a la UE que circundan el Mediterráneo. La UE se respalda en su vecina Rusia para su abastecimiento de energía, y Rusia, en cambio, se apoya fuertemente en la UE para los ingresos.

Como países vecinos de la UE que desarrollan lazos más profundos con la unión, tendrá sentido para ellos conservar la mayor cantidad de sus reservas en euros. Por ejemplo, en reconocimiento de la creciente importancia de Europa para su comercio y finanzas, Rusia recientemente ha aumentado el peso del euro en la canasta de mone-

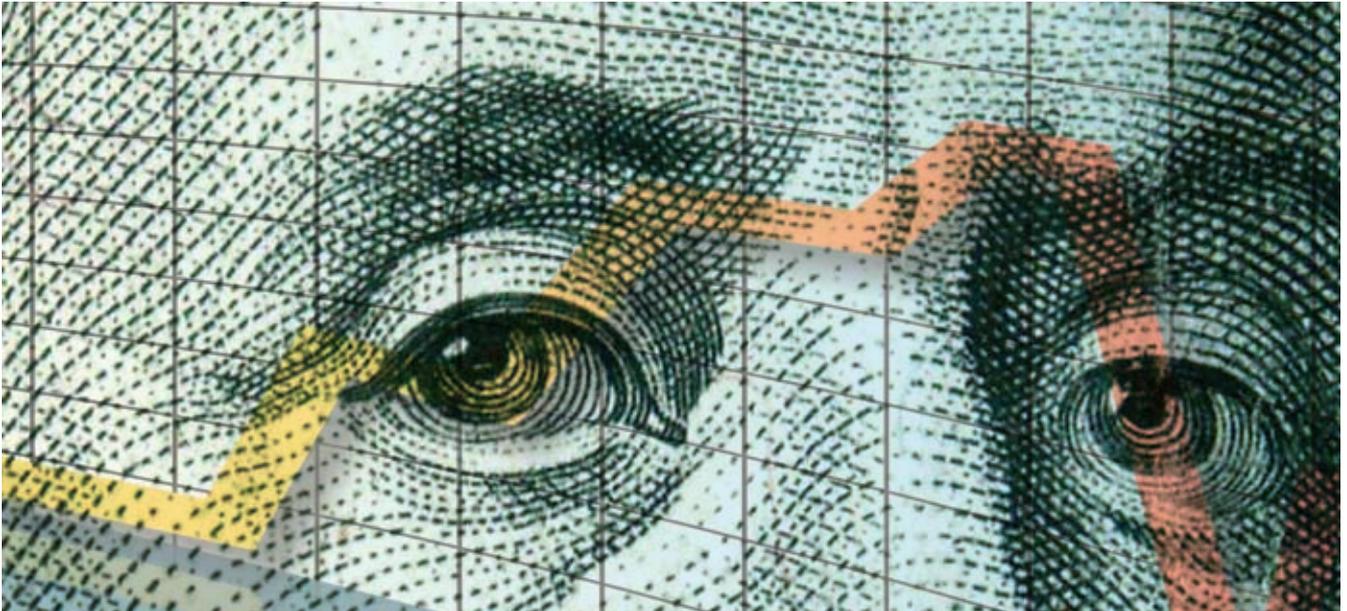
das que utiliza para guiar su política de tipo de cambio. Además, el país también querrá conservar una mayor porción de sus reservas en títulos nominados en euros. El Banco Central de Rusia confirmó en su último reporte anual que había incrementado la participación de euros en sus reservas de un 42% a más del 47% entre comienzos del 2008 y comienzos del 2009, mientras reducía la participación de dólares de un 47% a menos del 42%. En junio, Alexei Ulyukayev, vicepresidente primero del banco, indicó que Rusia intentaba reducir aún más la participación de activos nominados en dólares en su portfolio a medida que esos activos vencieran.

Por esas razones, los bancos centrales de los países en la periferia de la UE están preparados para reasignar sus reservas de dólares a euros. Probablemente el euro se vuelva una moneda de reserva cada vez más importante en la zona de la Unión Europea. Sin embargo, esto no significa que el euro vaya a superar al dólar globalmente. El dólar tiene una ventaja inicial, y la situación demográfica relativamente desfavorable para la zona del euro supone que su crecimiento en los próximos años será menor que en los Estados Unidos.

PRISIONEROS DE SUS PROPIOS RECURSOS

La diversificación en Rusia sería una cosa, pero la diversificación en China, y mucho menos en los mercados emergentes como un grupo, sería otra. El economista Brad Setser ha estimado que los activos oficiales en dólares de China a Mayo de 2009 eran casi ocho veces los de Rusia. Con el 60% de las reservas oficiales de China colocadas en activos nominados en dólares, la diversificación por parte de Beijing sería un gran problema.

Y los funcionarios de China se están enfrentando con una creciente presión para hacer algo. El tema se ha vuelto un punto de alerta en el orden nacional –lo que no es sorprendente, dado que las reservas de divisas de China



llegan a u\$s 2.000 por residente chino, el equivalente a un tercio de su ingreso per cápita. En una reciente encuesta online dirigida por el diario chino Global Times, el 87% de los chinos que respondieron consideraron que los valores en cartera en dólares de China no estaban seguros. En una visita a China en junio, el Secretario del Tesoro de EE.UU., Timothy Geithner, se sintió compelido a reafirmar a una audiencia de estudiantes en la Universidad de Beijing que los bonos del Tesoro estadounidense estaban seguros.

Al mismo tiempo, el gobierno chino es consciente de que se encuentra atrapado por la magnitud de sus carteras actuales en dólares. Vender títulos del Tesoro estadounidense en las cantidades necesarias para alterar significativamente la composición del portafolio de reservas de China haría que los precios de esos títulos cayeran estrepitosamente. Si el Banco Popular de China movilizara significativos volúmenes de dinero de dólares a otras monedas, el dólar se depreciaría, provocando fuertes pérdidas en la cartera residual de China. El fantasma de dichos efectos impide que Beijing actúe en forma apresurada. Además, los trastornos del mercado de bonos del Tesoro estadounidense que provocarían un aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos no harían que Beijing se gane la simpatía de Washington. Y las transacciones que provocaría una brusca depreciación del

dólar, dejando a otros inversores malparados y a los mercados internacionales inestables, no les ganaría la simpatía de otros gobiernos. La famosa cita de John Maynard Keynes viene a cuento: “Si usted debe al gerente de su banco mil libras, usted está a su merced. Si usted le debe un millón de libras, él está a su merced”.

La estrategia prudente bajo dichas circunstancias es hacer una serie de pequeños ajustes en la composición del portafolio a lo largo del tiempo. Esto, de hecho, es lo que los administradores de las reservas de China parecen estar haciendo –otra razón más de porqué la baja en la participación del dólar en las reservas globales probablemente va a ocurrir gradualmente.

DINERO FALSO

Comprensiblemente insatisfechos con las alternativas existentes, China y otros países han comenzado a explorar otras opciones. En marzo, el gobernador del Banco Central de China, Zhou Xiaochuan, causó una gran impresión cuando argumentó que el dólar debería ser reemplazado como moneda de reserva mundial por Derechos Especiales de Giro (SDRS, por sus siglas en inglés), la unidad de cuenta utilizada por el FMI en las transacciones con sus miembros y actualmente compuesta por una canasta de cuatro monedas

(el dólar, el euro, el yen y la libra). En junio, Moscú sugirió que podría estar preparado para cambiar u\$s 10.000 millones de su cartera de bonos del Tesoro estadounidense por bonos del FMI, que estarían presumiblemente nominados en SDRS. La comisión de las Naciones Unidas dirigida por el economista laureado con el premio Nobel Joseph Stiglitz ha defendido una mayor expansión del rol de los SDRS en el sistema monetario y financiero internacional.

La idea de una moneda de reserva supranacional retrotrae a los años '40 –al pedido de Keynes de crear una nueva unidad internacional (él la llamó “bancor”) y a la demostración del economista de Yale Robert Triffin de la inestabilidad dinámica de un sistema internacional que utilice una unidad nacional como principal forma de reserva. Facultando al FMI para que emita SDRS con el fin de que pueda cubrir la creciente demanda de los bancos centrales por reservas internacionales, se eliminaría el exorbitante privilegio de los abastecedores nacionales existentes, como Estados Unidos, y se removería la asimetría que ha alimentado los desequilibrios globales y los problemas en los mercados de crédito. También solucionaría el dilema que enfrentan los grandes tenedores de reservas, como China, al crear una alternativa real para las monedas nacionales.

Pero las reservas son atractivas solamente si pueden ser usadas y, por el momento, los gobiernos pueden utilizar SDRs únicamente para ajustar cuentas con otros gobiernos y con el FMI. No pueden utilizarlas para intervenir en los mercados de divisas ni en otras transacciones con participantes del mercado. Hacer que los SDRs sean más atractivos requerirá del desarrollo de mercados privados en los que se puedan comprar y vender. Será necesario construir mercados líquidos en los que los gobiernos y corporaciones puedan emitir bonos SDR a un costo competitivo. Aceptar depósitos en bonos nominados en SDR y extender préstamos nominados en SDR tendría que ser atractivo para los bancos. Y será necesario reestructurar los mercados de divisas para que los operadores que estén interesados en comprar, por decir, won de Corea del Sur por baht tailandés pudieran, antes de comprar won, vender baht por SDRs en lugar de hacerlo por dólares.

Esto es mucho pedir: vale la pena acordarnos que un intento previo de comercializar SDRs en los '70 en realidad nunca salió a la luz. Sólo unas pocas compañías del sector privado emitieron deudas nominadas en SDR, y únicamente unos pocos bancos aceptaron depósitos en SDR. No es difícil saber porqué: los primeros emisores de obligaciones en SDR incurrirían en costos extras debido a la novedad del instrumento; las primeras SDRs privadas, por definición, no podrían ser comercializadas en un mercado líquido. Esto las coloca en una desventaja competitiva dado que ya existen mercados líquidos de activos nominados en dólares y en euros. Desplazar las monedas nacionales es una batalla cuesta arriba en la actualidad como lo fue en los '70.

Ganar esa batalla requerirá de significativas inversiones por parte de los gobiernos durante un largo período. Si los propósitos de China con respecto a elevar el SDR al estatus de moneda de reserva son serios, deberá tomar las acciones necesarias para



crear un mercado líquido en SDRs. Específicamente, podría emitir sus propios bonos nominados en SDRs. Esto sería un paso mucho más significativo que comprar bonos SDR al FMI —hecho que China, Brasil y Rusia están preparados para hacer según informaron recientemente—, dado que estos bonos no pueden ser comercializados y por lo tanto no impulsarán la liquidez del mercado. Los primeros gobiernos que emitan bonos SDR pagarán el precio por la novedad, pero ese precio sería el costo de invertir en un sistema internacional más estable.

Luego existe la cuestión de quién estará del lado de la demanda en el mercado. Muchos bonos del gobierno están en manos de fondos de pensión y compañías de seguro, dado que el vencimiento de estos bonos concuerda con el vencimiento de sus obligaciones con los pensionados y los tenedores de pólizas; esto significa que ellos pueden confiar en que tendrán el dinero necesario en la mano cuando llegue el momento de pagar sus enormes contratos. En cambio, los bonos SDR no concordarán con la moneda de nominación de sus deudas. Si,

digamos, el dólar se depreciara contra el euro, una compañía de seguros europea con títulos nominados en bonos SDR y en euros se encontraría en graves problemas. Algún día, los pensionados y los tenedores de pólizas estarán preparados para aceptar pagos en una canasta de monedas. Pero poniéndolo de este modo es una forma de tener presente que el día en que exista un mercado profundo y líquido en SDRs, con una adecuada oferta y demanda, está muy lejano.

Y otro desafío será crear un mercado de divisas basado en SDR. El FMI será obviamente el “market maker” (“hacedor del mercado”): podría operar SDRs con todos los participantes, privados y oficiales, a un ajustado spread entre oferta y demanda, competitivo con los spreads en dólares. El dólar se convirtió por primera vez en una moneda internacional en 1920, cuando la recién fundada Reserva Federal de EE.UU. comenzó a comprar y vender aceptaciones en dólares, un tipo de letras de cambio negociables, creando así un mercado líquido para esos instrumentos. Si la comunidad internacional está pensando seriamente en los SDRs como una unidad



de reserva internacional, tendrá que autorizar al FMI para que actúe de manera similar a un market maker —y proporcionarle un presupuesto para llevarlo a cabo.

Finalmente, para que los SDRS se conviertan realmente en una moneda internacional, el FMI tendrá que emitir SDRS adicionales en períodos de escasez, de manera similar a los swaps de dólar que la Reserva Federal proporcionó para asegurar una liquidez de dólares adecuada en la segunda mitad de 2008. Bajo las regulaciones actuales, el SDRS no puede emitirse sin la aprobación del 85% de los miembros del FMI —lo que no es precisamente la mejor receta para llevarlo a cabo rápidamente.

La administración del FMI tendrá que ser autorizada para decidir cuándo emitir más SDRS; tendrá que tener independencia y autoridad, como el comité de política monetaria de un banco central. En efecto, el FMI tendrá que parecerse más a un banco central global y a un prestamista internacional de última instancia. Y esto claramente no va a ocurrir de la mañana a la noche.

Con Zhou, el gobernador del banco central de China, al tanto de estas realidades, uno se pregunta porqué estaba promoviendo los SDRS la última primavera. Una explicación es que estaba buscando un propósito político. Él deseaba señalar la insatisfacción de China con los arreglos preexistentes y recordar a otros países, en vísperas del foro económico del G-20 en Londres, que China aspiraba a participar activamente en las discusiones sobre las reformas monetarias internacionales y reclamar un sistema de regulaciones multilateral. Podría haber estado actuando para una audiencia doméstica, buscando desviar las críticas de que las autoridades chinas, al fracasar en su intento de buscar activamente alternativas al dólar, no han cuidado debidamente las reservas internacionales del país.

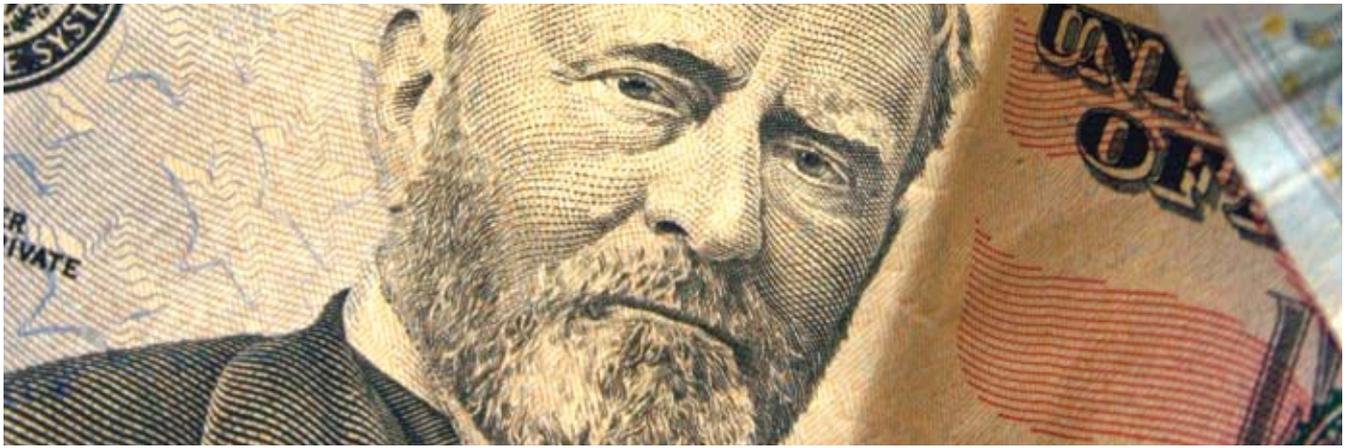
O la táctica pudo haber sido una diversión, diseñada para distraer la atención del objetivo real de China, que es convertir el mismo renminbi en una moneda de reserva. Esto liberaría a China de la necesidad de conservar monedas extranjeras para suavizar su balance de pagos, y le permitiría imprimir más o menos cantidad de su moneda según sea necesario, tal como

Estados Unidos lo hace ahora. Wang Zhaoxing, vice-director de la sucursal en Shanghai de la Comisión Reguladora de Bancos de China, sugirió a los reporteros en mayo que el renminbi podría convertirse en la mayor moneda de reserva para el 2020.

Pero por ahora, el renminbi continúa siendo inconvertible. Los extranjeros sólo pueden usarla para comprar bienes a China o en el comercio fronterizo con vecinos inmediatos de China y con las regiones administrativas especiales de Hong Kong y Macao. La última primavera, Brasil y China anunciaron que deseaban explorar formas de utilizar sus monedas en el comercio bilateral, pero la declaración fue principalmente una forma de publicitar la extensión de su comercio. ¿Qué uso le darían la mayoría de las firmas brasileñas al renminbi cuando éstos no pueden convertirse en reales?. De forma similar, los acuerdos de swap que China ha concluido durante el último año con Argentina, Bielorrusia, Hong Kong, Indonesia, Malasia y Corea del Sur tienen escasa importancia práctica; constituyen un gran camino para que Beijing muestre su deseo de ser un jugador internacional.

Los bancos centrales de estos países no pueden utilizar el renminbi para intervenir en mercados de cambio internacionales, importar mercadería de terceros países o pagar a los bancos extranjeros y tenedores de bonos del exterior. China se convertiría en un abastecedor más trascendente de créditos de emergencia si hace que ellos estén disponibles en dólares —pero esto minaría el uso de swaps para incentivar el rol internacional del renminbi.

Con el tiempo, China podría reforzar el rol internacional del renminbi desarrollando mercados de títulos líquidos y liberalizando el acceso de los extranjeros a ellos. Con el tiempo, esto podría hacer que su divisa sea convertible para transacciones financieras y comerciales. La pregunta es, ¿en cuánto tiempo?. China ha estado experimentando un camino hacia la convertibilidad de su



capital, la capacidad de convertir libremente sus activos financieros locales en extranjeros y viceversa, por más de una década, y recién está solamente a mitad de camino. Como lo han aprendido otros países asiáticos, para su disgusto, mantener la estabilidad financiera mientras se garantiza a los inversores locales la libertad total para comercializar activos extranjeros y a los inversores extranjeros libertad total para negociar activos domésticos requiere satisfacer condiciones formidables. Los mercados deben ser transparentes. Los bancos deben estar comercializados. La supervisión y regulación deben ser reforzadas. Las políticas monetarias y fiscales deben ser profundas y además estables. El tipo de cambio debe ser lo suficientemente flexible para acomodarse a los grandes flujos de capital. En otras palabras, China debe movilizarse hacia una convertibilidad total de cuenta de capital; éste es un pre requisito para que el renminbi se vuelva internacional. Pero para llevar esto a cabo, China primero tendrá que abandonar el modelo de crecimiento en el que el préstamo bancario y la divisa fija han sido dos de los principales instrumentos de su política de desarrollo. Esto no será fácil. Basta ver que las primeras reacciones de las autoridades chinas a la crisis económica fueron respaldarse en el préstamo dirigido (con el fin de impulsar la inversión) y reforzar la fijación del renminbi respecto al dólar (con el fin de sostener las exportaciones).

Todo esto sugiere que los mercados financieros de China continuarán abriéndose a los inversores extranjeros sólo gradualmente. Hasta ahora, los

bonos nominados en renminbi han sido vendidos únicamente en China y solamente por bancos chinos y multilaterales, tales como el Banco Asiático de Desarrollo y la Corporación Financiera Internacional. El gobierno chino ha sido reticente a permitir que las corporaciones extranjeras emitan bonos, dado que esto interferiría con su capacidad de canalizar ahorros hacia la industria china. Esta situación está comenzando a cambiar, aunque lentamente. En mayo el HSBC Holdings y el Bank of East Asia anunciaron que fueron los primeros bancos extranjeros autorizados para vender bonos nominados en renminbi en Hong Kong. Pero Hong Kong ha abierto los mercados, y el Banco de Desarrollo de China y el Banco de China ya están autorizados para la emisión de bonos nominados en renminbi a los individuos allí. Sería mucho más significativo si dichas actividades estuvieran permitidas en Shanghai. Permitir a los Estados Unidos, por ejemplo, emitir bonos nominados en renminbi allí en una menor escala podría ayudar a Shanghai a convertirse en un centro financiero internacional. (Guo Shuqing, presidente del Banco de Construcción de China, reclamó esto durante su visita a los Estados Unidos en junio). Los tenedores de bonos presumiblemente considerarían estos bonos, con sus retornos garantizados en renminbi, como una atractiva alternativa a los depósitos bancarios, que comúnmente son encauzados hacia el desarrollo industrial. Pero si lo hacen, la totalidad del modelo de desarrollo de China será puesto en riesgo.

Para estar seguros, al gobierno chino le gustaría ver que Estados Unidos le ofreciera garantía de tipo de cambio sobre sus títulos nominados en dólares. Garantizar nuevas carteras chinas contra la depreciación del dólar contra el renminbi sería equivalente a emitir aquellos bonos en renminbi. Se sabe que los gobernantes están dando estos pasos. Pero la estrategia es vista correctamente como un signo de desesperación. Puede volverse en contra si la divisa extranjera se aprecia. Y como se espera que el renminbi suba contra el dólar, es poco probable que las autoridades de EE.UU. vean esto como una opción atractiva.

Dicho esto, los esfuerzos de China para internacionalizar el renminbi no deberían subestimarse. Los políticos chinos son serios sobre el hecho de hacer de Shanghai un centro financiero internacional para el 2020. Pero cumplir este objetivo requerirá de la construcción de mercados financieros más abarcativos y más líquidos en activos nominados en renminbi y de la liberalización del acceso a inversores extranjeros a estos mercados. Y esto, a cambio, implicará una serie de cambios en las políticas que alcanzarían hasta el abandono del probado y verdadero modelo de crecimiento de China. Dichos cambios no pueden producirse del día a la noche, quizás ni siquiera antes del 2020.

Otra razón de que el 2020 podría ser una fecha límite demasiado ambiciosa para convertir al renminbi en una moneda de reserva es que aún cuando la economía china crezca a un 7%

anual durante la próxima década –más lentamente que en el pasado, dada su situación demográfica menos favorable en estos momentos, pero aún excepcionalmente rápido de acuerdo a los estándares históricos– en 2020 su PBI será de solamente la mitad del volumen del PBI de Estados Unidos al tipo de cambio del mercado (siendo los tipos de cambio del mercado lo que importa para las transacciones comerciales). Aún entonces, en otras palabras, el renminbi tendrá una plataforma menor que el dólar desde la cual lanzar su carrera internacional. La liquidez y los costos de las transacciones en mercados de renminbi no serán comparables con aquellas de los mercados de dólar, y las reservas de carteras en renminbi continuarán por lo tanto teniendo una llegada limitada. La opción será atractiva principalmente para países que llevan a cabo la mayor parte de sus negocios con China y realizan la mayoría de sus operaciones financieras internacionales en Shanghai. Por razones de proximidad, como mínimo, estos países serán ante todo Asiáticos. El mercado para las reservas en renminbi estará de esta forma desproporcionadamente concentrado en Asia, al menos inicialmente, por más que el mercado para las reservas en euros se encuentre ahora desproporcionadamente concentrado en Europa.

Esto nos hace preguntarnos si Asia algún día desea seguir a Europa en la creación de una única moneda regional. Se ha gastado mucha tinta sobre el tema, pero parece improbable. China no necesita participar en una unión monetaria con el fin de obtener el nivel económico y financiero necesario para que su moneda juegue un rol importante internacionalmente. No tiene que compartir la soberanía monetaria con sus vecinos con el fin de que su moneda se convierta en una unidad de reserva. En lugar de luchar para adelante hacia una unión monetaria regional, a la manera de París o Berlín, Beijing casi con seguridad preferirá esperar, por larga que resulte la espera, la mayor importancia que tendrá el renminbi dentro de la región. Existen muchas razones de porqué la unión monetaria pan-Asiática es improba-

ble –yendo desde las estructuras muy distintas de las diferentes economías en Asia hasta el limitado apetito por la integración política en la región. Pero las perspectivas propias del renminbi como moneda internacional son las importantes.

¿Puede el renminbi servir como una moneda de reserva? Sí. ¿Cómo una moneda de reserva subsidiaria? Sí. ¿Cómo una moneda de reserva dominante? En un futuro cercano, esto es difícil de imaginar.

ENCONTRAR AL NUEVO JEFE

Por proceso de eliminación, está claro que el dólar seguirá siendo la principal forma de mantenimiento de las reservas internacionales en el futuro. No será tan dominante como en el pasado, por las mismas razones que Estados Unidos no será tan dominante económicamente como lo fue una vez. En el corto plazo, el euro ganará participación en el mercado, especialmente dentro y alrededor de Europa. En el largo plazo, el rol del renminbi también crecerá, especialmente en Asia. Pero hasta donde uno puede ver, el dólar continuará siendo en el futuro la primera entre pares.

Este estado de cosas –con diversas monedas nacionales compartiendo, aunque en forma despareja, el estatus de moneda de reserva– tiene precedentes.

Una situación similar existió durante varias décadas antes de la I Guerra Mundial, cuando la libra esterlina fue la divisa de reserva dominante pero el franco francés y el marco alemán conservaban porciones significativas del mercado, especialmente en regiones comercial y financieramente ligadas a Francia y a Alemania. Una reciente investigación ha demostrado que la libra y el dólar proporcionaban participaciones casi iguales en las reservas de divisas mundiales en 1920. La opinión de que hay lugar solamente para una moneda de reserva en un momento en el tiempo

está desmentida por la historia. El dólar puede haber dominado hasta la exclusión de otras monedas de reserva luego de la II Guerra Mundial, pero esto reflejó circunstancias excepcionales, incluyendo el excepcional dominio de los mercados mundiales por parte de Estados Unidos y el hecho de que solo tenía un mercado financiero doméstico, profundo y abierto. Y estas circunstancias excepcionales son ahora cosa del pasado.

La emergencia de un sistema de reservas basado en múltiples monedas no debe considerarse alarmante. Un acuerdo así funcionó tranquilamente antes de la I Guerra Mundial: las diferentes unidades de reserva coexistían pacíficamente, de hecho cada una en su propia circunscripción. Estos arreglos también impidieron la clase de inestabilidades observadas recientemente, en las que un único abastecedor está inundando con fondos externos los mercados emergentes para ayuda alimentaria, generando las burbujas de activos. Para estar seguros, los años 20 resultaron ser menos felices. Cuando, en 1931, el Reino Unido experimentó primero una crisis fiscal, luego una crisis bancaria y finalmente una crisis de divisas, los bancos centrales de todo el mundo decidieron pasar sus reservas de libras a dólares. Y cuando la inestabilidad se expandió a los Estados Unidos, algunos volvieron a las libras, otros al oro. El sistema monetario internacional fue desestabilizado y finalmente destruido por estos cambios erráticos. Pero, si algo ocurrió, la lección es que la competencia reserva-divisa incrementa la disciplina del mercado que sienten los políticos. Cuantas más alternativas posean los bancos centrales y otros inversores internacionales, más presión sentirán los decididores políticos para adoptar las medidas necesarias para mantener la confianza de los inversores. Dadas las propensiones de la mayoría de los políticos, esto no es algo malo ●

Traducción: Andrea Estellés