

Hacia un sistema multipolar

Hay que prepararse para una transición posiblemente turbulenta a un sistema monetario internacional más seguro y eficiente

Emmanuel Farhi



EL SISTEMA MONETARIO internacional ha sufrido varias transformaciones en los últimos dos siglos, pasando del patrón oro al actual sistema de tipos de cambio flexibles.

Aun así, ha habido una constante: el sistema ha estado dominado casi siempre por una sola moneda. Hasta la Primera Guerra Mundial, fue la libra esterlina. Tras una época de turbulencias entre la libra y el dólar, el dólar terminó imponiéndose, una vez que finalizó la Segunda Guerra Mundial.

El reinado del dólar sobrevivió al fin del patrón de cambios dólar introducido por el Acuerdo de Bretton Woods e incluso salió reforzado de la crisis financiera mundial. Al mismo tiempo, han surgido nuevos competidores: el euro y el renminbi. ¿Cómo se desarrollará dicha competencia monetaria geopolítica? ¿Qué podemos hacer para prepararnos? Las lecciones que nos ha dejado la historia nos permitirán perfilar escenarios y elaborar planes de emergencia para la próxima fase del sistema monetario internacional.

Predominio del dólar

El actual predominio del dólar convierte a Estados Unidos en el banquero del mundo. Como tal, goza de privilegios exorbitantes —en palabras de Valéry

Giscard d'Estaing— y carga con deberes exorbitantes. Directa o indirectamente, es el proveedor preeminente de activos seguros y líquidos al resto del mundo, el emisor de la moneda dominante en la facturación comercial, la mayor fuerza de la política monetaria mundial y el principal prestamista de última instancia.

Dichos atributos se refuerzan mutuamente. El predominio del dólar en la facturación comercial hace que resulte más atractivo endeudarse en dólares, lo cual a su vez invita a fijar precios en dólares; el papel de Estados Unidos como prestamista de última instancia hace que resulte más seguro endeudarse en dólares, lo que a su vez incrementa la responsabilidad de Estados Unidos en tiempos de crisis. Todos estos factores consolidan la posición especial del país.

Pero ello no significa que el sistema monetario internacional centrado en el dólar vaya viento en popa. Existe una creciente y aparentemente insaciable demanda mundial de activos seguros, o de activos que no tengan un elevado riesgo de pérdida en todo tipo de ciclos de mercado. La consiguiente escasez de activos seguros ha hecho que las tasas de interés para las inversiones relativamente libres de riesgo caigan a niveles históricamente bajos y ha planteado retos mundiales graves y persistentes tanto para la estabilidad macroeconómica (al incrementar la probabilidad de que se alcance el límite inferior cero) como para la estabilidad financiera (al presionar a los inversionistas para que se apalanquen y asuman riesgos en la búsqueda de rendimientos).

Asimismo, genera las condiciones necesarias para un nuevo dilema de Triffin: a largo plazo, la única manera de que Estados Unidos pueda satisfacer la creciente demanda mundial de activos seguros es abusando de su propia capacidad fiscal y financiera, lo cual podría minar la confianza de los inversionistas en el dólar y dar lugar a volatilidad y crisis que se automaterializan. Fue un mecanismo similar

—vislumbrado una década antes por el economista belga Robert Triffin— el que acabó con el sistema de Bretton Woods, obligando a Estados Unidos a poner fin a la convertibilidad del dólar tras el movimiento especulativo contra esta moneda.

La inevitable llegada de nuevos competidores (como el euro y el renminbi) al juego mundial de divisas podría ofrecer una solución a largo plazo. Además, la competencia daría sus frutos habituales y mejoraría la seguridad y la eficiencia del sistema monetario internacional, reabsorbiendo la escasez de activos seguros, eliminando el nuevo dilema de Triffin y relevando a Estados Unidos de sus deberes y privilegios exorbitantes.

Pasos concretos

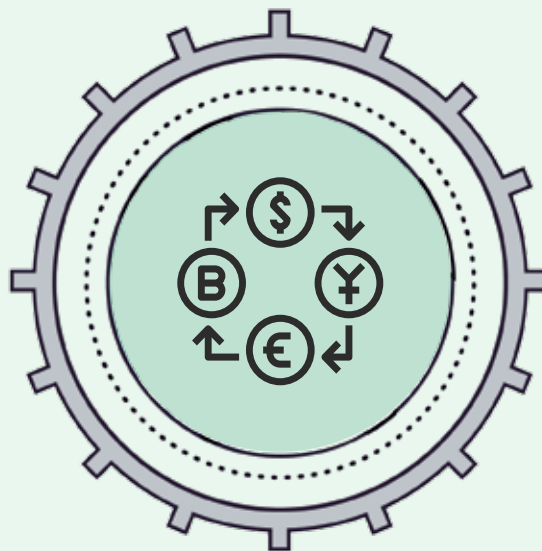
No obstante, este sistema monetario internacional realmente multipolar tardará en llegar. La zona del euro y China han adoptado algunas medidas agresivas para reforzar el papel internacional de sus monedas, pero la reputación y las instituciones no se construyen de la noche a la mañana, y la coordinación del status quo puede ser larga.

Asimismo, la inestabilidad monetaria de entregueras, con la coexistencia de la libra esterlina y el dólar, debería recordarnos que, a mediano plazo, podría aumentar la inestabilidad. Según el economista estonio Ragnar Nurkse, parte de esta inestabilidad vino provocada por los propios inversionistas, al buscar el equilibrio entre monedas en sus carteras. La lección para nuestra época es que, a medida que vayan surgiendo competidores al dólar, los inversionistas tendrán adonde ir si deciden abandonarlo. Ello podría exacerbar la especulación desestabilizadora y provocar crisis de confianza que automaterilizan.

En resumen: los beneficios de la competencia monetaria tardarán en materializarse. Entretanto, los inversionistas deberían prepararse para afrontar las posibles turbulencias de la transición a un sistema monetario internacional multipolar.

La comunidad internacional puede adoptar medidas concretas para afrontar estos retos. Podría fomentar y acelerar la transición a un sistema realmente multipolar. No obstante, la prioridad más importante y la más viable es reforzar la red de seguridad financiera mundial, con el doble objetivo de aumentar la resiliencia del sistema financiero mundial y aliviar la escasez mundial de activos seguros, mitigando así sus consecuencias desestabilizadoras.

Como medidas concretas, podría preservarse la capacidad de bancos centrales y gobiernos para



actuar como prestamistas de última instancia en sus respectivos países. Otras medidas fomentan acuerdos descentralizados entre países: acuerdos de reservas compartidas, en los cuales varios países mancomunan sus reservas para economizar, y acuerdos de líneas de swap bilaterales entre bancos centrales, para que un banco tome préstamos en la moneda de otro país a cambio de garantías. Por último, está la opción de impulsar los mecanismos existentes y ampliar la capacidad financiera de la organización internacional que actúa como centro del sistema multilateral —el FMI—, así como de aumentar el respaldo a los acuerdos descentralizados.

Una posibilidad más radical sería plantearse una función más amplia para el FMI, adaptando y modernizando algunas de las antiguas ideas de los planes de Keynes y Triffin. El FMI podría centralizar los acuerdos de reservas compartidas gestionando una facilidad de depósito global basada en el actual derecho especial de giro. Además, podría multilateralizar la red descentralizada, dispersa y discrecional de líneas de swap bilaterales entre bancos centrales, mejorarla y estructurarla en forma de estrella. Con este fin, podría actuar como contraparte central y como suscriptor de líneas de swap bilaterales, u ofrecer sus propias líneas de swap a corto plazo.

Es célebre la frase del economista Rudiger Dornbusch, del Instituto de Tecnología de Massachusetts: “en Economía, todo tarda más en ocurrir de lo que uno piensa, pero luego pasa más rápido de lo que uno creía posible”. Es el momento ideal para prepararse. **FD**

EMMANUEL FARHI es profesor de Economía de la cátedra Robert C. Waggoner de la Universidad de Harvard.