

RESEÑA DEL LIBRO
*EXORBITANT PRIVILEGE:
THE RISE AND FALL OF THE DOLLAR
AND THE FUTURE OF THE
INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM*

(Barry Eichengreen, Oxford:
Oxford University Press, 2011)

DAVID HOWDEN*

¿Cómo obtiene el dólar americano su envidiable posición? ¿Qué amenazas afronta ahora y de dónde procederán las fuerzas que lo destronen de su hegemónica posición? El economista de Berkeley Barry Eichengreen contesta hábilmente a estas preguntas en *Exorbitant Privilege*, al tiempo que proporciona algunos fundamentos históricos de por qué otras monedas en posiciones similares al dólar americano han sido relegadas a un estatus inferior a lo largo de la historia.

¿Qué explica el dominio global de una moneda? La salud de una divisa está ligada a la de su emisor —ayuda el hecho de que sea un país grande, rico y en crecimiento. Un soberano poderoso —económica y militarmente— y estable también ha sido un determinante histórico. Finalmente, mercados de capital profundos que permitan una elevada liquidez son favorecidos por los participantes del mercado. La sabiduría convencional afirma que la ocupación de un puesto —como en la política— ayuda a mantenerlo. La historia muestra, como señala Eichengreen, que aunque la ocupación del puesto es importante, ésta es superable. Gran Bretaña dominó las dos lenguas francas del mundo económico

* Department of Business and Economics. St. Louis University, Madrid. Email: dhowden@slu.edu. Traducción a cargo de José Hernández Cabrera (estudiante del Máster en Economía Austriaca de la Universidad Rey Juan Carlos).

—el lenguaje y la moneda— desde el S. XIX hasta la Primera Guerra Mundial. Al finalizar la Segunda Guerra Mundial el destino de la última fue truncado al quedar relegada la libra esterlina a la segunda división monetaria.

¿Afronta el dólar americano al mismo destino? Eichengreen piensa que no, al menos no inminentemente. El dólar y la economía americana pueden tener problemas, pero también los tienen sus rivales. El euro es una divisa sin Estado y genera incertidumbre sobre si y hasta qué punto existirá en el futuro. El yuan chino es fuerte (en parte porque está respaldado por dólares americanos), pero existe en una economía de tamaño insuficiente para dar a los mercados de capital la profundidad necesaria que garantice la liquidez suficiente. Los derechos especiales de giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional son frecuentemente propuestos como una alternativa, pero no son dinero —se puede denominar un precio en DEG (ya que es una cesta de monedas compuesta, dominada por los dólares americanos), pero no se puede liquidar una deuda utilizando estos medios. Sólo el dólar americano tiene todos los componentes necesarios para ser *la* divisa global, al menos por el momento.

Un escenario más probable que un abandono masivo del dólar, es que su papel se vaya reduciendo a medida que sus competidores internacionales ganen fuerza. El escenario preferido por Eichengreen es un mundo con múltiples divisas internacionales, sin cambios bruscos en el *statu quo* sino una erosión gradual de la hegemonía del dólar a lo largo del tiempo. Esta erosión procederá de una mala gestión económica y financiera a nivel doméstico, no por acciones externas de China o de las potencias europeas.

Aún así, estando quien escribe de acuerdo con sus principales conclusiones, abundan pequeños errores objetivos a la largo de este delgado libro. ¿Fue el pánico americano de 1907 causado y agravado por la ausencia de un banco central, y sólo atajado cuando el financiero de Wall Street J. Pierpont Morgan organizó un rescate parecido al de un banco central, como Eichengreen considera (p. 22)? Aunque el apoyo para la creación de la Reserva Federal se intensificó después del Pánico, sus causas se encuentran tanto en el exceso de creación de crédito por parte de un sistema

bancario pobremente regulado como en la falta de un banco central *per se*.

¿Fue la Gran Depresión «grande» porque la Reserva Federal permitió a los bancos desestabilizarse (p. 34)? Si se admite «grande» para referirse al colapso de los bancos y del crédito, entonces tal vez. Pero si «grande» se refiere a la duración de la depresión, más bien debería explicarse por las políticas laborales erróneas del gobierno que incrementaron la rigidez salarial e impidieron el vaciado de los mercados.

Eichengreen considera que los realineamientos (léase devaluaciones) de las divisas europeas dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) a principios de la década de los noventa ocurrieron porque: (a) los tipos de cambio que se establecieron para acceder al MTC fueron demasiado altos para algunos países, y (b) la atención de Alemania a la estabilidad de precios y los posteriores aumentos de los tipos de interés provocaron salidas de capital de los países periféricos del MTC, incluyendo el Reino Unido. ¿Pero qué ocurre con el papel que desempeñaron los elevados déficits por cuenta corriente en la desestabilización de las precarias posiciones financieras? Eichengreen ignora ampliamente que estos déficits fueron causados, al menos en parte, por déficits gubernamentales insostenibles, como lo son otras políticas gubernamentales desestabilizadoras (vienen a la mente las políticas monetarias altamente inflacionarias de los países periféricos, entre otras muchas).

En una digresión, Eichengreen atribuye el malestar actual a la «hipótesis del exceso de ahorro global». La idea de que los extranjeros (principalmente asiáticos) ahorraron demasiado y que esos ahorros alimentaron una borrachera de crédito en el mundo occidental, es la raíz de muchas explicaciones de la crisis. La principal hipótesis rival —que los bancos centrales de Occidente mantuvieron tipos de interés muy bajos durante mucho tiempo— sólo se trata tangencialmente. Quien escribe encuentra esto curioso, ya que las dos explicaciones no son mutuamente excluyentes. Los bancos centrales de Occidente estimularon un *boom* basado en el consumo, con importaciones procedentes de países asiáticos que vendían a bajo coste. Esos países se encontraron con una creciente cantidad de reservas, y los únicos mercados suficientemente

grandes para invertir las estaban localizados en el mundo occidental.

Dejando a un lado estas objeciones, el libro ofrece una excelente panorámica de la historia del dólar americano y su ascenso a una posición dominante a nivel mundial. Incluye una buena dosis de historia del euro, especialmente de su papel como competidor del dólar en la escena internacional. La conclusión de Eichengreen de que la hegemonía del dólar es segura aunque no de manera permanente es prudente, si bien esta argumentada de forma coherente y adecuada. El libro está escrito de manera concisa, y Eichengreen tiene el don de explicar con claridad vínculos políticos y económicos complejos.

El libro servirá al lector igual que aquél publicado hace un siglo que auguraba la decadencia de la libra esterlina y su menor importancia en la economía mundial. Si el pronóstico de Eichengreen es cierto, cuando el dólar americano comience finalmente a perder su hegemonía, no será porque sus competidores estén mejorando su cometido; será porque el Gobierno de EE.UU. estará reduciendo la calidad de los dólares que emite. Si ese futuro procede de la inestabilidad de los precios por parte de la Reserva Federal, o de la inestabilidad política en manos del Congreso, es tema de otro libro.