

Barry EICHENGREEN, *Un privilège exorbitant. Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, Odile Jacob, París, 2011, 280 pp. (original: Barry EICHENGREEN, *Exorbitant Privilege. The Decline of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, Nueva York, 2011).

¿Dónde está el origen del exorbitante privilegio del que ha gozado el dólar durante la segunda parte del siglo xx? ¿Qué ha supuesto para los norteamericanos? ¿Y para el resto del mundo? ¿Existen alternativas a la dominación internacional del dólar? ¿Está próximo el fin del dólar como moneda internacional de reserva? Estas son algunas de las preguntas a las que responde Eichengreen en un texto tan ameno como riguroso, salpicado de anécdotas históricas, semblanzas de los personajes que tomaron decisiones, datos contundentes y claridad expositiva. Aunque son muchas las preguntas que se responden en el libro existe en la intención del autor una sobre la que orbitan todas las demás: ¿cuál es el futuro del dólar?

Para introducirnos en el tema y también como una provocación, utiliza las palabras con las que se refirió Valéry Giscard d'Estaing en 1964 al dólar, cuando señaló que gozaba de «un privilegio exorbitante». El privilegio en cuestión permitió a Estados Unidos financiar sus déficits externos durante la segunda mitad del siglo xx. Eichengreen reconstruye los orígenes de este privilegio y su posible final en 7 capítulos. Aunque cada capítulo puede leerse de forma independiente, el conjunto ofrece un análisis de la historia monetaria de la última centuria dirigido a un público curioso, no necesariamente especialista. Su mirada nos conduce desde la creación de la Reserva Federal hasta la crisis de 2008-2009, con un hilo argumental que se detiene en establecer paralelismos entre situaciones históricas y actuales. En ocasiones hay que analizar detenidamente su argumento; en otras procesar la información que ofrece; muchas veces recrearse con el perfil de un personaje; siempre detenerse en los subtítulos, muchos con doble sentido, que apelan a los recursos nemotécnicos y a esos oradores excelentes que capturan la atención con golpes de efecto.

Buscando la complicidad con el lector, en los primeros párrafos recurre al cine para ilustrar cómo el dólar actuó como moneda internacional de referencia en la segunda mitad del siglo xx. El primer capítulo, introductorio, establece los puntos de referencia: el dólar es «*la lingua franca*» monetaria del mundo, los bancos centrales tienen en dólares más del 60% de sus reservas en divisas, 500 billones de dólares circulan fuera del país. A la vez, en la actualidad Estados Unidos es un país con menor dominio económico que el que tenía hace cincuenta años. Y Eichengreen establece una causalidad: una moneda es atrayente porque el país que la emite es rico, pujante y se-

guro. Desde el principio nos adelanta su posición respecto a la idea de que el dólar está condenado a perder su estatus como moneda internacional. Para él es falsa, sobre todo porque no hay alternativa. El euro es una moneda sin gobierno y el renminbi es una moneda con demasiado gobierno. La alternativa al dólar en forma de DEG (Derechos Especiales de Giro, una emisión del FMI inaugurada en 1967), reclamada por el gobierno chino en 2009, es apenas una ilusión. Nos anuncia otra alternativa: la coexistencia de varias monedas internacionales referenciadas a diferentes áreas geográficas.

En el capítulo 2 el autor realiza un brevísimo recorrido por la historia monetaria de Estados Unidos. Se inicia con la preeminencia económica y financiera de Londres durante todo el siglo XIX, aunque ya hacia el final los cambios comienzan notarse. Sin embargo, Estados Unidos no contaba con una banca central que le permitiera estabilizar los mercados. La creación de la Reserva Federal en 1913 facilitó la gestión de los problemas monetarios. Aunque el dólar inició su debut internacional tras la Primera Guerra Mundial, el periodo de entreguerras fue de incertidumbre. Tras la Segunda Guerra Mundial el dólar inició su auténtico reinado.

El capítulo 3 reseña la instalación del dólar como moneda de reserva internacional. Eichengreen evoca magistralmente las conversaciones entre un Keynes debilitado físicamente (falleció en 1946) y un White en su esplendor, que decantaron la balanza a favor de un Fondo de Estabilización con preeminencia norteamericana defendida por White en contra de la idea de una banca central mundial (*Clearing Union*), defendida por el inglés. Los planes Marshall y Dodge inundaron de dólares Alemania y Japón, perdedores de la guerra, y los acuerdos de Bretton Woods sellaron la preeminencia del dólar. Sobre todo porque no había rival. Esta falta de alternativa se extendió a lo largo de las siguientes décadas, aunque no sin zozobras. En los años sesenta se inauguró el «pool del oro», un compromiso entre Estados Unidos y siete países europeos para mantener el precio del dólar, que fracasó a fines de la misma década. Un nuevo intento pasó por la emisión de los Derechos Especiales de Giro («cebra monetaria»), un mecanismo que permitiría completar las reservas que no estaban en dólares o en oro. En definitiva, los DEG eran un tipo de activo que podía utilizarse en los intercambios entre países y con el FMI, pero no llegaban hasta la economía privada; además, requerían de un amplio consenso para ser emitidos. Los problemas que padeció el dólar se multiplicaron hasta que en 1971 se suspendió la convertibilidad y el dólar se devaluó. Sin embargo, y a pesar del proceso de inflación que se vivió en la década de 1970, la demanda de reservas en dólares no bajó. Pese a las previsiones que se hicieron acerca de un mundo tripolar (marco, yen, dólar), el dólar continuó dominando las transacciones internacionales.

En el capítulo 4 se describe la aparición del euro como un aparente nuevo rival para el dólar. El recorrido histórico destaca la idea de Mitterrand, Kohl y Delors que confluyeron en la necesidad de que un solo mercado tuviese una única moneda. El euro estuvo asociado a un proyecto político, que es su principal debilidad y también su principal fortaleza. Su concreción lo convierte en un rival importante para el dólar. La negación de Gran Bretaña a entrar en el proyecto monetario europeo debilitó el euro y cuestionó desde el inicio su capacidad de rivalizar con el dólar. Este capítulo

recoge la historia del euro como rival del dólar y, sin duda, a fecha de hoy requeriría un epílogo. Sin embargo, no modificaría esencialmente la historia que cuenta Eichengreen.

A lo largo del capítulo 5 se desgranar los orígenes de la crisis de 2008-2009 en Estados Unidos. En la base, el comportamiento de los bancos creando títulos complejos y sofisticados que disimulaban los riesgos y eran colocados sin la suficiente transparencia y sin estar sometidos a un verdadero control. La Ley Glass-Steagall, que separaba las actividades de banca comercial de las de inversión y las limitaba, fue revocada en 1999. Los reguladores fueron persuadidos por los regulados de que las metodologías de cálculo que utilizaban eran adecuadas y las agencias de calificación se vieron involucradas en conflictos de intereses. La política de la Fed en los años anteriores al estallido de la crisis fue demasiado laxa, sin prever suficientemente bien los riesgos. Pese a ello, los bancos centrales han seguido acumulando reservas en dólares. Esto solo se explica por el estatus que mantiene el dólar como moneda internacional. Sin embargo, en 2009 ya se alzan voces que señalan las dudas que existen de que el dólar pueda seguir conservando su rol.

El capítulo 6 se ocupa de analizar el fin del monopolio del dólar. Pero ¿existe alguna moneda que pueda sustituir al dólar? Si nos dirigimos hacia una economía mundial con varios centros, sería lógico que también existiesen diversas monedas con peso internacional. Eichengreen hace un repaso de las monedas que pueden emerger como candidatas y descarta dos países, el Reino Unido y Suiza, por ser demasiado pequeños para convertir sus monedas en monedas internacionales y de reserva; a Canadá, porque su mercado de obligaciones públicas es pequeño; y a Japón, porque además de llevar más de una década de crecimiento cero, el envejecimiento de su población y su rechazo a la inmigración no favorecen una rápida expansión de su economía. ¿Quiénes quedan? El euro, que sigue siendo una moneda sin Estado, que reclama cooperación y fuerte supervisión además de coordinación en políticas fiscales, y el renminbi. La moneda china no aspira todavía a convertirse en moneda internacional. Las declaraciones del gobierno chino sitúan ese salto hacia 2020; mientras tanto el uso del renminbi se circunscribe a un estrecho círculo de países. La petición china de convertir los DEG en moneda internacional le resulta a Eichengreen convincente en abstracto. En la práctica, mientras no exista un gobierno mundial no habrá un banco central mundial ni una moneda mundial. El autor hace un repaso igualmente del resto de monedas de los países emergentes, el real brasileño, la rupia india..., que pueden actuar como monedas suplementarias, aunque el dólar, el euro y el renminbi emergen como las futuras monedas internacionales.

En el último capítulo el autor se ocupa de analizar la posibilidad de que el dólar se hunda acosado por potencias externas. Una posibilidad es que China, que posee un 13% de los títulos emitidos por el gobierno de Estados Unidos y que tiene el 65% de sus reservas en activos en dólares, ejerza presión sobre el dólar en un ataque económico y geoestratégico. Para descalificar esta posibilidad recurre nuevamente a la historia, al conflicto de Suez y a la colaboración final de Estados Unidos y Gran Bretaña para salvar a la libra. Su planteamiento de escenarios posibles alrededor del futuro del dólar es concluyente. Si los bancos extranjeros dejan de confiar en el dólar, Esta-

dos Unidos deberá reducir su déficit comercial, exportar más y elevar su productividad. Además, la pérdida de su exorbitante privilegio convertiría la presencia exterior norteamericana en más onerosa para el país y eso también afectaría a la situación geopolítica. Para Eichengreen, la suerte del dólar está de cualquier forma en manos de las decisiones que tomen los norteamericanos. La salud del dólar pasa por la salud económica y presupuestaria de Estados Unidos.

El aprendizaje que facilita este libro no tiene que ver solo con los conocimientos propios de la disciplina, con la capacidad de síntesis y la destreza del autor para hilar un argumento estilizado y pulcro. Estos méritos permiten utilizar el libro, o fragmentos del mismo, en la docencia. Sin embargo, su mayor mérito es la lección que nos ofrece para poner a dialogar pasado y presente, encontrar y transmitir claramente de qué manera el laboratorio de la historia nos ofrece lecturas que ayudan a comprender el presente y diseñar el futuro. Y su maestría en hacerlo para un público amplio, de forma entretenida y divertida, recogiendo la experiencia de la historia y de la economía con un lenguaje sencillo y comprensible. Más que críticas, el libro levanta un poco de sana envidia.

YOLANDA BLASCO MARTEL
Universitat de Barcelona