

EL NUEVO TRIUNVIRATO

[Mansoor Dailami](#)

Sayonara, yen. En 2025, el renminbi, el dólar y el euro controlarán el sistema internacional de divisas.

La historia suele repetirse de forma curiosa en el escenario internacional, no solo en cuanto a los ciclos económicos, sino también en la erupción de acontecimientos mundiales de gran trascendencia. En los años 30 del siglo XX, el sistema monetario mundial lo dominaban tres potencias –Gran Bretaña, Francia y Estados Unidos—cuyas monedas, junto con el oro, constituían los principales activos internacionales de reserva. En los 80, el dólar, el marco alemán y el yen japonés eran los amos del sistema monetario internacional. Aunque, desde entonces, el *billete verde* se ha convertido indiscutiblemente en la divisa principal, incluso en plena crisis financiera mundial, ahora nos encontramos con que en el horizonte se otea otra repetición del triunvirato de monedas mundiales. En 2025, es muy posible que reine un sistema centrado en el dólar, el euro y el renminbi.

Se puede hablar mucho de por qué son tan pocas las monedas nacionales que han dominado la jerarquía internacional de divisas en la historia y de lo que cuentan el poder económico y la influencia política de un país para elevar la categoría de su divisa. Y, desde luego, existe un debate sobre el futuro del euro, con la profunda crisis de la deuda que atenaza en la actualidad a los Estados de la eurozona que tienen préstamos que devolver. Sin embargo, es evidente que lo más importante al examinar el nuevo sistema monetario de múltiples divisas es la internacionalización del renminbi, y cómo va a alterar el panorama monetario internacional y la dinámica de la relación económica bilateral entre Estados Unidos y China.



AFP/Getty Images

**Informe especial de FP: [EL
FUTURO DEL DINERO](#)**

¿Qué hace falta para que una nueva moneda adquiriera dimensión internacional? Para empezar, debe ser capaz de atraer a actores extranjeros, tanto oficiales como privados, que lleven a cabo transacciones comerciales, inversoras y financieras transnacionales. Además, una divisa internacional debe desempeñar las funciones habituales del dinero —ser la base para facturar las transacciones comerciales, asegurar los tipos de cambio, servir de denominación para las reclamaciones globales y fijar las reservas oficiales— tanto en su propio país como en el mundo. Aunque una moneda puede cumplir esas funciones de forma consecutiva mientras va adquiriendo categoría mundial, el efecto colectivo de las cuatro facetas es lo que crea unas economías de escala que permiten disminuir los costes de las transacciones y hacer que se extienda el uso de la divisa. Y eso no sucede de la noche a la mañana: el uso que hace el sistema monetario internacional de cada moneda muestra una inercia considerable, lo cual explica por qué el dominio de unas cuantas divisas suele prolongarse años o decenios. La transformación del sistema monetario internacional tarda tiempo.

En la situación actual, el dólar estadounidense sigue siendo la divisa internacional más importante, después de que la coronara como tal el mundo de posguerra a mediados del siglo XX, cuando el orden económico mundial empezó a apoyarse en una serie de acuerdos económicos y de seguridad entre Estados Unidos y sus principales socios. A cambio de asumir la responsabilidad de mantener el sistema, ser el libre mercado de último recurso y emitir la divisa de reserva más utilizada en todo el mundo, EE UU consiguió que los países de Europa occidental y Japón aceptaran concederle privilegios especiales: ventajas de [señoreaje](#), autonomía en política macroeconómica nacional y flexibilidad en la balanza de pagos.

Los beneficios de estos privilegios son inmensos. Se calcula, por ejemplo, que el señoreaje –los ingresos producidos por la diferencia entre el coste de imprimir los *billetes verdes* y su valor nominal— que Estados Unidos obtiene de los billetes de dólares en posesión de extranjeros residentes, alcanza un promedio de 15.000 millones de dólares al año (unos 11.000 millones de euros) desde los 90, y que solo en 2010 obtuvo una rebaja de 80.000 millones de dólares en los costes de los préstamos que pidió, como consecuencia de la posición internacional del dólar.

En general, el orden económico mundial centrado en el dólar permanece intacto, si bien han surgido indicios de erosión durante la última década. A Estados Unidos, la condición de reserva internacional y divisa refugio del dólar, unida a sus enormes mercados de capitales e instituciones legales muy desarrolladas, le ha permitido vender grandes cantidades de bonos del sector público y del privado a inversores extranjeros. Sin embargo, ese éxito no elimina el riesgo crediticio ni el peligro de que la pérdida brusca de confianza de los inversores pueda desencadenar un ajuste caótico de los precios de los activos estadounidenses y el valor del dólar. El hecho de que Standard & Poor's haya rebajado la calificación del crédito de EE UU es una señal de alarma.

A finales de 2010, la participación de los inversores extranjeros en la economía de Estados Unidos ascendía a 22,8 billones de dólares, casi la mitad del PIB acumulado del resto del mundo. Por consiguiente, los cambios en la política monetaria del país tienen una repercusión directa en la riqueza de esos extranjeros, independientemente de cómo afecte a las condiciones de los mercados financieros mundiales. El 95% de esa participación extranjera en los activos estadounidenses está en dólares, lo cual les plantea un difícil dilema. Como colectivo, esos residentes en otros Estados tienen muchas razones para evitar el riesgo de devaluación del dólar y mantener así el valor de sus participaciones, porque una devaluación podría debilitar sus inversiones; mientras que, a título individual, los inversores tienen que diversificar sus carteras para administrar los riesgos con prudencia.

A corto plazo, el euro es el rival más fuerte que tiene el dólar, suponiendo que la eurozona

consiga salir —mediante rescates y reformas institucionales más de fondo— de la crisis de la deuda soberana que la acosa en la actualidad. A largo plazo, sin embargo, el tamaño y el dinamismo de la economía china y la rápida globalización de sus empresas y bancos colocarán el renminbi en situación de asumir un papel internacional más importante.

El atribulado euro

La situación actual del euro se debe, en sentido amplio, a la crisis financiera mundial y la Gran Recesión de 2008-2009. Durante este periodo, las economías europeas han asumido grandes niveles de deuda pública y unas necesidades cada vez mayores de los gobiernos de pedir prestado, y eso ha suscitado crecientes preocupaciones sobre el riesgo soberano. A pesar del consenso de que el deterioro de las finanzas públicas tiene un carácter cíclico, la dimensión del riesgo privado traspasado al sector público y las proyecciones de desembolsos oficiales cada vez mayores a largo plazo, para garantizar las prestaciones sanitarias y de asistencia a las personas mayores, permiten pensar en brechas presupuestarias estructurales y duraderas y una deuda pública cada vez mayor. De acuerdo con los cálculos de la OCDE, la deuda pública en los países europeos ha aumentado de manera considerable, de un 50,6% del PIB en 2007 al 71,7% del PIB en 2011 en el caso de la deuda de los gobiernos centrales; se prevé que las peticiones totales de préstamos alcancen en 2011 nada menos que 19 billones de dólares, casi el doble que en 2007. Conseguir emitir todo ese volumen de deuda sería complicado en la mejor de las circunstancias.

Dadas las pobres perspectivas de crecimiento y la incertidumbre sobre el rumbo de la política monetaria en los grandes centros financieros del mundo, los mercados de capitales han respondido reevaluando la deuda soberana europea de manera fragmentada: el miedo y la inquietud se han apoderado de la emisión de deuda pública en los países de la periferia, mientras que la compraventa de deuda soberana en el núcleo de la eurozona sigue impulsada por un sentimiento positivo. Los países como Grecia e Italia se han quedado fuera de los mercados privados, pese a que los dos grupos de Estados han emitido deuda en euros y están trabajando en el marco de una política monetaria común. La crisis ha hecho que la Unión Europea tome varias medidas extraordinarias con vistas a encontrar un remedio, como el Programa de Mercados de Bonos del Banco Central Europeo, que compra deuda oficial de países con problemas a través de mercados secundarios, y el Instrumento Europeo de Estabilidad Financiera, que ofrece garantías locales para ayudar de forma provisional a los países con necesidades presupuestarias y apoya la estabilidad financiera de la eurozona en su conjunto.

Más allá de los problemas de la eurozona, el sistema monetario internacional actual, apoyado

en el dólar, y el método multdivisas que habrá probablemente en el futuro tienen en común varios defectos estructurales. El inconveniente fundamental es la distribución asimétrica de los costes y beneficios del ajuste y la financiación de la balanza de pagos. Los países cuyas divisas son cruciales en el sistema monetario internacional se benefician de la autonomía en la política macroeconómica nacional, los ingresos por *señoreaje*, los costes relativamente bajos de pedir prestado, la ventaja a la hora de competir en los mercados financieros y la escasa presión para ajustar sus cuentas externas. Por otro lado, los Estados sin divisas tan importantes actúan desde unas posiciones limitadas por la balanza de pagos y soportan gran parte de los costes de ajuste externo de las condiciones económicas y financieras cambiantes en el mundo.

Ahora bien, el sistema monetario basado en el dólar está asociado a unos fallos importantes que seguramente no tendrán tanta presencia en un método multdivisas, en especial el reparto asimétrico del coste del ajuste a las condiciones externas. Precisamente esa perspectiva es la que ha contribuido al drástico aumento de los desequilibrios mundiales de cuentas corrientes en los últimos años. Asimismo ha generado una situación que puede ser desestabilizadora, en la que la primera economía del mundo, Estados Unidos, es el mayor deudor, mientras que el mayor acreedor, China, asume un inmenso riesgo de desequilibrio entre divisas al financiar la deuda estadounidense. Otro fallo del sistema monetario internacional basado en el *billete verde* es que la liquidez mundial se crea, sobre todo, como resultado de las decisiones de política monetaria que más convienen a EE UU, en vez de hacerlo con la intención de adaptarse por completo a la demanda mundial de liquidez.

¿El ascenso del renminbi?

Otro ejemplo de que la historia se repite es que las medidas presentadas por el Banco Popular de China en julio de 2010 para estimular la internacionalización de su divisa mediante el desarrollo de un mercado *offshore* o paraíso fiscal del renminbi en Hong Kong se consideran unos auténticos hitos en el mundo financiero, del mismo modo que la emisión de bonos por valor de 15 millones de dólares que hizo la concesionaria italiana de autopistas Autostrade en julio de 1963 fue una transacción pionera en el desarrollo del mercado *offshore* de eurodólares. Pero los titulares no tienen en cuenta las fuerzas económicas ocultas ni los factores reguladores que influyen en la evolución de un mercado financiero y comercial exterior.

En ciertos aspectos, China ya cumple los criterios básicos comerciales y macroeconómicos necesarios para la internacionalización de su divisa: un papel dominante en el comercio mundial, un modelo de comercio de mercancías diversificado y un marco macroeconómico orientado hacia una inflación baja y estable. Desde una perspectiva histórica, la posición actual de China en las exportaciones mundiales de productos manufacturados es similar a la de

Estados Unidos en el periodo de entreguerras, coincidiendo con el declive del liderazgo exportador de Gran Bretaña. Por otra parte, la falta de mercados financieros abiertos, profundos y amplios en China hace que el renminbi no pueda ser, ni mucho menos, una divisa verdaderamente internacional por ahora. Además, las limitaciones a la convertibilidad del renminbi dificultan su uso como divisa internacional; aunque la moneda china es convertible en las transacciones de cuenta corriente (es decir, el pago de bienes y servicios), las entradas y salidas de capital están sujetas a restricciones muy estrictas, lo cual crea un problema de liquidez.

Las autoridades chinas están adoptando una nueva estrategia consistente en desarrollar un paraíso fiscal para el renminbi pero manteniendo los controles de capitales, un método caracterizado por el pragmatismo y una velocidad gradual. Esta estrategia de “internacionalización controlada” incluye actuaciones en dos frentes: el desarrollo de un mercado *offshore* de renminbis y el fomento del uso de éste en la facturación y el pago de las transacciones comerciales. Hasta ahora, las acciones de Pekín indican que a las autoridades les interesa, en principio, el ámbito regional, y quieren empezar a promoverlo en el comercio entre el *gigante asiático* y sus vecinos. Con ese fin, China empezó a poner en marcha en julio de 2009 un acuerdo piloto de pagos de transacciones por cuenta corriente entre un país y otro, y se centró en las transacciones entre cinco ciudades chinas y Hong Kong, Macao y los Estados de la Asociación de Países del Sureste Asiático (ASEAN). Este acuerdo se amplió en julio 2010 para abarcar todos los miembros de ASEAN y 20 provincias chinas. En la actualidad, alrededor del 6% del comercio internacional de China (más o menos 360 millones de RMB, unos 55.400 millones de dólares) se hace y se concluye en renminbi. Y parece el comienzo de una rápida tendencia creciente. Se prevé que los pagos comerciales en renminbi alcanzarán los 1,3 billones de dólares en 2015, lo cual resolverá en gran parte el problema de la liquidez y los mercados de capitales en el exterior.

Desde un punto de vista estratégico, la presencia de divisas extranjeras en el balance exterior de China ofrece un poderoso incentivo para que las autoridades del país promuevan la internacionalización del renminbi. Al acabar 2010, Pekín había pedido prestada menos de la cuarta parte de sus 630.000 millones de dólares de deuda extranjera pendiente en renminbi. La proporción de préstamos internacionales realizados por ellos en renminbi es insignificante –solo el 3,2% del total–, en parte porque los bonos extranjeros solo se podían emitir en divisa extranjera hasta mediados de 2007, año en el que empezaron a permitir a los prestatarios oficiales y comerciales emitir bonos en denominación renminbi en HongKong. La internacionalización de esta moneda ayudaría a mitigar esta increíble disparidad de divisas en la posición de activos y pasivos del *gigante asiático* respecto al resto del mundo.

Aunque el uso internacional del renminbi tiene posibilidades de ampliarse, la tarea que se avecina es muy compleja. La expansión de los mercados de deuda nacionales, el incremento de la convertibilidad del renminbi, el refuerzo de la supervisión del sector financiero y el establecimiento de un marco más transparente para la política monetaria son condiciones necesarias para que éste se convierta en una divisa internacional (no solo regional) atractiva. Y esos procesos tardan un tiempo considerable. Además, sus perspectivas también dependen de la dirección que tome la integración monetaria del Este asiático y con qué rapidez se supere la inercia existente en el orden monetario internacional.

En cualquier discusión sobre las perspectivas de internacionalización del renminbi está implícito el factor de la dependencia económica bilateral entre Estados Unidos y China, la mayor de toda la historia. Washington representa una mayor proporción de las exportaciones chinas que cualquier otro país, y Pekín es el mayor inversor extranjero en la deuda oficial estadounidense. Al mismo tiempo, los enormes desequilibrios en la balanza de pagos entre las dos economías han colocado la relación bilateral entre estos dos países en el centro de las discusiones políticas sobre la necesidad de reducir los desequilibrios y reequilibrar la demanda mundial.

Desde hace cuatro años, la relación Estados Unidos y China se administra en el marco del Diálogo Estratégico y Económico, una serie de reuniones semestrales. Esta estructura proporciona un magnífico foro para el diálogo, la negociación y la planificación estratégica entre los dos países, en temas bilaterales importantísimos que van desde el régimen de divisas hasta el medio ambiente. Pero la forma que tiene Pekín de gestionar sus tipos de cambio es un tema recurrente de discusión que, en ocasiones, tensa las cuerdas de la relación. Esa situación podría cambiar con la internacionalización del renminbi, y a Washington, como al mundo entero, le interesa impulsar el proceso. Si el renminbi actúa cada vez más como divisa internacional de comercio, financiación y, llegado el momento, reserva, el *gigante asiático* tendría que demostrar que actúa por iniciativa propia, en vez de ceder a presiones extranjeras.

Una unión más estable

Dejando a un lado los defectos de cualquier sistema monetario internacional, las autoridades deberían ser conscientes de que el hecho de avanzar hacia una nueva plasmación del sistema monetario multidivisas ofrece la perspectiva de más estabilidad que el sistema actual, centrado en el dólar. Dos grandes ventajas de ese sistema serían un reparto más equitativo de la responsabilidad de ser el prestamista de último recurso y una mejor provisión de liquidez en épocas de turbulencias en los mercados. Al mismo tiempo, diversificar las fuentes de reservas de divisas extranjeras puede permitir a los países en vías de desarrollo cumplir sus objetivos de acumulación de éstas con más facilidad y hacer que estén menos expuestas al peligro de

depreciación. Además, un régimen multdivisas puede llegar a tener más legitimidad que un sistema basado en el dólar, sobre todo si los países que emiten las principales divisas internacionales administran la liquidez mundial de manera coherente con el crecimiento y las inversiones, estabilizan sus tipos de cambio bilaterales y crean mecanismos para compartir los beneficios de su condición de divisas internacionales con otros países. Y no hay que olvidar la ventaja geopolítica de extender los beneficios de una monedas globales en ayuda de otros países. El cambio no es inminente, pero no hay duda de que se ve ya en el horizonte.

Artículos relacionados

- [Hay que vigilar el dólar.](#) **Dean Baker**
- [La hora de la verdad para el yuan.](#) **Marvin Goodfriend y Eswar Prasad**
- [Dejar al descubierto el farol de China.](#) **Gregory Chin y Eric Helleiner**
- [... Y China no está venciendo a Estados Unidos.](#) **Daniel Drezner**
- [Hay que vigilar el dólar.](#) **Dean Baker**

Fecha de creación

13 septiembre, 2011