

Adivina qué crisis viene esta noche

JUAN IGNACIO CRESPO

EL PAÍS - NEGOCIOS - 28-06-2009

En una crisis financiera de las dimensiones de la actual sorprende que aún no se haya producido algo que suele ir inevitablemente asociado a esta clase de situaciones: las convulsiones en los mercados de divisas.

Efectivamente, haciendo un repaso de los momentos más delicados por los que pasó la economía mundial a lo largo del siglo XX, siempre la crisis de una moneda más importantes (o de todo el sistema de relaciones entre ellas) aparece como uno de los elementos más destacados.

Así, los años setenta, tan problemáticos, antes que con sus dos crisis energéticas se inauguraron con la decisión del presidente de EE UU Richard Nixon de declarar el dólar no convertible en oro a partir del 15 de agosto de 1971 (hasta entonces tal conversión era posible y, de hecho, el General De Gaulle amenazó a los EE UU con exigirla para los dólares en poder del Banco de Francia). Después vendrían las dos crisis energéticas, la inflación y el estancamiento.

Más reciente está en el recuerdo de los europeos en general y de los españoles en particular el que la recesión económica de los primeros años noventa coincidiera con un fuerte deterioro de la relación entre las monedas que formaban el Sistema Monetario Europeo; tan fuerte, que la libra esterlina y la lira se vieron obligadas a abandonarlo, mientras que la peseta pasaba por el calvario de sufrir tres devaluaciones diferentes entre 1992 y 1993.

A pesar de las enormes diferencias, la tendencia a comparar la crisis actual con la Gran Depresión de los años treinta ya casi ha adquirido carta de naturaleza. Uno de los elementos distintivos de aquella crisis, que no han tenido su correlato en ésta, es el desmoronamiento primero y la desaparición después de lo que entonces era la base de las políticas monetarias y de las relaciones de cambio internacionales, el patrón oro. Desde comienzos de la década de los treinta y a pesar de haber sido restaurado tras la I Guerra Mundial, todos fueron abandonándolo paulatinamente. Nada comparable ha sucedido en esta ocasión.

Es decir, en cada una de esas tres grandes crisis, las dudas sobre la conveniencia de mantener el patrón oro, sobre la capacidad del dólar de continuar siendo el pivote del nuevo orden monetario internacional nacido de Bretton Woods, o sobre la estabilidad del Sistema Monetario Europeo acompañaron a los problemas económicos del momento. ¿Va a ser diferente esta vez?

- Añoranza de una crisis

Parece, pues, sorprendente el que esta vez los problemas no se hayan trasladado al mercado de divisas. De hecho, solo han apuntado en esa dirección los comentarios de algunos responsables políticos o monetarios que, so capa de expresar alguno de sus deseos o temores, parecen estar convocando unos cambios que, cuando lleguen, no se producirán sin traumas.

En efecto, durante los tres últimos meses, desde el gobernador del Banco de China (Zhou Xiaochuan) hasta el Presidente ruso (Dmitry Medvedev) pasando por el gobernador del Banco de Inglaterra (Mervyn

King) todos han apuntado, abiertamente o no, a un problema, imaginario por ahora, que un buen día podría hacerse realidad: la crisis del dólar. La inquietud proviene de que sus respectivos bancos centrales mantienen, como todos, una enorme porción de sus reservas de divisas en dólares, buena parte de las cuales están invertidas en deuda pública norteamericana (las de China, que ascienden a un contravalor en dólares de dos billones, son las más importantes del mundo).

¿Por qué una crisis del dólar? Es verdad que tras la experiencia de las décadas de los setenta y ochenta la crisis en los mercados de divisas se identificaba con las crisis del dólar. Incluso cuando éste mostraba su mayor fortaleza, a mediados de la era Reagan, esa misma fuerza se consideraba un problema que necesitaba corrección y se hacían cumbres internacionales para alcanzar acuerdos (entonces del G-5) para acordar la manera de debilitarlo.

Sin embargo, desde hace casi 25 años, el dólar ha evolucionado de manera natural, fortaleciéndose o debilitándose en ciclos más o menos largos y sin que en los mercados de divisas se produjeran sustos inesperados. Es más, el principal argumento para justificar una crisis del dólar, el desmesurado gasto del gobierno USA, podría aplicarse también a las demás monedas importantes.

La explicación de la ausencia de una "crisis del dólar" no es demasiado compleja: las grandes crisis en los mercados de divisas se producían en los tiempos en que los sistemas que las ligaban eran rígidos, con lo que la presión sobre alguna de ellas terminaba produciendo saltos o discontinuidades en las fechas en las que se devaluaban o revaluaban; o en las que una de ellas perdía su cualidad más apreciada (como ser

convertible en oro), o en que resultaba imposible mantenerlas dentro de unos límites prefijados (caso del Sistema Monetario Europeo).

- Los ciclos del dólar

Desde que, tras la II Guerra Mundial, el dólar se convirtiera en el pivote del sistema financiero internacional, podría decirse que inició su declive secular. Probablemente ese declinar había comenzado un poco antes, con la devaluación decretada por el Presidente de los EEUU Franklin Delano Roosevelt en 1933 (haciéndolo pasar de 20,67 a 35 dólares/onza) y fue profundizándose con la aparición de economías potentes que competían con la norteamericana, fundamentalmente Alemania y Japón, y el fortalecimiento de sus monedas respectivas, el marco y el yen.

Ese declive secular del dólar ha continuado durante las últimas décadas, acentuado por el papel que como moneda de reserva ha ido adquiriendo el Euro y también por la potencia creciente de las economías del Sudeste Asiático. Y si bien no es la primera vez que se cuestiona su papel como moneda de reserva para los bancos centrales, hasta ahora ese cuestionamiento parecía cosa más bien propia de servicio de estudios que de declaraciones de responsables de primeras potencias mundiales.

Los ciclos de fortaleza y debilidad del dólar hacen que los argumentos a favor y en contra de estas tesis parezcan exagerados unas veces y timoratos otros.

Desde 1971 el dólar ha tenido tres grandes movimientos: de debilidad hasta 1980; de fortaleza, durante los 22 años siguientes, y de debilidad

desde 2002 de nuevo. Todo ello compatible con sub-períodos alternativos de debilidad o fortaleza dentro de cada una de las fases más largas.

Ahora, en mitad de la crisis, el dólar parece estarse comportando como lo hizo durante las recesiones económicas de los años setenta y ochenta en las que entró con relativa fuerza, para debilitarse posteriormente y, finalmente, salir de la crisis reforzado. Este patrón de comportamiento es perfectamente compatible con su declive secular o de largo plazo.

- No será una crisis del dólar

Cuando hace unos meses el gobernador del Banco Central chino mostró la desazón que le provocaba la futura evolución del dólar propuso la utilización de los Derechos Especiales de Giro (o SDR, por sus siglas en inglés) como alternativa. Los SDR son una cesta de diferentes monedas (dólar, euro, yen y libra en diferentes proporciones) que emite el FMI, se utilizan para el comercio y las finanzas internacionales y hoy por hoy no existen más que en cantidades muy limitadas. Es tanto como proponer que el FMI juegue un papel mucho más importante en el sistema financiero internacional.

La expresión de semejante deseo por parte de las autoridades chinas apunta de manera involuntaria a dos hechos que probablemente no desean tanto: la inclusión del yuan en ese grupo de monedas que forman los Derechos Especiales de Giro (quizá tan pronto como el año que viene) y la presión para que el yuan sea declarado convertible. Con una economía como la china, en vías de convertirse en la segunda más importante del mundo, y si el yuan quiere jugar el papel que le

corresponde en el comercio internacional, todo eso sería la evolución más natural.

Para ello el yuan tendría que abandonar antes el corsé que lo mantiene ligado al dólar y que le impide flotar libremente en los mercados de cambio. Y ese momento, cuando llegue, será la discontinuidad en el mercado de divisas que aún no ha tenido lugar en esta crisis ya que, probablemente cursará con una gran apreciación del yuan frente al dólar, primero, y una apreciable depreciación después (cuando el incremento del consumo interior en China lleve al incremento de las importaciones y a la disminución de sus reservas de divisas).

La crisis que aún no se ha producido será pues, si llega, una crisis del yuan (aunque en algún momento pueda parecer que es una crisis del dólar). Con independencia de que ambos vayan a jugar un papel dominante en el futuro, disputándose, si la transición política en China no lo desbarata todo, la hegemonía mundial.