

# **EL DÓLAR**

*Pasado, presente y futuro*

MICHEL AGLIETTA Y VIRGINIE COUDERT

# EL DÓLAR

*Pasado, presente y futuro*

Traducción de Víctor Goldstein

Aglietta, Michel

El dólar. Pasado, presente y futuro / Michel Aglietta; Virginie Coudert. - 1a ed. . -

Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Capital Intelectual, 2015.

176 p.; 20 x 14 cm. - (Claves del siglo XXI ; 17)

ISBN 978-987-614-489-6

1. Globalización. 2. Economía Global. I. Coudert, Virginie II. Título

CDD 332

Diseño de colección y tapa: Raquel Cané

Diagramación: Ariana Jenik

Traducción: Víctor Goldstein

Coordinación: Inés Barba

Producción: Norberto Natale

Título original: *Le dollar et le système monétaire international*

© 2014, La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque 75013, París

© Capital Intelectual, 2015

1ª edición • Impreso en Argentina

Capital Intelectual S.A.

Paraguay 1535 (1061) • Buenos Aires, Argentina

Teléfono: (+54 11) 4872-1300 • Telefax: (+54 11) 4872-1329

www.editorialcapin.com.ar • info@capin.com.ar

Pedidos en Argentina: pedidos@capin.com.ar

Pedidos desde el exterior: exterior@capin.com.ar

Queda hecho el depósito que prevé la Ley 11723. Impreso en Argentina.

Todos los derechos reservados. Ninguna parte de esta publicación puede ser reproducida sin permiso escrito del editor.

# Índice

<b>Introducción</b>	13
<b>I. La historia tortuosa del dólar: de los orígenes a la supremacía en el sistema de Bretton Woods y su destrucción</b>	17
El nacimiento y la afirmación del dólar	18
De la época colonial a la independencia	18
Los debates tras la guerra de la independencia: federalistas vs. partidarios de la autonomía de los Estados	19
La época del banco libre ( <i>free banking</i> ): 1838-1863	21
La falta de elasticidad de la oferta de billetes bajo el <i>National Bank Act</i> : 1863-1913	24
La creación de la Reserva Federal en 1913	28
La diplomacia del dólar: de Génova (1922) a Bretton Woods (1944)	31
De la diplomacia ambigua de los años veinte al aislacionismo de los treinta	34
La Segunda Guerra Mundial: preparación de la conferencia de Bretton Woods (1944)	40
Dos concepciones rivales del orden monetario: el plan Keynes y el plan White	42
La búsqueda del compromiso y los acuerdos de Bretton Woods	44

La dominación del dólar, sus contradicciones en el sistema de Bretton Woods y su desaparición (1947-1976)	46
El período de la preconvertibilidad (1947-1958)	47
El dilema de Triffin	50
El fracaso del ajuste y la agonía del sistema de Bretton Woods	52
La creación de los derechos especiales de giro (DEG) y el fracaso de la reforma monetaria	56
<b>II. El dólar como moneda internacional</b>	<b>61</b>
El anclaje de las monedas	62
El miedo a la flotación	62
Cambios flotantes para los países avanzados, fijos para los otros	66
Las diferentes formas de anclaje de la tasa de cambio (recuadro)	66
¿Qué racionalidad existe para un anclaje al dólar?	70
La moneda internacional	72
Las condiciones para que una moneda sea internacional	73
Las funciones de la moneda internacional	74
El predominio del dólar	76
Comparación con el euro y el yen	78
Dolarización y desdolarización	82
Las consecuencias para la economía mundial	84
El desajuste de las monedas	85
El ascenso de las reservas internacionales	87
El financiamiento de la deuda norteamericana por las reservas internacionales de los otros países	88
Las ganancias de señoreaje y el privilegio exorbitante	92

<b>III. Las fluctuaciones de las cotizaciones del dólar: orígenes y consecuencias</b>	<b>95</b>
El valor externo del dólar medido por la tasa de cambio efectivo (recuadro)	97
La política monetaria norteamericana en el corazón del ciclo económico	99
Los objetivos de la Fed y la gestión por las tasas de interés	100
La dulce despreocupación de los poderes públicos frente al valor del dólar	101
Una política contracíclica	103
La política monetaria en la crisis económica de 2008	105
Movimientos de las tasas de interés y valor externo del dólar	107
Las fluctuaciones del dólar dependen de la política monetaria anticipada	107
La paridad no cubierta de las tasas de interés y las <i>carry trades</i> (recuadro)	108
Los efectos de la política monetaria de tasa cero sobre los países emergentes	111
El dólar y el déficit externo norteamericano	115
El déficit comercial vinculado con la cotización del dólar	115
Del déficit comercial al déficit en cuenta corriente	119
 <b>IV. El dólar y las transformaciones del sistema monetario internacional</b>	 <b>123</b>
Los cambios estructurales de la economía mundial y los desafíos que los países líderes deben superar	125
Corto y largo plazo: efectos contrarios	126
Las debilidades del dólar	130

Las condiciones para la internacionalización del euro y del yuan	135
Problemas de un sistema pluridivisas frente a las funciones de la moneda internacional	138
El teorema de la imposibilidad de Mundell	139
Las formas posibles del sistema monetario internacional en evolución	142
Perspectivas para la evolución del sistema monetario internacional	147
Los compromisos de una cooperación internacional para un régimen monetario viable	150
Hacia un SMI con ajustes más simétricos	153
El DEG como activo de reserva internacional	155
La gobernanza del FMI	159
<b>Conclusión</b>	165
<b>Bibliografía de referencia</b>	169

*En memoria de Monique Fouet,  
veinte años más tarde*

### III

## Las fluctuaciones de las cotizaciones del dólar: orígenes y consecuencias

El dólar es una moneda flotante puesto que su cotización se determina según la oferta y la demanda sin intervención de las autoridades de los Estados Unidos. Si algunos países eligen fijar la cotización de su moneda con respecto al dólar, deben asumir su decisión interviniendo en el mercado de cambios, sin que eso comprometa al gobierno estadounidense. Esta situación perpetúa la tradición de “dulce despreocupación” (*benign neglect*) frente al valor externo de la moneda, nacida en el tiempo en que el sistema de Bretton Woods ponía a ese país en el centro del sistema monetario internacional. Así, a comienzos de los años setenta, el secretario de Estado en el Tesoro, John Connally, lanzaba a una delegación europea el adagio que se hizo famoso: “El dólar es nuestra moneda pero el problema de ustedes”.

¿Qué pasa en la actualidad con esto? ¿El valor del dólar es en verdad indiferente para la economía estadounidense? Ciertamente, cuanto más grande y desarrollado es un país, tanto más se dirige su producción hacia su mercado interno y tanto menos pesa en su crecimiento su comercio exterior. Así, un bajo grado de apertura (definido como la media de las exportaciones y las importaciones trasladada al PBI) reduce el impacto de la tasa de cambio sobre la economía. Por eso los grandes países, como los Estados Unidos,

pero también la zona euro tomada en su conjunto, pueden asumir más fácilmente las fluctuaciones de su moneda. Sin embargo, el proceso de globalización acompañado por la desindustrialización de los países avanzados aumentó inevitablemente los grados de apertura, de tal modo que las cotizaciones de cambio necesariamente tienen repercusiones económicas internas. Los Estados Unidos no escapan a la regla porque su saldo de la balanza comercial depende realmente de la tasa de cambio, como ocurre con todos los países del mundo.

Antes de interrogarse por las causas y consecuencias de la cotización del dólar, es preciso poder disponer de una herramienta capaz de medir el valor externo de una moneda de una manera adecuada. Por un lado, hay que poder calcular la variación de la cotización de cambio respecto de un gran conjunto de divisas de manera sintética. Para ello se recurre a una tasa de cambio llamada “efectiva”, o multilateral, que es una media ponderada de las cotizaciones contra las principales divisas, donde la ponderación refleja las partes de los diferentes asociados en el comercio exterior de los Estados Unidos (ver “El valor externo del dólar medido por la tasa de cambio efectiva”). Por otra parte, hay que tener en cuenta la evolución relativa de los precios entre los países. En efecto, el valor de una moneda depende ante todo de su poder adquisitivo, es decir, de la cantidad de bienes que permite adquirir en el país y en el extranjero. Por ejemplo, supongamos que la cotización del dólar se deprecia contra el yen, pasando de 100 yenes por dólar a 90 el año siguiente. Si los precios no variaron en los dos países, los productos estadounidenses se vuelven 10% menos caros para los japoneses, lo que mejora su competitividad. Si, en cambio, la inflación de los Estados Unidos fue superior en un 10% a la de Japón, un producto suyo que valía 1 dólar o 100 yenes anteriormente sigue valiendo poco más o menos el mismo precio el año siguiente (o sea, 1,10 dólar multiplicado por 90); en otras palabras, pese a la variación de la tasa de cambio, el comercio exterior no tiene razones de verse

afectado. Para tener en cuenta esta evolución relativa de los precios se utiliza una tasa de cambio *real*. En nuestro ejemplo precedente, en que la depreciación del dólar compensa exactamente el alza relativa de los precios en los Estados Unidos, la tasa de cambio real no cambia. Si se extiende esta noción a varias divisas, se calcula una tasa de cambio real efectiva o multilateral, como una media ponderada de las tasas de cambio reales respecto de los principales asociados comerciales. Este indicador permite evaluar el valor externo del dólar: cuando aumenta, el dólar se refuerza respecto de las otras divisas.

Aunque esté sometido a amplias fluctuaciones, el valor externo del dólar así definido parece declinar tendencialmente cuando se lo considera en perspectiva histórica. Esta declinación, representada por las tendencias bajistas trazadas en el Gráfico 5, es sobre todo producto de los años setenta, período durante el cual el billete verde perdió alrededor de un tercio de su valor, con sus devaluaciones sucesivas y luego la flotación generalizada de las monedas. A partir de la década siguiente el valor del dólar osciló, alternando sucesivamente períodos de apreciación y de depreciación.

### **El valor externo del dólar medido por la tasa de cambio efectivo**

La tasa de cambio efectiva de una moneda representa sus fluctuaciones con respecto a una canasta de divisas. Más precisamente, es una media ponderada de las variaciones acumuladas de las tasas de cambio bilaterales respecto de los principales asociados comerciales. Puede ser definida de manera nominal o real.

(1) La tasa de cambio efectiva nominal del dólar se construye de la siguiente manera:

$$TCE_t = \prod_{i=1}^N TC_{it}^w$$

donde TCE es la tasa de cambio efectiva del dólar en el período t calculado respecto de un conjunto de N monedas;  $TC_{it}$  es la tasa de cambio del país i contra el dólar en el período t, expresado en cantidad de unidades de monedas del país i por dólar y puesto en base 100 para un año determinado, por ejemplo 2010;  $w_i$  es la ponderación del país i en la tasa de cambio efectiva del dólar, refleja la importancia del país i en el comercio exterior estadounidense, ya que es la suma de las ponderaciones igual a 1.

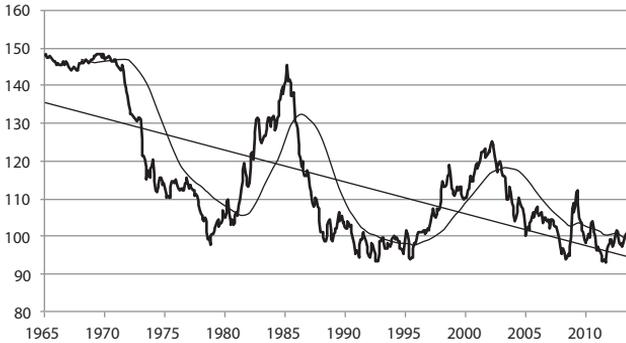
(2) La tasa de cambio efectiva real del dólar mide la evolución del precio de los bienes en los Estados Unidos respecto de aquellos de los asociados comerciales extranjeros; es obtenida teniendo en cuenta el diferencial de inflación entre los Estados Unidos y sus asociados:

$$TCER_t = P_{i=1}^N \left[ TC_{it} \frac{P_{USt}}{P_{it}} \right]^w$$

donde  $P_{USt}$  ( $PI_t$ ) es el índice de los precios en los Estados Unidos (respectivamente en el país i) tomado en base 100 para el mismo año.

Cuanto más aumenta la tasa de cambio efectiva real del dólar, tanto más caros son los productos estadounidenses para los no residentes. El aumento de la tasa de cambio efectiva real, pues, traduce una pérdida de competitividad para los productores de los Estados Unidos.

**Gráfico 5. Tasa de cambio efectiva real del dólar, 1965-2013, base 2005 = 100, tendencia lineal y media móvil sobre cuatro años**



Fuente: BPI.

## La política monetaria estadounidense en el corazón del ciclo económico

Como la del resto de las monedas, la tasa de cambio del dólar fluctúa en función de un gran número de factores, tales como el diferencial de la tasa de interés con el extranjero, la productividad de la economía, el saldo de los pagos en cuenta corriente o las perspectivas de crecimiento económico. Todos estos elementos, que determinan la atracción relativa de una inversión en los Estados Unidos para los inversores internacionales, desempeñan alternativamente un papel más o menos acentuado según los períodos y las preocupaciones de los participantes del mercado. No obstante, entre todos esos factores, la tasa de interés tiene un papel preponderante porque actúa directamente sobre el rendimiento relativo de las inversiones en divisas. Si aumenta en los Estados Unidos respecto del extranjero, el rendimiento de los fondos en dólar se vuelve más atractivo, lo que alienta la demanda de dólares y en-

carece la tasa de cambio. En comparación, los otros factores solo juegan indirectamente, porque no afectan la tasa de cambio sino a través de la influencia real o supuesta que pueden ejercer sobre la tasa de interés. Por ejemplo, un crecimiento más fuerte anticipado es susceptible de desencadenar un alza de la tasa de interés y, por lo tanto, un aumento en el valor del dólar. Así, al fijar las tasas de interés, la política monetaria de los Estados Unidos es determinante para el valor externo del dólar.

### Los objetivos de la Fed y la gestión por las tasas de interés

Como todos los bancos centrales independientes, el Federal Reserve Bank define la política monetaria del país. Más precisamente, fija un objetivo de tasa de interés directriz sobre el mercado monetario en las reuniones de su Federal Open Market Committee (FOMC). Esta tasa directriz es la de los fondos federales (*federal funds rate*) que se aplica a los préstamos interbancarios en el día a día. El objetivo de tasas es alcanzado por procedimientos de mercado piloteados por el Federal Reserve Bank of New York. Se trata de comprar o de vender títulos estatales sobre el mercado monetario para aportar o retirar liquidez a los bancos, de manera de hacer variar la tasa de interés (a la baja en caso de compra, al alza en caso de venta) y llevarlo así al objetivo definido por el FOMC.

Esta tasa directriz influye en el conjunto de las tasas de interés a corto plazo e incluso a largo plazo por intermedio de las anticipaciones de los agentes. En efecto, estas últimas dependen ampliamente de las anticipaciones sobre las tasas de corto plazo, que prevalecerán en la sucesión de los cortos períodos que llevan hasta su madurez. Hasta la crisis financiera de 2008, el banco central de los Estados Unidos no intervenía en los mercados de títulos a largo plazo, se contentaba con ejercer una influencia indirecta orientando las anticipaciones de los agentes.

Al hacer variar las tasas de interés, el banco central intenta realizar los objetivos últimos que les son asignados. En los Estados Unidos, estos están inscritos en el *Federal Reserve Act*, acta fundadora del banco central en 1913 (Capítulo I), modificado por la *Banking Act* en 1935, y luego en 1978. Contrariamente al Banco Central Europeo, cuya misión está esencialmente volcada hacia la estabilidad de los precios, los objetivos de la Fed son triples, puesto que se trata de garantizar la estabilidad de los precios, el pleno empleo y las bajas tasas de interés a largo plazo. Más recientemente, la crisis de 2008 mostró que la estabilidad financiera también debía figurar en el corazón de las misiones de los bancos centrales, y la Fed, como los otros bancos centrales, lo tuvo en cuenta para reorientar su política.

La dulce despreocupación de los poderes públicos frente al valor del dólar

La política monetaria estadounidense no tiene en cuenta la cotización del dólar para fijar sus tasas de interés. La tasa de cambio es considerada como una simple resultante de la política monetaria, que es movida por objetivos exclusivamente internos. Es también lo que ocurre en la zona euro, donde esta no entra en los objetivos del banco central.

De una manera general, los poderes públicos estadounidenses muestran bastante poco interés por el valor externo de su moneda. Sin embargo, no pueden desinteresarse totalmente de ello, por lo menos en ciertos períodos críticos donde tiene consecuencias perjudiciales sobre el comercio exterior. En los Estados Unidos, como en la zona euro, son los gobiernos y no los bancos centrales los que se encargan de esta cuestión. Así, el Tesoro está teóricamente a cargo de la política de cambio y es capaz de pedir al Fed que intervenga en el mercado para poner remedio a una situación que podría resultar desestabilizadora para la economía estadounidense.

Aunque las grandes monedas como el dólar, el euro o el yen son flotantes, siempre hay momentos en que los gobiernos pueden querer modificar una cotización de cambio que consideran desfavorable para el desarrollo económico de su país. Esos momentos corresponden a desajustes resultantes de las monedas, y más particularmente a sobrevaluaciones masivas, que son las situaciones más preocupantes para el comercio exterior. Una sobrevaluación puede ser localizada principalmente por dos signos: por un lado, un fuerte aumento de la tasa de cambio efectiva real sobre el período anterior; por el otro, una degradación del comercio exterior que no pueda ser explicada por un simple desfase de la demanda interna respecto de los asociados comerciales. Así, aunque el yen sea una moneda flotante, las autoridades niponas se preocupan regularmente por su valor y pueden llegar a intervenir esporádicamente en el mercado de cambios para estabilizar su cotización.

En comparación, las de los Estados Unidos hacen este tipo de intervenciones más raramente y en un marco concertado con los otros grandes países industrializados del G7. El mercado de cambios en dólar atañe a *priori* a todas las monedas; hacer subir o bajar su valor, pues, supone poder abonar sumas considerables. Como los Estados Unidos no disponen más que de un stock limitado de divisas, las pocas veces que intervienen lo hacen de acuerdo con los otros bancos centrales emisores de las grandes monedas. Así, en 1985, cuando el dólar estaba a todas luces sobrevalorado después de cinco años de apreciación continua y el comercio exterior estadounidense estaba particularmente degradado, los cinco grandes países (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido) convinieron hacerlo bajar en los llamados acuerdos del “Plazza”, por el nombre del hotel donde se efectuó la reunión. Estos acuerdos preveían intervenciones concertadas de los bancos centrales para comprar Deutche Mark y yenes. En 1987, por el contrario, se trataba de hacer subir el billete verde; y esto fue decidido en los acuerdos del “Louvre”.

El examen de la tasa de cambio efectiva real del dólar representado en el Gráfico 5 muestra que los acuerdos del Plaza, en 1985, fueron en verdad seguidos de una depreciación del dólar, como era esperado; pero los del Louvre, en 1987, no lograron invertir la tendencia, ya que esta moneda siguió depreciándose tendencialmente hasta comienzos de 1995. En esa fecha, como la depreciación del dólar se había acentuado todavía más, se decidieron nuevas intervenciones concertadas para hacerlo subir, que luego fueron seguidas por una apreciación del cambio efectivo real. Es cierto que la política de tasa cero practicada en Japón en la época explica también el ascenso del dólar. Desde agosto de 1995, los Estados Unidos solo intervinieron dos veces en el mercado de cambios, una en 2000 a pedido de los europeos, para hacer subir la cotización del euro que había caído a 0,8 dólar por euro; la otra a pedido del G7 inmediatamente después del tsunami japonés de 2011, que paradójicamente había reforzado el yen.

### Una política contracíclica

De conformidad con sus objetivos, el banco central de los Estados Unidos maneja la tasa de interés a corto plazo en función del crecimiento económico y de la inflación, y trata de mantener anticipaciones de las tasas a largo plazo lo más bajas posibles. Las tasas de interés son rebajadas durante las recesiones de manera de estimular la demanda de crédito, el gasto y, por lo tanto, la actividad económica; son aumentadas en fases de expansión de manera de evitar el recalentamiento de la economía y dominar las tensiones inflacionarias. En este abordaje, la política monetaria está consagrada a estabilizar el ciclo económico y los precios, sin que se pueda esperar un efecto a largo plazo sobre la economía real. Así, supuestamente ella influye la demanda a corto plazo al jugar sobre los arbitrajes entre consumo (o inversión) y

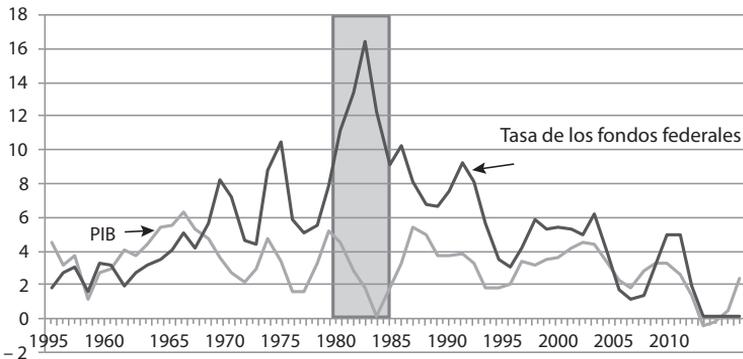
ahorro. El impacto de esta política sobre los otros países no es tenido en cuenta.

La política monetaria de los Estados Unidos, entonces, está decididamente centrada en la estabilización del ciclo económico interno. La observación de las estadísticas permite comprobar que su tasa de interés está realmente vinculada positivamente al crecimiento económico del país. Esta relación, que transita por la reacción del banco central al ciclo económico, está representada en el Gráfico 6 para el período que va de 1955 a 2012. Las tasas de interés y las tasas de crecimiento del PBI evolucionan aquí efectivamente de común acuerdo, salvo alrededor del año 1980 en que Paul Volker (presidente del consejo de gobernadores en ese momento) cambió brutalmente de política monetaria para quebrar la inflación, lo que provocó un pico de la tasa de interés que desencadenó una fuerte recesión.

Consideremos precisamente el conjunto de las recesiones estadounidenses tal y como son definidas por el National Bureau of Economic Research (NBER), que, al evaluar las fases de declinación significativa de la economía gracias a métodos estadísticos de análisis de los ciclos, es una autoridad en la materia, y desde 1955 catalogó nueve recesiones: 1957-1958; 1960-1961; 1969-1970; 1973-1975; 1980; 1981-1982; 1990-1991; 2001; 2007-2009. Durante cada uno de estos episodios, el banco central de los Estados Unidos rebajó sistemáticamente sus tasas de interés para sostener la economía. Como consecuencia de cada recesión a la inversa, las tasas de interés tendieron a subir, salvo en la última, cuando permanecieron bloqueadas en la barrera de la tasa cero. La única excepción a esta línea de conducta se produjo en 1980, fecha en la cual la recesión, lejos de haber sido combatida por una baja de las tasas, fue causada directamente por su alza. Este episodio es muy particular, puesto que se trataba de un cambio de método en la política monetaria, cuyo objetivo intermediario habitual de tasa de interés había sido reemplazado por un objetivo de baja monetaria;

las tasas de interés fluctuaban entonces libremente para adaptarse a la cantidad de moneda decidida por la Fed. Este método, que provocó una disparada desastrosa de las tasas de interés y una recesión brutal, fue abandonado ese mismo año.

**Gráfico 6. Tasa de interés a corto plazo y tasa de crecimiento del PBI real en los Estados Unidos**



En grisáceo: el período alrededor de 1980 de tasas de interés elevadas.

Fuentes: Tasa de los fondos federales en el día a día: Federal Reserve Board; tasa de crecimiento del PIB real: Bureau of Economic Analysis, tomado en una media móvil sobre tres años.

## La política monetaria en la crisis económica de 2008

Como consecuencia de la crisis de las *subprimes*, que se inició en el verano de 2007, pero sobre todo de la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, el banco central de los Estados Unidos, como todos los bancos centrales en los países avanzados confrontados a la crisis, cambió radicalmente su política. En primer lugar, se trataba de prevenir las quiebras en cadena en el sector financiero y, por

lo tanto, suministrar toda la liquidez necesaria para mantener ese sector a flote a pesar de las pérdidas considerables que ya habían sido padecidas. Por otra parte, había que encauzar tan enérgicamente como fuera posible las fuerzas recesivas que se derramaban sobre la economía, ya que las familias estadounidenses muy endeudadas se encontraban exangües tras la caída de los precios inmobiliarios y de la bolsa, y las empresas estaban desalentadas en invertir en ese contexto.

De esto resultaron cambios radicales en la política monetaria que permitieron evitar la depresión y, sin duda, indirectamente influyeron en la cotización del dólar. La política llamada “no convencional”, o *quantitative easing* establecida tras la crisis, se aparta de la política habitual esencialmente en tres puntos: (1) las tasas de interés fueron bajadas a su piso de cero; (2) la Fed suministró a los bancos, e incluso a las instituciones financieras no bancarias solventes, toda la liquidez necesaria para evitar su cese de pagos a través de la compra de títulos privados que habitualmente no eran aceptados en las operaciones de refinanciación y que ya no era posible vender en condiciones normales de mercado; (3) el banco central también compró enormes montos de obligaciones estatales así como títulos emitidos por las agencias públicas de financiación de la vivienda (Fannie Mae y Freddie Mac), de manera de hacer bajar las tasas de interés a largo plazo. Todas estas medidas combinadas apuntaban a estimular la demanda de crédito para relanzar el gasto y preservar la viabilidad del sistema bancario malogrado por la crisis, lo que permitía evitar el derrumbe de la oferta de crédito. En el período más crítico, de octubre a diciembre de 2008, la Fed firmó acuerdos de *swaps* con los otros grandes bancos centrales de los países avanzados para reemplazar el mercado monetario internacional del dólar que ya no funcionaba, con el objeto de suministrar la liquidez necesaria para el pago del comercio internacional. Esta cooperación fue extendida a algunos otros países, como Corea o México.

De una manera general, esta política de compra de títulos por la Fed aumentó considerablemente la magnitud de su balance, lo que acarreó una expansión sin precedentes de la base monetaria estadounidense. En el plano externo, la política de tasa cero creó una abundancia de dólares, lo que sin duda contribuyó a hacer bajar su cotización. La creación de liquidez internacional también alimentó los flujos de capital hacia los países emergentes, y en carecieron el valor de sus monedas (Capítulo III, “Los efectos de la política monetaria de tasa cero sobre los países emergentes”).

### **Movimientos de las tasas de interés y valor externo del dólar**

Las fluctuaciones de las monedas dependen de la oferta y de la demanda, que se dan en función de un gran número de factores que reflejan el humor caprichoso de los mercados. Se pone el acento en tal o cual factor según la actualidad y los riesgos percibidos por los inversores, de tal modo es complejo, a través de los modelos de tasas de cambio, prever las cotizaciones mediante variables económicas fundamentales. El caso es que, como para todos los activos, el valor de una moneda depende ante todo de su rendimiento anticipado, que a su vez es función de la tasa de interés.

Las fluctuaciones del dólar dependen de la política monetaria anticipada

El precio de todo activo financiero depende ante todo de la esperanza de los rendimientos que podrá sacar en el futuro. La tasa de cambio no escapa a esta regla. Como es un precio relativo entre dos monedas, su rendimiento anticipado se expresa como la diferencia de los rendimientos entre las dos divisas. Por lo tanto, es igual a la diferencia de sus tasas de interés, a la que hay que sumar la anticipación de apreciación del cambio que tendrá lugar en el curso del

período de inversión (o sustraer la depreciación, si corresponde). En este marco, un alza de las tasas de interés en los Estados Unidos, ya sea efectiva o anticipada, tiende a aumentar la tasa de cambio del dólar para aprovechar rendimientos elevados. Al contrario, una baja de las tasas de interés conduce a la depreciación del dólar (ver “La paridad no cubierta de las tasas de interés y las *carry trades*”).

Para ilustrar esta relación, consideremos la tasa de cambio real del yen contra el dólar y el diferencial de tasas de interés entre ambos países (representados desde 1980 en el Gráfico 7). La depreciación del dólar hace realmente acto de presencia cuando la Fed baja violentamente sus tasas de interés durante las recesiones, sobre todo en 1992 y en 2008-2009. A la inversa, los períodos de ascenso, en 1981 o en 2005-2006, corresponden a una apreciación del dólar, aunque la relación puede parecer más débil en los otros períodos.

Más allá de esas fluctuaciones, es interesante comprobar que el diferencial de interés permaneció positivo en favor de los Estados Unidos en todo el período que va de 1995 a 2007, mientras que el banco central de Japón mantuvo sus tasas de interés casi en cero para tratar de controlar la crisis financiera nipona y su efecto deflacionista prolongado. Esta situación condujo a un alza continua del dólar respecto del yen en todo el período. Solo en 2008, cuando la Fed decidió bajar su tasa de interés a cero, anulando así su diferencial con Japón, la tendencia se invirtió, y dio paso a una depreciación del dólar/yen. En ambos casos, estos movimientos de cambio fueron sustentados por operaciones basadas en el diferencial de las tasas de interés o *carry trades*.

## La paridad no cubierta de las tasas de interés y las *carry trades*

*Paridad no cubierta de las tasas de interés (PNCTI)*: si los agentes son neutros frente al riesgo y pueden arbitrar libremente entre las monedas, los rendimientos esperados se igualan entre las distintas divisas por las operaciones de arbitraje. Así, no hay que esperar ningún exceso de rendimiento al invertir en una moneda más que en otra. Toda diferencia de tasa de interés positiva en favor de una moneda A respecto de una moneda B no hace sino compensar exactamente la depreciación anticipada de esa moneda A respecto de B sobre el período de madurez. La relación PNCTI, se escribe aproximadamente de la siguiente manera:

$$i_{A,t} - i_{B,t} = E_t(s_{t+1} - s_t) \quad (1)$$

donde  $i_{j,t}$  es la tasa de interés para la moneda;  $j = A, B$   
 $S_t$  es la tasa de cambio entre A y B expresada en número de unidades de la moneda A por unidad de moneda B, tomado en logaritmo (A se deprecia cuando  $S_t$  aumenta).

$$i_{A,t} - i_{k,t} = E_t(s_{t+1} - s_t) + \rho_t \quad (2)$$

*Exceso de rendimiento anticipado o prima de riesgo:  $\rho_t$*   
 si los agentes tienen aversión al riesgo, la PNCTI deja de ser válida porque hay que tener en cuenta una prima de riesgo  $S_t$  o exceso de rendimiento anticipado sobre la moneda A respecto de B:

Las relaciones (1) y (2) permiten comprender dos puntos importantes:

(1) en cambios flotantes, si son iguales las demás cosas, un alza de tasas de interés en el país A se traduce por una apreciación instantánea de su moneda (baja de la tasa de cambio  $S_t$ );

(2) una tasa de interés elevada sobre una moneda A respecto de B traduce una depreciación anticipada de A contra B.

El exceso de rendimiento anticipado  $\rho_t$  cubriendo el riesgo de cambio es a priori positivo para la moneda cuya depreciación es anticipada, vale decir, aquella cuya tasa de interés es más elevada.

$$i_{A,t} > i_{B,t} \Rightarrow \rho_t > 0 \quad (3)$$

### *Carry trades*

Las *carry trades* u operaciones de arbitraje apuntan a recuperar esos excesos de rendimiento invirtiendo sistemáticamente en las monedas con tasas de interés elevadas (A) tras haber tomado en préstamo aquellas que tienen tasas de interés bajas (B). Su rendimiento anticipado, pues, es igual a

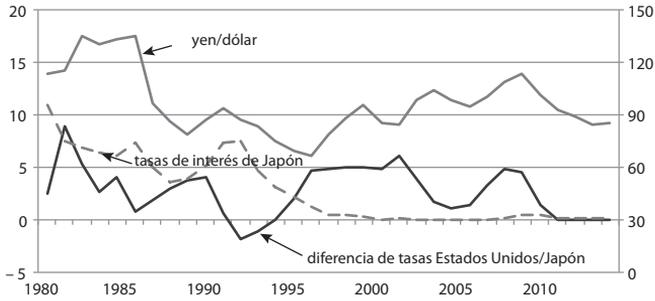
$$\rho_t = i_{A,t} - i_{B,t} - E_t(s_{t+1} - s_t)$$

que es positivo en promedio sobre un largo período, aunque naturalmente la estrategia sea arriesgada.

Concretamente, las *carry trades* son realizadas por adquisiciones a término de la moneda A contra B. A es comprada con un descuento igual al diferencial de interés entre los dos países. La ganancia de la operación proviene del hecho de que la mayoría del tiempo, en madurez, la moneda A no se deprecia tanto como el diferencial de tasa (e incluso se aprecia).

Sin embargo, las ganancias de las *carry trades* tienden a invertirse durante los episodios de crisis agudas. Cuando la aversión por el riesgo aumenta, los inversores se libran de sus *carry trades*: las monedas con tasas de interés elevadas se deprecian bruscamente y las de baja tasa de interés tienden entonces a subir para servir de valores refugio. Esto es lo que ocurrió tras la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Esta situación se reprodujo en 2013, cuando la Fed anunció que iba a reducir su política de adquisiciones de títulos, lo que creó una fuerte incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

**Gráfico 7. Tasa de cambio real del yen/dólar, diferencia de tasas de interés entre los Estados Unidos y Japón, y tasas de interés japonesas**



Nota: tasa de cambio real yen/dólar deflactada por los precios al consumo, base 2005 = 100; una apreciación corresponde a un alza del dólar; tasa de interés de los fondos federales de los Estados Unidos y de la tasa del mercado monetario en el día a día japonés.  
Fuente: FMI

Los efectos de la política monetaria de tasa cero sobre los países emergentes.

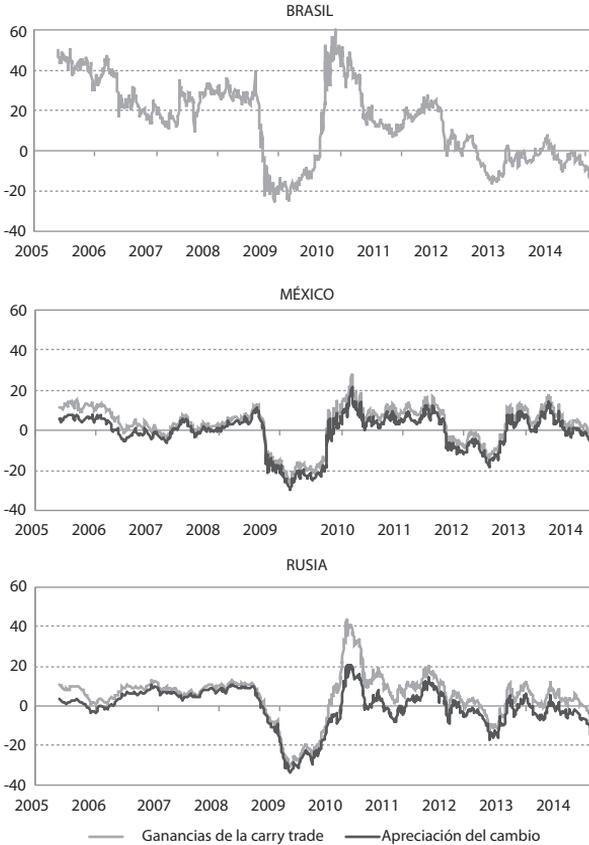
Cuando una moneda internacional puede ser prestada al cero por ciento, es decir, sin costo, hay posibilidades de ganancia sin un aporte de fondos inicial para los agentes que gustan del riesgo. Las operaciones de arbitraje o *carry trades* consisten en tomar en préstamo la moneda a bajas tasas de interés e invertir los fondos así obtenidos en una moneda de alto rendimiento. En la práctica, esto equivale a comprar a término la moneda con tasa de interés elevado vendiendo la otra divisa (ver “La paridad no cubierta de las tasas de interés y las *carry trades*”). Estas operaciones permiten, si la tasa de cambio no varía, embolsar el diferencial de tasa de interés. Por supuesto son muy arriesgadas porque, si la moneda a que se recurre se aprecia, el reembolso del préstamo será más caro, lo que podrá absorber todo el diferencial de interés o incluso

superarlo. No obstante, la puesta en marcha a gran escala de estas *carry trades* contribuye a hacer depreciar la moneda con tasa de interés cero, mientras que las otras monedas con tasas de interés más elevadas tienden a reforzarse, lo que aumenta la ganancia de estas operaciones. Numerosos estudios mostraron que las *carry trades* tienden a producir un exceso de rendimiento positivo en el largo plazo, pero también tienen la capacidad de generar enormes pérdidas durante los períodos de crisis financieras.

Así, hasta la crisis de 2008, la política monetaria de tasa cero de Japón, comenzada a mediados de los años noventa, suscitó operaciones de arbitraje de gran amplitud que ejercieron una presión bajista sobre el yen. Estas operaciones fueron globalmente muy rentables en el período de 1995 a 2007. Invertir en dólares recurriendo al yen permitía, por ejemplo, cobrar el diferencial de interés entre los dos países, del orden de 4 a 5% en promedio, más la apreciación del dólar contra el yen, todo lo cual sin el aporte inicial de fondos. Del mismo modo, como las tasas de interés son superiores en los países emergentes a aquellas de los Estados Unidos, numerosas *carry trades* fueron efectuadas comprando a término las divisas emergentes contra el dólar. Los rendimientos fueron muy importantes en los años que precedieron a la crisis de 2008, como lo muestra el Gráfico 8.

La quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, puso brutalmente fin a estas operaciones, y desencadenó pérdidas considerables para los participantes del mercado. Estos se vieron obligados a librarse rápidamente de sus *carry trades* para reducir su exposición al riesgo. De esto resultaron ventas masivas de monedas emergentes, que entonces fueron violentamente depreciadas (Gráfico 8). En forma paralela, el dólar y sobre todo el yen desempeñaban el rol de valores refugio que se fueron apreciando durante la crisis. (Sobre los desenganches de las *carry trades* durante las crisis, ver Coudert y Mignon, [2013]; sobre el rol del dólar como valor refugio durante las crisis, véase Coudert, Guillaumin y Raymond [2014]).

**Gráfico 8. Rendimientos de las carry trades a un año fondeadas en dólar e invertidas en divisas emergentes, y apreciación de estas monedas contra el dólar sobre un año, en % anual**



Una vez retornada la confianza en los países emergentes, las tasas de interés rebajadas a cero en los Estados Unidos inevitablemente crearon nuevos estímulos para volver a esas estrategias de *carry trades*.

Como antes, los flujos de capital en busca de rendimiento y alimentados por una liquidez obtenida con costo nulo se invirtieron masivamente en los países emergentes. De esto resultaron fuertes presiones alcistas sobre esas monedas contra el dólar. Algunos países, como Brasil, reaccionaron instaurando tasas a las entradas de capitales de manera de reducir sus montos y limitar la apreciación de su moneda. El debate sobre la “guerra de las monedas” se había lanzado. Brasil acusaba a la política monetaria estadounidense a tasa cero de provocar una depreciación del dólar y penalizaba las exportaciones de los países emergentes. Ese es el problema intrincado de una divisa internacional dominante. Las tasas de interés de los Estados Unidos fueron llevadas a cero para tratar de sostener la economía interna sin considerar los efectos sobre el resto del mundo. Si de esto resultó una debilidad del dólar, esta fue bienvenida para el comercio exterior de ese país, pero sin por ello constituir el objetivo de la Fed en el manejo de su política monetaria.

De cualquier modo, ya sea su intención o no, la política monetaria estadounidense influye sin lugar a dudas en el valor del dólar y, por lo tanto, en el de las otras monedas, y tiene un impacto decisivo sobre los flujos de capitales internacionales, en particular hacia los países emergentes. Cuando es expansiva, los capitales internacionales afluyen hacia esos países y llevan sus divisas al alza; cuando se reduce, los capitales se retiran, lo que provoca su depreciación y, eventualmente, una crisis de cambio.

En realidad, no es necesario que las tasas de interés estadounidenses varíen para que se produzcan esos movimientos de yo-yo sobre el mercado de cambios. Simples discursos del presidente de la Fed pueden bastar para invertir las tendencias en los mercados mundiales. Por ejemplo, cuando Ben Bernanke anunció en mayo de 2013 que la Fed saldría próximamente de su política monetaria no convencional, las anticipaciones de ascenso de las tasas de interés estadounidenses se tradujeron inmediatamente en retiros de capitales masivos de los países emergentes y

violentas depreciaciones de sus monedas (en África del Sur, Brasil, India, Indonesia, Turquía...), por lo que sus bancos centrales se vieron obligados a intervenir y subir sus tasas de interés. Y en octubre de ese año, cuando Bernanke anunció que esa salida sería diferida, esas mismas monedas se apreciaron brutalmente, aunque para volver a hundirse en enero de 2014. Todo anuncio de inflexión en la política monetaria estadounidense, entonces, es susceptible de desestabilizar los mercados de cambios, sin que los países afectados tengan la posibilidad de precaverse.

### El dólar y el déficit externo estadounidense

El estatuto internacional del dólar facilita el financiamiento del déficit externo de los Estados Unidos y puede conducir a una afluencia de capitales que sobrevalúa la moneda. Pero esos factores financieros no explican por completo la existencia de un déficit comercial casi continuo desde mediados de los años setenta; este tiene también origen en la economía real y en la propensión a consumir del país.

### El déficit comercial vinculado con la cotización del dólar

El saldo comercial depende esencialmente de dos factores: un efecto *volumen*, ligado a la demanda dirigida por los asociados con relación a la demanda interna; y un efecto *precio*, ligado a la tasa de cambio real. Al primero se lo puede comprender fácilmente considerando un mundo simplificado donde las importaciones aumentarían al mismo ritmo que la demanda interna. Si la demanda crece un 1% más rápido en un país que en el resto del mundo, sus importaciones van entonces a aumentar un 1% más rápido que sus exportaciones, puesto que estas dependen de la demanda menos dinámica de los otros países. Así, el país cuya tasa de crecimiento es superior a la de sus asociados asiste al aumento de su déficit

externo, mientras que el resto permanece constante. En rigor, habría que considerar, no el crecimiento mismo, sino el desvío del crecimiento potencial, ya que una economía con una demanda en fuerte aumento puede limitar el recurso a las importaciones si dispone de capacidades de producción no utilizadas. También habría que tener en cuenta la aritmética desdichada del déficit: una vez que está instalado, si las exportaciones crecen al mismo ritmo que las importaciones, sigue profundizándose inexorablemente (por ejemplo, si las exportaciones no representan más que el 50% de las importaciones y ambas crecen un 10% por año, el déficit también aumenta un 10% por año).

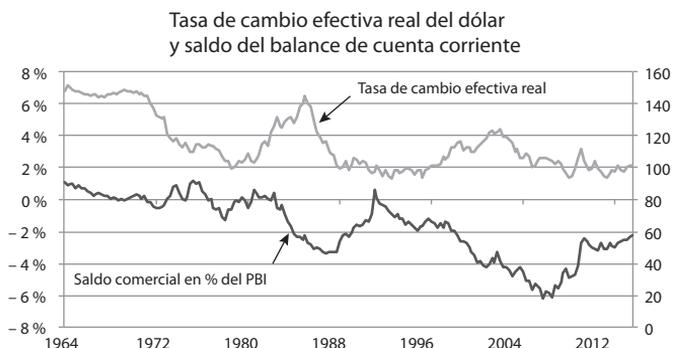
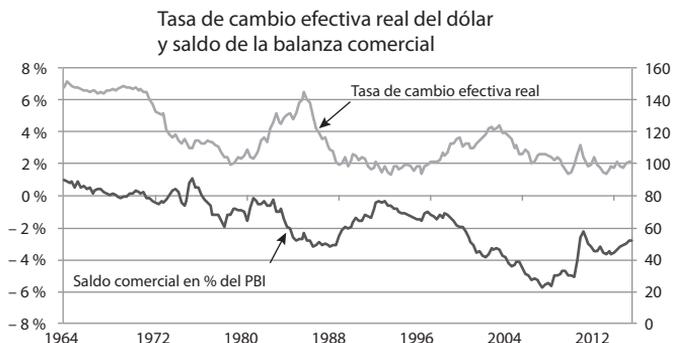
En suma, este efecto volumen sin duda tuvo su responsabilidad en profundizar el déficit estadounidense. Por un lado, las familias siguieron persiguiendo el “sueño americano” de prosperidad fundado en un consumo abundante de productos industriales y financiado a crédito. En esto, de 1980 a 2006, fueron alentados por el fuerte crecimiento de las cotizaciones bursátiles y de los precios inmobiliarios, que permitía que su riqueza aumentara continuamente incluso sin esfuerzos de ahorro y sirviera de garantía a los préstamos. Este apetito de consumo fue satisfecho por un fuerte aumento de las importaciones de productos manufacturados procedentes sobre todo del Sudeste de Asia y de China. Por otra parte, las exportaciones estadounidenses no encontraron una demanda interna tan sostenida por parte de sus asociados comerciales, lo que contribuyó a profundizar el déficit externo.

Pero es el efecto precios el que más nos importa aquí, puesto que está ligado al valor del dólar. Como para todos los países, la competitividad de los productos estadounidenses sobre los mercados extranjeros depende de sus precios con respecto al extranjero. Se mide como una tasa de cambio efectiva real, que combina el efecto de la tasa de cambio con el de la evolución de los precios con respecto a los asociados: cuanto más aumenta, tanto más caros son los productos nacionales para los compradores extranjeros y

las exportaciones tienden a declinar; por el contrario, al bajar los precios de los productos extranjeros para los residentes, las importaciones tienden a aumentar. El aumento de la tasa de cambio efectiva real corresponde a una pérdida de competitividad de los productos nacionales que generalmente se traduce por la profundización del déficit comercial a lo largo de un horizonte de uno a dos años. La tasa de cambio del dólar no escapa a esta regla, como lo ilustra el movimiento de tijeras entre déficit comercial y tasa de cambio efectiva real del dólar representado en el primer cuadro del Gráfico 9. El déficit en cuenta corriente siguió una evolución más o menos similar a la del déficit comercial, aunque sea a menudo inferior, como lo muestra la comparación del Gráfico 9.

Los dos grandes períodos de apreciación del dólar, de 1979 a 1985 y luego de 1997 a 2004, condujeron a una profunda degradación del comercio exterior. En primer lugar, a partir de 1979, el gobernador Volker al mando de la Fed, y luego el presidente Reagan a la cabeza de la administración de los Estados Unidos, hicieron de la lucha contra la inflación un objetivo prioritario, y en 1980, llevaron las tasas de interés al nivel histórico del 20%; la afluencia de capitales provocado por esos altos rendimientos se tradujo en una apreciación del cambio efectivo real del 40% entre 1979 y 1985. En segundo lugar, de 1997 a 2003, los capitales volvieron a fluir hacia los Estados Unidos en virtud del diferencial de las tasas de interés, pero también de los buenos desempeños bursátiles. En esa época el dólar fue un valor refugio contra las crisis de los países emergentes, que escaldaron a los inversores en el Sudeste de Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2002). El déficit comercial reaccionó a esa apreciación con un desfase de un año aproximadamente, que se volvió a profundizar para alcanzar el 5,5% del PBI en 2004. Estos dos períodos de dólar fuerte fueron seguidos por largas fases de depreciación, de una amplitud poco más o menos comparable, en las que el déficit comercial tendió a reabsorberse, de 1988 a 1994 y luego de 2005 a 2012.

### Gráfico 9. Tasa de cambio efectiva real del dólar y saldo de la balanza de pagos norteamericana en % del PBI, 1964-2013



Nota: Tasa de cambio efectiva real contra 29 principales asociados, base 2005 = 100.  
Fuentes: Banco de pagos internacionales; Balanza de pagos y PBI, Bureau of Economic Analysis.

De una manera general, la presencia de un desequilibrio en cuenta corriente permanente que resiste a todos los cambios de coyuntura puede ser considerado como el síntoma de un desajuste de la tasa de cambio respecto de su equilibrio. Es lo que ocurre sobre todo en el modelo de las tasas de cambio de equilibrio fundamentales

propuesto por John Williamson y utilizado referencialmente por el FMI para evaluar el nivel de las paridades. En este abordaje, un país que tiene un excedente en cuenta corriente superior a un punto de equilibrio, cualquiera que sea el estado de su coyuntura, tiene una moneda subvaluada. Los objetivos de equilibrio del balance de cuenta corriente pueden ser diferentes de cero, positivos o negativos según los países, con el objeto de tener en cuenta factores estructurales específicos a los países. A la inversa, un déficit que se mantiene de manera permanente a todo lo largo del ciclo económico puede indicar una moneda sobrevalorada. Los cálculos fundados en este método indican a menudo un dólar sobrevalorado respecto de los fundamentos económicos; lo era, por ejemplo, del 17% en 2009, justo después de la crisis, cuando la afluencia de capitales en los Estados Unidos en busca de valores refugio encarecieron artificialmente su valor (Cline y Williamson, 2009). Ese es el principal inconveniente de emitir una moneda de reserva internacional.

### Del déficit comercial al déficit en cuenta corriente

El saldo comercial —igual a la diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios— se desprende directamente de la economía real, la capacidad de producir y la propensión a gastar del país. Pero el saldo de cuenta corriente es la línea más importante de la balanza de pagos desde el punto de vista financiero. Por construcción, corresponde al saldo entre el ahorro y la inversión en el país. Si es negativo, el país debe atraer capitales extranjeros para financiar su déficit, lo que se traduce por un alza de su deuda externa. Si es positivo, los residentes del país pueden incrementar sus haberes netos en el extranjero. En la balanza de pagos, el saldo de cuenta corriente se calcula agregando los ingresos netos de los factores (trabajo y capital) y las transferencias unilaterales al saldo comercial.

En los Estados Unidos, en los años setenta y ochenta, el saldo en cuenta corriente era generalmente más favorable que el comercial. Eso es lo que muestra el Cuadro 4. La descomposición del pasaje entre ambos saldos, que también está presentado en este cuadro, hace aparecer el origen del desvío. Este radica esencialmente en dos puestos: los ingresos netos de los capitales (línea 2.1) y las transferencias multilaterales (línea 3). El saldo de las transferencias multilaterales siempre es negativo, como en todos los países de inmigración, ya que los trabajadores inmigrantes tienden a enviar regularmente una parte de su ahorro a su familia que permaneció en su país. Esta línea incluye también los fondos transferidos por el Estado a los gobiernos de países aliados, aunque por un monto mucho menor. A la inversa, los ingresos netos de los factores (línea 2) siempre son positivos. Entre ellos predominan los ingresos netos de los capitales (línea 2.1), que dejan a los del trabajo (línea 2.2), en comparación, en un monto desdeñable.

Los ingresos netos de los capitales miden la diferencia entre los ingresos recibidos por los estadounidenses en sus inversiones en el extranjero y los abonados a los extranjeros por sus inversiones en el país. ¿Por qué son siempre favorables a la balanza de pagos de los Estados Unidos? Esto tiene que ver con dos razones sucesivas. En un primer tiempo, hasta mediados de los años ochenta, los haberes netos de los estadounidenses en el extranjero eran positivos, es decir, que sus haberes excedían los de los extranjeros en los Estados Unidos (Cuadro 3). En este caso, parece totalmente lógico que los estadounidenses reciban más ingresos del capital del que abonan a los extranjeros, y el excedente aumenta el balance de cuenta corriente.

En un segundo tiempo, desde mediados de los años ochenta, como la deuda externa de los Estados Unidos se acumula bajo el efecto de los déficits, la posición externa neta se invirtió y los Estados Unidos se convirtieron en deudores netos respecto del resto del mundo (Capítulo II, “El financiamiento de la deuda

**Cuadro 4. Del saldo en cuenta corriente al saldo comercial en la balanza de pagos de los Estados Unidos, en miles de millones de dólares**

	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010	2012
1. Saldo de bienes y servicios	-8,2	-84,2	-105,9	-549,9	-499,4	-534,7
2. Ingresos netos de los factores	14,8	26,4	19,1	66,2	177,7	223,9
2.1 Ingresos netos de los capitales	14,8	26,9	23,1	75,5	185,7	232,3
- Ingresos percibidos	18,3	104,8	198,6	509,3	672,1	770,1
Inversiones directas	8,6	41,8	87,5	262,9	440,9	470,2
otros recibos privados	1,3	59,2	105,6	242,7	229,7	297,9
gobierno	-13,4	5,0	5,5	3,7	1,5	2,0
- Ingresos abonados	-2,5	-77,9	-175,5	-433,9	-486,4	-537,8
Inversiones directas	-6,1	-7,6	-23,2	-91,9	-152,9	-176,7
otros recibos privados	-6,1	-47,4	-95,1	-231,0	-196,4	-233,3
pagos del gobierno	-4,8	-23,3	-57,3	-111,0	-137,2	-127,7
2.2 Ingresos netos del trabajo		-1,3	-4,0	-9,2	-8,0	-8,3
3. Transferencias unilaterales	-6,9	-19,5	-36,2	-89,7	-127,8	-129,7
Saldo en cuenta corriente (= 1 + 2 + 3)	-0,3	-77,8	-122,9	-573,3	-449,5	-440,4

Fuente: Bureau of Economic Analysis

estadounidense por las reservas internacionales de los otros países”). En adelante, los haberes extranjeros en los Estados Unidos exceden aquellos de su ciudadanos en el extranjero. Si las tasas de rendimiento fueran las mismas para ambas partes, los ingresos netos de los capitales recibidos por los estadounidenses también se habrían vuelto negativos. Sin embargo, los haberes de los Estados Unidos invertidos en el extranjero rinden mucho más que los de los extranjeros en los Estados Unidos.

La explicación de esta paradoja reside en el hecho de que el conjunto de los inversores mundiales, bancos centrales a la cabeza, tienen una predilección por las inversiones en bonos del Tesoro de los Estados Unidos: esta demanda incesante y poco sensible a los precios contribuye a rebajar los rendimientos de sus títulos (Gourinchas y Rey, 2007; Forbes, 2008). Al contrario, cuando invierten en el extranjero, los estadounidenses buscan sobre todo la rentabilidad, ya sea comprando acciones, títulos de deudas o implantando fábricas. La diferencia entre esos dos comportamientos tiene un resultado muy tangible en el saldo de la balanza de pagos en cuenta corriente, que resulta ampliamente mejorado. Así, los Estados Unidos siguen aprovechando su situación privilegiada como emisor de la moneda internacional por los intereses más bajos que abonan sobre su deuda. Este fenómeno no es más que la traducción, en la balanza de pagos estadounidense, de las ganancias de señoreaje puestas de manifiesto en el capítulo precedente.