

# DÓLAR: UNA CARGA EXORBITANTE

[Michael Pettis](#)

***Por qué mantener el dólar como la divisa de reserva del mundo constituye un enorme lastre para la agobiada economía estadounidense.***

Francia, Alemania, China y Rusia están promoviendo activamente la sustitución del dólar estadounidense por una canasta de monedas del Fondo Monetario Internacional -conocida como Derechos Especiales de Giro (DEG, o SDR por sus iniciales en inglés)- como la divisa de reserva global. Estados Unidos se resiste. Ambas partes están siguiendo argumentos equivocados.

Los DEG desde luego deberían reemplazar al dólar como la divisa de reserva dominante si se quiere eliminar los enormes desequilibrios globales del comercio y el capital que han caracterizado al mundo durante la mayor parte de los últimos cien años. Esto no sucederá, sin embargo, hasta que Estados Unidos fuerce el tema -lo que parece poco dispuesto a hacer, quizá por temor a que esto señale un relativo declive del poder de la economía estadounidense.

Pero en realidad EE UU sí debería apoyar el acabar con el dólar. A pesar de toda la alborotada palabrería de políticos, periodistas y ciudadanos en general, un planeta sin el *billete verde* se traduciría en un crecimiento más rápido y en menos deuda para Estados Unidos, aunque a costa de un crecimiento más lento para algunas otras partes del mundo, especialmente Asia.

Un economista francés me dijo una vez que, demasiado a menudo, cuando quienes se encargan de dictar las políticas piensan que están hablando sobre economía en realidad están hablando sobre política. Un ejemplo ilustrativo es la afirmación que realizó por primera vez en 1965 Valéry Giscard d'Estaing, entonces ministro de Finanzas de Francia, de que el dominio del dólar como divisa de reserva global daba a EE UU un "privilegio exorbitante".



AFP/Getty Images

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

Puede que Giscard pensara que estaba hablando sobre privilegios económicos, pero mientras que durante la Guerra Fría es probable que hubiera ventajas políticas en el uso del dólar como divisa de reserva dominante, económicamente presentaba pocos beneficios para Estados Unidos. Si acaso, lo que hizo fue imponer a la superpotencia un coste exorbitante.

Según la mayoría de los analistas políticos, existen dos privilegios principales que recaen en EE UU como resultado del estatus de reserva del dólar. En primer lugar, le permite consumir y pedir prestado por encima de sus medios cuando los extranjeros adquieren *billetes verdes*. En segundo lugar, dado que los gobiernos extranjeros deben comprar bonos del gobierno estadounidense para conservarlos como reserva, esta fuente adicional de demanda de bonos del Tesoro baja los tipos de interés estadounidenses.

Ambas afirmaciones están confundidas. Consideremos la primera. Puede ser correcto decir que el papel del dólar permite a EE UU a consumir por encima de sus medios, pero es igual de correcto, y probablemente más, decir que las acumulaciones extranjeras de dólares *fuerzan* a los estadounidenses a consumir por encima de sus posibilidades.

¿Pueden los gobiernos extranjeros realmente hacer esto? Es fácil descartar este argumento con un rápido “¡Nadie pone una pistola en la cabeza a los consumidores estadounidenses para obligarles a consumir”. Ésta es, de hecho, la réplica habitual. Pero este absurdo argumento lo

---

único que demuestra es lo confusa que está la mayoría de la gente, incluso los economistas, sobre las presiones de las balanzas de pagos.

La cuenta de transacciones con el exterior no es simplemente un residuo de la actividad doméstica, incluso para una gran economía como la estadounidense. Ésta está determinada en parte por las políticas y condiciones nacionales, pero también por las políticas y condiciones del extranjero, que en este segundo caso afectan directamente a la relación entre el consumo interno de EE UU y el ahorro.

¿Cómo? Cuando los bancos centrales extranjeros intervienen en sus monedas -y contienen sus sistemas financieros nacionales de algún otro modo- éstos aumentan automáticamente su índice de ahorro al forzar el descenso del consumo de los hogares. Cuando sus ahorros aumentan, los excedentes deben ser exportados, a menudo en forma de compras de bonos del Gobierno estadounidense por parte del banco central.

Si no hay un cambio en la cantidad total de inversión global, y dado que el ahorro debe siempre igualar a la inversión, al exportar sus ahorros al resto del mundo, el índice de ahorro del resto del mundo (es decir, sus socios comerciales) debe decaer, les guste o no. La única manera en la que sus socios comerciales pueden evitarlo es interviniendo ellos mismos.

Esta es la razón por la que cuando los analistas insisten en que sólo un aumento en el índice de ahorro de Estados Unidos generado internamente puede reducir el déficit comercial (y por tanto es inútil mirar hacia el exterior en busca de soluciones), es porque estos no comprenden el mecanismo global de la balanza de pagos. Pero los ahorros estadounidenses -como los de cualquier otra economía abierta- deben responder automáticamente a los cambios en el equilibrio mundial de ahorro e inversión.

Esto puede parecer contrario a la lógica, pero se deriva automáticamente del modo en que funciona la balanza global de pagos. Si los gobiernos extranjeros intervienen en sus monedas y acumulan dólares estadounidenses, empujan hacia abajo el valor de su moneda y terminarán acumulando un superávit en su balanza corriente igual al de la cantidad de *billetes verdes* comprados. En otras palabras, comprar dólares de forma excesiva es una política destinada a generar superávits comerciales y un más alto nivel de empleo en el país.

Lo contrario también es verdad: puesto que sus socios comerciales están acumulando dólares, EE UU debe incurrir en el correspondiente déficit por cuenta corriente, lo que significa que la demanda total debe superar a la producción total. En este caso, es una tautología que los estadounidenses estén consumiendo por encima de sus posibilidades.

Pero ser capaz de enfrentarse a la deuda no es un privilegio. Cuando los extranjeros compran activamente activos expresados en dólares empujan a la baja el valor de su moneda respecto al dólar. Los fabricantes estadounidenses son por tanto penalizados por un dólar sobrevalorado y en consecuencia deben reducir la producción y despedir a trabajadores estadounidenses. El único modo de impedir que aumente el desempleo es entonces EE UU aumente la demanda doméstica -y con ella, el empleo en el país-recurriendo a la deuda pública o privada. Pero, por supuesto, un aumento en la deuda equivale a una reducción del ahorro. En otras palabras, si una subida en ahorro en el extranjero se transmite a Estados Unidos en forma de acumulación en el extranjero de activos en *billetes verdes*, los ahorros estadounidenses deben descender. No hay ninguna otra posibilidad.

De modo que ¿dónde está el privilegio en todo esto? Pida a cualquier economista que describa la mayor debilidad de la economía estadounidense y casi con toda seguridad la lista incluirá el enorme déficit comercial, los bajos niveles de ahorro y los altos niveles de deuda pública y privada. Pero es la acumulación extranjera de activos en dólares estadounidenses la que, en el mejor de los casos, permite estas tres situaciones (que, por cierto, en realidad son manifestaciones de la misma situación) y, en el peor, provoca que se deterioren.

Y, aunque resulte extraño, parece que el mundo entero se ha dado cuenta de este estado de cosas, todos menos EE UU. Recientemente, algunos bancos centrales latinoamericanos y asiáticos comenzaron a diversificar al margen de los dólares estadounidenses incrementando sus compras de bonos del Gobierno nipón. ¿Pero pensó el propio Japón que era afortunado por compartir finalmente el exorbitante privilegio dominado por Estados Unidos? ¿Creyó que la compra de bonos desde el extranjero haría subir el yen y descender su superávit comercial, y que permitiría que el consumo japonés se elevara en relación a la producción?

Las autoridades niponas no vieron esto como algo positivo. Comenzaron a intervenir con fuerza, comprando activos en dólares como medio de empujar a la baja el valor del yen -lo que en la práctica convirtió la compra extranjera de yenes en compra extranjera de dólares. Se negaron a aceptar cualquier parte del privilegio e insistieron en devolvérselo a Estados Unidos. El consumo por encima de los propios medios, en otras palabras, es considerado una maldición para los demás países incluso a la vez que insisten en que es un privilegio para la superpotencia.

Tienen razón a medias. Es una maldición económica porque fuerza al país cuya divisa sirve de reserva a elegir entre el aumento del desempleo y el aumento de la deuda.

## ¿Deben los extranjeros financiar al Gobierno estadounidense?

¿Y qué pasa con el segundo privilegio? ¿No causan al menos las grandes cantidades de compras extranjeras de bonos del Gobierno estadounidense que los tipos de interés sean más bajos de lo que lo habrían sido de otro modo? Después de todo, cualquier aumento de la demanda de bonos (asumiendo que no se produzca ningún otro cambio en la oferta) debería provocar que el precio de éstos subiera, y con ello, que los tipos de interés cayeran.

Pero, por supuesto, esto asume que no hay una subida simultánea de la oferta; y es aquí cuando el argumento se viene abajo. Recuerde que las compras extranjeras de dólares hacen aumentar su valor, perjudicando así a los productores estadounidenses. Esto debería causar un aumento del desempleo -y la única manera para que EE UU intente reducir su nivel de paro es aumentando la financiación del consumo privado o emitiendo deuda. (Técnicamente, también puede incrementar los préstamos a la inversión de las empresas, pero esto es improbable en una situación en la que el sector manufacturero se está viendo socavado por un dólar fuerte).

Para mantener el pleno empleo, la oferta de bonos de dólares estadounidenses debe elevarse con el aumento de la demanda extranjera de estos bonos. Las compras por parte de extranjeros de deuda estadounidense, en otras palabras, son igualadas por la deuda adicional emitida por los estadounidenses. Pero en este caso, los tipos de interés no bajarán. La oferta doméstica de bonos aumenta con la misma rapidez que la demanda extranjera de bonos.

¿Y qué si uno cree, como la mayoría de los economistas, que el comercio es una manera más eficaz de crear empleo que el gasto público o la financiación al consumidor? Bien, entonces, la cantidad de deuda estadounidense adicional emitida en realidad sobrepasará las adquisiciones extranjeras netas, en cuyo caso el aumento de las compras extranjeras de deuda en dólares puede en realidad provocar que los tipos de interés estadounidenses se eleven.

¿Confuso? Hay un modo más fácil de pensar en ello. Por definición, cualquier aumento en las adquisiciones extranjeras netas de activos en dólares debe ir acompañado de un aumento equivalente del déficit por cuenta corriente de EE UU. **Las compras por parte de extranjeros de deuda estadounidense, en otras palabras, son igualadas por la deuda adicional emitida por los estadounidenses.** Esta es una ecuación bien conocida que se puede encontrar en todos los libros de texto de macroeconomía. De modo que si los bancos centrales europeos incrementan su nivel de intervención en los mercados de divisas comprando más dólares, sus superávits comerciales necesariamente se elevan junto con el déficit comercial estadounidense. Pero si las compras extranjeras de activos en *billetes verdes* realmente dan como resultado unos tipos de interés estadounidenses más bajos, entonces se debería cumplir que cuanto más alto sea el déficit de cuenta corriente de un país, más bajo tendría que ser su tipo de interés.

¿Por qué? A causa del “efecto equilibrante”: La cantidad neta de compras extranjeras de bonos del Gobierno estadounidense y otros activos en dólares equivale exactamente al déficit de cuenta corriente. Más compras netas es exactamente lo mismo que un mayor déficit comercial (o, más técnicamente, un mayor déficit de cuenta corriente). ¿De modo que mayores déficits comerciales realmente significan tipos de interés más bajos? Claramente no. De hecho, es mucho más probable que lo opuesto sea cierto. Los países con un comercio equilibrado o con superávits comerciales tienden a gozar de tipos de interés más bajos de media que los Estados con grandes déficits de cuenta corriente -que se ven impedidos por un crecimiento más lento y una deuda más alta.

Resulta entonces que Estados Unidos no necesita compras extranjeras de bonos del gobierno para mantener bajos los tipos de interés más de lo que necesita un gran déficit comercial para mantener bajos estos tipos. A menos que tuviera una necesidad imperiosa de capital, el ahorro y la inversión se equilibrarían igual de fácilmente sin un déficit comercial que con la existencia de éste.

### **Reequilibrar las básculas**

El hecho de que el mundo tenga una divisa comercial y de reserva muy líquida y fácilmente disponible es un bien común, pero como sucede con todos los bienes comunes, se puede jugar con ella. Cuando los países usan el estatus de reserva del dólar para ganar una ventaja comercial, Estados Unidos sufre económicamente -sin el beneficio de un exorbitante privilegio. Lo que es peor, cuanto mayores sean los posteriores desequilibrios comerciales, más frágil será el sistema financiero global y más posibilidades habrá de un colapso financiero.

Si el mundo quiere enfrentarse a estos desequilibrios globales, no puede hacerlo sin abordar el papel que juegan la intervención en mercados de divisas y la acumulación de monedas. Hace unos 70 años, John Maynard Keynes intentó que el planeta entendiera esto cuando presentó sus argumentos a favor de Bancor, una divisa supranacional que se usaría en el comercio internacional como moneda de intercambio dentro de un sistema multilateral. Él fracasó, por supuesto, y desde entonces hemos tenido que vivir con las consecuencias.

Quizá las cosas estén mejorando. En la superficie, parece que el mundo está comenzando a entender el lío de las divisas de reserva, pero todavía domina un tipo de pensamiento demasiado confuso. Por ejemplo, los funcionarios gubernamentales de muchos países hablan de promover los DEG (derechos especiales de giro) como alternativa al *billete verde*, pero gran parte de los razonamientos que hay detrás en realidad son burocráticos. En el mundo no hay

más DEG, según este argumento, en gran medida porque no existe un mecanismo formal mejor para crearlos. Arreglemos lo segundo y resolveremos lo primero.

Pero esa no es la razón por la que los bancos centrales del mundo no tienen DEG. Si cualquier gran banco central, como los de China, Japón, Rusia, o Brasil, quisieran comprar DEG, no es difícil hacerlo. Todo lo que se necesita es mirar en Wikipedia la [fórmula](#) que determina los componentes de divisas de los DEG y después reproducir la fórmula en su propia acumulación de reservas. La receta no es ningún secreto.

Pero la mayoría de los más grandes tenedores de dólares estadounidenses como reservas nunca harán esto debido a las limitaciones del comercio. Al comprar DEG los bancos centrales están implícitamente dejando de acumular dólares a favor de otras divisas. Al hacerlo, cualquier país que intente generar grandes superávits comerciales acumulando reservas estaría imponiendo el correspondiente déficit no sólo a la economía estadounidense, sino a otros Estados (en función del correspondiente componente de cada una de las divisas en los DEG). Pero Europa, Japón y otros países han dejado muy claro que se oponen a este tipo de prácticas comerciales y no permitirán que sus monedas suban a causa de la acumulación en el extranjero.

El mundo acumula dólares, en otras palabras, por una razón muy simple. Sólo la economía y el sistema financiero estadounidense son lo suficientemente grandes, abiertos y flexibles para acomodar grandes déficits comerciales. Pero ese honor conlleva un coste real para el crecimiento a largo plazo de la economía del país y su capacidad para gestionar sus niveles de deuda.

Sin una importante reforma en el modo en que se permite a los países mantener activos en dólares, no puede producirse una reforma significativa de la economía global. Si se quiere que los DEG reemplacen de verdad al dólar como la divisa de reserva dominante, esto no sucederá simplemente porque exista un marco institucional más fuerte en torno a la existencia de los DEG. Solo ocurrirá porque el mundo, o con más probabilidad EE UU, cree normas que impidan que los países acumulen dólares estadounidenses.

¿Sucederá esto en un futuro cercano? Probablemente no. Washington se opone misteriosamente a cualquier reducción del papel del dólar como divisa de reserva mundial, y países como China, Japón, Corea del Sur, Rusia, y quizá incluso Brasil, nunca renunciarán voluntariamente a las ventajas comerciales que les da el atesorar dólares. Pero como mínimo quizá a los economistas les gustaría aclarar unas cuantas cosas, y vamos a comenzar por abolir la frase “exorbitante privilegio”.

#### Artículos relacionados

- [Dejar al descubierto el farol de China.](#) *Gregory Chin y Eric Helleiner*
- [La hora de la verdad para el yuan.](#) *Marvin Goodfriend y Eswar Prasad*

#### Fecha de creación

13 septiembre, 2011