

# El Señoraje del Dólar, su Posicionamiento como Moneda Mundial y su Impacto en la Política Monetaria del Perú

Dr. Abraham Llanos Marcos

INSIDE THIS WEEK: A 14-PAGE SPECIAL REPORT ON GLOBALISATION

# The Economist

SEPTEMBER 20TH-26TH 2008

[www.economist.com](http://www.economist.com)

Who killed New Labour?

The war in Pakistan's tribal areas

America's unending culture wars

How to save fish

The last typewriter-repair man

# What next?



*“En un debate sobre las leyes bancarias de Sir Robert Peel de 1844 y 1845, Gladstone observó que ni siquiera el amor había hecho perder la cabeza a tanta gente como el cavilar acerca de la naturaleza del dinero. Hablaba de inglés a inglés. En cambio los holandeses – gentes que, a despecho de la dudas de Petty, han poseído desde siempre un “ingenio divino” para la especulación monetaria – jamás han perdido el ingenio en la especulación teórica sobre el dinero.*

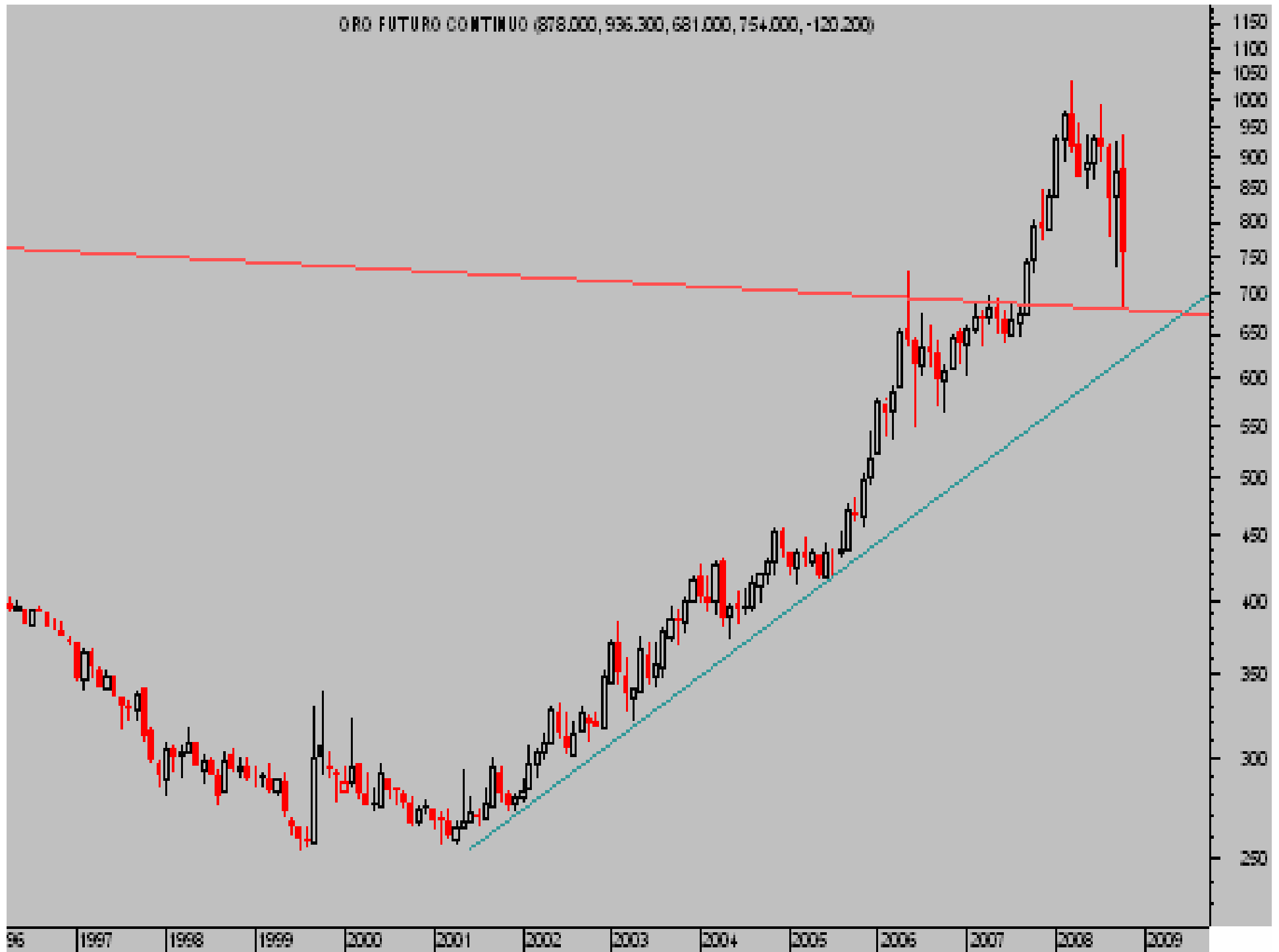
*La dificultad especial en el análisis del dinero queda superada en cuanto se ha comprendido su origen a partir de la propia mercancía. Sentada esta premisa, se trata ya solo de captar de una manera pura sus determinaciones formales peculiares, cosa que se dificulta de algún modo porque todas las relaciones burguesas aparecen revestidas de oro y de plata, como relaciones dinerarias, y por ello la forma dinero parece tener un contenido infinitamente variado, que en rigor le es ajeno.”*

Karl Marx. Contribución a la Crítica de la Economía Política. Biblioteca de Pensamiento Socialista. Siglo XXI Editores. 410 páginas. México DF. 1980

Si en 1971 Estados Unidos no hubiera decretado unilateralmente la inconvertibilidad del USD en oro, y se hubieran respetado las leyes del mercado capitalista, tal como todo texto de Economía proveniente de ese país lo pontifica, el valor convertible de dólar norteamericano (USD) en oro, actualmente cotizado en 863.65 USD la onza troy, evidenciaría un dólar devaluado en un 95.46%.

Numéricamente si el Perú, actualmente el cuarto productor de oro en el mundo, hubiera mantenido su vieja unidad monetaria, la “libra de oro” o “el sol de oro”; nominalmente equivaldría a 3.68 soles oro por USD: Pero si se aplica la devaluación del USD, la unidad monetaria del Perú tendría una paridad cambiaria de 0,28 sol oro por cada USD; o sea, estaríamos en la paridad que existió en 1867, cuando imperaba por este Continente la libra esterlina.

ORO FUTURO CONTINUO (878.000, 936.300, 681.000, 754.000, -120.200)



# EL SEÑOREAJE O SEÑORAJE DEL DINERO

Es el acto del Estado que consiste fabricar dinero para ponerlo en circulación. En periodos precapitalistas se fabricaban billetes según la cantidad de metales preciosos que se extraían de las minas. Así, por cada onza de oro se podía fabricar cien nuevos billetes de un sol, que se entregaban al minero para que éste adquiriera los bienes que satisficieran sus gustos, necesidades o preferencias. Fabricar más dinero que no tuviera respaldo en oro, se consideraba un fraude. Además, durante casi dos siglos esta actividad la realizaba un agente privado, quien estaba a cargo de la Casa de Moneda. Si quien tenía billetes quería, en algún momento, recuperar el metal precioso, no tenía mas que ir a la Casa de Moneda y canjearlo.

En 1945, por el Acuerdo de Bretton Woods, el dólar se valorizaba en oro, a razón de 35 dólares por onza troy, y cada país fijaba su tasa de cambio respecto al dólar, permitiendo que los gobiernos administraran por su cuenta la cantidad de dinero en circulación; algunos gobiernos tomaban en cuenta sus reservas en dólares. La tasa de cambio del dólar-oro no impidió que los sucesivos gobiernos de los Estados Unidos hicieran señoreaje. En 1971 el presidente Richard Nixon, declaró la inconvertibilidad del dólar; desde entonces se eliminó la regla de emisión respaldada en oro o en dólares, y cada país podía emitir billetes bajo sus propios criterios. Desde entonces el mundo ha asistido a los peores desastres económicos y financieros.

El “señoriaje” es el ingreso que percibe un determinado gobierno debido al poder monopólico para imprimir moneda. Virtualmente imprimir moneda no tiene ningún costo pero dicha “mercancía” se pueden cambiar por bienes y servicios. El nombre proviene de la una técnica medieval de limar los cantos de las monedas de oro en periodos de problemas financieros cuando los señores feudales quienes tenían el privilegio de acuñar las monedas dentro de sus dominios.

Estos conceptos resultan hoy importantes debido al debate sobre las restricciones presupuestarias del Estado y la financiación del gasto público a corto y largo plazo.

Para los Estados Unidos su señoriaje es el beneficio que obtiene al imprimir su moneda. Señoriaje es la diferencia entre el costo de poner la moneda en circulación y el valor de los bienes que la moneda puede comprar.

Si un billete de USD1 cuesta cerca de 3 centavos imprimirlo, el gobierno puede usarlo para comprar bienes que cuestan \$1: el señoriaje es 97 centavos. Para los Estados Unidos, el señoriaje por imprimir dólares es alrededor de \$25 mil millones, que es una gran cantidad de dinero en términos de dólares; pero es menos del 1,5 por ciento de sus ingresos totales y sólo 0,3% de su Producto Bruto Interno (PIB).

El señoriaje se deriva de las ganancias en intereses sobre el monto de reservas disponibles. Técnicamente, mediante cálculos econométricos, en países de baja inflación, el señoriaje representa el 1% de su PBI. El análisis Costo – Beneficio debe medir esta pérdida en relación a las ganancias en crecimiento derivadas de una caída dramática en las tasas de interés. Es decir, si el Perú asumiera el US\$ como moneda estaría pagando 7 millones de USD anuales a EUA por señoriaje.

# El señoriaje como renta proveniente de la emisión de dinero

Para Sachs y Larraín (1994), bajo esta definición, la literatura económica centra su análisis en los recursos reales que el gobierno puede obtener con la emisión de dinero nuevo.

Puede ser expresado, según Sachindes (1995), de la siguiente forma:

$$s = C/PIB + RES/PIB - i(RES/PIB)$$

$C$  : es la cantidad de moneda en circulación

$RES$  : las reservas que los bancos privados mantienen en el Banco Central

$i$  : tasa de interés pagada a las reservas y PIB es el producto interno bruto.

Dentro de este mismo concepto, Blanchard y Fisher (1989) proponen la siguiente fórmula para medir el señoriaje:

$$s = (dM/dt)/P = [(dM/dt)/M](M/P) = (M - M-1)/P$$

$M$  : medida de la oferta monetaria

$t$  : tiempo

$P$  : precios.

# El costo de oportunidad de la tenencia de dinero y el señoriaje

Hochreiter et al. (1990) proponen la siguiente fórmula para estimar el señoriaje:

$$s = ih$$

$i$  : tasa de interés nominal

$h$  : base monetaria en términos reales.

Esta forma de medir el señoriaje ha sido criticada por Gros (1989), ya que omite el hecho de que el interés pagado sobre las reservas requeridas a los bancos debe ser sustraído del señoriaje, por lo que dicho autor propone la siguiente fórmula:

$$s = ilp (C/PIB) + (ilp - ir) RES/PIB$$

*ilp* : es la tasa de interés de largo plazo

*C* : representa la cantidad de moneda en circulación

*RES* :son las reservas

*PIB* : Producto Interno Bruto.

*Esta definición de señoriaje omite la regla de Modigliani sobre el costo de oportunidad de la tenencia del dinero, la cual dice que:*

*“En una economía con tasas de inflación altas y variables, el costo de oportunidad de la tenencia de dinero puede ser la inflación o la tasa de interés, dependiendo de cual de las variables mencionadas tenga un valor más alto”.*

*Esta regla es muy importante para países en desarrollo como el Perú, donde el mercado de capitales es poco desarrollado y la tasa de interés no refleja adecuadamente los cambios en la tasa esperada de inflación.*

# El señoriaje como Impuesto Inflacionario

Según Fry (1993), el señoriaje puede ser identificado con el impuesto inflacionario en economías con altas tasas de inflación, tanto al crecimiento del producto en términos reales, como a la tasa real de interés; en este caso, el señoriaje puede ser imputado como un impuesto inflacionario. El señoriaje es expresado como:

$$s = p S$$

$p$  : tasa de inflación

$S$  : representa los saldos reales en manos del público.

## Diferencia entre el impuesto inflacionario y el señoriaje

La mayoría de economistas académicos están de acuerdo que el señoriaje y el impuesto inflacionario son dos conceptos distintos. Ver Blanchard y Fisher (ibid, p.198).

Para Keynes (1923) el concepto de señoriaje, es la renta que el Banco Central percibe por la emisión de dinero; mientras que, el impuesto inflacionario es la reducción de los saldos reales en manos del público, que se produce por la inflación que deviene de la emisión monetaria sin respaldo.

Analizando escritos de Friedman (1953), Bailey (1956) y Cagan (1956), asumen que la tasa de crecimiento de la oferta monetaria es igual a la tasa de inflación, lo cual es plausible únicamente en una economía estática. Sin embargo, debido a que la economía es dinámica por definición y cuando está en crecimiento, el aumento de la masa monetaria no necesariamente debe coincidir con el incremento de los precios.

En una economía en crecimiento el Banco Central puede incrementar la oferta monetaria en razón del producto de los cambios en el ingreso y de la elasticidad ingreso de la demanda de dinero. La autoridad monetaria puede aumentar la oferta de dinero para satisfacer el incremento en la demanda del mismo, que proviene de un mayor ingreso.

Según Agénor y Montiel (1996), ello implica que el dinero de nueva creación genera una renta para el Banco Central, que no necesariamente será igual con lo recaudado por el impuesto inflacionario, lo que se debe a que la demanda de dinero es variable.

Es decir que la erosión de los saldos reales en manos del público no coincidirá con el señoriaje obtenido de la creación de dinero nuevo.

Estas magnitudes serán iguales, únicamente, cuando la economía opere en la tasa natural de desempleo y, por ende, todo incremento en la masa monetaria se vea reflejado en un incremento de los precios de la misma magnitud.

Estados Unidos goza del privilegio del *señoriaje*. Es decir, por un lado le permite financiar sus crecientes déficit comerciales con su propia moneda; por otro lado, limita su libertad de utilizar la política monetaria para lograr el equilibrio interno.

Muy pocos académicos plantean el problema central: la Reserva Federal es una empresa paraestatal donde participan banqueros como los Rotschild, Bildenberg, Warburg, JP Morgan, Rockefeller, etc. Pocos han leído, y muchos ignoran el libro de William Greider, publicado en 1987, sobre el funcionamiento del Sistema de la Reserva Federal.

Detallado y explícito, es una lectura maravillosa e informativa[1].

Otro poderoso Banco que también integra el oscuro mundo financiero actual, es el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés). Es hermético, inviolable y sin responsabilidad ante nadie, fundado en 1930 y basado en Basilea, Suiza.

[1] Greider William. “Secrets of the Temple” [Secretos del Templo] con un subtítulo: “Cómo la Reserva Federal maneja el país”.

# Evolución del euro, la libra y el yen comparados con el dólar

Copyright fxtop 2004



La Reserva Federal nace el 23 de diciembre de 1913. El presidente Woodrow Wilson admitió posteriormente que había cometido un terrible error: “Arruiné inconscientemente a mi país.”

43 años mas tarde John F. Kennedy planificó antes de su muerte, el fin del Sistema de Reserva Federal para eliminar la deuda nacional que un Banco Central crea al imprimir dinero y prestárselo al gobierno. Por lo tanto, el 4 de junio de 1963, dictó la orden presidencial EO 11110 dando autoridad al presidente para emitir moneda.

Luego ordenó al Tesoro de USA que imprimiera 4.000 millones de dólares en “Billetes de USA” para reemplazar los de la Reserva Federal.

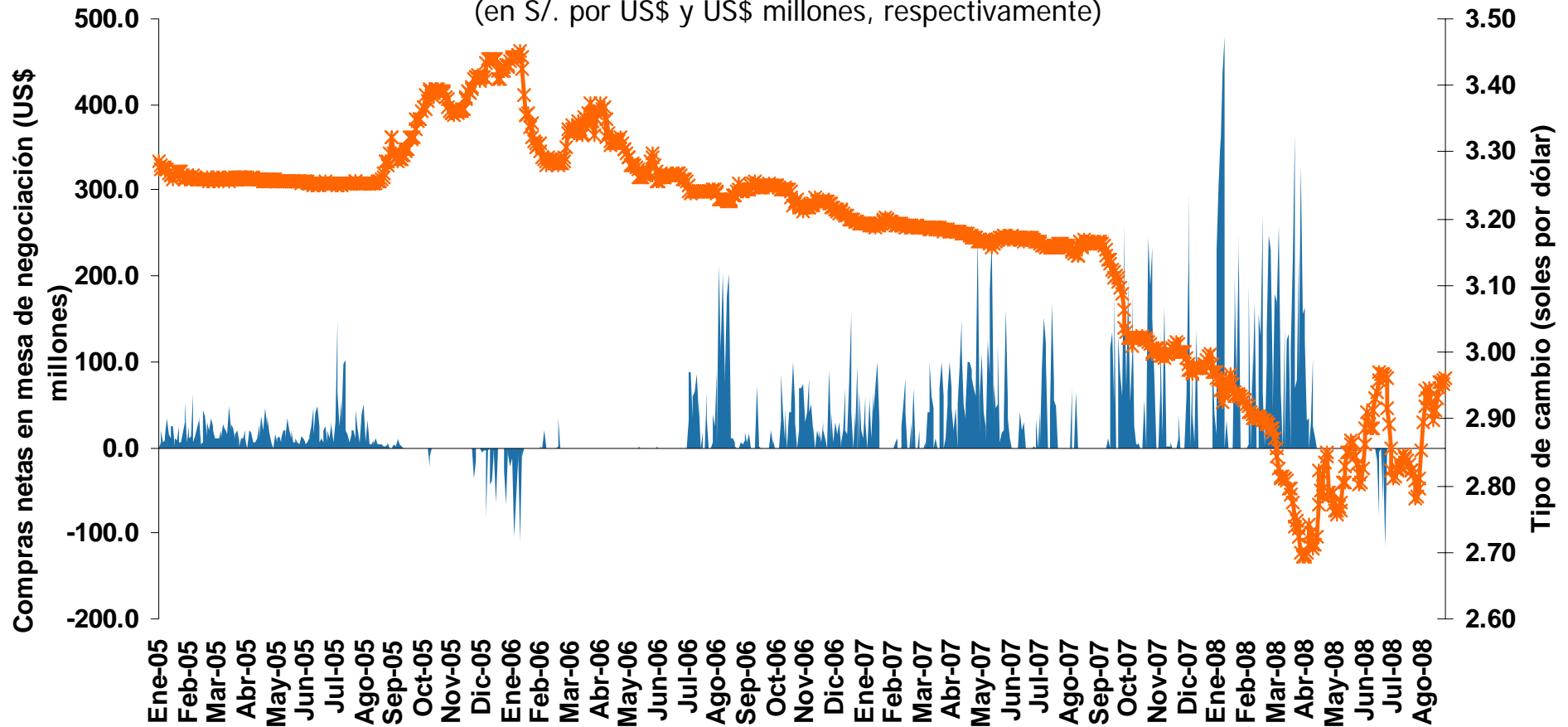
Esa deuda ha aumentado a más de 8.400.000.000.000 dólares. Tiene que ser pagados por todos los contribuyentes, quienes lo han hecho por una suma que asciende a casi 184.000.000.000 de dólares sólo en los tres primeros trimestres del 2007. Este servicio de la deuda es ahora un monto anualizado que excede dos tercios de un trillón de dólares. Ha enriquecido a los banqueros y ha empobrecido al público, porque cobran mas impuestos para pagar la cuenta. Se trata del mayor fraude financiero en la historia del mundo que aumenta con cada día que pasa.

Los Estados Unidos han impuesto al mundo un señoriaje equivalente a un 10% del PIB mundial estimado en 50 trillones de USD.

El imperio norteamericano se ha dado el lujo de endeudarse, pero sin la obligación de pagar esa deuda ni sus intereses.

# Medidas del BCR rompieron la tendencia

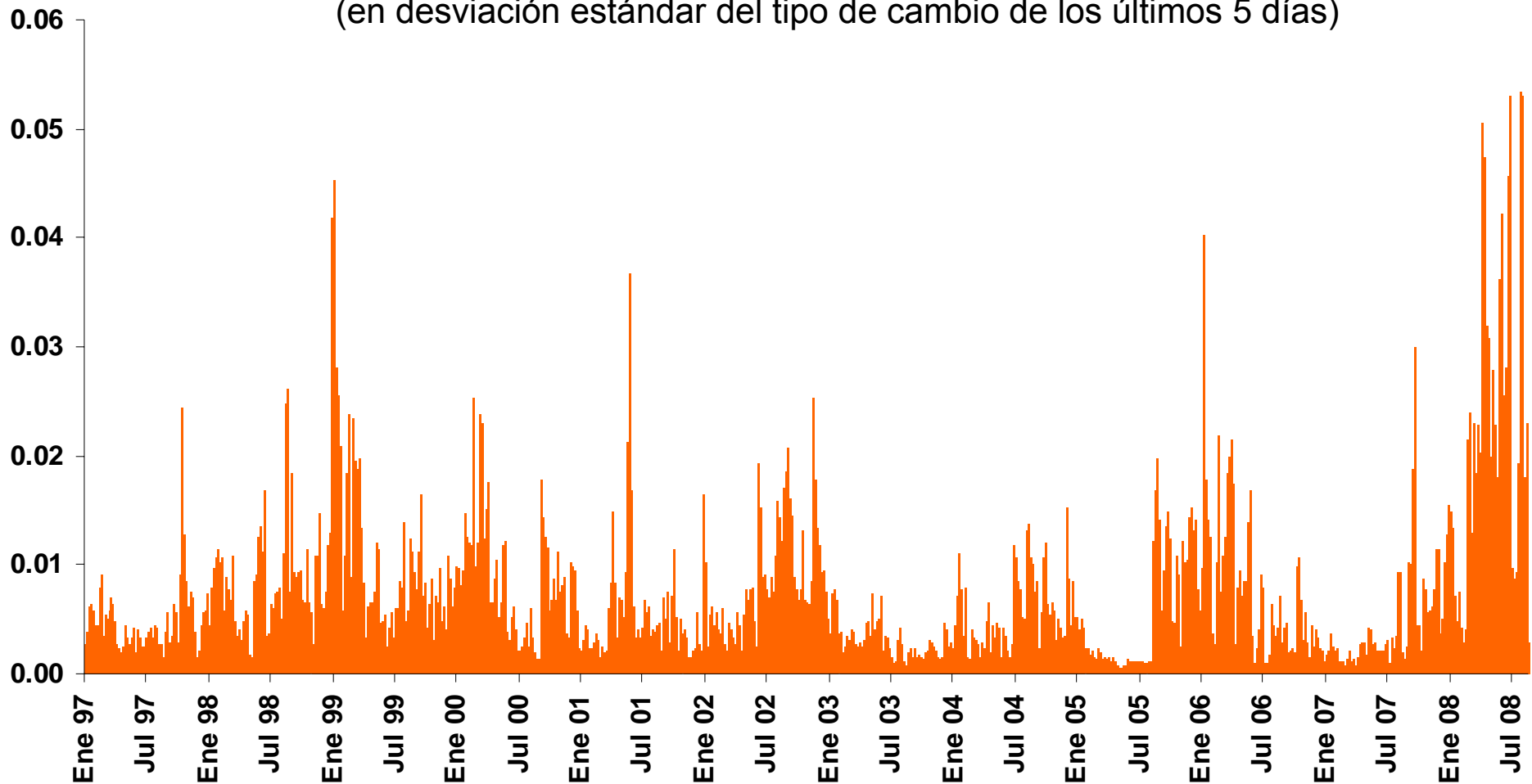
Tipo de cambio venta bancario y compras netas del BCRP, 2005-2008  
(en S/. por US\$ y US\$ millones, respectivamente)



<b>Ene-Dic 2005:</b>	<b>Ene-Dic 2006:</b>	<b>Ene- Dic 2007:</b>	<b>2 Sep 2008:</b>
<b>US\$ 2,699 millones</b>	<b>US\$ 3,944 millones</b>	<b>US\$ 10,164 millones</b>	<b>US\$ 8,449 millones</b>

...y generaron volatilidad del TC, sólo comparable con crisis externas y periodos electorales

**Volatilidad del tipo de cambio, 1997-2008**  
(en desviación estándar del tipo de cambio de los últimos 5 días)



# La organización internacional del crédito...

- Desde Bretton Woods se consolidó una hegemonía del dólar, con la consecuente cesión de poderes de parte de los países que están en su órbita.
- Este esquema financiero, en el marco de la división internacional de la producción de la posguerra, ha ido minando relaciones de dependencia en los países del sur.
- Los cambios operados desde los 70's con la financiarización transnacional y sobre todo tras la crisis de la deuda externa, solo han exacerbado esa dependencia.

## ...y el “bloque dólar”

- Latinoamérica mantiene además -desde mucho antes de Bretton Woods- un esquema de relaciones comerciales de dependencia con el Norte, en especial con EU.
- Hemos crecido enfrentándonos mutuamente y mirando hacia el Norte, en lugar de ver, por ejemplo, qué podemos vender a nuestros vecinos, cómo podemos complementarnos.
- Esto ha facilitado una “penetración” de la lógica del dólar en nuestras economías, vulnerando nuestra sustentabilidad y soberanía macroeconómicas

# El “bloqueo dólar” potenciado por la crisis de la deuda externa

- La crisis del 82 ha propiciado un flujo en reversa de recursos. Los flujos de capitales que normalmente alimentaban la economía dependiente de AL, se revirtieron en una nueva condición de dependencia –no solo financiera- y sirvieron como palanca para la implementación de las políticas neoliberales.
- En la desesperación común de AL (y muchos otros países atrasados) por obtener un saldo neto de dólares para pagar la deuda se erosionaron las facultades de las políticas monetarias y fiscales y se condenó a un proceso devaluatorio permanente

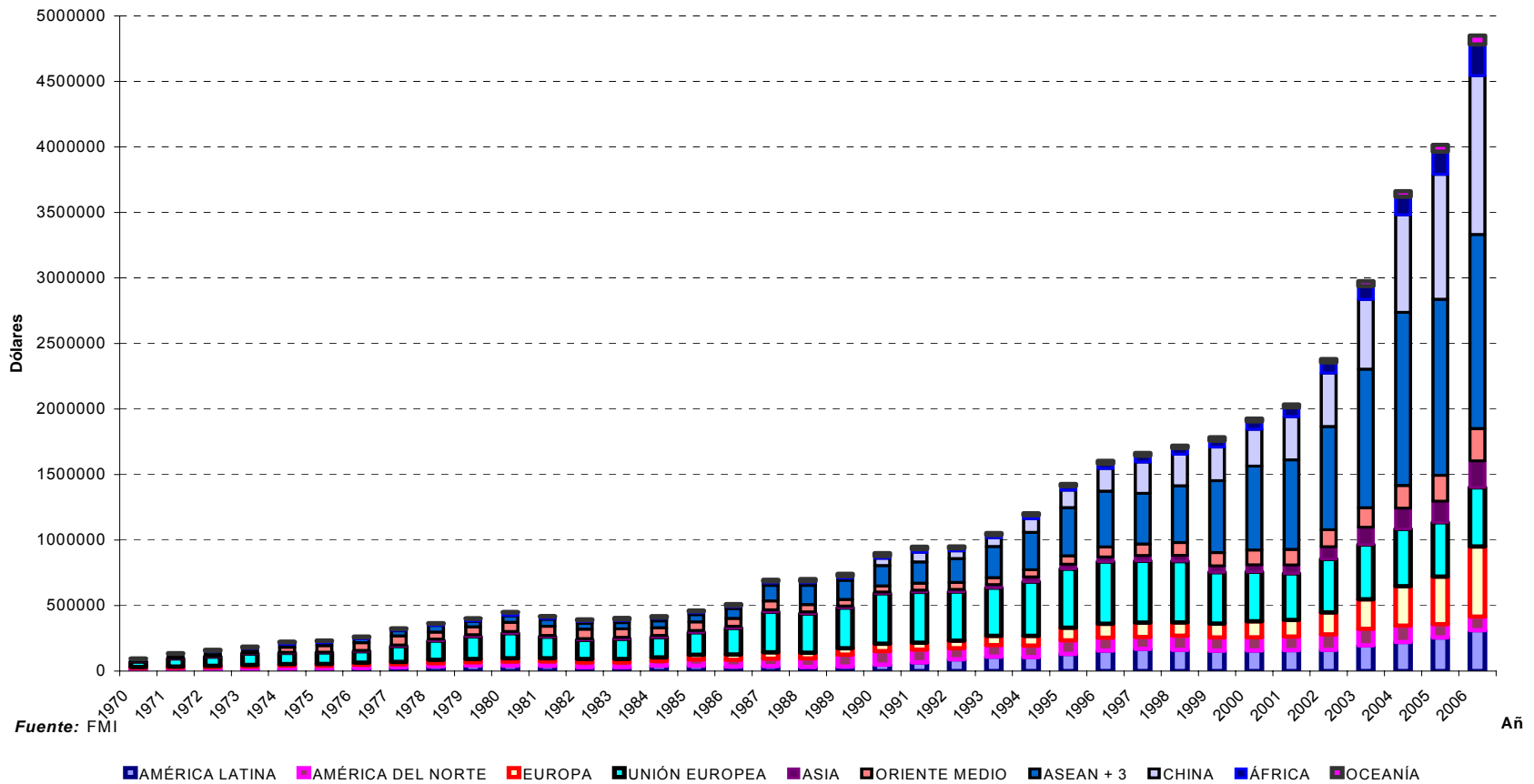
# Ciclos internacionales y sostenibilidad de la iniciativa

- AL debe aprovechar una coyuntura internacional muy especial para construir una institucionalidad robusta que cimente un proyecto de largo plazo
- Durante los 70 también hubieron condiciones favorables (NOEI, OPEP, UNCTAD) que fueron rápidamente desbaratadas a partir de cambios en la política económica de EU
- Respuestas estructurales a la erosión de la hegemonía de EU marcada por la declinación relativa de su competitividad, la reducción de la capacidad de señoriaje del dólar, la autonomía relativa de tasas de interés, el deterioro del poder del FMI y el BM, etc,

# Una coyuntura marcada por la creciente acumulación de reservas...

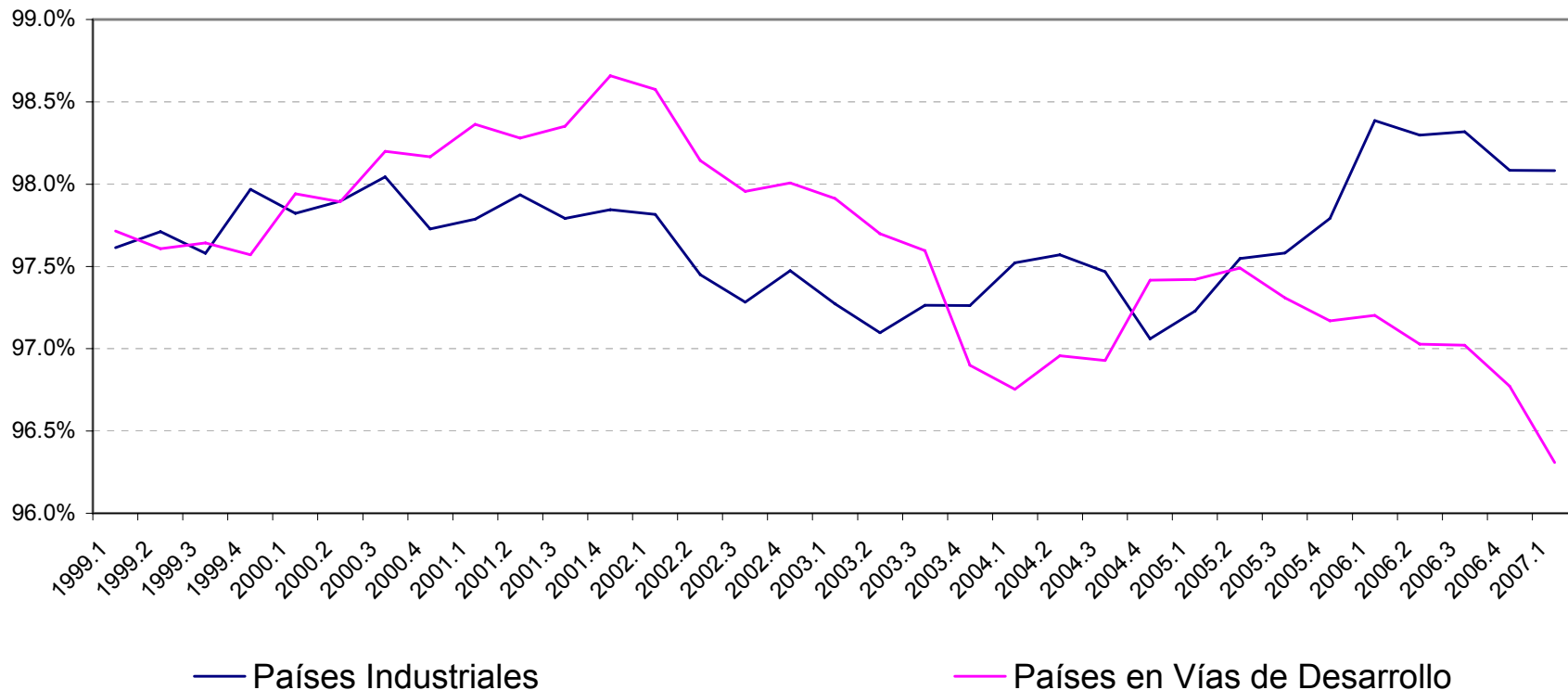
## RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES

Millones de Dólares  
1970 - 2006



# Aunque debido a la debilidad del dólar hay cambios rápidos de portafolio

EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

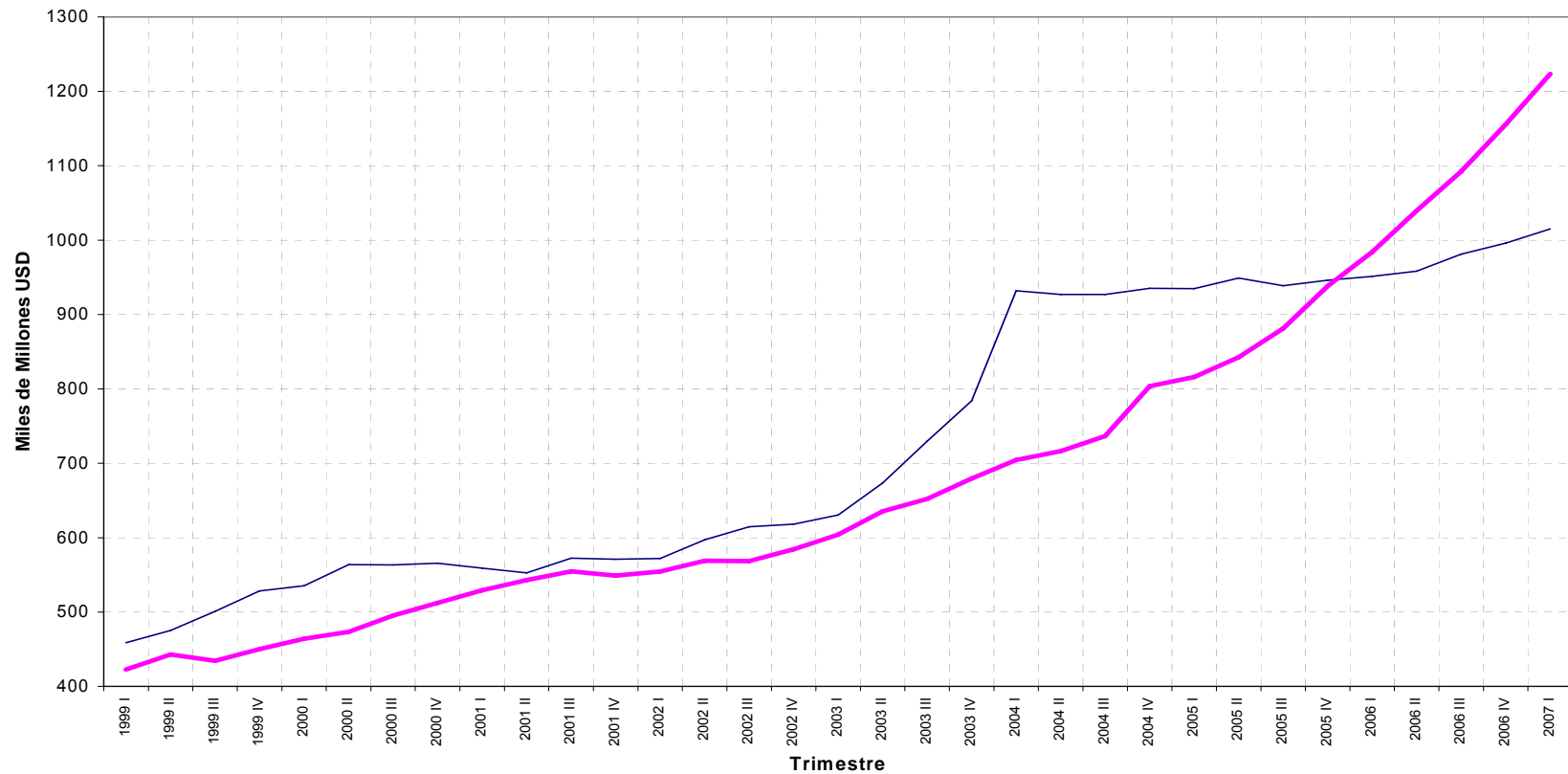


# Los países industrializados han sido muy precavidos...

## RESERVAS INTERNACIONALES EN DÓLARES

1999 - 2007

Miles de Millones USD



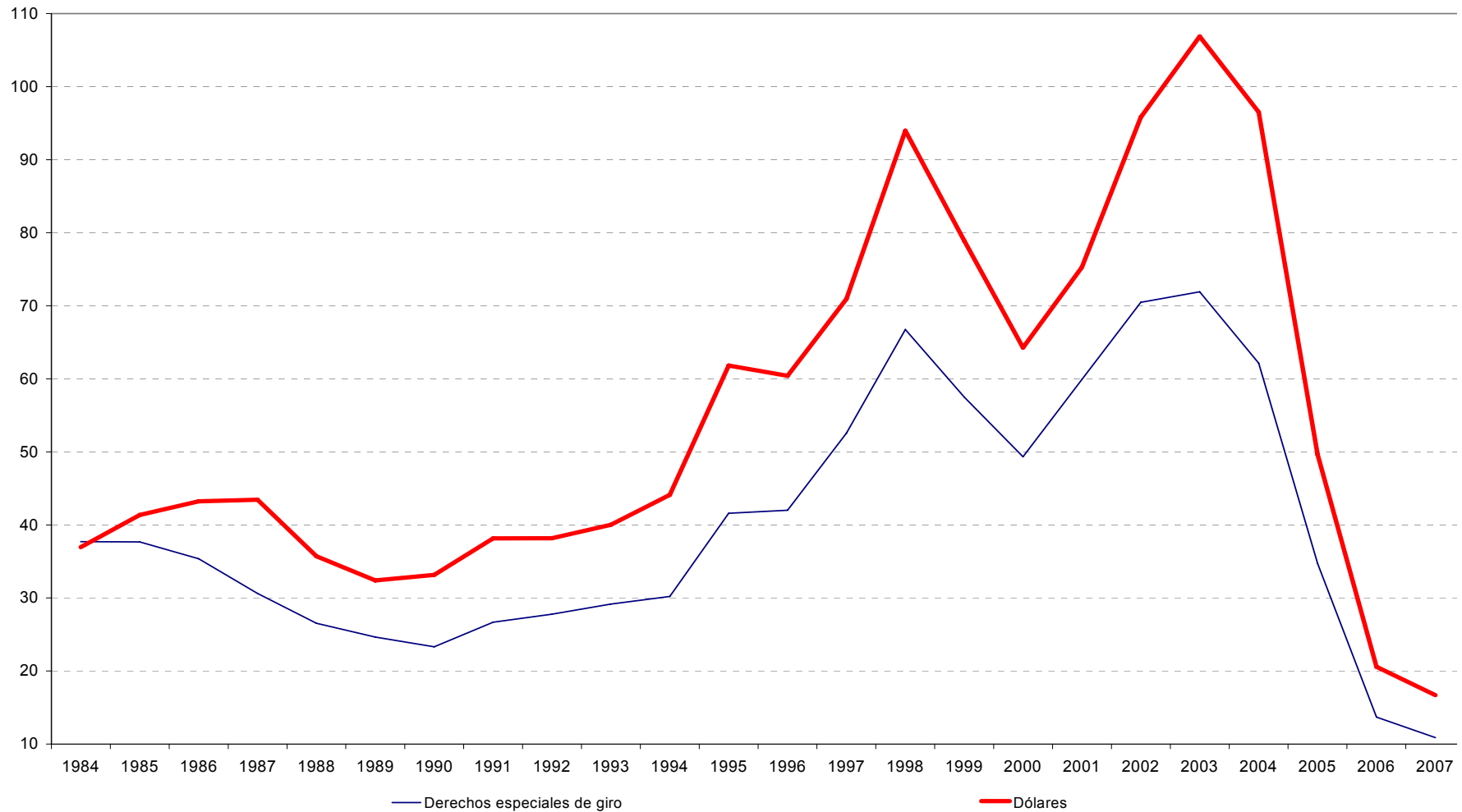
Fuente: FMI

— Países Industriales

— Países en Vías de Desarrollo

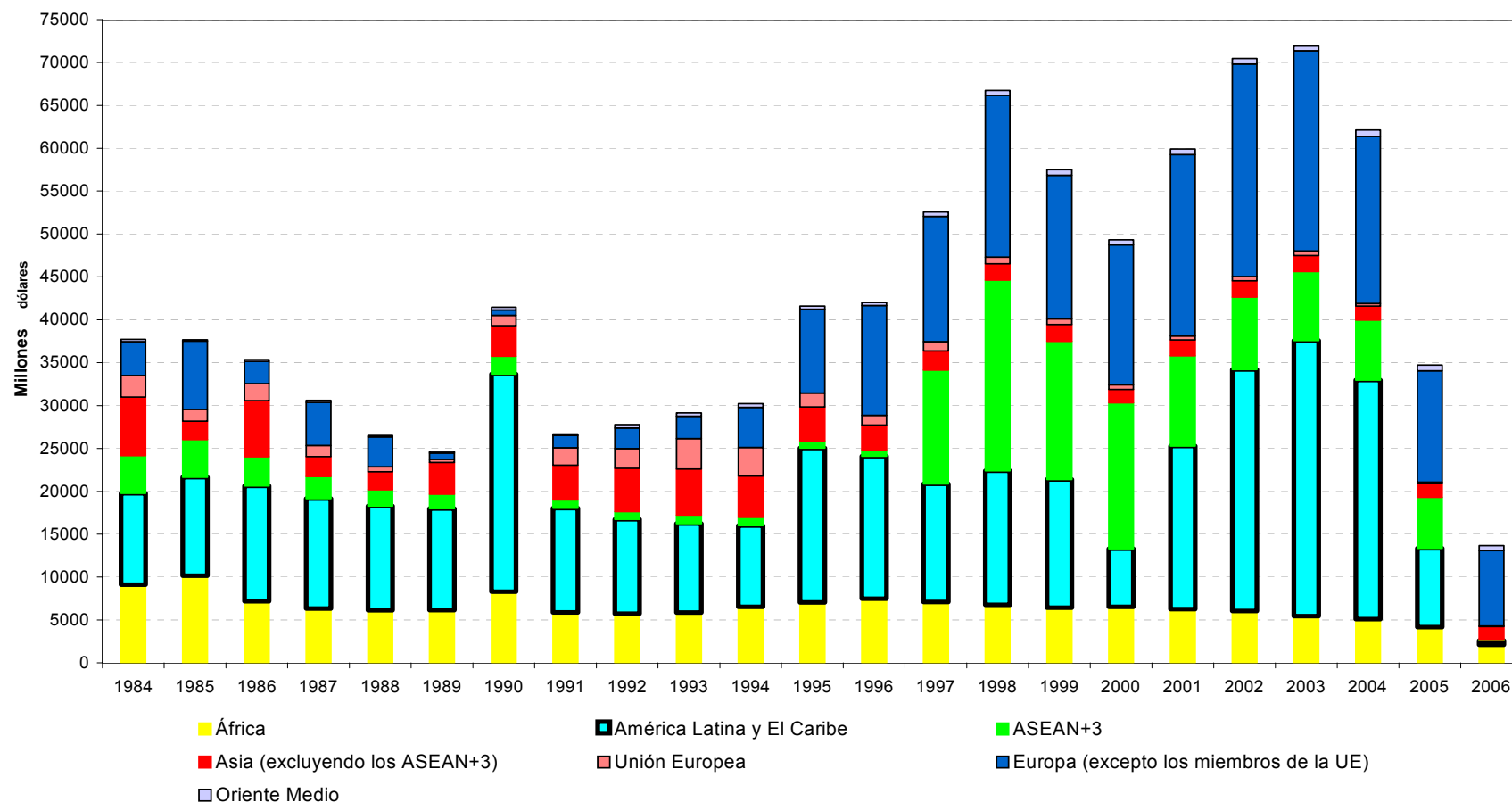
# La Vieja Arquitectura Financiera

EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DEL FMI  
- miles de millones de dólares y derechos especiales de giro -



# El rechazo de AL y Asia a las políticas del FMI

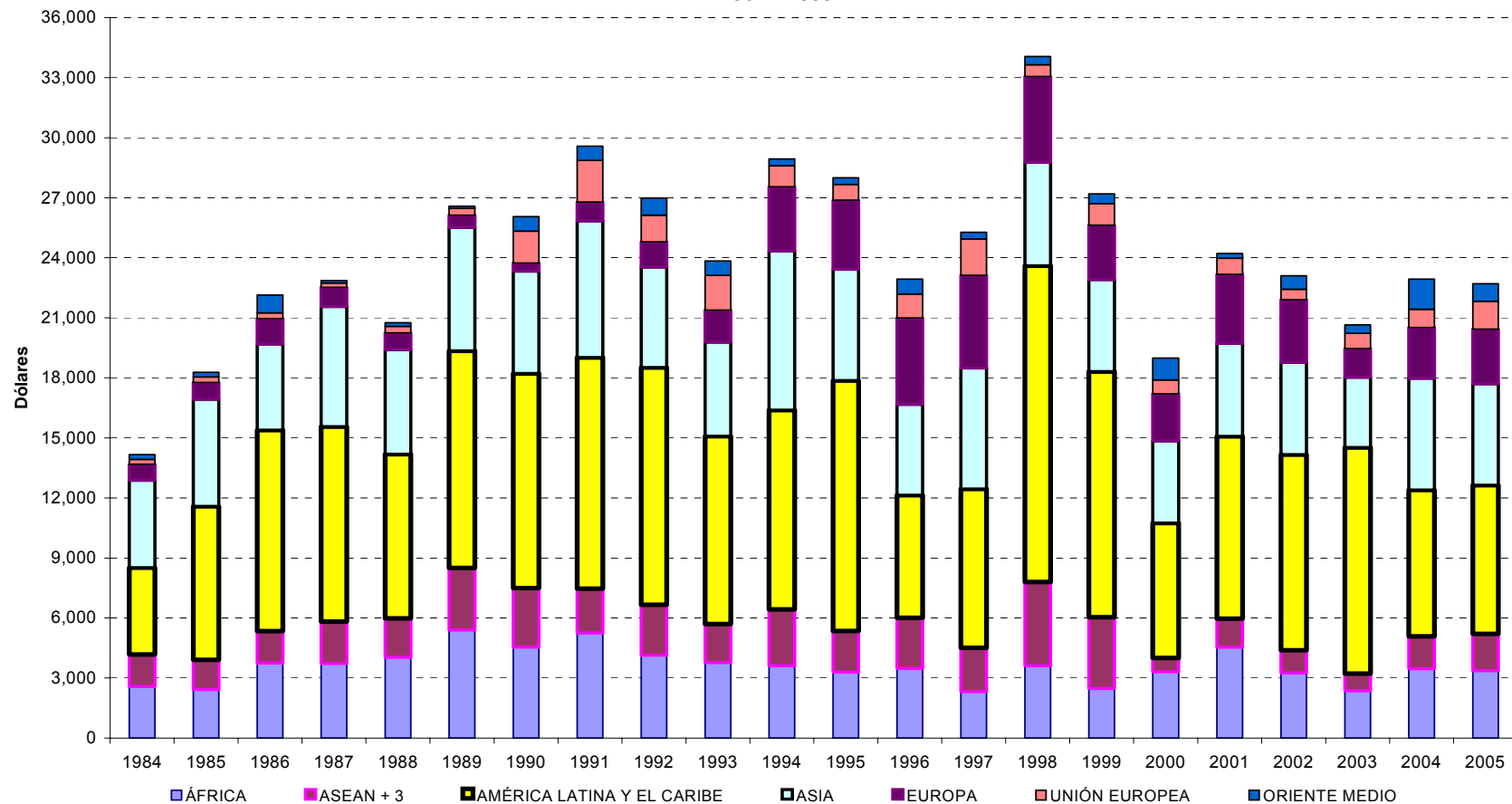
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO TOTAL DEL FMI PARA PAÍSES MIEMBROS  
-Millones de Dólares-  
1984 - 2007



# Importantes cambios en la cartera del BM: búsqueda de alternativas

## EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL BANCO MUNDIAL

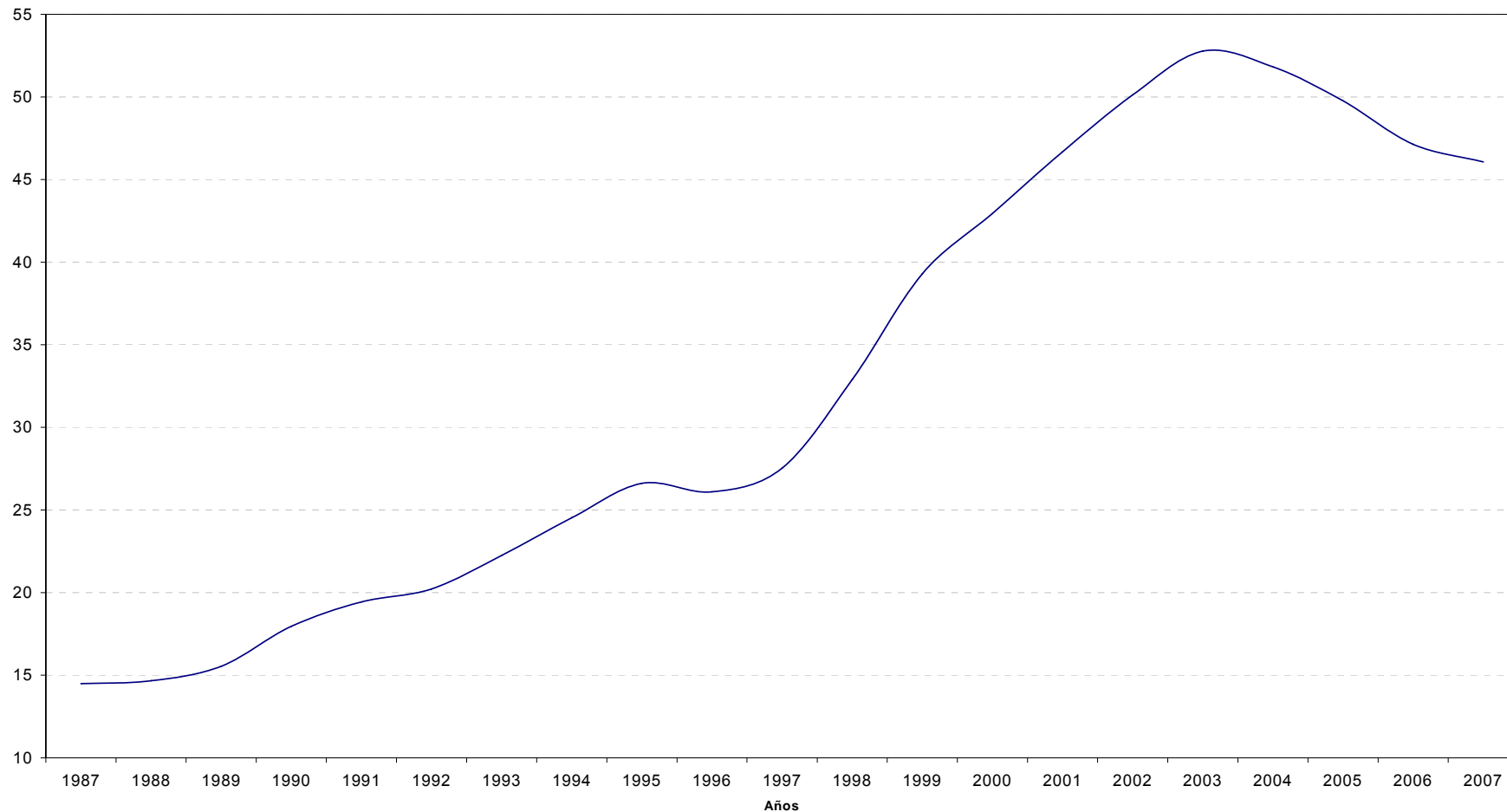
Millones de Dólares  
1984 - 2005



FUENTE: BANCO MUNDIAL

# ...incluso el BID está buscando nuevos horizontes

CARTERA DEL BID EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE CON RECURSOS PROPIOS  
-miles de millones de dólares-

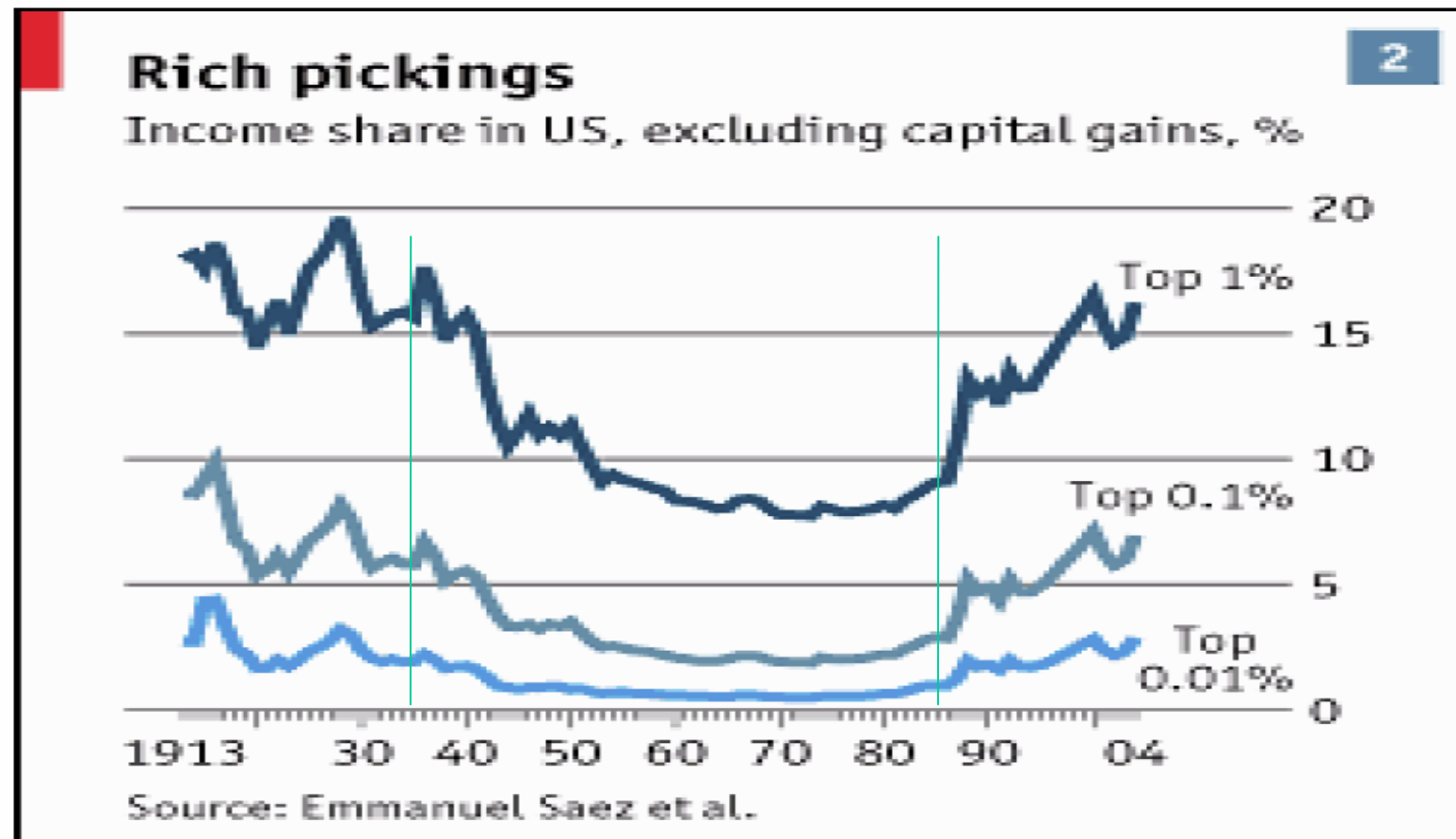


# La nueva coyuntura económica y política

- Más allá de la ética de los gobernantes de turno, son los pueblos los que exigen nuevos horizontes en el marco de la coincidencia de varios ciclos:
- Erosión estructural de la hegemonía del dólar
- Hay una liquidez internacional importante, gran parte de la cual viene de los países del sur.
- Una derrota histórica de los ensayos forzados de neoliberalismo (incapaz de relanzar el crecimiento en el Norte y en el Sur; acumulación peligrosa de frustraciones, principalmente en AL; crisis civilizatoria...)

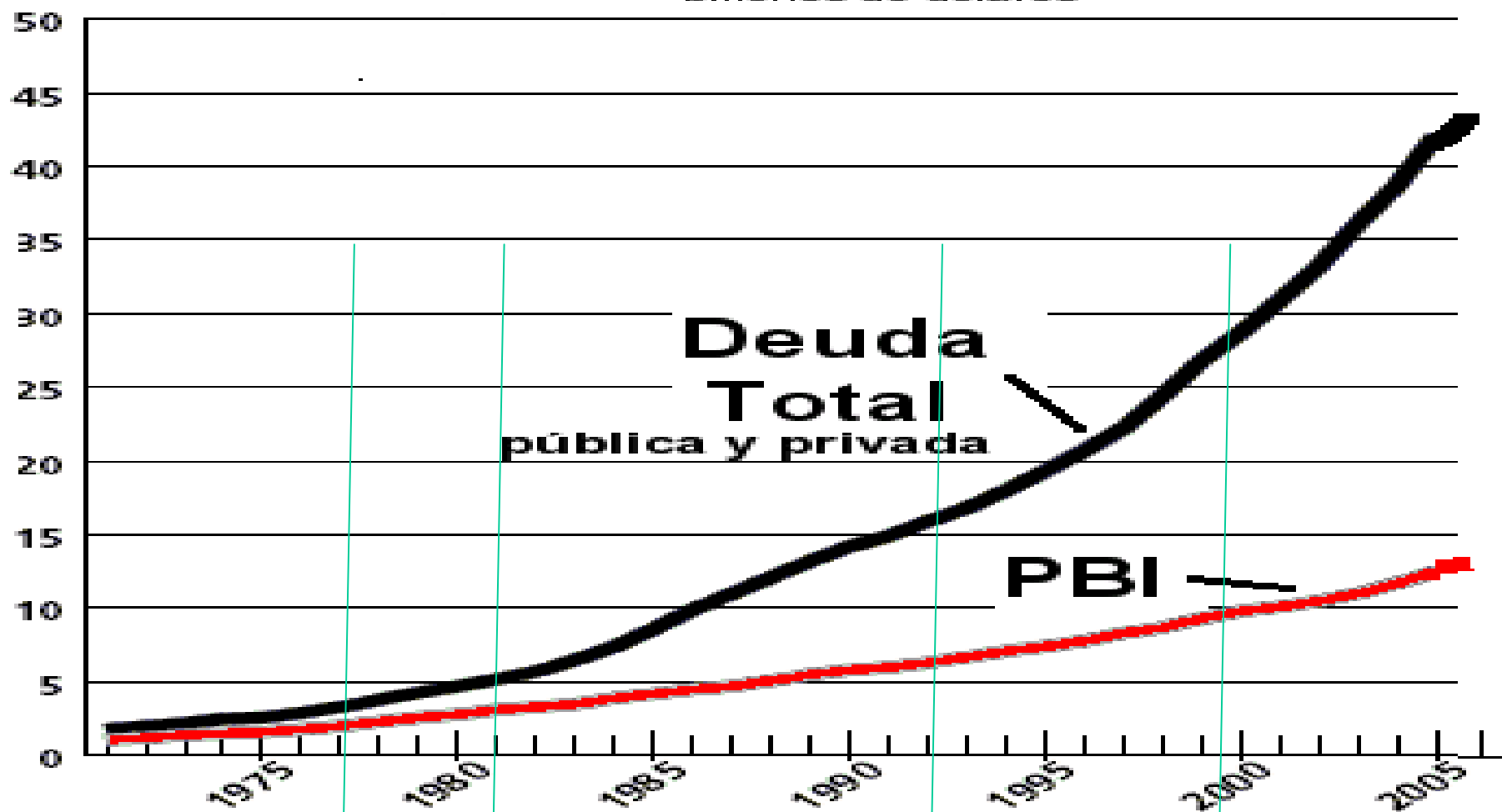
# Los efectos del neoliberalismo en el Norte

Figure 1: Forward to 1913



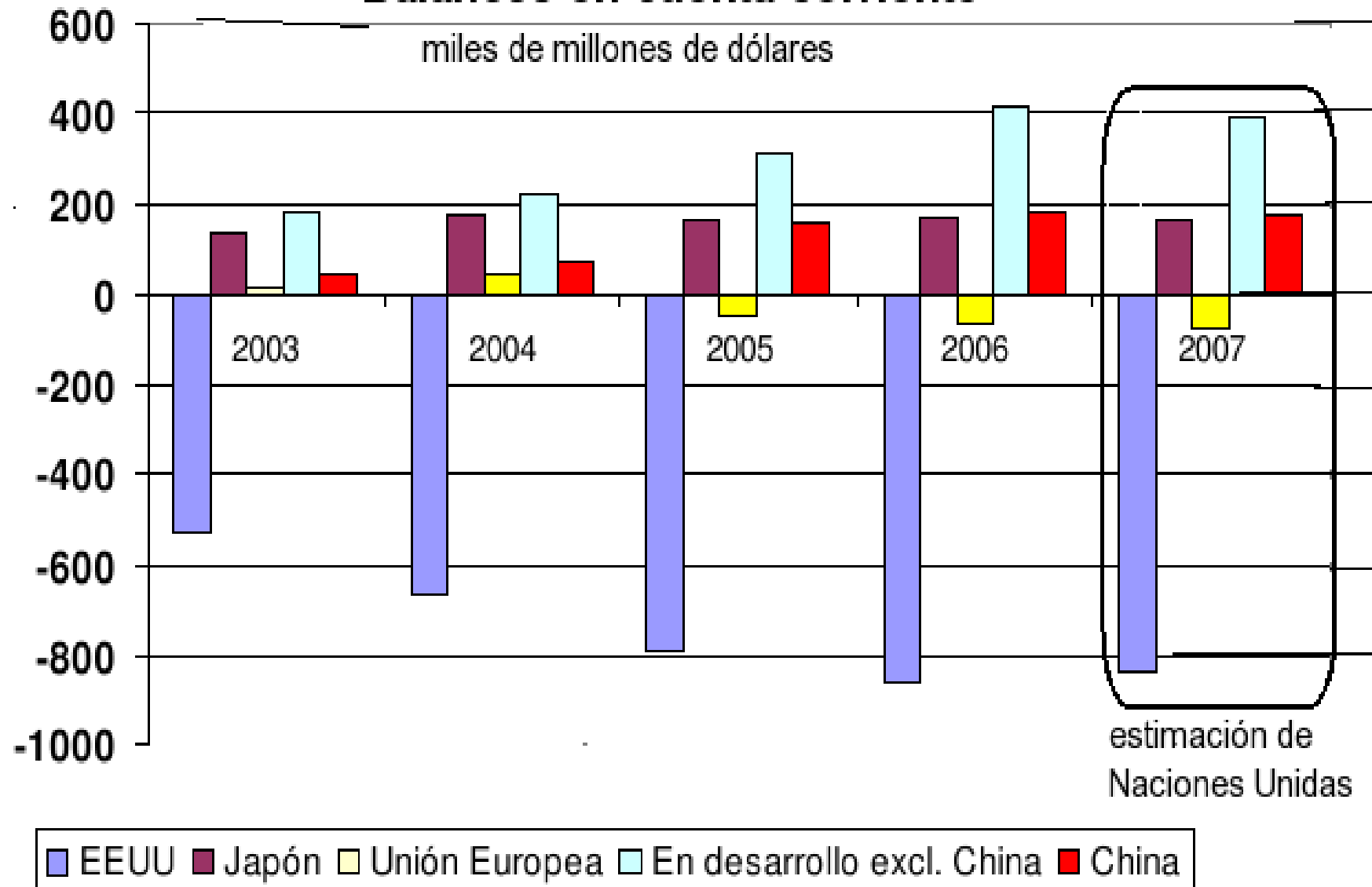
Source: reproduced from *The Economist* 'Inequality in America' June 17th 2006

## Estados Unidos, PBI y Deuda Total billones de dólares



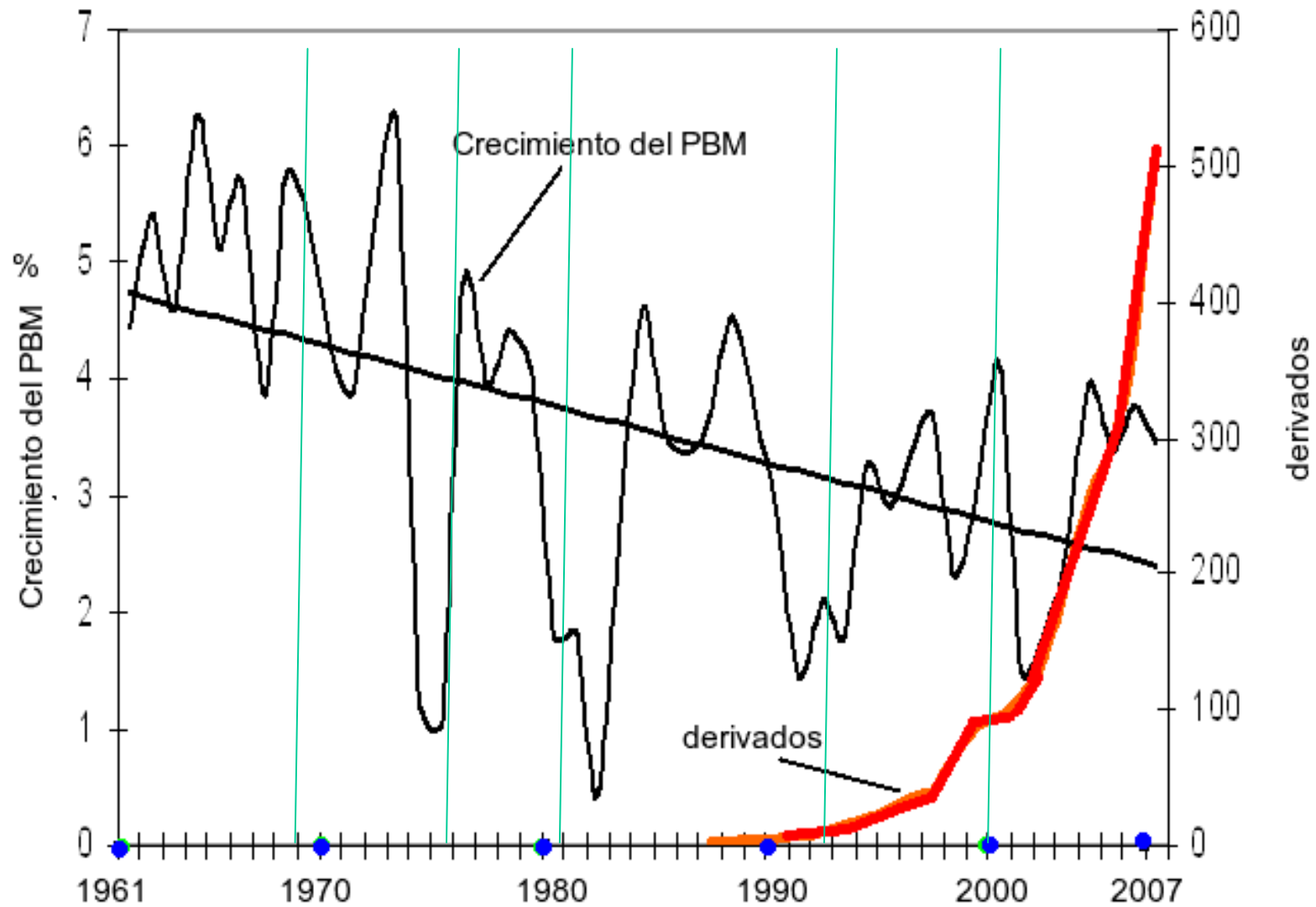
Fuentes: Flow of Funds Accounts (Federal Reserve) y Economic Report of the President (varios años)

# Balances en cuenta corriente



● **Tasas de crecimiento real del Producto Bruto Mundial ( en %)**

● **Productos financieros derivados** en billones - millones de millones - de dólares



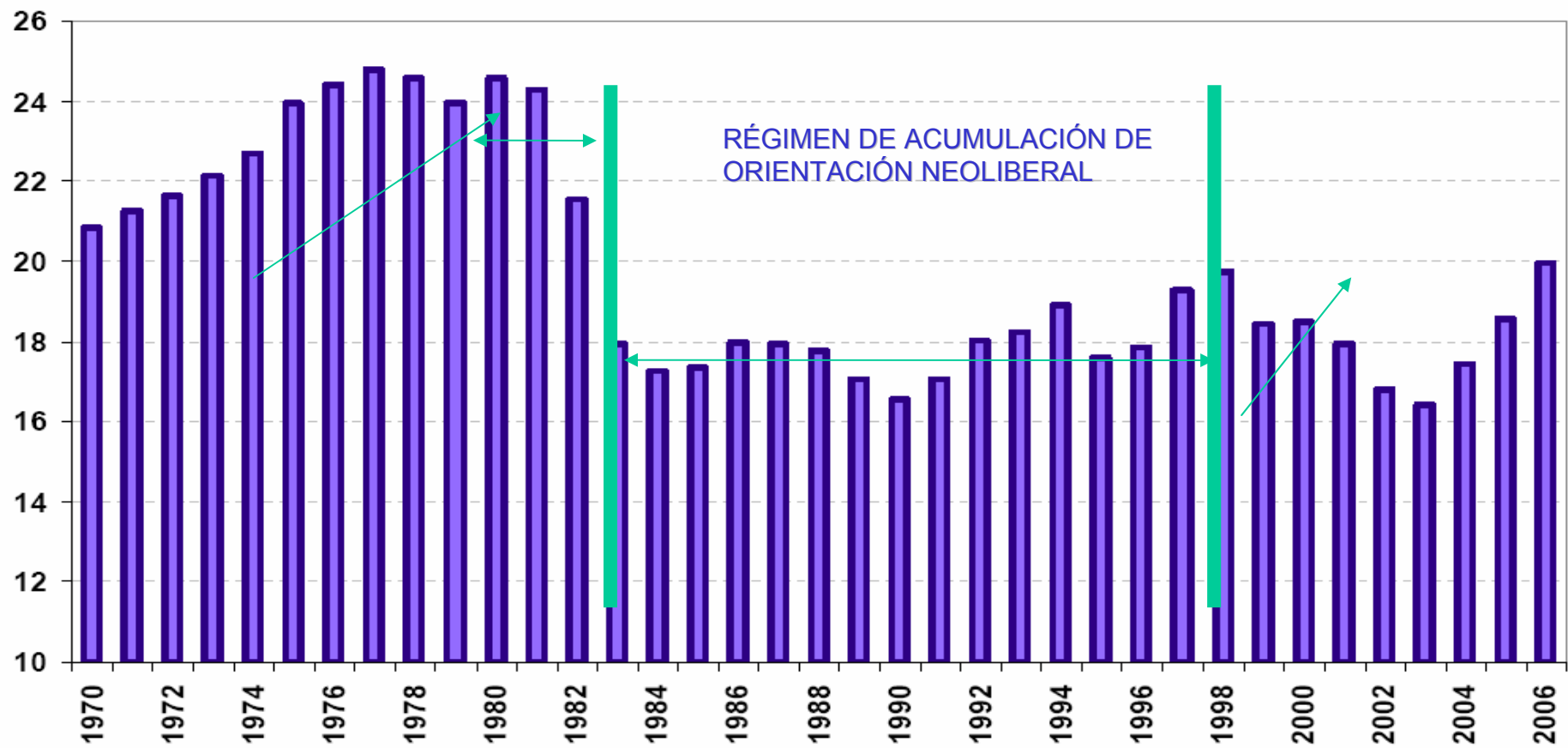
Fuentes: Banco Mundial y Banco de Basilea (BIS)

Tomado de: Beinstein, 2008

# Los efectos del liberalismo en AL

RÉGIMEN DE ACUMULACIÓN BASADO EN LA INDUSTRIALIZACIÓN SUSTITUTIVA DE IMPORTACIONES

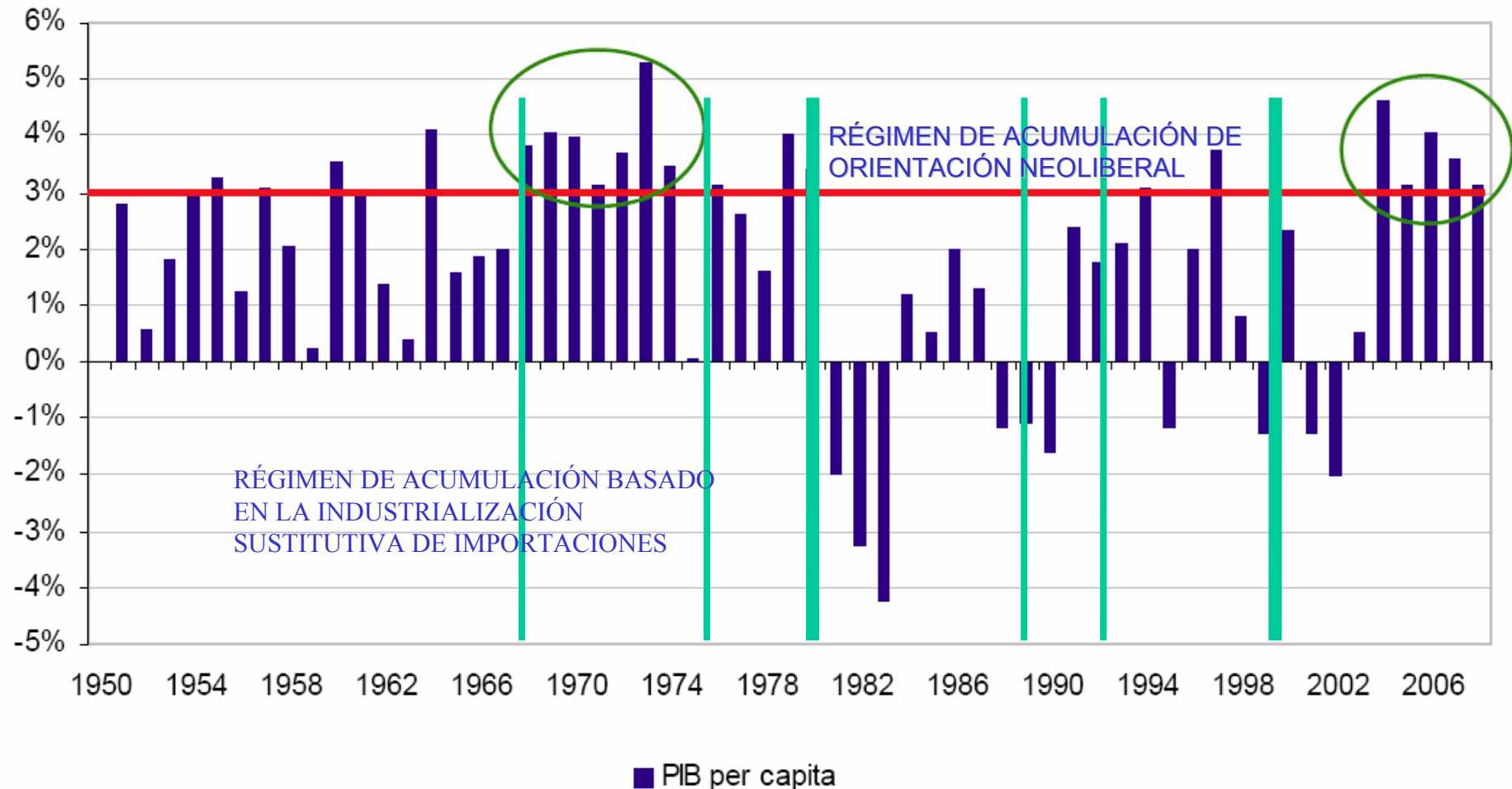
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASA DE INVERSIÓN  
(En dólares constantes del 2000)



Fuente: CEPAL (2007)

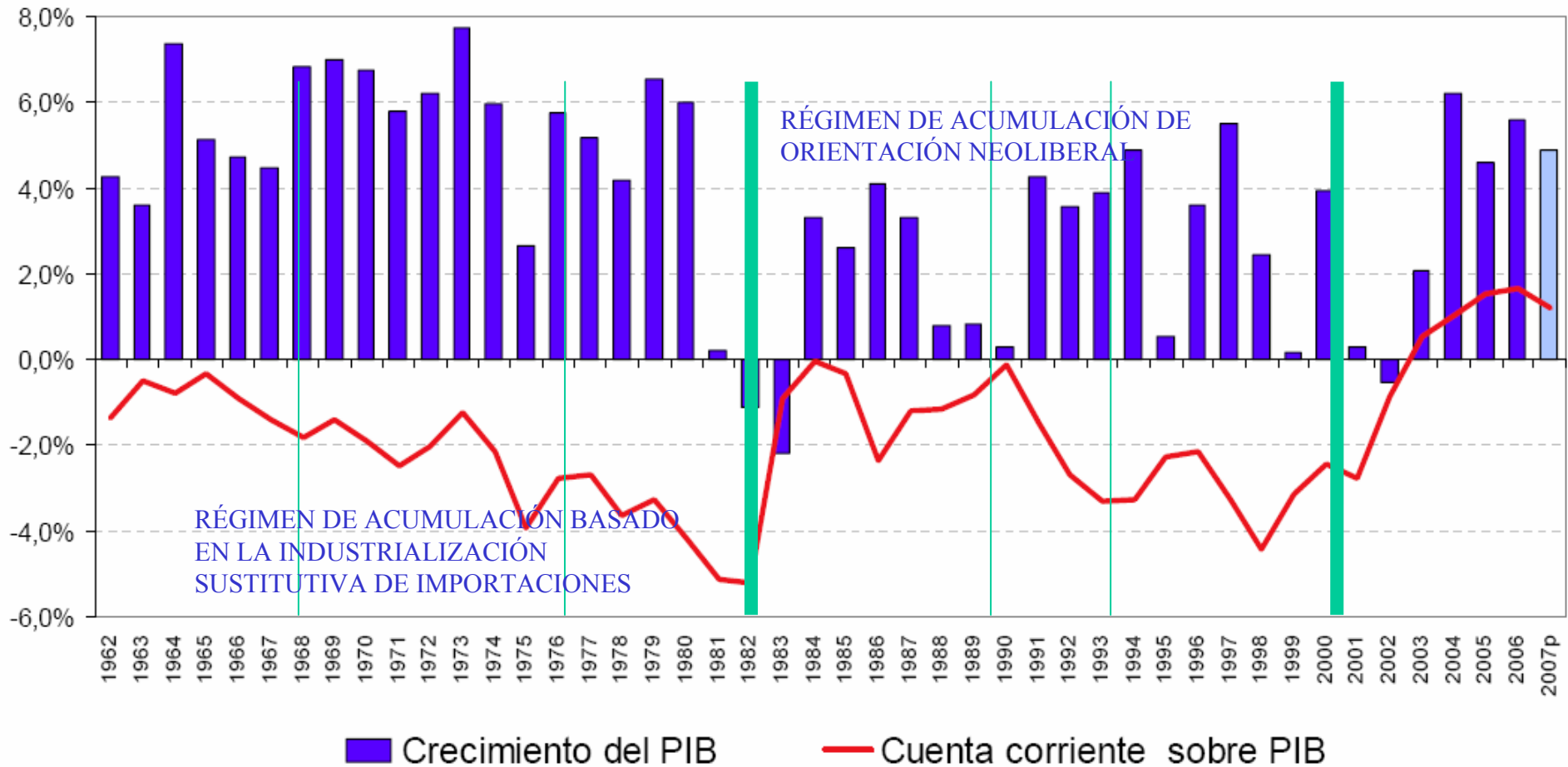
# No solo mayor polarización social sino...

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VARIACIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO POR HABITANTE  
(En porcentajes)



Fuente: CEPAL (2007)

# ...pobre desempeño en sus propios términos

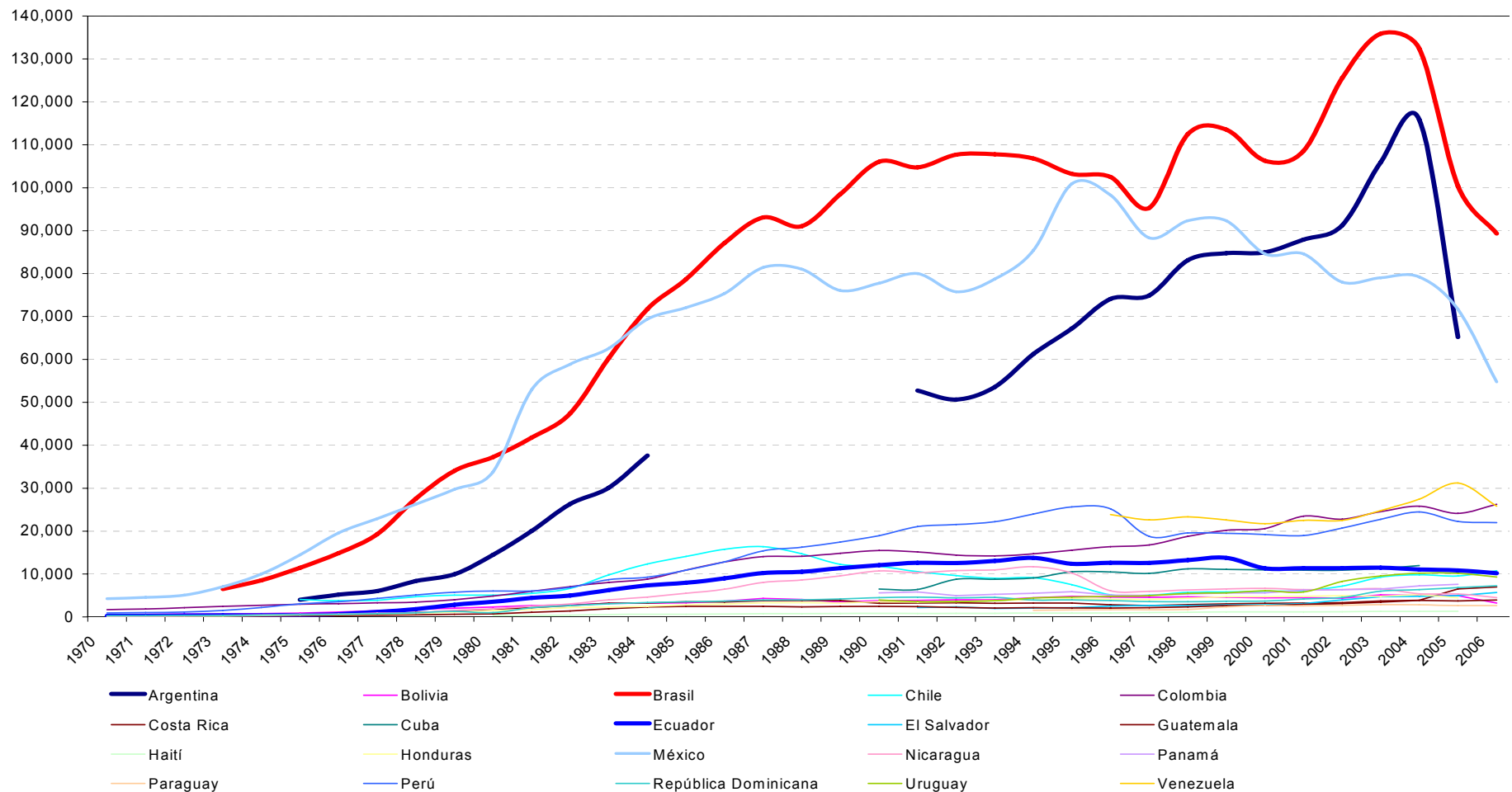


p/ Proyección

Fuente: CEPAL (2007)

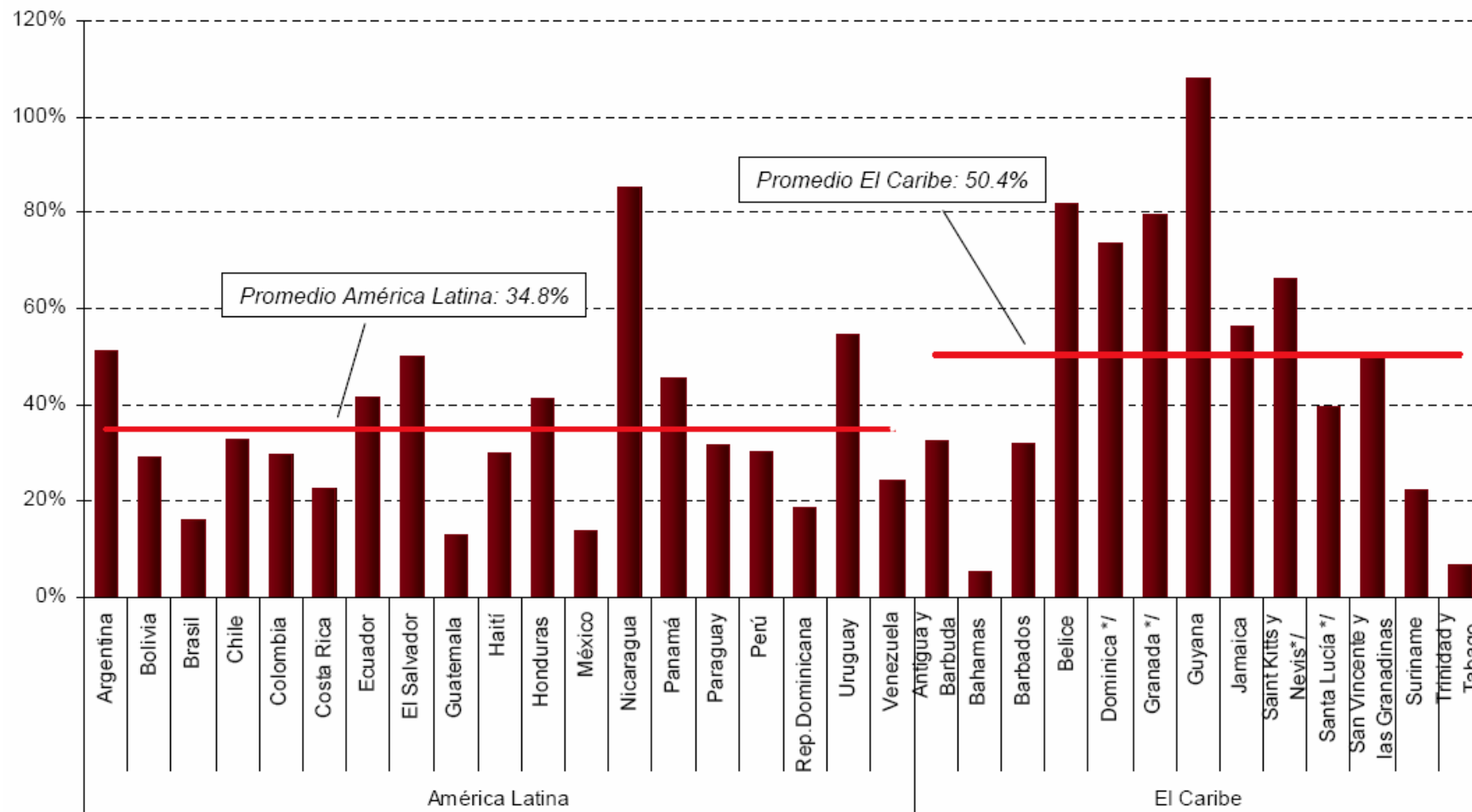
# Aligeramiento relativo del peso de la deuda en AL

Evolución de la Deuda Externa Pública de América Latina  
-millones de dólares-



# ...aunque los montos siguen siendo condición de dependencia

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PORCENTAJE DE DEUDA EXTERNA TOTAL SOBRE PIB, 2006

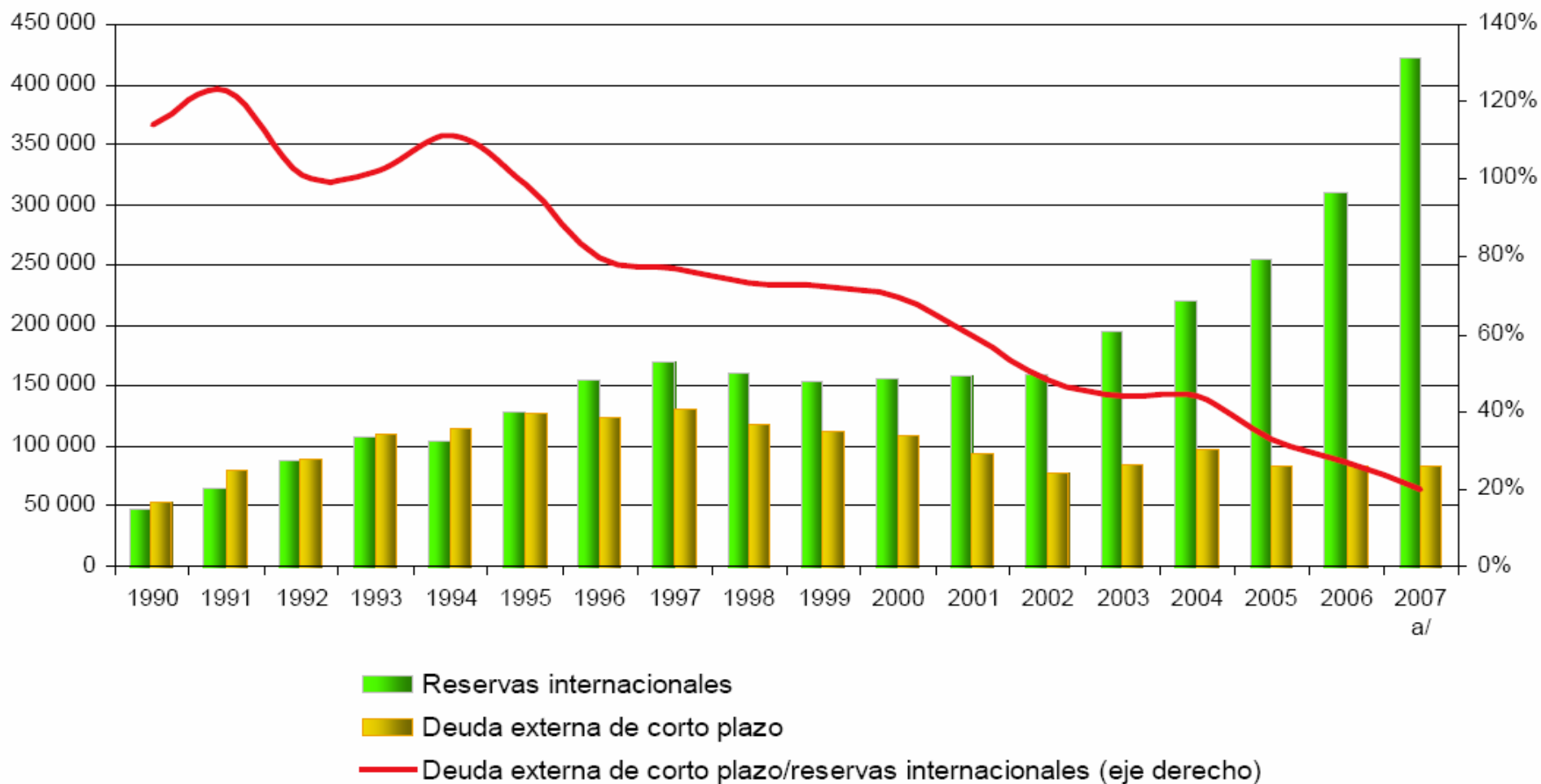


\*/ 2005

Fuente: CEPAL (2007)

# Menor vulnerabilidad relativa

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA EXTERNA DE CORTO PLAZO Y RESERVAS INTERNACIONALES  
(En millones de dólares, porcentajes)

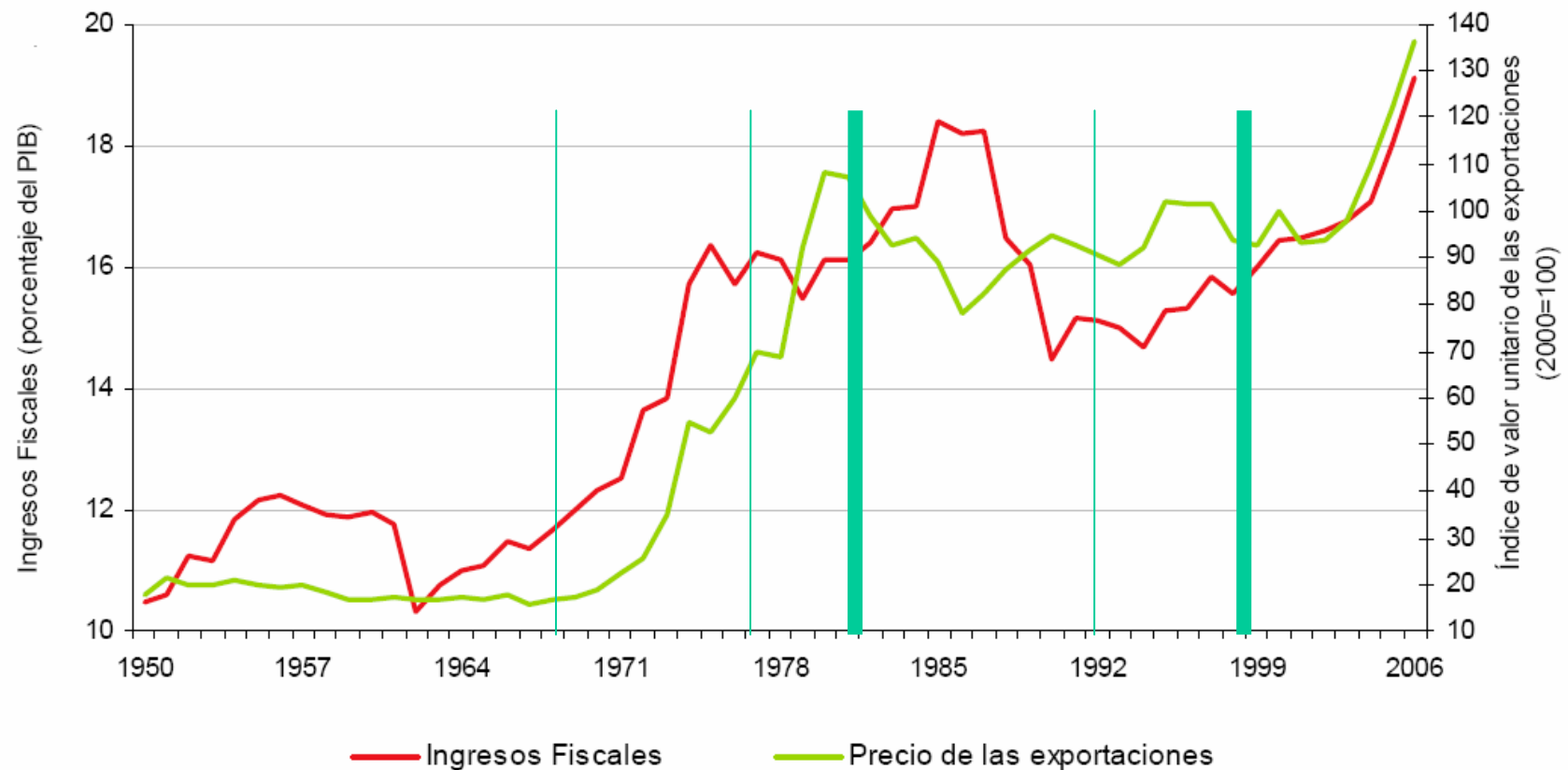


a/ Estimación.

Fuente: CEPAL (2007)

# ...basada en una inserción internacional problemática

## AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS FISCALES Y PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES



Fuente: CEPAL (2007)

# Una Propuesta

- a) Fundar el Banco Regional, como Banco de desarrollo alternativo
- b) Fortalecer las funciones de la Banca Central Regional, a partir del fortalecimiento del Fondo Latinoamericano de Reservas.
- c) Dar coherencia a estos dos procesos -dentro de una lógica propia, con el impulso de un esquema monetario común ligado al fortalecimiento de los lazos comerciales intrarregionales e interregionales para el establecimiento de una moneda regional

# Ventajas políticas y económicas

- Abre las puertas para que países con diversas realidades políticas, financieras y económicas se engarcen en este nuevo impulso a un concreto proceso de integración.
- El de ser un esfuerzo simultáneo, en el que la maduración de un componente demandará a los otros.
- La sinergia invitarán a nuevas adhesiones en los procesos más intensos de adhesión, sin considerar los plazos de otras experiencias históricas, como la europea.

# Nueva Arquitectura Financiera

- Evidentemente será difícil avanzar en una Nueva Arquitectura Financiera Internacional, si no se trabaja simultáneamente una Nueva Arquitectura Financiera Nacional y un nuevo aparato productivo.
- El aparato productivo es jerárquico, y si se van a ir ganando sectores estratégicos de la economía puede construirse un sistema nuevo de poderosos intereses comprometidos con la integración.
- La dependencia comercial con el Norte es antigua; al cambiar el aparato productivo se van a generar una serie de nuevas contradicciones y opciones para nuestra región.

...porque otro sistema de desarrollo es posible!!!