

¿Cómo citar?

Bruchanski, M. (2022). El largo camino del dólar hegemónico [manuscrito no publicado]. En M. Burgos, & N. Zeolla, Finanzas desde la periferia. Buenos Aires: Centro Cultural de la Cooperación.

El largo camino del dólar hegemónico

Autor: Marcelo Bruchanski

Introducción

El dinero utilizado habitualmente para realizar transacciones internacionales es en la actualidad el dinero de un país específico. Esta situación debería llevarnos a reflexionar sobre el funcionamiento del sistema monetario internacional: ¿Por qué el dólar estadounidense es la moneda utilizada para realizar la inmensa mayoría de transacciones internacionales? ¿Podría llegar a ser la moneda de otro país? ¿Podría haber otro sistema de pagos que permita hacer transacciones internacionales que prescindan del dinero como medio de pago? ¿Podría haber una moneda emitida por la totalidad de los estados nacionales, es decir, una moneda verdaderamente internacional?

Lamentablemente, estas preguntas no suelen nutrir los debates académicos, intelectuales y políticos. El dólar estadounidense se impone, en la sociedad y en la academia, como una convención, es decir, una práctica aceptada socialmente por la costumbre y que no suele cuestionarse. Existen incluso leyendas urbanas, tales como que el dólar está actualmente respaldado por oro, que la Reserva Federal (el banco central de los Estados Unidos) lleva adelante políticas macroeconómicas “serias y responsables” que promueven el uso del dólar como moneda internacional o que el valor del dólar es invariable.

Vale recordar que en la década de 1990 Argentina adoptó un esquema de caja de conversión por el cual los pesos en circulación debían estar respaldados por dólares estadounidenses en las reservas internacionales. Incluso actualmente, algunos analistas calculan “el tipo de cambio convertibilidad” como la razón entre los pesos en circulación y las reservas internacionales en el banco central. ¿No habría que preguntarse acaso si los dólares tienen respaldo en alguna otra cosa? ¿Por qué una moneda debería tener respaldo en otra moneda que no tiene respaldo?

Desde ya que una convención, por estar basada únicamente en las creencias de las personas, no es suficiente para explicar el largo camino del dólar hegemónico. El dólar es una moneda relevante a nivel internacional hace alrededor 100 años, es hegemónica hace aproximadamente 75 años y es fiduciaria desde hace más de 50 años. De acuerdo con la tradición chartalista, el origen del dinero está íntimamente vinculado con la aparición de la escritura y las deudas. Su principal función es ser unidad de cuenta, es decir, una unidad de medida para registrar las transacciones (Tymoigne y Wray, 2006). De acuerdo con esta misma tradición, Keynes (1930/1971) indica que el estado es quien escribe el diccionario y quien hace cumplir el uso de dicho diccionario. En otras palabras, el estado define qué es dinero, obliga a que los contratos se pacten en el dinero establecido y se encarga de hacer cumplir dichos contratos. El dinero es, de acuerdo con esta tradición, una criatura del estado. Ahora bien, si no hay un estado supranacional, ¿quién se encarga de escribir y hacer cumplir el diccionario cuando las transacciones son internacionales? ¿por qué los contratos internacionales se suscriben en dólares? ¿Cuál es el instrumento para promover el cumplimiento de los contratos a nivel internacional?

Desde la escuela poskeynesiana, aparece además la idea de jerarquía de monedas. Es decir, primero hay una moneda clave que emite el país hegemónico dentro del sistema monetario internacional. A dicha moneda le siguen en aceptabilidad otras monedas centrales que también se utilizan internacionalmente y, por último, las monedas periféricas que solo son utilizadas dentro de las fronteras del país que la emite (Fritz, Prates y de Paula, 2014). En términos generales, en la actualidad la moneda clave es el dólar; las monedas centrales serían, entre otras, el euro, el yuan, el yen y la libra esterlina; el resto de las monedas serían aquellas emitidas por estados periféricos. En algunos casos, los estados no emiten ni siquiera el dinero que se utiliza dentro de las propias fronteras del país: se trata de países dolarizados como Ecuador o El Salvador, pero también en la Argentina muchas transacciones domésticas utilizan al dólar como unidad de cuenta.

Este capítulo se propone explicar la hegemonía del dólar desde una perspectiva histórica y teórica. Desde la historia, se revisarán los principales hitos y desafíos que atravesó el dólar estadounidense para constituirse y permanecer como moneda hegemónica. Eso incluye visitar los orígenes del sistema monetario y financiero estadounidense, la caída de la libra esterlina, los Acuerdos de Bretton Woods de 1944, el “cierre de la ventana del oro” de 1971, la reanudación del poder hegemónico estadounidense en la década de 1980 y el desafío que la emergencia de China implica para la moneda estadounidense. Este recorrido histórico estará atravesado, de forma

implícita o explícita, por una discusión teórica sobre qué es el dinero y más específicamente, qué es el dinero internacional.

La prehistoria del dólar hegemónico

La creación del dólar estadounidense como unidad de cuenta se definió mediante el *Coinage Act* de 1792. Su valor quedó atado a los “dólares españoles”, una moneda acuñada en plata proveniente de Centro América que circulaba desde la colonia y que era aceptada en muchas partes del mundo. El dólar estadounidense como unidad de cuenta debía ser equivalente a una determinada cantidad de plata u otra de oro. A su vez, la emisión de dinero por cada uno de los estados había quedado prohibida por la Constitución (Knodell, 2013).

Los primeros dos “bancos centrales”¹ creados por el gobierno estadounidense funcionaron entre los años 1791 y 1836 (período interrumpido entre 1812 y 1815 por la guerra angloestadounidense). El propósito de estos bancos se asociaba a la recaudación tributaria para el estado federal (provenientes principalmente de la Aduana), la administración de la deuda pública y la administración del dinero metálico para hacer frente al pago de las deudas externas (Knodell, 2013).

A partir de 1938, mediante el *Free Banking Act*, los bancos comerciales fueron autorizados por los estados a emitir billetes y depósitos sin restricciones. El sistema era bimetálico (existía un tipo de cambio entre el oro y la plata al que los billetes bancarios eran convertibles parcialmente). Los billetes emitidos por cada banco circulaban con distintas tasas de descuento (que dependía de la reputación del banco emisor). Este sistema desregulado, sin prestamista de última instancia y en el que cada banco comercial emitía sus propios billetes quedaba preso de recurrentes crisis de liquidez, sobre todo en aquellos estados dependientes de los ciclos agrícolas. La inestabilidad financiera tuvo su apogeo con la crisis bancaria de 1957 (Broz, 2009; Aglietta y Coudert, 2015).

La irrupción de la Guerra Civil estadounidense en 1861 y la necesidad de financiar el conflicto promovió hacia 1862 el *Legal Tender Act*, que autorizó al gobierno federal a emitir dinero inconvertible o fiduciario llamado *greenback*. Un año más tarde se instauró al dólar como moneda legal única, convertible a la moneda metálica y también a los *greenbacks* mediante el *National Bank Act*. Los bancos emisores de dólares debían estar autorizados por el gobierno federal (Aglietta y Coudert, 2015).

¹ Si bien eran “bancos centrales” que funcionaban como agentes financieros del gobierno, no eran estrictamente bancos centrales tal como los conocemos en la actualidad.

Si bien la nueva regulación resolvió el problema del *Free Banking* de que cada billete tenía un valor de cambio distinto (porque lo emitía un banco distinto), surgieron otros problemas. El gobierno federal era el encargado de autorizar la emisión de dólares por parte de los bancos comerciales y lo hacía únicamente si dicha emisión se encontraba respaldada por bonos del gobierno norteamericano. Por dicho motivo, la emisión de billetes fue limitada, lo que generaba fuertes fluctuaciones cíclicas en la liquidez del sistema (Broz, 2009; Aglietta y Coudert, 2015).

Hacia 1879, el Congreso decidió la reabsorción de los *greenbacks* a su valor nominal (a pesar de que se habían depreciado fuertemente durante la Guerra de Secesión) y se estableció la convertibilidad con el oro. Previamente, en 1873, el *Coinage Act* había omitido cualquier referencia a la plata, que fue progresivamente desmonetizada. La idea norteamericana de mantener un patrón bimetálico no había encontrado asidero en los intereses de Gran Bretaña que era la principal potencia económica de ese momento y estaba funcionando completamente bajo un patrón oro (Eichengreen, 2008).

El abandono de la plata en los Estados Unidos fue sumamente cuestionado, sobre todo porque afectaba los intereses de la minería de dicho metal y de los *farmers*. Estos últimos querían licuar sus deudas que, por el contrario, se ampliaron como consecuencia de que la convertibilidad al oro llevó a un largo proceso de deflación entre los años 1873 y 1895. Además, la escasez de oro que caracterizó a la crisis de 1873 obligó a la emisión de dinero no convertible y a la acuñación de monedas de plata. El conflicto quedó latente hasta el inicio del siglo XX cuando se terminó de resolver en favor del oro (Aglietta y Coudert; 2015; Eichengreen, 2008).

Ahora bien, en paralelo a las vicisitudes del sistema monetario y financiero, Estados Unidos había llevado adelante un proceso de industrialización sustancial en la segunda mitad del siglo XIX. Esto fue posible gracias a la protección comercial (mediante barreras arancelarias, paraarancelarias y naturales), a la integración con el sector agrícola, a la extensión de su mercado interno y a la victoria de los estados del norte en la Guerra de Secesión (Arrighi, 2010; Medeiros y Serrano, 1999). Sin embargo, la relevancia económica que los Estados Unidos había adquirido en el plano internacional (algo que era evidente tanto en términos de productividad como de balanza de pagos) no se correspondía con la fragilidad de su sistema monetario y financiero.

Estados Unidos, Inglaterra, Alemania y Francia fueron los países que adhirieron completamente al Patrón Oro, en el sentido de que sus reservas internacionales se conservaban en dicho metal y el dinero metálico acuñado en oro circulaba internamente. En otros casos, la pertenencia al esquema consistía en sostener la paridad fija con el

oro en base al atesoramiento de reservas internacionales en moneda extranjera o activos denominados en dicha moneda, principalmente libras esterlinas (Bloomfield, 1959; Serrano, 2003; Eichengreen, 2008).

Más allá de su pertenencia plena al Patrón Oro, el uso del dólar estadounidense en las transacciones internacionales había sido prácticamente nulo. La moneda británica era la principal divisa utilizada para el financiamiento del comercio exterior estadounidense, ya que era la moneda clave del sistema monetario internacional. Si bien el marco alemán y el franco francés tenían alguna representatividad, la moneda inglesa era, sin lugar a duda, la unidad de cuenta hegemónica. El periodo conocido como Patrón Oro (1870-1914) era en realidad un Patrón oro – libra esterlina, ya que esta última mantenía una paridad fija con el oro y funcionaba como unidad de cuenta (y medio de pago) para las transacciones internacionales.

El sistema monetario internacional se movía alrededor de la moneda inglesa. En caso de que el resto de los países prefiriesen demandar oro en vez de conservar activos líquidos denominados en libras esterlinas, Gran Bretaña podía subir discrecionalmente la tasa de interés² y, de esta forma, evitar la salida del oro. Mediante sus inversiones de largo plazo³ y controlando la tasa de interés internacional de referencia, el país hegemónico regulaba la liquidez internacional al mismo tiempo que obtenía un rédito por la diferencia entre el rendimiento que otorgaban sus inversiones de largo plazo y el que debía pagar por las inversiones líquidas de corto plazo colocadas en el mercado de capitales londinense (Serrano, 2003; Vernengo, 2003; Bruchanski, 2017).

En cambio, en los Estados Unidos de fines del siglo XIX y principios del siglo XX, la recurrencia y profundidad de las crisis financieras daba cuenta de que el sistema monetario y financiero era sumamente endeble. En muchos casos, dichas crisis solo terminaban cuando los principales bancos frenaban el retiro de los depósitos (fenómeno conocido en Argentina como “Corralito” tras la crisis de 2001). En este contexto, la interrupción del crédito a las empresas y el corte de la cadena de pagos afectaba el desenvolvimiento de la economía real (Broz, 2009).

El hecho de que Estados Unidos no tuviera un banco central que funcione como prestamista de última instancia y regule las tasas de interés de mercado le impedía competir contra otros sistemas financieros como el inglés. El financiamiento del

² Se trataba de una tasa de interés libre de riesgo porque emitía activos financieros en su propia moneda y, por lo tanto, no tenía riesgo de default.

³ En el caso particular de la Argentina, las inversiones inglesas fueron significativas y se orientaron al desarrollo del modelo agroexportador mediante la construcción de ferrocarriles, frigoríficos, entre otros.

comercio exterior también era sumamente precario en el país norteamericano. Por lo tanto, la creación el Sistema de la Reserva Federal (el banco central estadounidense) en 1913 fue un paso necesario para la internacionalización del dólar. Fue también el reconocimiento por parte de la elite financiera neoyorkina de que el sistema monetario y financiero no estaba funcionando en concordancia con el posicionamiento que la economía estadounidense había adquirido en el plano internacional (Broz, 1999).

Asimismo, Estados Unidos promovió un proceso de dolarización en América Latina a partir de 1900. La consigna era que los países de Sudamérica y, sobre todo, de América Central y el Caribe (donde la influencia norteamericana era mucho mayor y directa) adoptasen patrones cambio oro con una unidad de cuenta equivalente a la del dólar. Esto permitiría dinamizar las transacciones con las empresas norteamericanas y los países latinoamericanos depositarían sus reservas de oro en Nueva York. De esta forma, se buscaba rivalizar con el centro financiero de Londres y con la libra esterlina como moneda hegemónica. Esto no significaba que los países de América Latina adopten al dólar como moneda doméstica, aunque en algunos casos el dólar podía terminar circulando de forma paralela a la moneda local (Helleiner, 2003).

Hacia 1915, Estados Unidos propuso crear la unidad monetaria panamericana que, si bien no abolía las monedas locales, creaba una unidad de cuenta común equivalente al dólar. Esto llevaría a un mayor uso del dólar, en detrimento de las monedas locales y también reduciría el área de influencia de la libra esterlina y el franco. A pesar de que esta última propuesta nunca fue implementada y de hecho fue abandonada con la Primera Guerra Mundial, lo cierto es que el montaje de redes comerciales y de pagos por parte de Estados Unidos (y también por parte de Alemania) en torno de sus periferias había empezado a socavar el rol de Inglaterra como centro comercial y financiero de la economía mundial (Medeiros y Serrano, 1999; Helleiner, 2003)

En suma, el dólar estable, fuerte y convertible en oro a una paridad fija no aparece como una condición necesaria para el desarrollo industrial y tecnológico norteamericano, sino más bien como una consecuencia de este proceso. La evolución del sistema monetario y financiero estadounidense a lo largo del siglo XIX fue sumamente inestable, situación que actualmente asimilaríamos a la de un país periférico. Respondió (con éxitos y fracasos) a las necesidades de financiamiento del gobierno federal, al pago de las deudas externas y al desarrollo de un sistema de pagos y de crédito sólido. La internacionalización del dólar, tanto por su participación en el patrón oro como por su adopción en algunos países de América Latina, es un fenómeno que se inicia de lleno recién a principios del siglo XX y de manera gradual.

Una situación que ilustra el carácter periférico de las finanzas norteamericanas en el siglo XIX es que, entre 1840 y 1860, ocho estados de Estados Unidos solicitaron créditos en el mercado londinense y nunca los pagaron. Cuando algunos de estos estados quisieron emitir deuda en los mercados neoyorkinos en 1904, el Comité de Tenedores de Bonos Extranjeros de Londres señaló que estados como el de Carolina del Norte habían repudiado la deuda. En el caso de Mississippi, por ejemplo, hicieron un referéndum en el que se votó en contra de pagar la deuda. El Gobierno Federal, por su parte, argumentó que no tenía poder alguno para obligar a los estados parte a que paguen sus obligaciones. Recién en 1955 dichos bonos dejaron de ser reclamados, probablemente porque Estados Unidos también le había condonado la deuda a Inglaterra (Ugarteche, 2007).

El dólar le compite a la libra

Hacia 1914, la Primera Guerra Mundial significó un abrupto cambio en el funcionamiento de la economía internacional y el sistema monetario. El dinero metálico resultaba esencial para importar las mercancías que el conflicto bélico demandaba, por lo que los países beligerantes (incluida Inglaterra cuya moneda estaba en el centro del sistema monetario internacional) interrumpieron la convertibilidad de sus monedas en oro y vendieron activos externos. La excepción fue Estados Unidos que continuó con alguna circulación doméstica de las monedas de oro y, sobre todo, mantuvo la convertibilidad del dólar al metal dorado.

El ingreso del país norteamericano a la Guerra fue clave para torcer el conflicto en favor de los Aliados.

La superioridad del ejército alemán como fuerza militar podía haber sido decisiva si los aliados no hubieran podido contar a partir de 1917 con los recursos prácticamente ilimitados de los Estados Unidos (Hobsbawn, 2018, p.33).

Los recursos provistos por Estados Unidos lo posicionaron en una situación netamente acreedora respecto al resto de los países beligerantes. Por un lado, los países aliados quedaron endeudados por los adelantos de Estados Unidos durante el conflicto en alrededor de 11 mil millones de dólares (lo que en 2021 equivaldría a 170 mil millones de dólares). Por el otro, los países derrotados estaban endeudados con los países aliados, ya que a la salida de la Guerra el Tratado de Versalles les había impuesto severos pagos por reparaciones. De forma directa o indirecta, todas las deudas tenían como acreedor final a los Estados Unidos. No obstante, este país no estaba dispuesto

a aceptar que los países aliados le transfieran las deudas alemanas como una forma de cancelar las propias.

La idea inglesa a la salida del conflicto bélico era restaurar a la libra esterlina como la moneda clave del sistema monetario internacional. Para eso, tenía que promover la idea de que la libra seguía siendo tan buena como el oro. El problema al que se enfrentaba el gobierno inglés en su afán por volver a reinstalar la libra es que la inconvertibilidad de las monedas europeas en oro durante el conflicto bélico había resultado en una inflación mucho mayor en Europa que en los Estados Unidos. De hecho, países como Francia, Dinamarca o Portugal volvieron a estabilizar sus monedas, pero con nuevos tipos de cambio, depreciados en términos nominales respecto a las paridades vigentes antes de 1914. En cambio, Inglaterra decidió retornar a la convertibilidad con el oro a la paridad de preguerra. Tenía que demostrar al resto del mundo que el orden económico del Patrón Oro liderado por la libra esterlina había vuelto.

Una de las estrategias británicas a este efecto consistió en promover que el resto de los países acumulara reservas internacionales en la forma de activos financieros líquidos denominados en libras esterlinas en vez de oro. Esto es algo que ya sucedía con anterioridad a 1914, puesto que muchos países (mucho más en el caso de los países vinculados directa o indirectamente a la corona británica) guardaban sus reservas en activos financieros denominados en libras esterlinas (Bloomfield, 1959; Eichengreen y Flandreau, 2009). A diferencia del oro, los activos financieros denominados en libras rendían un interés, por lo que en la medida que la confianza de la convertibilidad de la libra en oro a una paridad fija se sostenía, los países preferían conservar sus reservas en activos financieros líquidos en vez de oro (Serrano, 2003).

Inglaterra organizó la Conferencia de Génova de 1922. Reunió a quienes habían sido los principales participantes del Patrón Oro, con la excepción de los Estados Unidos que se negó a formar parte. El objetivo trazado en Génova era que los países puedan constituir sus reservas internacionales con activos financieros denominados en libras esterlinas y/o dólares estadounidenses en lugar de oro. Como se mencionó, si bien esto era ya una práctica extendida, Génova procuraba institucionalizar y extender aún más esta situación en un contexto de escasez de oro. Además, formalizó que el dólar ya era una moneda internacional a la par de la libra.

Con la mencionada Conferencia, se inició el período conocido como Patrón Cambio Oro. Los activos denominados en moneda extranjera pasaron de representar el 20% de las reservas internacionales en 1913, al 31% en 1925 hasta el pico de 42% para los años 1927 y 1928. El 97% de dichos activos se denominaban en libras o dólares. La moneda

norteamericana pasó a ser la más importante hacia mediados de la década de 1920, algo que se revirtió en la década de 1930 a favor de la libra esterlina, por lo que en el período de entreguerras ambas monedas compartieron el estatus de moneda de reserva internacional (Eichengreen y Flandreau, 2009).

Desde los Estados Unidos no veían con buenos ojos que el Banco de Inglaterra se pusiera al frente de la cooperación del sistema monetario internacional. Las reservas de oro norteamericanas se habían triplicado entre 1913 y 1923, por lo que sostuvo la convertibilidad en oro sin mayores dificultades, al tiempo que los países europeos hacían malabarismos para estabilizar sus monedas. Además, a pesar de que los Estados Unidos tenía hacia 1926 el 45% del oro mundial, mantuvo sus tasas de interés en niveles altos.

Inglaterra concretó su regreso a la convertibilidad con el oro en 1925 mediante el *Gold Standard Act* y fue seguida por muchos países. La particularidad del caso inglés reside en que volvió al Patrón Oro a su paridad de preguerra, lo que significaba un tipo de cambio fuertemente apreciado. Los intereses del sector financiero inglés prevalecieron sobre los industriales, ya que mediante el regreso a la vieja paridad se promovía la idea de que la libra había vuelto a ser tan buena como el oro, lo que convertiría a Londres nuevamente en el centro financiero internacional. Sin embargo, volver a la convertibilidad con el oro a la vieja paridad también significó que Inglaterra quedó apreciada frente al resto del mundo. Debió recurrir entonces a políticas deflacionarias mediante subas de la tasa de interés que terminaron por catapultar al desempleo en lo que se considera fue una “década perdida” para Inglaterra⁴.

Si bien en 1924 Estados Unidos redujo la tasa de interés e impulsó el fortalecimiento de la libra, en términos generales no le facilitó las cosas a Inglaterra. Además, tanto Francia como Alemania empezaron a pasar sus reservas de libras a oro desde 1926. En el caso del país galo, a lo largo de la década de 1920, promovió un tipo de cambio depreciado y la acumulación de oro mediante superávits de cuenta corriente. Si bien estas políticas buscaban sobre todo socavar el poder financiero del Banco de Inglaterra, en los hechos también ayudaron a minar un orden monetario internacional que ya de por sí era endeble. El oro se había acumulado principalmente en Estados Unidos y Francia, por lo

⁴ El principal crítico del regreso de Inglaterra al Patrón Oro a la vieja paridad fue Keynes, quien le reprochó a Churchill (en ese entonces Ministro de Hacienda) que esta situación obligaba a reducir los salarios y precios domésticos, algo muy difícil de implementar y que traería muchos problemas. Por ejemplo, una caída de los precios significa aumentar la carga de los deudores en favor de los acreedores, lo que significaría también beneficiar a los rentistas a costa de los empresarios. Asimismo, una caída de los salarios generaría también un aumento del desempleo (Keynes, 1925).

que Inglaterra sobrevivía con un tipo de cambio apreciado y la constante amenaza de que el resto de los países avance sobre sus escasas reservas de oro.

Por otro lado, las deudas originadas durante la Guerra pasaron por varias etapas. La primera etapa se inició con la firma del Tratado de Versalles de 1919 (Estados Unidos participó, pero después el Senado se negó a firmar). La deuda alemana impuesta a través de dicho Tratado ascendía a 132 mil marcos oro, equivalente a 33 mil millones de dólares (representaría aproximadamente 500 mil millones de dólares de 2021). La imposibilidad alemana de cumplir con los pagos llevó a que en 1923 Francia y Bélgica ocupen militarmente el valle de Ruhr en el oeste de Alemania (región donde se obtenía el carbón y funcionaba la industria siderúrgica). La carga de las reparaciones de guerra y la ocupación francesa para tratar de cobrar a cualquier costo tuvieron diversas consecuencias: la hiperinflación alemana de 1923, la crítica a Francia por parte de sus aliados y la resistencia civil alemana a la intervención de Ruhr. Más importante aún, se había creado el huevo de la serpiente.

El fracaso de la intervención francesa y la imposibilidad alemana de llevar adelante los pagos propuestos condujo en 1924 a una segunda etapa de las Reparaciones. Es esta oportunidad Estados Unidos sí intervino directamente mediante el director de la Oficina del Presupuesto, Charles Dawes. Por un lado, el llamado Plan Dawes modificó el calendario de pagos anuales. Comenzó en 1924 con 400 millones de dólares anuales y debía ascender hasta un máximo de alrededor de 600 millones para 1928. A cambio, se emitieron bonos en Nueva York y otros centros financieros por 200 millones de dólares, lo que permitió estabilizar la nueva moneda alemana luego de la hiperinflación. El Plan Dawes desencadenó la emisión de nuevos bonos denominados en dólares para gobiernos y empresas extranjeras por parte de los bancos de inversión norteamericanos, a punto tal que la emisión de títulos se quintuplicó entre 1914 y 1929. Estados Unidos aprovechó la situación para expandir e internacionalizar su mercado de capitales.

Hacia 1928, la FED aumentó la tasa de interés para frenar la especulación financiera en Wall Street. Esta decisión afectó severamente el refinanciamiento de las deudas europeas. Por otro lado, después de realizar el pago de 1928 de acuerdo con el Plan Dawes, Alemania advirtió que no podría continuar de la misma forma a futuro⁵. Vino

⁵ Las dificultades de Alemania para hacer frente a las Reparaciones de Guerra fueron analizadas por Keynes (1929). En un artículo llamado "The German Transfer Problem" del año 1929 explica que, hasta ese momento, los pagos del Plan Dawes se habían realizado gracias a créditos externos. Pero si se interrumpían dichos créditos (como de hecho sucedió en 1928), Keynes advierte que existía un "problema de la transferencia": si el gobierno alemán aumentara la recaudación, acumularía moneda doméstica alemana. Pero el pago de las reparaciones se

entonces el Plan Young que redujo la deuda total a 9000 millones de dólares y una parte de los pagos anuales podía ser refinanciada, pero no reducía la cuota anual (Kindleberger, 1997; Ugarteche, 2007). No obstante, el estallido de la crisis financiera en Wall Street impidió que este último plan durara más de 14 meses. En 1931 se declaró la moratoria Hoover que suspendió los pagos entre 1931 y 1933, no hubo acuerdo en la Conferencia de Lausana de 1932 y ya con el nazismo en el poder Alemania dejó de pagar sus deudas por decisión unilateral en 1933. A su vez, los países aliados a Estados Unidos quedaron con pagos reducidos.

En el marco de la crisis, Inglaterra debió suspender la convertibilidad en 1931 cuando las presiones sobre las reservas de oro del Banco de Inglaterra resultaron insostenibles, al mismo tiempo que los altos niveles de desempleos volvieron impracticables las políticas deflacionarias. En tres meses la devaluación respecto al oro alcanzó un 30%. En pocas semanas, le siguieron varios países. Al devaluar la libra, puso entonces mayor presión en aquellos países que todavía mantenían la paridad con el oro para que deflacten a fin de mantener las reservas de oro requeridas legalmente para la emisión doméstica. Estados Unidos finalmente devaluó en 1933 y Francia tres años después (McKinnon, 1993).

Se inaugura así un período de volatilidad cambiaria, proteccionismo comercial, una fuerte caída del comercio y una carrera armamentística que desembocaría en la Segunda Guerra Mundial. El abandono de la paridad fija con el oro permitió hacer políticas expansivas, pero siempre a partir de iniciativas unilaterales, lo que implicaba en cierto punto la depreciación de la moneda. De esta forma, comenzó un proceso, conocido como *beggar-thy-neighbor* [empobrecer al vecino], de múltiples devaluaciones que afectaban la competitividad de los socios comerciales de cada país.

La hipótesis de Kindleberger (1997) sobre el período de entreguerras tiene dos partes. Por un lado, Inglaterra resultó incapaz de estabilizar el sistema monetario internacional. Por el otro, Estados Unidos no tuvo la intención de asumir dicha responsabilidad. Las dificultades que atravesó Inglaterra para retornar a la paridad con el oro y sostenerla dan cuenta de lo primero. La interrupción del crédito al extranjero en 1928, la falta de voluntad para resolver los conflictos generados por las Reparaciones de Guerra y las deudas de los países aliados dan cuenta de lo segundo. Durante este período, la libra y el dólar compartieron el estatus de moneda clave, con preponderancia de la moneda estadounidense en la década de 1920 y de la moneda inglesa en la década siguiente.

efectúa en divisas, por lo que Alemania además debería aumentar sustancialmente sus exportaciones, algo que no parecía factible y sobre lo que el Plan Dawes no aportaba soluciones.

El dólar dorado

Las dudas que podía llegar a haber en relación con la hegemonía estadounidense a la salida de la Primera Guerra Mundial se disiparon totalmente a la salida de la Segunda.

En 1914 [Estados Unidos] era ya la principal economía industrial, pero no era aún la economía dominante. Las dos guerras mundiales alteraron esa situación al fortalecer esa economía y debilitar, de forma relativa o absoluta, a sus competidores (Hobsbawn, 2018, p. 50).

También a esta altura había quedado claro que la falta de coordinación entre las principales potencias aliadas después de la Primera Guerra Mundial (algo que se habían intentado hacer recién en el Acuerdo Tripartito de 1936 entre Estados Unidos, Inglaterra y Francia) tuvo consecuencias económicas, sociales y humanas devastadoras. En 1945, la perspectiva estadounidense sobre lo que había que hacer respecto a los países aliados y derrotados debía ser otra, sobre todo teniendo en cuenta que el otro país fundamental para la victoria aliada había sido la Unión Soviética.

En lo que se refiere al orden monetario, hacia el final de la Segunda Guerra, las discusiones sobre la planificación del Sistema Monetario Internacional estuvieron protagonizadas por John Maynard Keynes y Harry Dexter White. El primero representaba a Gran Bretaña y el segundo a los Estados Unidos. Keynes formuló su propuesta en el contexto de la Segunda Guerra Mundial y presentó su versión definitiva en 1943, la que un año más tarde fue llevada oficialmente por Gran Bretaña a la Conferencia de Bretton Woods de 1944.

Sin relegar la calidad de los debates teóricos, tanto White como Keynes representaron los intereses de sus países, cuya situación económica y geopolítica hacia el final de la Guerra era diametralmente opuesta. Estados Unidos había tenido un rol clave en el conflicto, la competitividad de su economía sobresalía en relación con el resto de los países centrales y prácticamente no había sido golpeada por el conflicto en su propio territorio. En cambio, Gran Bretaña se había convertido en un país con enormes déficits externos, escasez de reservas, su propio territorio había sido masivamente bombardeado y necesitaba de la ayuda estadounidense para llevar adelante la reconstrucción de su economía. Por lo tanto, debió ceder su posición hegemónica al país norteamericano.

Esta disparidad entre ambos países explica que, en última instancia, el Plan Keynes no haya resultado la fórmula vencedora y que el diseño del sistema monetario internacional de posguerra se resolviera principalmente según los intereses de los Estados Unidos

representados por White. En términos prácticos, la Conferencia de Bretton Woods instaló al dólar estadounidense como la moneda clave del sistema monetario internacional, estableció un fondo de estabilización para asistir a los países participantes con problemas de liquidez (el Fondo Monetario Internacional), fijó los tipos de cambio al dólar y el dólar al oro, y reguló los movimientos internacionales de capital (Crotty, 1983; Serrano, 2003; Eichengreen, 2008; Aglietta y Coudert, 2015; Bruchanski, 2017).

De acuerdo con el Plan Keynes, el sistema monetario internacional debería ser administrado por una International Clearing Union (ICU) encargada de liquidar y registrar todos los pagos internacionales mediante una unidad de cuenta común llamada "Bancor". El ICU funcionaría en base al principio bancario. Según este principio, los créditos se igualan a los débitos y los activos a los pasivos. Si las acreencias no son retiradas de circulación y solo pueden ser transferidas dentro del sistema, la Unión como un todo no debería tener problemas de liquidez. Es decir, el ICU podría otorgar adelantos a cualquier participante del sistema con la seguridad de que solo podrán ser girados a otro participante (Keynes, 1943/1969).

El principio bancario (a diferencia del sistema bancario) utiliza a la cámara de compensación como un sistema de pagos alternativo que prescinde del dinero como medio de pago. En este sentido, la función de los bancos se limita a mantener la contabilidad de sus clientes, lo cual significa compensar los activos con los pasivos. Un préstamo bancario sería, por lo tanto, el intercambio de un débito actual por un crédito futuro (Kregel, 2017).

Pues bien, a nivel internacional los bancos centrales de los países participantes del Plan Keynes mantendrían una cuenta en el ICU a través de la cual liquidarían sus saldos comerciales entre sí a una paridad cambiaria fija definida en términos de Bancor. Los países superavitarios respecto del resto del mundo tendrían una posición acreedora en el ICU, mientras que los países deficitarios quedarían con un saldo deudor (Keynes, 1943/1969).

De la misma forma que el principio bancario prescinde del dinero como medio de pago, el ICU permitiría prescindir de una moneda internacional para el comercio entre países. Cada país registraría créditos o débitos en la unidad de cuenta Bancor. Pero dicha unidad de cuenta no sería pasible de ser comprada ni vendida, por lo que no podría funcionar como reserva de valor. Tampoco habría un mercado cambiario y los bancos centrales no tendrían que acumular reservas internacionales por motivos precautorios (Kregel, 2017).

Keynes buscaba garantizar que tanto acreedores como deudores compartan la carga del ajuste de sus cuentas externas. Los países acreedores deberían expandir sus importaciones y aquellos deficitarios reducirlas (o, mejor aún, aumentar sus exportaciones) para evitar ser penalizados. Lo fundamental de este tipo de ajuste compartido es que el sistema sostendría o incluso incrementaría la demanda efectiva global. En cambio, si solo ajustaran los países deficitarios mediante la reducción de sus importaciones (como usualmente sucede), la demanda agregada caería y eso afectaría también a los países superavitarios que verían reducir sus exportaciones (Keynes, 1942/1969; Kregel, 2017).

Otro punto crucial del Plan Keynes era el control a los movimientos de capital por parte de los países emisores y receptores, tanto al ingreso como al egreso. Indicaba Keynes (1943/1969) que la existencia del ICU debería facilitar dicho control, lo cual no significa terminar con las inversiones internacionales con “fines legítimos”. Para eso propuso, por un lado, distinguir los créditos de largo plazo de la fuga de capitales y, por el otro, controlar los movimientos especulativos de corto plazo.

Previamente, en el contexto del Patrón Oro (1880-1914), cuando en términos generales no existían controles a los movimientos de capital, las políticas soberanas de los países participantes del sistema quedaban condicionadas por los flujos de ingreso y salida de capitales. Como se analizó en la sección anterior, cuando Inglaterra volvió al Patrón Oro en la década de 1920, sufrió sustancialmente el problema de tener que utilizar la tasa de interés para evitar que distintos actores conviertan las libras esterlinas en oro. Cada vez que sufría un ataque contra su moneda, debía echar mano a incrementos en la tasa de interés, lo que le trajo serias consecuencias en términos de empleo y tampoco impidió que la libra se devaluara como finalmente sucedió en 1931.

A diferencia de sus otras ideas en relación con el ICU, la propuesta de Keynes para controlar los movimientos de capitales sí quedó plasmada en la versión final de los Acuerdos de Bretton Woods. Keynes tenía el pleno convencimiento de que la libre movilidad de capitales reduciría sustancialmente los grados de libertad para hacer política y estimular la demanda agregada. La desregulación financiera es sin duda una parte esencial del sistema económico de *laissez faire* que Keynes se había propuesto descartar.

En los hechos, más allá de que las principales ideas en relación con el ICU fueron descartadas, Keynes defendió frente al Parlamento y a la población inglesa los Acuerdos alcanzados en Bretton Woods. Por un lado, quedó muy disconforme con los condicionamientos que Estados Unidos pretendía imponer a través del Fondo Monetario

Internacional, la escasez de crédito multilateral y la imposibilidad de controlar las importaciones, en un contexto en el que el dólar estadounidense pasaba a ser la nueva moneda clave del sistema monetario internacional. Pero por el otro, Gran Bretaña necesitaba que Estados Unidos le facilite los créditos para su reconstrucción y además se respetó la idea original de Keynes en favor de controlar los flujos financieros internacionales (Crotty, 1983).

Las ideas de Keynes en relación con el ICU iban a contramano de las intenciones de Estados Unidos de imponer al dólar como moneda clave del sistema monetario internacional. También es cierto que ni la propuesta de Keynes ni la White contemplaban la situación especial de los países periféricos, por un lado, y la de Estados Unidos, por el otro. El nuevo país hegemón, a diferencia de Inglaterra en la etapa previa, no tenía un comercio internacional sustantivo en relación con el tamaño de su economía. Era autosuficiente y su balanza de pagos superavitaria, por lo que se debía buscar la manera de dotar de liquidez al sistema (Perez Caldentey y Vernengo, 2021).

Estados Unidos impuso su moneda bajo un patrón oro similar al que había funcionado entre 1880 y 1914 bajo el liderazgo inglés, con la diferencia de que en esta oportunidad el dólar se convertía en la nueva moneda clave y se establecieron estrictos controles de capitales. El recientemente creado Fondo Monetario Internacional (FMI) debía contar con los recursos financieros para financiar a los países deficitarios y poder de vigilancia para monitorear las políticas económicas. Además, como se establecieron controles sobre los flujos de capital, los países tenían más grados de libertad para desarrollar sus políticas económicas soberanas, podían proteger sus monedas más fácilmente y ajustar ordenadamente sus economías en caso de desequilibrios externos. Si bien los tipos de cambio eran, en teoría, fijos pero ajustables, en los hechos raramente sucedieron cambios en las paridades entre los países centrales (Eichengreen, 2008).

Uno de los principales objetivos que se propuso Bretton Woods era restaurar las relaciones comerciales entre los países centrales. Eso requería que las monedas de dichos países fueran convertibles a dólares para realizar transacciones por la cuenta corriente de la balanza de pagos. En ese sentido es que el FMI debía supervisar la remoción de los impedimentos monetarios al comercio. El artículo VIII del Acuerdo prohibía a los países restringir los pagos por cuenta corriente sin la aprobación del Fondo. Las monedas eran convertibles a tasas oficiales, y ningún miembro podía adoptar acuerdos de moneda discriminatorios (Eichengreen, 2008).

Sin embargo, la escasez de dólares que caracterizó al periodo posterior a la finalización de la Segunda Guerra Mundial impidió este proceso (salvo para el caso de Estados

Unidos, obviamente). Las dos instituciones creadas en Bretton Woods, el FMI y el Banco Mundial (la primera debía financiar a los países deficitarios y la segunda promover la reconstrucción de posguerra) no estuvieron a la altura de los problemas de la escasez de dólares y los problemas de pagos internacionales que caracterizaron a la Segunda Posguerra. La escasez de dólares era más difícil de resolver de lo que se creía cuando se firmaron los acuerdos de Bretton Woods.

El único recurso con el que contaban los países europeos ante el contexto de escasez de dólares eran los controles de cambios en la cuenta corriente. En este contexto, fueron esenciales dos mecanismos, la Unión Europea de Pagos (UEP) y el Plan Marshall⁶, creados ambos para resolver la falta de liquidez internacional de la Posguerra. La UEP replicó de manera regional la propuesta del Plan Keynes. Es decir, estableció la compensación multilateral de pagos mediante cuotas para los créditos comerciales entre los estados participantes del mecanismo.

Además de restaurar un orden para el sistema monetario internacional, Estados Unidos debía restaurar el orden económico hacia dentro de los países aliados en el marco de la Guerra Fría. La deslegitimación del orden social derivado de la crisis, la destrucción generada por la guerra y el papel desempeñado en la lucha contra el fascismo por la Unión Soviética y los partidos comunistas, crearon una amenaza cierta, sobre todo en Europa, para la subsistencia del capitalismo (Arceo, 2011). Pero para efectivamente revertir la escasez de dólares cuando Estados Unidos tenía un importante superávit de cuenta corriente fue necesaria la contribución directa del país americano a fin de reconstruir y desarrollar las economías capitalistas de Europa occidental y Japón.

La redistribución de reservas desde Estados Unidos al resto del mundo sentó las bases para la convertibilidad de cuenta corriente. En 1948 Estados Unidos tenía más de dos tercios de las reservas monetarias globales; en una década su participación cayó a la mitad. El 31 de diciembre de 1958, los países de Europa restauraron la convertibilidad por cuenta corriente. Asimismo, al permitirles a los países miembros del UEP reducir las barreras al comercio entre ellos más rápidamente que la abolición de las restricciones a Estados Unidos, este país consintió la discriminación comercial en contra suya (Eichengreen, 2008).

Estados Unidos consintió e incentivó el desarrollo y la reconstrucción de los países de Europa occidental y Japón por motivos geopolíticos (especialmente, por el conflicto

⁶ El Plan Marshall, cuyo nombre oficial es European Recovery Program, fue una ayuda de los Estados Unidos a Europa occidental aprobada en 1948 y que desembolsó 13 mil millones de dólares (en 2021 representarían más de 140 mil millones de dólares) a lo largo de cuatro años.

conocido como “Guerra Fría”) de las siguientes formas: toleró e incentivó la depreciación de las monedas de otros países para hacerlas más competitivas respecto al dólar; promovió las inversiones extranjeras directas a los países aliados; llevó adelante misiones de transferencia técnica y tecnológica; realizó gastos militares en el exterior utilizando a los países aliados como proveedores; abrió los mercados estadounidenses a la importación proveniente de los países aliados en términos favorables; canalizó la ayuda externa directa en términos de donativos, como el Plan Marshall; toleró sin retaliación las tarifas proteccionistas de los aliados así como a los subsidios a las exportaciones y las barreras no arancelarias a los productos estadounidenses (Serrano, 2004).

Las políticas promovidas desde los Estados Unidos establecieron un sistema económico en el que: los sectores productivos prevalecían por sobre los financieros; el mercado interno se expandía gracias al aumento de los salarios de los trabajadores; el principal objetivo de las políticas económicas era el pleno empleo; un estado de bienestar otorgaba seguridad social a las grandes mayorías que históricamente habían quedado al desamparo. Por todo esto, a esta etapa se la conoce como la Edad de Oro del capitalismo.

Los estados se encargaban de brindar educación, salud y asistencia social gratuita y de calidad. La intervención del estado para el bienestar de las personas se hacía presente en todos los órdenes de la vida. Era una sociedad donde primaba el acuerdo social entre las distintas partes:

... un acuerdo tácito o explícito entre las organizaciones obreras y las patronales para mantener las demandas de los trabajadores dentro de unos límites que no mermaran los beneficios, y que mantuvieran las expectativas de los beneficios lo bastante altas como para justificar las enormes inversiones sin las cuales no se habría producido el crecimiento de la productividad laboral de la edad de oro (Hobsbawn, 2018, p. 246)

Como consecuencia de su estrategia geopolítica de dotar de liquidez al sistema, Estados Unidos comenzó a tener déficit en su balanza de pagos. Los déficits estadounidenses eran compensados rápidamente por ingresos de corto plazo cuando los dólares de Estados Unidos eran aceptados como medio de pago internacional y los bancos centrales de otros países acumulaban reservas internacionales en dólares, que eran invertidas en títulos públicos líquidos estadounidenses (Serrano, 2004).

Hacia fines de la década de 1950, cuando finalmente se pudo restaurar la convertibilidad por cuenta corriente en Europa occidental (lo que significó también el final de la Unión Europea de Pagos), los controles de capital se volvieron más difíciles de aplicar. La estrategia geopolítica estadounidense había sido exitosa y la escasez de dólares en Europa se había terminado. De hecho, el problema para el sistema sería el opuesto, es decir, la abundancia de dólares que acumulaban los bancos centrales europeos. El crecimiento de las empresas multinacionales incrementó las transacciones por cuenta capital y se desarrolló el mercado de eurodólares⁷ con base en Londres. Las políticas estadounidenses expansivas y la Guerra de Vietnam en la década de 1960 profundizaron los déficits de balanza de pagos norteamericanos (Vernengo, 2001).

Este contexto inició un proceso de especulación contra el dólar. Hacia comienzos de la década del sesenta, el precio de mercado del dólar comenzó a disminuir y los bancos centrales se vieron incentivados a demandar oro en lugar de dólares. Por dicho motivo, en 1961 se creó el *pool* de oro, mediante el cual los bancos centrales de los principales países europeos intentaron coordinar sus compras y ventas de oro para sostener el sistema, en un esfuerzo por aliviar la presión sobre el dólar estadounidense. Estos acuerdos duraron hasta la devaluación de la libra en 1967 y el posterior retiro de Francia del *pool*, cuando el precio del oro en los mercados privados llegó a 40 dólares la onza frente a los 35 dólares que oficiaba Bretton Woods (Eichengreen, 2008).

Si bien para Latinoamérica Estados Unidos no tuvo un Plan Marshall, también es cierto que la “diplomacia del dólar” se modificó sustancialmente en relación con lo que había ocurrido a principios del Siglo XX. Primero por temor a los vínculos de los gobiernos latinoamericanos con los miembros del Axis y más tarde para evitar la influencia soviética, Estados Unidos promovió la creación de bancos centrales, el desarrollo de las monedas propias y la desdolarización de América Latina. La nueva prioridad estadounidense era el desarrollo económico doméstico, lo que en América Latina se plasmó en la industrialización por sustitución de importaciones, de la que las empresas estadounidenses participaron activamente (Helleiner, 2003).

En suma, el dólar estadounidense en una paridad fija con el oro fue producto de la emergencia de Estados Unidos como país hegemónico y de un orden monetario internacional creado alrededor de los Acuerdos de Bretton Woods. Estados Unidos proveyó liquidez internacional mediante políticas que promovieron el desarrollo de sus

⁷ Los Eurodólares son depósitos a plazo denominados en dólares estadounidenses en bancos europeos, por lo que no están regulados por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Sus inicios se asocian con el depósito de dólares que hizo la Unión Soviética en bancos ingleses en la década de 1950.

aliados y de esta forma el mundo capitalista empezó a funcionar bajo un patrón dólar-oro. Gracias al control de capitales, los países pudieron impulsar políticas soberanas para promover el desarrollo económico, la expansión de los estados de bienestar, tasas de crecimiento récord y escaso desempleo.

El dólar neoliberal

La década de 1970 representa un quiebre en el funcionamiento de la economía internacional. Sin embargo, a diferencia de otros períodos de transición, el cambio de época no era evidente a simple vista. En otros momentos históricos, una situación puntual hacía fácilmente reconocible las modificaciones que se estaban produciendo. Por ejemplo, la Primera Guerra Mundial marcó el final del Patrón Oro y de la hegemonía británica; la crisis de la década del treinta se inició con el derrumbe de la bolsa de Wall Street en el famoso “jueves negro”; la Edad de Oro del capitalismo comenzó tras la conclusión de la Segunda Guerra Mundial.

Por el contrario, solo después de cierto tiempo, se cayó en la cuenta de que la década de 1970 no había sido solamente una sumatoria de recesiones, conflictos geopolíticos y cambios en las paridades cambiarias, sino un efectivo quiebre en el funcionamiento del sistema capitalista. Mientras transcurría la década, se creía que, pasado un tiempo, la economía volvería a ser estable y de pleno empleo, tal como había sido durante la Edad de Oro.

El hecho histórico que marca el inicio de esta nueva etapa es la caída de los Acuerdos de Bretton Woods en 1971, cuando el presidente estadounidense Richard Nixon “cerró la ventana del oro”. En su momento, en un video grabado para la televisión estadounidense, Nixon aseguró que el objetivo era que la economía norteamericana recuperara competitividad internacional. Como se presentó en la sección anterior, las presiones sobre el dólar se habían incrementado a lo largo de la década de 1960. El gobierno francés consideraba que los déficits de la balanza de pagos de los Estados Unidos eran un “privilegio exorbitante”, ya que Estados Unidos emitía dólares sin respaldo en oro. Los bancos centrales distintos del estadounidense empezaron a acumular crecientes cantidades de dólares (en vez de libras esterlinas como había sucedido en el periodo anterior). Las tenencias de dólares en las reservas internacionales de los bancos centrales pasaron de 800 millones de dólares en 1939 a 8.700 millones en 1957 y 16.100 millones en 1966 (Triffin, 1968).

Al respecto, la explicación convencional sobre el fin de la paridad del dólar y el oro se basa en el famoso “dilema de Triffin”, en referencia al economista belga estadounidense. El dilema explica que el sistema monetario internacional bajo los Acuerdos de Bretton

Woods requería que Estados Unidos proveyera liquidez mediante déficits crónicos en su balanza de pagos. Pero el crecimiento de dicha liquidez socavaba el respaldo en oro del dólar estadounidense. Estados Unidos debía resolver el dilema entre sostener el valor de su moneda en oro y proveer liquidez al resto del mundo. Como eligió la segunda opción, no pudo sostener la paridad de su moneda con el oro y las presiones del mercado terminaron por forzar a que el país norteamericano declarase la inconvertibilidad del dólar en oro.

Ciertamente, durante el período en que prevalecieron los acuerdos de Bretton Woods, Estados Unidos fue perdiendo competitividad frente a sus socios comerciales. En parte porque como país hegemón del Patrón dólar-Oro debía sostener un tipo de cambio fijo con el oro, pero sobre todo porque las propias políticas estadounidenses habían beneficiado deliberadamente el aumento de la productividad de los países de Europa occidental, Japón y más tarde también Corea del Sur⁸. Por lo tanto, a inicios de la década de 1970, el presidente Nixon estaba en una encrucijada: si devaluaba el dólar respecto al oro para recuperar competitividad, perdería el estatus de moneda de reserva y el dólar dejaría de ser “tan bueno como el oro”. Esto último fue lo que le había sucedido a Gran Bretaña luego de la Primera Guerra Mundial e intentó revertir infructuosamente en 1925. Si en cambio Estados Unidos mantenía su tipo de cambio y el resto de los países se negaban a apreciar en conjunto sus monedas frente al dólar, podría deteriorar aún más sus cuentas externas (Serrano, 2003).

Otra explicación sobre los motivos de la caída de los Acuerdos de Bretton Woods la ofrece Vernengo (2021), quien apunta a que se trató de una decisión netamente política. El objetivo de terminar con los Acuerdos de Bretton no apuntaba tanto a terminar con las paridades cambiarias, sino fundamentalmente a promover la apertura de la cuenta capital y la desregulación financiera. De esta forma, se terminaba con el único aporte de Keynes a los Acuerdos firmados en 1944. Las presiones del sector financiero por la apertura de la cuenta capital de la balanza de pagos se terminaron sobreponiendo a las del sector productivo.

A diferencia de la Primera Guerra Mundial, que marcó el final de la hegemonía británica y de la libra esterlina como moneda clave del sistema monetario internacional, el resultado de que Estados Unidos haya declarado unilateralmente la inconvertibilidad del

⁸ La posibilidad que brinda el país hegemón a otros de desarrollarse se conoce como “desarrollo por invitación”, ya que los países beneficiados pueden tener déficits crónicos en su cuenta corriente, recibir transferencias tecnológicas, exportar al mercado del país hegemón y ser indemnes a cualquier tipo de retaliación. En general, este comportamiento del país hegemón tiene un objetivo geopolítico (Medeiros y Serrano, 1999).

dólar en oro tuvo el efecto inverso. Es decir, a pesar de los desafíos a la hegemonía estadounidense, el dólar continuó siendo la moneda clave y lo hizo con muchos más grados de libertad que antes, ya que rompió su atadura con el oro y le dio rienda suelta a su sistema financiero para que se expanda internacionalmente. Se inicia un período caracterizado por un dólar fiduciario (esto significa que no es convertible en ningún metal y, por lo tanto, “un dólar es tan bueno como un dólar”) y la imposición de las ideas neoliberales a través del Consenso de Washington.

La década de 1970 se caracterizó por una fuerte inestabilidad. A la devaluación del dólar, hay que agregarle las crisis del petróleo de 1973 y 1979 y el desafío a la hegemonía estadounidense por parte de otros países centrales (y obviamente también por parte de la Unión Soviética). Sin embargo, en 1979 Estados Unidos subió la tasa de interés libre de riesgo, lo que fue acompañado de medidas de desregulación financiera, todas ellas políticas conocidas como “Plan Volcker”, en referencia al por entonces director de la Reserva Federal. Esta suba promovió un fuerte ingreso de flujos financieros al país norteamericano. Además, a consecuencia de las altas tasas y la consecuente apreciación del dólar, cayó el precio internacional de los *commodities*. También esta situación coincide con el inicio del déficit crónico de la cuenta corriente de los Estados Unidos.

De esta manera, el país norteamericano reasumió el control del sistema monetario internacional en el que el dólar continuó siendo la moneda clave, aunque libre de las restricciones que tenía en el período anterior: de aquí en adelante, puede variar unilateralmente la paridad del dólar en relación con las monedas de otros países y también puede sostener déficits crónicos en su cuenta corriente, sin que el resto de los países pueda amenazar con convertir sus reservas en oro (Serrano, 2003). Si el resto de los países del mundo quieren formar parte del nuevo orden monetario internacional, donde el dólar continúa siendo el medio de pago aceptado, tiene que resignarse a acumular activos denominados en dólares. La hegemonía estadounidense que estuvo en duda en la década de 1970, hacia 1980 no solo se reestablecía, sino que además promovía internacionalmente un nuevo orden económico, lo que significó también contener los intereses de otros países centrales, como Alemania y Japón (Tavares, 1985). Se inaugura un período en el que, por primera vez en la historia de la humanidad, el dinero utilizado internacionalmente no solo es el dinero de un país, sino que además es totalmente fiduciario.

La desregulación financiera internacional se había iniciado con el aumento del precio del petróleo en 1973 (luego de la Guerra de Yom Kippur) por parte de los países árabes

pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). La demanda de un mayor precio por el barril de petróleo se vio convalidada por la depreciación del dólar estadounidense de 1971, ya que el poder de compra de los tres dólares que recibían los países exportadores de petróleo por cada barril que vendían había mermado. Reclamaban a las petroleras que se duplique dicho valor hasta los seis dólares. Finalmente, el recorte de la producción cuadruplicó el precio del barril.

Los países petroleros se encontraron de repente con que sus ingresos medidos en dólares se habían elevado exponencialmente. Estados Unidos sacó provecho del aumento del precio del petróleo, ya que los países árabes depositaron el exceso de liquidez en bancos estadounidenses y europeos, con la particularidad de que no había otra moneda con capacidad de sustituir al dólar, ni un sistema financiero con la profundidad del norteamericano, por lo que los depósitos se denominaron en dicha moneda.

De esta manera, los excedentes de los países petroleros fueron canalizados por intermediarios financieros privados por decisión e impulso de Estados Unidos. Esta decisión norteamericana, de ampliar decisivamente el mercado internacional privado de capitales hizo desaparecer en los hechos el sistema previsto en los acuerdos de Bretton Woods, ya debilitado por la creciente importancia del mercado de eurodólares (Arceo, 2011). A su turno, los bancos estadounidenses, aprovechando la flamante desregulación financiera, comenzaron a prestar su liquidez excedente proveniente de los “petrodólares” a los países latinoamericanos. Comenzó en consecuencia el problema del endeudamiento externo latinoamericano que terminaría en la “crisis de la deuda” de la década de 1980.

La desregulación financiera es una de las características salientes de este período en el que el dólar fiduciario se establece como moneda clave. En teoría, los empresarios pueden distribuir sus ganancias entre dos destinos posibles: consumen una parte e invierten la otra. Ahora bien, si las ganancias aumentan, pero la economía se estanca (ambas cosas como consecuencia de las políticas neoliberales que aumentaron la desigualdad y redujeron el consumo), los empresarios tienen más recursos para invertir, pero menos oportunidades de inversión donde colocarlos. Es entonces que derivan una parte de sus beneficios al sector financiero. Al aumentar los fondos destinados a las finanzas, se generaron burbujas especulativas de forma estructural y crisis financieras recurrentes.

Esto dio lugar a una rápida expansión de la actividad financiera y a la hegemonía de las finanzas por sobre el resto de los sectores. El aumento especulativo y, al mismo tiempo,

estructural de los activos financieros se logró gracias a la conformación de grandes *holdings* financieros con presencia internacional, que agrupan a bancos, aseguradoras, fondos de inversión, de pensión, de riesgo y otras instituciones financieras que complejizan el panorama. (Duménil y Lévy, 2005; Foster, 2007; Arceo, 2011).

Otro elemento fundamental para entender los cambios que se produjeron en la década de 1970 es la conflictividad social heredada del período anterior. Una de las consecuencias de la Edad de Oro del capitalismo había sido el pleno empleo, las mejoras salariales y la ampliación de los estados de bienestar. Ahora bien, en un país con bajo desempleo y sin crisis, los trabajadores pierden el miedo a quedar desempleados, por lo que se vuelven paulatinamente más exigentes en sus demandas de mejoras salariales y de sus condiciones laborales⁹

En parte como una consecuencia de esto último, hacia fines de la década de 1960 y principios de la década de 1970, la caída de la tasa de ganancia de las empresas (producto de que la productividad ya no aumentaba al mismo ritmo que los salarios) y la desaceleración del crecimiento económico acrecentaron la competencia entre las empresas de los países centrales. Como respuesta, comenzó un proceso de relocalización de muchas de las actividades productivas desde los países centrales hacia algunos países periféricos. El objetivo era principalmente disminuir los costos laborales. “Era natural que la industria se trasladara de unos lugares de mano de obra cara a otros de mano de obra barata tan pronto como fuese técnicamente posible y rentable... (Hobsbawn, 2018, p. 245)”.

Las empresas buscaban reubicar progresivamente los distintos fragmentos de un proceso productivo allí donde los costos eran menores. Los salarios en la periferia, sobre todo en algunos países del sudeste asiático, se encontraban muy por debajo de lo que se pagaba en los países centrales, principalmente en aquellas tareas simples que no requieren mucha formación ni conocimientos previos. Se conformaron, por lo tanto, cadenas globales de valor que permitieron producir las partes integrantes de una mercancía en varios países del mundo. Este proceso requería de sistemas de transporte más económicos y eficientes, así como también sacar provecho de las nuevas tecnologías de la comunicación y la información. Los avances tecnológicos de la época

⁹ Este es un fenómeno que había pronosticado Kalecky (1943) como una consecuencia política del pleno empleo. Si bien los empresarios se verían beneficiados por una política de pleno empleo que aumente sus ganancias, presentarían resistencias a la intervención del gobierno en la economía y a que el desempleo deje de funcionar como disciplina social.

posibilitaron la deslocalización de parte de la producción a la periferia, sobre todo aquellas tareas que generaban menor valor agregado.

A partir de que el dólar fiduciario le permite a los Estados Unidos tener déficits crónicos en su cuenta corriente de la balanza de pagos y que la producción industrial se concentra en el sudeste asiático, desde la década de 1980 se produce un fenómeno conocido como “Desbalances Globales”. Este fenómeno se profundizó en la década de 1990 y solo se interrumpió parcialmente con la crisis Subprime de 2007.

La apertura comercial en Estados Unidos fue vista como un medio para disciplinar a los sindicatos industriales y revertir la reducción de las ganancias. Tuvo como principal objetivo crear una zona de producción global para que las empresas estadounidenses puedan producir en algunos países periféricos y exportar dicha producción a Estados Unidos. A partir de la década de 1990, tanto las grandes empresas como el gobierno estadounidense dejaron de preocuparse por los déficits comerciales y sustentaron la deslocalización de la producción: las grandes empresas lo hacían como una forma de aumentar sus ganancias mientras que para los gobiernos era un medio para controlar la inflación y contener una profundización en la caída del salario real estadounidense (Palley, 2011)

En suma, la caída de los Acuerdos de Bretton Woods en la década de 1970 significó un cambio sustancial en la economía internacional. A diferencia de lo esperado, el dólar estadounidense salió fortalecido como moneda clave del sistema monetario internacional. El dólar fiduciario como unidad de cuenta es fundamental para el nuevo orden económico global: funcionó como liquidez de última instancia del sistema financiero desregulado cada vez que se presentó una situación de crisis y facilitó la deslocalización de la producción mediante el financiamiento irrestricto de los déficits crónicos de la cuenta corriente estadounidense. El avance del neoliberalismo solo fue posible gracias al dólar fiduciario.

Conclusiones: nuevos y viejos desafíos al dólar hegemónico

Los cuestionamientos a la sostenibilidad del dólar hegemónico no son nuevos. Desde el “Dilema de Triffin” en la década de 1960 se puso en duda la sostenibilidad del dólar como moneda internacional. De acuerdo con este dilema, Estados Unidos no podría al mismo tiempo proveer liquidez internacional y sostener la paridad con el oro. A pesar de que, a principios de la década de 1970, Estados Unidos efectivamente suspendió la convertibilidad del dólar en oro, en la década de 1980 retomó su hegemonía de manera ampliada. En la década de 1990, tras la caída de la Unión Soviética, la hegemonía norteamericana era aún más incuestionable. En dicha década se profundizaron los

déficits crónicos de la cuenta corriente estadounidense e incluso el FMI quiso institucionalizar la obligatoriedad de desregular los flujos financieros internacionales.

En la década de 1990 se consolida la situación conocida como “desbalances globales”. Como se trata de un juego de suma cero, los déficits crónicos de la cuenta corriente de Estados Unidos son financiados por los superávits crónicos de otros países. En la década de 1990, Alemania y Japón se caracterizaban por ser los principales países superavitarios. En los 2000, China junto con otros países del sudeste asiático tomaron ese lugar. Cuando el precio del barril de petróleo era alto, los países exportadores también tenían cuentas corrientes ampliamente positivas.

Existe una abundante literatura sobre los desbalances globales que discute sobre su sostenibilidad y, en caso de que sean insostenibles, qué tan brusca sería la crisis generada por la caída del dólar. Las hipótesis convencionales sobre este fenómeno son variopintas y en términos generales no tienen en cuenta el rol del dólar estadounidense como moneda clave del sistema monetario internacional. Además, cuando estalló la crisis Subprime de 2007, los motivos se encontraron principalmente dentro del sistema financiero estadounidense y no porque haya habido una corrida contra el dólar o una devaluación masiva de la moneda estadounidense. Por el contrario, a pesar de que la crisis se inició dentro de los Estados Unidos, el dólar comenzó a apreciarse porque los fondos de inversión buscaban refugiarse en activos libres de riesgo como los Bonos del Tesoro estadounidense.

Entrado el nuevo siglo, la creación del Euro planteaba un nuevo desafío para el dólar, ya que se esperaba que la moneda europea funcionara como una competencia. Sin embargo, tras la crisis Subprime de 2007 y 2008, algunos países de la Eurozona presentaron una situación de insolvencia y la Troika, conformada por el FMI, el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea, les exigió políticas de ajuste. Por lo tanto, el desempleo ascendió a cifras siderales en algunos de los países de la periferia europea, a los que encima se denostaba con la sigla PIIGS¹⁰ por las iniciales de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España (Fields y Vernengo, 2012; Varoufakis, 2016)

Una característica fundamental de los Bonos del Tesoro que emite Estados Unidos es que son libres de riesgo. Esto significa que, en la medida que están denominados en dólares, siempre podrán ser pagados mediante una expansión monetaria. En cambio, en la Eurozona, el BCE no quiso hacerse cargo de la deuda de los países con riesgo de *default* y les impuso una política de ajuste del gasto e incluso invitó al FMI a auditar las

¹⁰ La palabra inglesa *pigs* significa cerdos.

políticas (algo que Estados Unidos nunca permitiría para su propia economía). Sumado a esto, si bien el euro funciona como moneda de reserva internacional y es masivamente utilizada en los mercados cambiarios, su uso es muy inferior al del dólar. Los principales *commodities* siguen utilizando al dólar como unidad de cuenta.

Más recientemente, el crecimiento económico de China ha generado nuevas dudas sobre la sostenibilidad del dólar. Si bien el Yuan alcanzó estatus de divisa en el FMI, su presencia como activo de reserva o en los mercados cambiarios es menor en relación al dólar o incluso al euro. El presidente del Banco Popular Chino se pronunció explícitamente sobre el rol del dólar como moneda de reserva. Citó a Triffin, quien, como fuera explicado previamente, había concluido que la moneda de reserva internacional no debía ser emitida por un único país. Por eso, propuso ampliar el rol de los Derechos Especiales del Giro¹¹ (Xiaochuan, 2009).

En su intento por internacionalizar el Yuan, China lanzó una red global de *swaps* bilaterales entre su banco central y el de otros países. Se trata de acuerdos para la provisión de liquidez mediante el intercambio de monedas. Este tipo de acuerdos fue provisto principalmente por los bancos centrales de Estados Unidos y China. Se trata de un financiamiento distinto al de los mercados internacionales de crédito o al provisto por los organismos multilaterales como el FMI (Destais, 2014).

Como consecuencia de la Crisis Subprime, el G-20 avanzó en una serie de reformas financieras, lo que incluía la creación del Financial Stability Board. En sus recomendaciones de política, el G-20 efectivamente atacó (con mayor o menor éxito) algunos problemas de la desregulación financiera, tales como el rol de las Agencias Calificadoras de Riesgo, la operación con instrumentos derivados y propuso cierta regulación macroprudencial. No obstante, el lugar del dólar como moneda clave no fue siquiera analizado o cuestionado en los comunicados finales (Carrera, 2009).

La prevalencia del dólar es, sin dudas, un hecho inédito en la historia de la humanidad y por lo tanto faltan muchas respuestas: ¿cuánto tiempo más es sostenible el patrón dólar fiduciario? ¿puede emerger otro orden monetario internacional? ¿qué características tendría dicho orden? ¿es posible que la hegemonía sea compartida entre varios países centrales como ocurrió en el período de entreguerras?

Una nueva unidad de cuenta internacional o un nuevo sistema monetario no solo debe ser evaluado desde una perspectiva monetaria, cambiaria o financiera. Es decir, no tiene mucho asidero considerar que el Yuan chino reemplace al dólar si el orden económico

¹¹ Los Derechos Especiales de Giro (DEGs) son dinero emitido por el FMI.

continúa siendo el mismo. Un cambio en la unidad de cuenta va de la mano inexorablemente de una modificación del orden económico internacional en un sentido mucho más amplio. No se puede evaluar la hegemonía del dólar únicamente en base a su participación en los mercados cambiarios.

En la medida que China pueda controlar los mercados internacionales de bienes y servicios, sobre todo aquellos que se vinculan a la provisión de las materias primas necesarias para su desarrollo económico y el bienestar de su extensa población, va a poder también celebrar acuerdos de pagos con otros países que naturalmente prescindan del dólar. Dichos acuerdos de pagos podrían ser regionales o internacionales, utilizar métodos de compensación multilateral y una unidad de cuenta nueva. Según informó la agencia de noticias Sputnik (2019), China y Rusia firmaron un acuerdo para el pago en monedas locales. De ser exitoso, este esquema no redundaría en una mayor internacionalización del Yuan, pero sí en una menor dependencia del dólar.

El orden monetario, particularmente el orden monetario internacional, es una parte sustantiva del orden civilizatorio. La edad de oro del capitalismo, el estado de bienestar e incluso la industrialización latinoamericana que caracterizaron a la Segunda Posguerra hubieran sido imposibles de no ser por los Acuerdos de Bretton Woods. Los pagos de las reparaciones de Guerra convenidos en Versalles y la ausencia de un orden monetario internacional explican, aunque sea parcialmente, la Segunda Guerra Mundial y el Nazismo. El avance reciente del neoliberalismo, que incluye la flexibilización laboral, el individualismo, la deslocalización de la producción son una consecuencia de la desregulación financiera que se inició en la década de 1970 bajo el patrón dólar fiduciario. Por lo tanto, es un error evaluar la sostenibilidad del dólar como moneda clave del sistema monetario internacional solo en base a estadísticas sobre su uso. Cualquier modificación que se produzca en el orden monetario internacional será mucho más que un simple cambio cosmético.

Bibliografía

- Aglietta, M., & Coudert, V. (2015). *El dólar*. Buenos Aires: Capital intelectual.
- Arceo, E. (2011). *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones de la economía mundial*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Arrighi, G. (2010). *The long Twentieth Century*. New York: Verso.

- Bloomfield, A. (1959). *Monetary policy under the international gold standard 1880-1914*. New York City: Federal Reserve Bank of New York.
- Broz, L. (2009). Origins of the Federal Reserve System: International Incentives and the Domestic Free-Rider Problem. *The MIT Press*, 39-70.
- Bruchanski, M. (2017). *El sistema monetario internacional, la fragilidad financiera y la restricción externa*. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Buenos Aires.
- Carrera, J. (2009). *El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional*. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina.
- Crotty, J. (1983). On Keynes and Capital Flight. *Journal of Economic Literature*, 59-65.
- Destais, C. (2014). Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System. *CEPII – Policy Brief No 5* –.
- Duménil, G., & Lévy, D. (2005). The Neoliberal (Counter-) Revolution. En A. Saad-Filho, & D. Johnston, *Neoliberalism. A critical reader*. Londres: Pluto Press.
- Eichengreen, B. (2008). *Globalizing capital. A history of the international monetary system*. (Segunda ed.). New Jersey: Princeton University Press.
- Eichengreen, B., & Flandreau, M. (2009). The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?). *European Review of Economic History*, 1, 377-411.
- Fields, D., & Vernengo, M. (2012). Hegemonic currencies during the crisis: The dollar versus the euro in a Cartalist perspective. *Review of International Political Economy*, 740-759.
- Foster, J. B. (2007). The financialization of capitalism. *Radical Political Economics*. New York.
- Fritz, B., Prates, D., & de Paula, L. (2014). Keynes at the Periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies.
- Helleiner, E. (2003). Dollarization Diplomacy: US Policy Toward Latin America Coming Full Circle? *Review of International Political Economy*, 406-429.
- Hobsbawn, E. (2018). *Historia del siglo XX*. Buenos Aires: Crítica.
- Kalecki, M. (1943). Political aspects of full employment. *Political Quarterly vol 14*, 322-331.

- Keynes, J. M. (1925). The economic consequences of Mr Churchill. En J. M. Keynes, *Essays in Persuasion* (págs. 207-230). The Royal Economic Society .
- Keynes, J. M. (1929). The german transfer problem. *The economic journal*, vol 39, n° 153, 1-7.
- Keynes, J. M. (1943/2012). *The collected writings of John Maynard Keynes. Volume 25. Activities 1940–1944: Shaping the Post-War World: The Clearing Union*. Cambridge University Press.
- Keynes, J. M. (1971). *A Treatise on Money*. New York: The Royal Economic Society.
- Kindleberger, C. (1997). *La crisis económica 1929-1939*. Barcelona: Ediciones folio.
- knodell, J. (2013). The nation-building purposes of early US central banks. *Review of Keynesian Economics*, Vol. 1 No. 3, 288-289.
- Kregel, J. (2017). The clearing union principle as the basis for regional financial arrangements in developing countries. En UNCTAD, *Debt vulnerabilities in developing countries: a new debt trap? Volume II* (págs. 57-91). UNCTAD.
- McKinnon, R. (1993). The rules of the game: internacional money in historical perspective. *Journal of economic literature*, Vol 31, n°1, 1-44.
- Medeiros, C., & Serrano, F. (1999). Padrões monetários internacionais e crescimento. En J. L. Fiori, *Estado e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Petrópolis: Vozes.
- Palley, T. (2011). *Explaining Global Financial Imbalances: A Critique of the Saving Glut and Reserve Currency Hypotheses*. Washington DC: Hans Bökler Stiftung.
- Pérez Caldentey, E., & Vernengo, M. (2021). Prebisch's Critique of Bretton Woods Plans: Its relation to Kalecki and Williams' Ideas. *THE IDEASWORKING PAPER SERIES*.
- Serrano, F. (2003). From static gold to the floating dollar. *Contributions to political economy*, 87-102.
- Serrano, F. (2004). Power relations and american macroeconomic policy, from Bretton Woods to the floating Dollar standard. En J. Fiori, *The global power formation*. Petrópolis: Vozes.
- Sputnik. (28 de junio de 2019). Rusia y China asestan un destructivo golpe al dólar. *Sputnik*.

- Tavares, M. d. (1985). A retomada da hegemonia norte-americana. *Revista de economía política*.
- Triffin, R. (1968). *El sistema monetario internacional*. Buenos Aires: Amorrortu Editores.
- Tymoigne, É., & Wray, R. (2006). Money: an alternative story. En P. Arestis, & M. Sawyer, *A handbook of alternative monetary economics*. Cheltenham UK: Edward Elgar.
- Ugarteche, O. (2007). *Genealogía de la Arquitectura Financiera Internacional: 1950-2000*. Bergen: Universidad de Bergen.
- Varoufakis, Y. (20 de diciembre de 2016). *Greece's perpetual crisis*. Obtenido de Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/perpetual-greek-debt-crisis-by-yanis-varoufakis-2016-12>
- Vernengo, M. (2001). Bretton Woods. *The Elgar companion to post keynesian economics*, 30-34.
- Vernengo, M. (2003). The gold standard and centre-periphery interactions. 544-559.
- Vernengo, M. (2021). The Consolidation of Dollar Hegemony After the Collapse of Bretton Woods: Bringing Power Back in. *Review of Political Economy*.
- Xiaochuan, Z. (2009). *Reform the international monetary system*. BIS review.