

EL DÓLAR

Pasado, presente y futuro

MICHEL AGLIETTA Y VIRGINIE COUDERT

EL DÓLAR

Pasado, presente y futuro

Traducción de Víctor Goldstein

Aglietta, Michel

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

Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Capital Intelectual, 2015.

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

ISBN 978-987-614-489-6

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

CDD 332

Diseño de colección y tapa: Raquel Cané

Diagramación: Ariana Jenik

Traducción: Víctor Goldstein

Coordinación: Inés Barba

Producción: Norberto Natale

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

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

© Capital Intelectual, 2015

1ª edición • Impreso en Argentina

Capital Intelectual S.A.

Paraguay 1535 (1061) • Buenos Aires, Argentina

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

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

Pedidos en Argentina: pedidos@capin.com.ar

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

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

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

Índice

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

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

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

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

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

Introducción

El 11 de febrero de 2014, Janet Yellen, la nueva presidenta de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal estadounidense, primera mujer de la historia en ese puesto, lograba una adhesión entusiasta en su audición inaugural ante la Comisión de Finanzas de la Cámara de Representantes. Dos meses antes, el consejo de la política monetaria presidido por su antecesor Ben Bernanke había decidido reducir progresivamente las compras mensuales de títulos públicos y privados a los que procedía el Sistema de Reserva Federal (Fed) para sostener la economía. Esta decisión había provocado una ebullición en los mercados financieros de los países emergentes, como consecuencia de las salidas masivas de capitales, y obligado a los bancos centrales de esos países, que ya habían sido impactados por una fuerte desaceleración de su crecimiento, a subir fuertemente sus tasas de interés para sostener sus monedas.

La observación de Yellen sobre esta cuestión es emblemática de la concepción estadounidense de las relaciones internacionales. La volatilidad comprobada en los mercados emergentes y las recriminaciones de los banqueros centrales de esos países —se trataba sobre todo de Raghuram Rajan, presidente del banco central de la India y ex profesor en la universidad de Chicago— la dejaron totalmente impasible: ¿para qué prestar atención a esas cosas, puesto que esas perturbaciones no afectaban la economía estadounidense!

Esa es, por lo tanto, la maldición del sistema monetario internacional reavivada de manera espectacular. El país que emite

la moneda que permite el multilateralismo mundial es completamente indiferente a las condiciones en las cuales pone su moneda a disposición del mundo entero. Esta maldición no es nueva: ya había hecho trizas el sistema de Bretton Woods, negociado en 1944, en el marco de la Carta del Atlántico de 1941, que enunciaba el principio según el cual el restablecimiento del multilateralismo implica una cooperación monetaria según reglas aceptables por todos los países participantes. En 1968 Richard Nixon accede a la presidencia de los Estados Unidos. Es el tiempo de los tejanos. Nixon nombra como secretario de Estado del Tesoro a John Connally, que no tiene la menor experiencia en las negociaciones internacionales. No obstante, este personaje se vuelve famoso por su manera abrupta de rechazar los argumentos de sus pares: “El dólar es nuestra moneda, pero el problema es de ustedes”. Le prepara el terreno a Richard Nixon, quien repudia de un solo golpe, el 15 de agosto de 1971, todo el edificio negociado desde 1941 y firmado en Bretton Woods en julio de 1944.

Sin embargo, no siempre fue así. A comienzos del siglo xx los Estados Unidos habían adoptado el patrón oro pero no tenían un banco central. En mayo de 1907, una crisis financiera de una extrema violencia estalló en Nueva York. Las salidas de capitales agotan rápidamente las reservas oficiales de oro del país. El secretario de Estado del Tesoro tuvo que resignarse a solicitar al pope de las finanzas neoyorkinas, John Pierpont Morgan, que fuera respetuosamente a mendigar un préstamo en oro a Londres para sofocar la crisis. Esta humillación terminó por convencer a los políticos estadounidenses, muy divididos, sobre la necesidad de emprender gestiones para crear un banco central.

La moneda es esencialmente política y, al mismo tiempo, es apropiable de manera particular. No es posible comprender el destino del dólar sin interesarse por los orígenes del singular país que es Estados Unidos y sobre todo por los debates que marcaron su historia monetaria caótica a lo largo de todo el siglo xix; estos acla-

ran los errores de la política financiera estadounidense después de la Primera Guerra Mundial y la postura, adoptada durante la negociación del tratado de Bretton Woods, de afirmar el poder en detrimento de la cooperación.

Contrariamente a la época del patrón oro, cuando la supremacía de la libra esterlina estaba limitada por una regla común de convertibilidad, la capacidad de los Estados Unidos para subordinar el suministro de la liquidez internacional a sus propios objetivos de poder no tenía un límite preasignado. Los límites no se producen sino en las crisis que provoca esta actitud, como la más reciente, que estalló en 2008. Desde hace cuarenta años, cada país es libre de escoger el régimen de cambio que le conviene. La vigilancia multilateral que supuestamente lleva a cabo el Fondo Monetario Internacional (FMI) —con el objeto de distinguir las discordancias de política económica y los riesgos de las interacciones que rompen el equilibrio y pesan sobre la economía mundial— ha sido papel mojado. Los momentos de cooperación fueron escasos: los acuerdos del Louvre en 1987 para moderar las fluctuaciones gigantes del dólar en los años ochenta; las intervenciones de la Fed en Corea para contener la crisis asiática en diciembre de 1997; y por último la coordinación de los bancos centrales en septiembre-octubre de 2008 para evitar el derrumbe del comercio internacional, que se desprende de la parálisis del mercado al por mayor de la liquidez internacional.

Vamos a tratar de mostrar según qué dinámica el sistema monetario internacional, que llamamos semipatrón dólar, pudo perdurar de crisis en crisis a través de un período tan largo. Esto plantea la cuestión del porvenir: la permanencia del dólar como divisa clave en un sistema internacional que produce las crisis y luego absorbe sus efectos, ¿es indefinidamente viable? No nos ubicamos en un plano normativo para definir lo que sería un sistema óptimo. No habrá otra vez un Bretton Woods iniciado por el G20. Pero tratamos de circunscribir las tendencias de la economía mundial que

podrían cambiar la actitud de Connally y Yellen según la cual los Estados Unidos no se ven afectados por las consecuencias internacionales de su política y, por lo tanto, pueden ignorarlas. Si esto se produce, y cuando los Estados Unidos experimenten que el mundo cambia en ese sentido, la necesidad de una concertación monetaria entrará en el debate político interno. Quizá entonces los dirigentes estadounidenses se percaten de que existen tentativas abortadas de reforma en el pasado que pueden suministrar ideas útiles.

La historia tortuosa del dólar: de los orígenes a la supremacía en el sistema de Bretton Woods y su destrucción

Moneda y política están íntimamente mezcladas. La historia de los Estados Unidos ilustra a las mil maravillas esta verdad, en oposición a la pretensión dogmática de afirmar la pertinencia de una economía pura. La escasez de los medios de pago organizada por el poder colonizador desencadenó la Guerra de la Independencia. De la institución del dólar como moneda legal en 1785 a la instauración de la Fed en 1913, el sistema de pagos fue perturbado por el conflicto entre la necesidad de centralización monetaria de un Estado federal y las aspiraciones descentralizadoras de los Estados federados. Ni siquiera la creación de un banco central, la Reserva Federal o Fed, le puso un término. Los disfuncionamientos internos al sistema, por un lado, las tensiones entre el Tesoro federal y la Fed, por el otro, le dieron ritmo a las vacilaciones y las iniciativas internacionales ineficaces de los Estados Unidos en el período de entreguerras. Hubo que esperar al *Banking Act* de 1935, y sobre todo a la conferencia de Bretton Woods de 1944, para que el dólar fuera una moneda completa, capaz de sostener una hegemonía internacional.

El nacimiento y la afirmación del dólar

De la época colonial a la independencia

Durante el período colonial, las autoridades inglesas rechazaron el derecho de emisión de moneda legal en Norteamérica. Las monedas que circulaban eran “dólares españoles” acuñados en México y que entraban como contraparte de transacciones comerciales con las Antillas. En el siglo XVIII, la escasez de la moneda metálica llevó al desarrollo del papel moneda en forma de papeles prendados sobre las tierras hipotecadas. Algunos bancos hipotecarios se esparcieron en las colonias. En 1751, por el *Bubble Act*, el Parlamento de Londres prohibió esa forma de emisión so pretexto de que el crédito hipotecario estaba contaminado por prácticas fraudulentas y alimentaba la especulación sobre las tierras. Otros billetes fueron emitidos por los gobiernos de las colonias, que refluían en el pago de los impuestos y eran aceptados en los pagos privados mientras estuvieran en circulación (*currency finance*). Benjamin Franklin, impresor en Filadelfia, los imprimió para las asambleas de Pensilvania, Delaware y Nueva Jersey. Esas monedas paralelas a la libra esterlina mantenían la cohesión social por la legitimidad de las asambleas electas. Al paliar la falta de metálico, evitaban las tasas de interés prohibitivas, la deflación de los precios y los pagos de los salarios en especies.

En 1764, bajo la presión de los comerciantes ingleses, Londres promulgó el *Currency Act*, que prohibía las emisiones de moneda con valor legal para forzar el pago de los impuestos en libras esterlinas. Benjamin Franklin demostró su nocividad: parálisis del comercio y alienación de las colonias estadounidenses a la Corona británica, y consideró inevitable la separación con la metrópolis. La revolución había sido puesta en marcha. En 1774, el Congreso continental exigió el retiro del *Currency Act* y de otras leyes intolerables. Las hostilidades estallaron. El Congreso decidió pagar los ejércitos con moneda de crédito por emisión de instrumentos

de pago, los *continental dollars*, pagables en monedas españolas (Newman, 1990). Debido a las necesidades de la guerra, las sumas de billetes superaron ampliamente las capacidades de cobertura. Los billetes no cubiertos se depreciaron muy rápido y esto llevó a una inflación galopante, con las dificultades de aprovisionamiento, inflación que se agravó por los billetes falsos introducidos por los ingleses. En 1781, el dólar continental no valía más que un 2% del valor inicial, en 1775.

Pero la revolución política era el objetivo preponderante. No bien fue alcanzada, el 6 de julio de 1785, el Congreso adoptó el dólar como moneda oficial. La redacción de la Constitución en 1786 definió el poder tricéfalo: un legislativo bicameral, un ejecutivo encarnado por el Presidente de la unión y una Corte Suprema. En 1787, una convención constitucional en Filadelfia instituyó un poder de imposición de la unión que permitía una reabsorción de los *continental dollars* recibidos en pago de los impuestos. La convención prohibió que los Estados emitieran su propia deuda y promulgó la cláusula que hacía de las monedas de oro y plata las únicas monedas legales para el pago de deudas.

Los debates tras la Guerra de la Independencia: federalistas vs. partidarios de la autonomía de los Estados

Habiéndose instituido el poder de gravar, subsistía un problema crucial. El saldo de los títulos heredados de la guerra y del caos que había sobrevenido, ¿debía ser financiado por la emisión de nuevos títulos a su valor devaluado o a su pleno valor nominal? Los Estados se hallaban en situaciones financieras muy dispares: los Estados agrícolas, carentes de sistemas financieros, eran incapaces de soportar una deuda en su pleno valor metálico. El hecho de no mutualizar

* Las referencias entre paréntesis remiten a la bibliografía al final de la obra.

las deudas de guerra tornaba plausible un fraccionamiento monetario y político. En el Congreso, el debate sobre la organización de los poderes públicos, conocido desde la Antigüedad —¿federalismo político o confederación de Estados?— era virulento. El desacuerdo opuso dos campos. Los partidarios de una confederación de Estados se oponían violentamente a que se aprobara una transferencia de la deuda hacia el gobierno federal. Los argumentos no faltaban. Si esto se producía, los especuladores que habían comprado títulos de deuda a inversores en dificultades serían recompensados, algunos Estados se verían aliviados de un peso mayor que otros, el Poder Ejecutivo central sería reforzado en detrimento del Congreso y de los Estados. El orador más vehemente de esa corriente de pensamiento era James Madison, el portavoz de los Estados del Sur, quien temía que la centralización de la deuda los pusiera bajo la férula de un poder distante e irresponsable. Además, afirmaba que la mutualización iba a obligar a los Estados virtuosos a acudir en ayuda de los Estados insolventes y que eso constituía una amenaza para la joven república.

Estos debates siempre siguen vigentes, puesto que son los mismos que oponen hoy a los partidarios de una mutualización de la deuda en el seno de la zona euro con sus adversarios, inclusive sin cambios en los argumentos utilizados. En realidad, cada campo se basa en una concepción política muy diferente de la otra. En aquella época, los antifederalistas retomaban las ideas de Montesquieu, a su vez inspiradas en Platón: una confederación de pequeños Estados agrícolas homogéneos donde el gobierno está cerca del pueblo, sobre el modelo de la Liga de Delos en el siglo de Pericles. Por el contrario, los federalistas querían suprimir el derecho de los Estados a acuñar moneda para establecer una moneda uniforme. Ellos pensaban que la unidad monetaria iba a la par con la de las deudas públicas, al estar el reconocimiento de las deudas en condiciones uniformes en la base del Estado federal.

Alexander Hamilton también percibía el lazo estrecho entre la moneda y las finanzas públicas en el pago de los impuestos y

el reembolso de la deuda pública. Él pensaba que un patrón monetario uniforme fijado según un sistema bimetálico era el lazo social que unía a los ciudadanos del país. Predicaba la eficacia de un mercado de títulos unificado y añadía que los Estados habían emitido sus deudas con un objetivo común: proseguir la guerra y conquistar la Independencia.

En 1790, poco después de nombrado secretario del Tesoro, Hamilton propuso por lo tanto centralizar las deudas de los Estados emitiendo nuevas obligaciones sostenidas por ingresos fiscales creíbles. Él afirmaba que la formación de una deuda nacional iba a atraer a los inversores y constituir un lazo social muy fuerte para la unión (Wright, 2008). Hamilton prevaleció al aceptar una concesión sobre la localización de la capital federal, desplazada de Nueva York a los bordes del Potomac, en una ciudad nueva, llamada Washington, para alejarla de los poderes financieros de Nueva York y Boston. La deuda fue centralizada y financiada por una fiscalidad federal. Correlativamente, Hamilton propuso crear un banco nacional, el Banco de los Estados Unidos, del que los poseedores de títulos públicos podrían volverse accionistas. La proposición tropezó con fuertes críticas que confirmaron la profundidad de la rivalidad Norte/Sur. No obstante, la ley que creaba el banco fue adoptada en 1791 bajo un estatuto de veinte años. Por último, mediante el *Coinage Act*, de 1792, el Congreso instituyó el anclaje metálico en un sistema bimetálico. La Casa de la Moneda fue instalada en Filadelfia, todavía entonces capital de los Estados Unidos. Se estableció un sistema bancario no hipotecario ni provincial.

La época del banco libre (*free banking*): 1838-1863

La adopción del *free banking* fue la consecuencia del acceso a la presidencia de Andrew Jackson, séptimo presidente de los Estados Unidos, de 1829 a 1837. Él mismo rico propietario de esclavos, fue el instigador de la creación del partido demócrata. En 1832 y 1836

vetó la renovación de la concesión del segundo banco de los Estados Unidos. Elegido con el apoyo de los granjeros del Oeste sobre la base de un programa hostil a los poderes financieros de la costa este, representaba una concepción populista de la democracia. Desconfiando de los políticos profesionales y de los funcionarios federales, favoreció el clientelismo, es decir la práctica de nombrar a los funcionarios federales en función únicamente de sus intereses partidarios, y bajó muy fuertemente los derechos de aduana para favorecer a los Estados esclavistas del Sur, en oposición a la industrialización del Norte.

La época del *free banking* se extiende del *Free Banking Act*, votado en 1838 por la asamblea del Estado de Nueva York, al *National Bank Act*, de 1863. El segundo banco de los Estados Unidos no fue renovado. Algunos Estados siguieron admitiendo los bancos según el estatuto de 1812, otros adoptaron el *free banking*. Los principios del *free banking* eran los siguientes: los bancos pueden emitir billetes y depósitos sin ninguna restricción, estos deben ser convertibles, aunque la cobertura en oro y plata no sea más que parcial. El sistema monetario era formalmente el bimetalismo. No obstante, el *Coinage Act*, de 1834, llevó la ratio oro-plata de 14/1 a 16/1, lo que equivalió a devaluar el dólar/monedas de oro en un 6%. Además, en el período del *free banking*, marcado por recurrentes insuficiencias monetarias, las monedas extranjeras, como los dólares españoles, eran aceptadas en calidad de monedas legales (Rothbard, 2007).

Se supone que la regulación monetaria es endógena por la ley del reflujo de los depósitos, que permite la destrucción de moneda en su lugar de emisión, completada por el mecanismo de las compensaciones interbancarias (Le Maux, 2012). Pero la ley del reflujo es insuficiente en los períodos de estrés en que los bancos carecen de reservas metálicas, lo que provoca corridas sobre los depósitos de esos bancos y pánicos que se propagan por las relaciones de corresponsalías bancarias. El sistema no puede ser

viable a menos que se engendre una cámara de compensación que cumpla la función de prestamista de última instancia en las crisis de liquidez. Para ello, esta cámara debe reglamentar a los bancos miembros del sistema. El *free banking*, pues, no es viable a menos que se transforme en su contrario: un sistema jerarquizado alrededor de un banco superior, un actor capaz de inyectar un medio de pago interbancario, aceptable en cualquier circunstancia.

Este sistema solo funcionó en muy pocos Estados. En los de economías agrícolas, las acreencias y las deudas interbancarias permanecieron bilaterales entre bancos cuyas bases de depósitos eran frágiles porque todas dependían de la actividad agrícola. Al emitir cada banco sus propios billetes, las insuficiencias de liquidez impedían mantener la convertibilidad en paridad entre ellos. De esto resultaban quebrantos en el intercambio de los billetes y oleadas de quiebras en el curso de las recesiones, así como insuficiencias de *cash* en el ciclo agrícola anual. El sistema más eficaz fue establecido en Nueva Inglaterra con el Suffolk Bank, creado en 1818, en el papel de cámara de compensación. Al conceder descubiertos a los bancos miembros del sistema que aceptaran su supervisión, el Suffolk Bank creaba *ex nihilo* una liquidez interbancaria que salvaguardaba la convertibilidad de los billetes, y por lo tanto la continuidad de los pagos incluso en las crisis bancarias. El otro sistema famoso fue el de la New York Clearing House Association (NYCHA) creada en 1853. Trataba los pánicos bancarios emitiendo certificados de préstamos (*Clearing House loan certificates*) que fueron utilizados con éxito en la terrible crisis bancaria de 1857 (Le Maux, 2001).

Al exacerbar la oposición de intereses económicos entre los Estados del Sur y del Oeste, por un lado, los Estados industriales y financieros del Nordeste, por el otro, la crisis de 1857 sembró los gérmenes de la Guerra Civil. Esta estalló el 12 de abril de 1861 y opuso a los Estados abolicionistas, agrupados bajo la dirección de Abraham Lincoln, con los cinco Estados esclavistas confederados.

Tras los éxitos iniciales de los confederados, el giro de la guerra ocurrió en julio de 1863 en la batalla de Gettysburg que ganaron las tropas del Norte. Sin embargo, la guerra se prolongó hasta 1865.

La falta de elasticidad de la oferta de billetes bajo el *National Bank Act*: 1863-1913

Como el sistema del banco libre no era capaz de financiar el esfuerzo de guerra, el Congreso votó en 1862 el *Legal Tender Act*, que autorizaba al Gobierno federal a emitir un papel moneda inconvertible, los *greenbacks*, por un monto de 450 millones de dólares. Al final de la Guerra Civil, su depreciación superaba el 50% de su valor nominal, lo que se traducía por una prima sobre el oro que era atesorado.

Se trataba ante todo de reunificar el sistema bancario sobre la base de los *greenbacks*. Esa fue la razón de ser del *National Bank Act*, de 1863, que instauró definitivamente el dólar como moneda legal única de los Estados Unidos. Esta ley define las condiciones de emisión de billetes nacionales por los bancos comerciales (*national notes*), que eran convertibles en moneda legal metálica y en *greenbacks* hasta 1879. Para emitir billetes nacionales, es decir, emitidos por los bancos que recibieron un acta nacional, los bancos debían adquirir títulos públicos (obligaciones del Tesoro federal) y depositarlos en el Tesoro en los libros del Inspector de la Moneda, una agencia creada en el seno del Tesoro para supervisar la calidad de la moneda emitida por los bancos que escogían el estatuto de bancos nacionales. Hasta 1900, los depósitos de títulos debían ser del 90% de los billetes emitidos, y luego del 100%.

El *National Bank Act* estableció una regla monetaria inédita. Los bancos nacionales, admitidos por el Inspector de la Moneda, no podían emitir billetes sino contra una caución obligatoria previa. El monto total de billetes fue limitado a 300 millones de

dólares. El descuento estaba prohibido. Debido a las fluctuaciones en las necesidades estacionales de billetes en las regiones agrícolas del interior, la rigidez provocaba ciclos monetarios estacionales surtidos de insuficiencias monetarias recurrentes.

La oferta de billetes de banco, entonces, dependía casi por entero de los depósitos de obligaciones estatales: cuanto más elevados eran los precios de esos títulos, tanto más costosa era la emisión para los bancos. Además, como no existía el mecanismo de descuento bancario, las emisiones de billetes no se ajustaban a la demanda, sino que variaban con el precio de la deuda pública. En consecuencia, el conflicto monetario reapareció en el plano político, más exacerbado que nunca, entre los Estados del Oeste y del Centro, que reivindicaban una elasticidad del crédito bancario, y los intereses financieros del Este, que preconizaban la solidez de la moneda (*sound money*). Ahora bien, los republicanos que habían ganado la guerra eran totalmente partidarios de la causa del capitalismo industrial en pleno desarrollo. Deseosos de promover la industria pesada en la era de los ferrocarriles transcontinentales, de la exploración petrolífera y de la siderurgia, estaban firmemente instalados en el poder. Se trataba de reabsorber la deuda de guerra para canalizar el ahorro hacia la acumulación del capital industrial.

Para restablecer la confianza en la moneda, la mayoría republicana del Congreso decidió la reabsorción de los *greenbacks* a su valor nominal por el *Resumption Act*, de 1875; estos tuvieron una cotización forzada hasta 1879. Pero la deflación monetaria debía hacer bajar la prima sobre el oro hasta anularla por retiro progresivo de los *greenbacks*, que no era compensada sino en un 80% por una emisión de billetes nacionales, en consecuencia billetes emitidos por los bancos según la regla del *National Bank Act*. El 31 de mayo de 1878, la prima sobre el oro se anuló. A partir de ese momento, el monto de los *greenbacks* fue definitivamente congelado en 346 millones de dólares y el 1° de enero de 1879 se estableció la convertibi-

lidad oro. Es decir que del *Resumption Act* resultó una contracción prolongada de la oferta de moneda que, unida a la progresión de la productividad debida al desarrollo industrial, acarreó la deflación de larga duración del último cuarto del siglo XIX (1873-1895).

Esta deflación fue salpicada por dos crisis financieras terribles, en 1873 y en 1893. En el otoño de 1873 se produjo una extremada escasez de reservas de oro. Los bancos del interior, al acecho, retiraron masivamente sus depósitos de sus agentes neoyorquinos, quienes echaron mano de sus reservas en *greenbacks*. La tasa de interés interbancaria pasó de 4,5% en agosto a 61% en septiembre. La Bolsa se derrumbó en un 20%. En la urgencia, el Congreso tuvo que poner 26 millones de *greenbacks* en circulación, lo que hizo refluir la tasa a 5,5% en enero de 1874. Todavía a comienzos de 1893, la crisis fue desencadenada por las quiebras en cadena de los bancos del interior, mientras que, en abril, las reservas metálicas del Tesoro federal cayeron a 100 millones de dólares. A esto se añadía la controversia sobre el dinero: el *Coinage Act* de 1873 había suprimido la acuñación de la plata. Por recomendaciones de una comisión parlamentaria, una ley de 1878 autorizó la emisión de certificados de dinero de curso legal para paliar la insuficiencia de reservas metálicas en las crisis. El *Bland Allison Act*, de 1878, restableció la acuñación libre de moneda y ordenó al Gobierno federal comprar un valor de 2 a 4 millones de lingotes de plata al precio del mercado y acuñarlos en dólares de plata. Pero la ley no restableció el bimetalismo. La querrela sobre la plata se reanudó a partir de 1892 y alcanzó su paroxismo en la campaña electoral de 1896. En esa década, la abundancia de plata hizo bajar su valor en la acuñación de las monedas. El conflicto político opuso a dos campos: por un lado el de los intereses agrarios reunidos en el partido de los *greenbacks*, que querían conservar el sistema bimetálico para crear una inflación que permitiera a los granjeros reembolsar sus deudas más fácilmente, mientras que el país estaba sumido en una larga deflación; por el otro, los intereses financieros del Este, que

abogaban por una moneda fuerte y la instauración del patrón oro. El clímax de la controversia fue el famoso discurso del candidato del partido de los *greenbacks*, W. J. Bryan, quien declaró que “el pueblo estadounidense no se dejaría crucificar en una cruz de oro”.

Inquietos por la erosión de las reservas en metálico, los inversores extranjeros comenzaron a retirar sus posesiones en oro. Las reservas de este metal se contrajeron hasta los 45 millones de dólares, y en junio de 1896 estalló la crisis bancaria en Nueva York. J. P. Morgan, el pope de los banqueros neoyorquinos, tuvo que ir a Londres a negociar un préstamo en oro para prestar a cambio 65 millones de dólares al Tesoro, de manera de remontar el monto de las reservas por encima del mínimo de 100 millones. Gracias a este aporte, la crisis monetaria fue superada. El retorno del crecimiento y el ascenso de los precios permitieron instaurar oficialmente el patrón oro en 1900.

La emisión de billetes nacionales, sin embargo, no había puesto fin al persistente problema de la falta de elasticidad de la oferta de moneda. El temor a la escasez percibida por la población provocaba corridas sobre los billetes que vaciaban las reservas de los bancos. Por eso, estos últimos conservaban los billetes nacionales en reserva, porque su demanda era fuerte, más que pedir su reembolso en metálico. Esta escasez latente generó la puesta en circulación de sustitutos a la moneda en forma de cheques negociables. Se trataba de la invención de una moneda paralela. Estos cheques, emitidos al portador, eran utilizados por las empresas para pagar a sus empleados. Por su parte, las cámaras de compensación siguieron garantizando mal que bien una función de prestamista de última instancia en la era de la moneda nacional reglamentada. El Suffolk Bank había desaparecido en la Guerra Civil, pero la NYCHA emitió cheques certificados para encauzar las corridas sobre la moneda manual durante las crisis de 1873 y 1893, ampliando el uso de esa moneda de las transacciones interbancarias al público. Por lo tanto, se trataba de una verdadera moneda de reserva no oficial establecida en el Estado de Nueva York. Por otra parte, en los Es-

tados fronterizos a Canadá se aceptaban y circulaban billetes de bancos canadienses en el seno de la población.

El *National Bank Act* fracasó en su objetivo de poner fin a la fragmentación del sistema bancario estadounidense. Porque los billetes se intercambiaban con descuento, todo ocurría como si hubiera una pluralidad de marcas bancarias. Los bancos conservaban la elección entre dos estatutos: el acta de Estado, que los convertía en bancos nacionales, o el banco libre. Hasta 1863 la multilateralización de los intercambios interbancarios, gracias a las cámaras de compensación, era un modo de unificación de las marcas bancarias, limitado a los bancos que participaban en los sistemas de compensación y aceptaban sus reglas. Ella hacía a un lado el resto de los bancos. El *National Bank Act* estipulaba que los billetes emitidos por los bancos nacionales debían intercambiarse a la par. Pero la regla de emisión no estaba acompañada por un sistema federal de compensación y de pago. Por eso la fragmentación bancaria prosiguió más allá de la costa este.

La creación de la Reserva Federal en 1913

La crisis de 1907 volvió intolerable la fragilidad bancaria porque, en el mes de octubre, desestabilizó las finanzas de Nueva York. Con el desarrollo industrial se habían desarrollado los mercados de títulos privados. Una categoría de intermediarios financieros suscitó un entusiasmo por invertir el ahorro. Eran las compañías de trust, suerte de cajas de ahorro no reguladas, que habían crecido enormemente en cantidad y tamaño en la gran ola de expansión de los primeros años del recodo del siglo xx. El 21 de octubre, la Knickerbocker Trust Co. no pudo honrar los vencimientos de sus compromisos ante bancos de la plaza de Nueva York (Moen y Tallman, 2000). Esto provocó una corrida bancaria sobre sus depósitos y la suspensión de sus pagos. Esta empresa financiera no era miembro de la NYCHA

porque, como la mayoría de los otros trusts, había rechazado sus condiciones. Por lo tanto no se benefició con la ayuda de urgencia de la Cámara. A partir del 24 de octubre, el contagio se había propagado al conjunto de trusts y de bancos. La demanda de liquidez interbancaria explotó. La tasa de refinanciación bancaria (*call loan rate*) saltó al 100%. La NYCHA emitió *loan certificates* en grandes montos para sus miembros. Pero la corrida sobre los depósitos en los bancos del interior fue tal que las cadenas de quiebra provocaron una enorme contracción de la liquidez. Una vez más, las reservas en metálico resultaron dramáticamente insuficientes. J. P. Morgan tuvo que volver a embarcarse para Londres con el objeto de negociar, respetuosamente, un nuevo préstamo de oro.

Esta vez el traumatismo fue enorme. A comienzos del siglo xx, los Estados Unidos se habían afirmado como la primera potencia industrial mundial. Ahora bien, la extrema fragilidad del sistema bancario la convertía en un enano monetario y financiero. Era absolutamente necesario crear un dispositivo capaz de emitir una oferta de liquidez elástica a la demanda en las crisis bancarias. También, que ese dispositivo fuera nacional para cubrir el conjunto de los bancos y los intermediarios financieros que administraban el ahorro postulado líquido de los actores económicos. Además, la dependencia financiera respecto de Londres era humillante para un país que aspiraba a la supremacía mundial. ¡Había que hacer algo! Por eso mediante el *Aldrich-Vreeland Act*, del 30 de mayo de 1908, se designó una National Monetary Commission bipartidaria e investida de la misión de proponer un sistema que diera respuesta a las siguientes preguntas: ¿qué grado de centralización adoptar? ¿Un banco central único con sucursales o una federación de bancos regionales?

A despecho del objetivo común, el pecado original de la Independencia de los Estados Unidos, es decir, las aspiraciones contradictorias a la autonomía de los Estados y a la unidad federal de la Nación, que obsesiona a la política interior del país hasta nuestros días, desgarró la National Monetary Commission (Wicker, 2005).

De esto resultó un proyecto republicano y otro demócrata. El republicano, propuesto por Aldrich, era muy descentralizado: preconizó una National Reserve Association, que emitiría moneda en respuesta a la demanda de billetes como contrapartida del redescuento de efectos comerciales con valor nominal. Esta institución debería ser de derecho privado y dirigida por los bancos miembros. Las reservas del país estarían centralizadas, y la participación en el sistema sería universal, incluidos los trusts. El proyecto demócrata era el del Fes: bancos de reserva federales (doce distritos, para no coincidir con los Estados federados) semiautónomos y coordinados por un Federal Reserve Board. Esta debía ser una institución pública. Los bancos de reserva federales tendrían un capital suscrito por los bancos miembros, podrían emitir moneda redescantando papeles comerciales. También podrían hacer *open market* y fijar la tasa de descuento. Poseerían las reservas obligatorias de los bancos miembros y harían la compensación en su distrito. El proyecto demócrata prevaleció gracias a la ola demócrata en las elecciones de 1912, y el *Federal Reserve Act* fue votada y luego firmada por el presidente de los Estados Unidos el 23 de diciembre de 1913.

La ley hacía dar un salto formidable al dólar como moneda capaz de internacionalizarse con la expansión comercial de los Estados Unidos. No obstante, desde el fin de la Primera Guerra Mundial, surgieron ambigüedades del sistema. Los conflictos sobre la conducta de la política monetaria y sobre las prerrogativas se perpetuaron en el curso de los años veinte entre el banco federal de Nueva York (NY Fed), dirigido por Benjamin Strong, y el Board de Washington.

A partir de 1919, el alza de los precios de la posguerra opuso a Strong, que quería un aumento precoz de la tasa de descuento, y el Board, que permaneció pasivo. Cuando el Board tuvo que decidirse a subir las tasas, en enero de 1920, era demasiado tarde, la recesión ya iniciada se transformó en crisis financiera con una fuerte contracción del crédito y quiebras bancarias (Crabbe, 1989). Para

evitar esas contradicciones internas, en 1922 se creó un comité de coordinación de la política monetaria cuyo agente de ejecución era el NY Fed. Muy pronto, la influencia de Benjamin Strong suplantó la autoridad del Board (Chandler, 1958). En 1923, este contraatacó disolviendo el comité, que fue reemplazado por el Federal Open Market Investment Committee. Pero de nada sirvió. La oposición se renovó sobre la cuestión de la especulación inmobiliaria en Florida en 1926, luego financiera a fines de los años veinte. El Board no quería aumentar la tasa de descuento mientras que, según el NY Fed, había que desalentar los préstamos sobre títulos. Una vez más el alza de la tasa de descuento intervino demasiado tarde, en agosto de 1929, y precipitó la crisis financiera. Finalmente hubo que esperar la *Banking Act*, de 1935, para poder centralizar la política monetaria con la constitución del FOMC de siete miembros, en el cual el presidente del NY Fed presidía por derecho y los presidentes de los otros bancos distritales ocupaban un escaño rotativo.

La diplomacia del dólar: de Génova (1922) a Bretton Woods (1944)

La Primera Guerra Mundial transformó la economía mundial de cabo a rabo. Pero los dirigentes ingleses y franceses no querían saberlo. Su único objetivo político era restablecer el antiguo orden. La inflación de guerra distaba de haber sido reabsorbida por la deflación de 1920-1921, que había sido posibilitada por la creación monetaria ligada a la inconvertibilidad de las monedas nacionales. ¿Bastaba con restaurar la convertibilidad oro en las paridades de preguerra para resucitar el orden monetario internacional?

Desde el punto de vista cuantitativo, la masa monetaria descansaba en una base oro mucho más estrecha que antes de la guerra. Si el crecimiento debía ser reanimado, hacía falta una expansión continua del crédito y de la moneda. Al restablecer la convertibilidad nominal de 1913, iban a forzar un precio real del oro mucho más bajo. La producción nueva de oro solo podía ser deprimida. Si