

Las propuestas de dolarización en América Latina: rol del FMI, EE.UU. y los *think tanks* en los años '90*

Noemí Brenta**

Hacia fines de los '90, todos los países latinoamericanos recibieron recomendaciones de centros académicos de EE.UU. y locales, y de los organismos financieros internacionales, para dolarizar¹ plenamente sus economías. En 1999, el presidente de Argentina anunció que estudiaba la posibilidad de dolarizar y, en relación a esta propuesta, en el Congreso de EE.UU. se discutió la sanción de una ley, que no logró suficientes votos favorables. No obstante, Ecuador oficializó la dolarización en 2000, y El Salvador, en 2001. México, Brasil, Colombia, Chile, Guatemala, Honduras, Perú, Venezuela fueron postulados como candidatos para conformar el área del dólar. En 2004, y después del default de la Argentina, la orden del día es la inversa: desdolarizar.²

¿Cómo pudo ocurrir que una política monetaria se promocionara como la mejor opción para los países latinoamericanos, que debieron adoptar reformas macroeconómicas para implementarla y, en muy pocos años, las mismas instituciones que la recomendaban, aconsejen exactamente lo contrario? ¿El análisis sobre

* Agradezco a Guillermo Vitelli sus comentarios a las sucesivas versiones de este artículo.

** Investigadora del Instituto de Investigaciones de Historia Económica y Social de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, Argentina.

1. El término "dolarización" se utiliza a lo largo del trabajo como sustitución de la moneda de curso legal de un país por la de otro país, y, más específicamente, por la del dólar estadounidense.
2. Levy-Yeyati Eduardo, *Financial dollarization: where do we stand?*, UTDT, Bs. As., noviembre 24 de 2003, en *Conference on Financial Dedollarization: Policy Options*, IADB, Washington, D.C., diciembre 1 y 2 de 2003.

el que se basaban las recomendaciones de dolarizar plenamente Latinoamérica era demasiado superficial, pese a lo cual recibió apoyo de los más altos estratos políticos y académicos, o existió en los años '90 un plan para dolarizar las economías latinoamericanas sin importar a qué costo?. En caso afirmativo, ¿cuál fue su marco conceptual?, ¿cuáles fueron sus objetivos, etapas, estrategias y motivaciones?, ¿quiénes fueron sus impulsores institucionales y sus legitimadores?. Y, fundamentalmente, ¿qué papel cumplieron los gobiernos involucrados y los organismos financieros internacionales respecto de este "plan"?

El término "plan" no se utiliza aquí en sentido conspirativo, sino en el de intencionalidad activa para influir sobre la decisión de los países latinoamericanos, de sustituir sus monedas de curso legal por el dólar estadounidense. Esta intencionalidad se instrumenta a través de un proceso que incluye aplicar recursos a la investigación, sesgada, a favor del tema de la dolarización; llevarlo a la agenda pública a través de su difusión entre personas influyentes, grupos de interés, candidatos políticos, líderes de gobierno y medios de comunicación; desarrollar y difundir las medidas concretas de política ("el manual") para aplicar la dolarización, y preparar a la opinión pública para el cambio; y finalmente, involucrar a quienes están cerca de los decisores de política –asesores económicos y legales, líderes empresariales, legisladores, embajadores y otros funcionarios– a través de la celebración de foros y reuniones informales, a fin de legitimar el tema, hasta lograr su implementación.³

A principios de 2004, el tema de dolarización plena de las economías latinoamericanas parece haber pasado de moda, luego de la negativa del gobierno argentino para adoptar esta política, pese a los fuertes embates recibidos en el año siguiente al default, declarado en diciembre de 2001. La recuperación del crecimiento, lograda a través de un régimen cambiario flexible y una política monetaria basada en objetivos de inflación, habría cerrado temporariamente la puerta a la cuestión de la dolarización plena, concepto que, además, revista en el elenco de políticas económicas neoliberales, hoy seriamente cuestionadas por su desquiciante performance sobre el crecimiento y sus consecuencias devastadoras sobre el empleo y la distribución del ingreso. Pero este impasse puede ser sólo una retirada estratégica, hasta que aparezca una mejor oportunidad de poner nuevamente sobre el tapete las ventajas de sustituir la circulación de la moneda doméstica por el dólar estadounidense.⁴

Tal oportunidad probablemente sea la próxima crisis de deuda pública de algún país latinoamericano; el desgaste gubernamental derivado de shocks de oferta (desabastecimiento de combustibles y energía, por ejemplo); el nuevo ascenso

3. Brito, Jerry, en *The Cato Institute and the policy-making process* relata su participación en el intento de dolarización de Argentina propuesta por el presidente Menem en 1999. Washington DC, mayo de 1999, www.jerrybrito.com.

4. En Argentina, en 2004, investigadores del CEMA continúan trabajando sobre la dolarización plena.

al poder de sectores ligados a la ortodoxia económica y el consiguiente conflicto social ante el reiterado ajuste fiscal. En síntesis: el desencadenamiento de una situación percibida como de emergencia que justifique la adopción de medidas inaceptables en condiciones normales, abriría renovado paso al programa de dolarización. Es de esperar que este escenario sea sólo imaginario. Quienes propiciaron este instrumento lo mostraron, alternativamente, como ancla antiinflacionaria, garantía de disciplina fiscal, estímulo al crecimiento y recurso para mejorar la confianza de los inversores internacionales, por lo que, cualquiera sea la naturaleza de la crisis que se presente, se hallarán argumentos para volver a colocarlo en la estantería de posibles soluciones.

Para comenzar a responder las preguntas iniciales, se revisará la génesis y evolución del tema de la dolarización plena en Latinoamérica, en particular en la Argentina y en EE.UU., las posturas y grupos de intereses que se distinguen dentro del debate, los instrumentos legales propuestos para la implementación de esta política, y el rol del FMI como participante en esta discusión y como agente activo para fomentar o desalentar la dolarización plena en los países latinoamericanos.

No se analizará aquí la dolarización plena desde el punto de vista teórico, ni se discutirá la conveniencia o no, para los países latinoamericanos, de adoptar este régimen. En mi opinión, la dolarización plena envuelve para los países en desarrollo la misma rigidez y vulnerabilidad a crisis cíclicas que las del patrón oro. Agravado con que ni siquiera se trata de extraer de la tierra algo parecido a botellas llenas de papeles verdes —como parodiaba Keynes— sino de atar las economías a otra economía, grande, sí, pero también de papel, que decide cuántas botellas enterrará, cuántas se extraerán, y cuál será su tasa de cambio con las botellas de papel europeas, asiáticas, etc., de acuerdo a sus propios intereses, como debe hacerlo cualquier país soberano, incluidos los subdesarrollados.

“Dormir con el elefante”, dice Cohen,⁵ implica que uno puede ser aplastado involuntariamente, cuando el animal decida darse la vuelta.

1. La propuesta de dolarización plena de Latinoamérica: el predominio de lo normativo

El tema de la dolarización completa de los países se encuadra en la teoría de las finanzas internacionales; hasta fin de los '80 sólo había sido objeto de discusiones teóricas aisladas. La experiencia internacional en países medianos sólo incluía a Liberia y Panamá, ya que las pocas naciones que utilizaban la moneda de otros

5. Cohen, Benjamin, “La dinámica de las relaciones económicas: viviendo con el elefante”, en *Argentina y EE.UU. Fundamentos de una nueva alianza*, CARI y ABRA, Bs. As., 1997, pp. 243–264.

eran muy pequeñas.⁶ Su pariente cercano, la caja de conversión⁷ (*currency board*) fue analizada largamente durante la descolonización de los años '50 y '60, y particularmente preocupó a Gran Bretaña el mantenimiento de la participación de la libra esterlina en sus territorios de ultramar, hasta fines de los años 1960. Pero hasta finales de los años '80 no existieron propuestas para dolarizar países de América Latina.⁸

Finalizada la guerra fría, desde principios de los '90 existió un fuerte movimiento para dolarizar los países de Europa del Este, llamados "en transición" hacia economías de mercado: Bulgaria, Herzegovina, Bosnia, Lituania, Estonia, Albania, Serbia, Croacia, Hungría, Montenegro, también Rusia y Alemania Oriental previo a la reunificación, fueron tentados con la medicina dolarizadora. Si bien ninguno de ellos dolarizó plenamente, varios adoptaron un régimen de convertibilidad,⁹ a imitación de la aparentemente exitosa experiencia argentina, y pronto fue recomendado a todas las economías en desarrollo: asiáticas, africanas, y también latinoamericanas.

Hasta fines de los años '80 lo que se discutía en los ámbitos de las finanzas internacionales de Latinoamérica era el fenómeno de sustitución de monedas en países con tasas elevadas de inflación y apertura financiera. El tema en cuestión era, entonces, la dolarización no oficial, síntoma de debilidad macroeconómica, y sus implicancias sobre la política económica y sus grados de libertad.¹⁰ También se analizaba la conveniencia o no de utilizar el tipo de cambio nominal, fijo, como ancla antiinflacionaria.¹¹ El concepto de dolarización plena fusionó ambos fenómenos, valorando positivamente la fuga del dinero doméstico hacia la moneda externa.

En 1989 se publicó el primer documento que recomienda dolarizar plenamente una economía latinoamericana: la argentina. Economistas de un *think tank* ar-

6. Dolarizados oficialmente: Marshall Islands, Micronesia, Palau, Panama, Timor Oriental, Turks y Caicos Islands, y British Virgin Islands, Ecuador y El Salvador; la moneda de San Marino y Ciudad del Vaticano era la lira italiana; y la de Mónaco, el franco francés, antes de la creación del euro.
7. En: <http://users.erols.com/kurrency/cybdbib.htm#Bookmark4> se halla una bibliografía muy completa sobre el régimen de *currency board* hasta 1991.
8. En <http://users.erols.com/kurrency/dllrbib.htm> se compila una bibliografía muy abundante y sesgada, sobre dolarización parcial y total, hasta comienzos del año 2002. También en <http://www.stern.nyu.edu/~nrubini/asia/dollarize.htm>
9. Bulgaria, Estonia, Lituania, y Bosnia.
10. Pierre Salama señalaba que la dolarización de las economías sobreendeudadas ocasionaba pérdida de soberanía en materia monetaria, presupuestaria y salarial, e inducía inestabilidad macroeconómica, agravada por la aplicación de políticas recomendadas por el FMI. *Deudas y dolarización*, Economía de América Latina n° 14, Centro de Economía Transnacional, México, 1986, pp. 179-191.
11. Bruno Michael y Otros, eds., *Lecciones de la estabilización económica y sus consecuencias*, BID, Washington DC, edición en español 1992.

gentino monetarista, creado en 1978, en plena dictadura militar, propusieron la siguiente reforma monetaria:

“el estado usaría todas sus reservas disponibles de oro y divisas internacionales... para adquirir todos sus pasivos denominados en australes con el sistema financiero y la moneda en circulación entre el público, a la tasa de cambio que haga el valor expresado en divisas de esos pasivos igual a las reservas disponibles. Simultáneamente, todas las obligaciones privadas denominadas en australes pasan a estar denominadas en divisas... Ejecutado el cambio de australes por divisas, el austral habría dejado de existir, y para reemplazarlo se podría declarar como moneda de curso legal cualquier divisa internacional.”

Si por alguna razón ello fuera inaceptable,

“se debería crear una caja de conversión administrada por representantes de la banca privada (tal como el sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos) que tendría como única misión emitir la nueva moneda a cambio de divisas...”¹²

Esta reforma monetaria se presentaba como

“la única forma en que el estado nacional puede comprometerse creíblemente a no utilizar nunca más la emisión monetaria como mecanismo consuetudinario de financiamiento.”¹³

Haciendo caso omiso de que la reseñada propuesta de imitación del banco central estadounidense se refería, evidentemente, sólo al objetivo de control de la inflación, omitiendo el de fomento del pleno empleo,¹⁴ dos expresiones adjetivadas de la frase recién citada evidencian su normatividad y su función persuasiva: “única forma” y “consuetudinario”, palabra esta última que en Argentina tiene sentido despectivo.

Justamente, uno de los rasgos que sugieren pensar a la propuesta de dolarización plena como tema objetivo de un plan, es el tono normativo con que se introdujo en la agenda pública en los años '90: los países latinoamericanos *debían* sustituir sus monedas de curso legal por el dólar estadounidense, según predicaban decenas de artículos y notas periodísticas surgidos de *think tanks* estadounidenses y latinoamericanos, esto es, organizaciones no gubernamentales, fundaciones

12. Almansi, Aquiles A. y Rodríguez, Carlos A., *Reforma monetaria y financiera en hiperinflación*, CEMA, Documentos de Trabajo, n° 67, agosto 1989, p. 11. Esta paginación corresponde al texto impreso, que difiere ligeramente de la del texto disponible en Internet.

13. Almansi y Rodríguez, *op. cit.*, p. 11.

y universidades, financiados con recursos personales y corporativos aplicados al planeamiento político y económico.

Aun los planteos dolarizadores de mayor profundidad teórica y formalización enfatizan sus efectos benéficos sobre la economía y lo ineluctable de su adopción tarde o temprano por parte de los países latinoamericanos, y minimizan sus costos. Esto es una constante que se reitera en la casi totalidad de las varias decenas de artículos revisados para elaborar este trabajo,¹⁵ incluso en aquellos que se autoproclaman de imparciales, como si ello fuera posible en teoría económica.¹⁶

La siguiente selección de párrafos evidencia la normatividad señalada y la valoración extremadamente positiva de la dolarización plena para Latinoamérica, que impregnó los artículos sobre el tema, ya desde su titulación.

1.1. La opinión de los think tanks

Robert J. Barro, ex profesor de la Universidad de Chicago,¹⁷ *senior fellow* en la Hoover Institution, de la Universidad de Stanford, y profesor de economía en Harvard, autor, entre otros, del texto *Macroeconomía*,¹⁸ utilizado en cursos de grado en numerosas universidades latinoamericanas, decía:

“El último país en ligar el destino de su moneda a la Reserva Federal es El Salvador, que recientemente dijo que dolarizaría. Como signo positivo de los tiem-

-
14. El primer objetivo del Sistema de la Reserva Federal de EE.UU. es: “Conducir la política monetaria de la nación influyendo sobre las condiciones de dinero y crédito en la economía a fin de perseguir el pleno empleo y precios estables”, *The Federal Reserve System. Purpose and Functions*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC, 1994, pág. 6. Trad. de la autora.
 15. Fanelli y Heymann, en *Dilemas monetarios en Argentina*, Conferencia “Towards regional currency areas”, Santiago de Chile, marzo 26-27 de 2002; también aluden a la crudeza y normatividad de los dolarizadores, y ejemplifican transcribiendo párrafos de Steve Hanke y Rudiger Dornbusch.
 16. En *Dollarization: A Primer*, Eduardo Levi Yeyatti y Federico Sztuzenegger dicen: “intentamos aquí proveer un relevamiento imparcial de los principales temas asociados con la dolarización” (trad. de la autora), expresión epistemológicamente ingenua, poco creíble proviniendo de economistas que “creen” exclusivamente en la economía microfundada, la que aún no ha mostrado ningún potencial para el diseño de política económica, pero provee un credo justificador complejo para los no iniciados.
 17. De la Universidad de Chicago provinieron los “Chicago Boys”, el grupo de economistas que impuso la reforma financiera en Argentina durante la dictadura militar 1976-83; luego desarrolló las propuestas dolarizadoras de Argentina en 1989, y aportó numerosos funcionarios al período de convertibilidad.
 18. Barro, Robert J., *Macroeconomía*, McGraw-Hill, 1ª ed en español, México DF, México, 1986.

pos, esta decisión inmediatamente recibió apoyo del Tesoro de EE.UU. y del FMI... El futuro de la economía argentina peligraría por la eliminación de la convertibilidad, y su mejor sendero incluiría la dolarización plena... Mi predicción es que la dolarización continuará ayudando con estos problemas, aunque de vez en cuando ocurran algunos impasses políticos. También predigo que otros países en Latinoamérica observarán este éxito y cambiarán hacia la dolarización."¹⁹

Basta el título de otra nota para confirmar la normatividad de la opinión de este renombrado profesor: "Permitamos al Dólar Reinar de Seattle a Santiago."²⁰

Un economista argentino, ligado al FMI y al BID, dijo en la Audiencia de los Subcomités de Política Económica, Comercio Internacional y Finanzas del Senado:

"sostendré, primero, que la dolarización plena es especialmente ventajosa para países con grandes deudas en dólares y luego que, en estas condiciones, las críticas standard contra la dolarización plena son ampliamente injustificables."²¹

El ex candidato presidencial de EE.UU. Malcolm Forbes también se pronunció con sutileza a favor de la dolarización:

"Argentina *debe* hacer el cambio (la dolarización). De hecho, también deben hacerlo Canadá, México, y el resto de las Américas."²²

La siguiente afirmación de Connie Mack, senador estadounidense del Partido Republicano, del estado de Florida, que elevó al Congreso un proyecto de ley para facilitar la dolarización plena en Latinoamérica, sintetiza el espíritu de esta selección de párrafos:

"en toda mi experiencia como legislador –comparado con el impacto de cualquier otra medida de política en la que pueda pensar– en el largo plazo, la dolarización haría más por asegurar la salud económica de las naciones de este hemisferio, expandir el comercio, mejorar la estabilidad económica, aumentar los standards de vida y crear empleo, que cualquier otra política que conozca."²³

19. "The Dollar Club: Why Countries Are So Keen to Join," *Business Week*, diciembre 11 2000, ("El Club del Dólar: por qué los países están tan entusiasmados por ingresar"), trad. de la autora.

20. *Wall Street Journal*, marzo 8 de 1999.

21. *Testimonio sobre Dolarización Plena*, Guillermo A. Calvo, Universidad de Maryland, College Park, Washington, DC, abril 22, 1999, trad. de la autora.

22. Mark Falcoff, "Dollarization for Argentina? For Latin America?", *Latin America Outlook*, abril 1999, p. 1, trad. de la autora.

23. *Dolarización y Cooperación para Lograr una Moneda Sana*, presentado en el Seminario "Dolarización: ¿una moneda común para las Américas?", marzo 6 y 7 de 2000, Reserva Federal de Dallas, trad. de la autora.

The Heritage Foundation recomendaba:

“Específicamente, Argentina debería: adoptar el dólar estadounidense como moneda oficial argentina.”²⁴

Un economista senior del Joint Economic Committee del Senado de EE.UU., donde se discutió la ley de dolarización plena, colaborador en el Cato Institute, de donde surgieron los primeros textos que proponían dolarizar países de Latinoamérica, afirmaba, poco después del *default* de Argentina, como aporte para resolver la crisis:

“Los principales pasos necesarios en el corto plazo son: dolarizar oficialmente; convertir la totalidad de activos, pasivos y precios en dólares...”²⁵

Otro documento del mismo autor, a un mes del *default*, se titulaba “Dolarización: aún la mejor opción para Argentina.”²⁶

1.2. *Los vaivenes del FMI sobre la dolarización plena*

En este escenario tan sesgado, las investigaciones y estudios de los organismos financieros internacionales, sostenidos con fondos públicos de los países miembros, deberían ser útiles para diferenciar los cantos de sirena de los *think tanks* de las opciones de política centradas en el interés de los propios países, pero esto no ha sido tan claro en los aportes del FMI a la discusión de la dolarización plena.

La cantidad de documentos del FMI que incluyen el tema de la dolarización (cuadro 1) brinda un indicio sobre su interés en la sustitución de monedas, muy escaso hasta 1996, creciente hasta 2000, más o menos estable en los años siguientes. El término “documentos” se usa aquí en un sentido muy amplio, que incluye artículos teóricos, análisis de casos, presentaciones en seminarios y reuniones, memorándums de acuerdos con países miembros, e informes de los funcionarios del organismo. El interés en la dolarización creció en los escritos del FMI a partir de la devaluación mexicana en diciembre de 1994, que desencadenó la crisis financiera conocida como “Tequila”, seguida de la crisis asiática de 1997 y la crisis rusa de 1998. En 1999 hubo una explosión de documentos, desatada por la propuesta argentina de dolarizar plenamente su economía –que se analizará más ade-

24. Eiras, Ana I. y Schaeffer, Brett D., *La crisis en Argentina: una ausencia de capitalismo*, The Heritage Foundation, Washington DC, 2001.

25. Kurt Schuler, “Fixing Argentina”, *Policy Analysis*, n° 445, Washington DC, julio 16 de 2002, Cato Institute, p. 1, trad. de la autora.

26. Schuler, Kurt, *Dollarization, still the best choice for Argentina*, preparado para el foro del Cato Institute sobre Argentina, Washington, February 8, 2002.

lante- y la búsqueda de mecanismos para reducir la exposición de los países emergentes a ataques especulativos contra sus monedas. La dolarización plena de Ecuador, en enero de 2000, y el visible riesgo de default de Argentina potenció aun más la producción de documentos favorables a la dolarización. El optimismo sobre la conveniencia de este instrumento se enfrió en el FMI luego del default argentino, y desde 2003, esta institución comenzó a analizar y recomendar el proceso inverso: la desdolarización.

Seguir el rastro de las publicaciones de este organismo financiero internacional es sumamente revelador de la evolución de su posición sobre la dolarización plena de Latinoamérica: reticente, hasta 1997; abiertamente a favor hasta mediados de 2002; partidario de la desdolarización, desde fines de ese año.

Cuadro 1

Documentos del FMI que mencionan
la dolarización entre 1992 y Marzo de 2004

Año	Nº de Documentos	Año	Nº de Documentos
1992	1	1999	31
1993	0	2000	60
1994	1	2001	42
1995	2	2002	54
1996	3	2003	78
1997	9	2004 Enero-Marzo	17
1998	16	Total	314

Fuente: elaborado en base al sitio de Internet del FMI: www.imf.org

El primer artículo publicado por el FMI sobre dolarización favorecía esta política.²⁷ Uno de sus autores pertenecía al Departamento de Investigaciones del FMI, y el otro era director del *think tank* argentino que en 1989 propuso la reforma monetaria para dolarizar plenamente la economía Argentina, ya mencionada.²⁸ En 1996, el FMI publicó una investigación sobre la dolarización de hecho en Latinoamérica,²⁹ de carácter analítico, que trata sobre la sustitución observada de las mo-

27. Guidotti, Pablo E. y Rodríguez, Carlos A., *Dollarization in Latin America: Gresham's Law in reverse*, FMI Working Paper 91/117 y en Staff Papers, vol. 39, n° 3, septiembre 1992.

28. Almansi, Aquiles A. y Rodríguez, Carlos A., *op. cit.*

29. Savastano, Miguel, *Dollarization in Latin America – Recent Evidence and Some Policy Issues*, FMI, Working Paper WP/96/4.

nedas domésticas por el dólar, y sus consecuencias sobre la política económica, y no aboga a favor de la dolarización plena. En 1997 expertos del FMI comenzaron a argumentar a favor de establecer el régimen de caja de conversión, acompañado de las reformas macroeconómicas necesarias para su sostenimiento,³⁰ apoyándose en buena medida sobre la experiencia argentina del régimen de convertibilidad.

En enero de 1998, el Directorio del FMI decidió no continuar alentando la dolarización de las economías emergentes –ya que hasta entonces la huída del dinero local hacia el dólar se interpretaba como un problema macroeconómico–. En cambio, el alto grado de dolarización en estos países se consideraría como parte de su realidad, y se incluirían entre las condicionalidades de los programas acordados con el FMI las reformas macroeconómicas necesarias para convivir con la dolarización. Varios directores apoyaron, como política del FMI, recomendar el establecimiento de una caja de conversión para estabilizar las economías emergentes, mientras que unos pocos estimaron que los costos de la dolarización superaban sus beneficios.³¹

En 1999, la dolarización fue el tema dominante en las finanzas internacionales; también para el FMI, que publicó las primera notas abiertamente alentadoras de esta política, siempre utilizando un lenguaje neutral, para evitar ser acusado de intromisión en los asuntos internos de los países. Se profundizó en el organismo la tendencia a aceptar la dolarización, y a elogiar sus posibles beneficios estabilizadores, minimizando sus costos. El siguiente párrafo es elocuente:

“los beneficios de la dolarización incluyen: integración con mercados internacionales, exposición a la competencia con estos mercados y disponibilidad de un rango de activos más completo para los inversores domésticos. En aquellos países en que la experiencia inflacionaria ha destruido la confianza en la moneda local, la dolarización puede ayudar a remonetizar la economía, restaurar la intermediación local, y revertir la fuga de capitales. Los costos de la dolarización incluyen la pérdida de señoreaje³² y un potencial de mayor fragilidad en el sistema bancario. Estas fragilidades pueden limitar las opciones de política disponibles para las autoridades, y también ocasionar una carga adicional sobre el banco central como prestamista de última instancia.”³³

30. Enoch, Charles y Gulde, Anne-Marie, *Making a Currency Board Operational*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 97/10.

31. IMF *Annual Report*, 1997–98, Parte 3, pp. 24–25.

32. El señoreaje se define como los ingresos que obtiene el estado imprimiendo dinero: la diferencia entre el costo de imprimir cada billete de moneda local y lo que el estado puede comprar con ese billete. En regímenes de convertibilidad, en que el Banco Central sólo emite dinero contra el ingreso de divisas y mantiene sus activos externos como depósitos a interés, en caso de dolarizar, el país pierde los ingresos por intereses que devengan tales depósitos, porque las reservas en divisas se convierten en circulante en poder del público y reservas fraccionarias de los depósitos tomados por los bancos.

33. FMI, *Monetary Policy in Dollarized Economies*, equipo liderado por Tomás J. T. Ballón, Adam Bennett, y Eduardo Borensztein, Occasional Paper, n° 171.

El 24 de junio de 1999, el FMI organizó el seminario *Dolarización: ¿moda o futuro para Latinoamérica?*, con un panel de cuatro expositores. Dos de ellos mostraron serias dudas sobre la conveniencia de la dolarización plena de los países latinoamericanos.³⁴ Los otros dos panelistas, un representante del gobierno argentino y uno del FMI, también de nacionalidad argentina, argumentaron favorablemente.³⁵ Kiguel, dentro de este grupo, afirmó que la convertibilidad era un mecanismo tan cercano a la dolarización, que sólo carecía de la ventaja de riesgo devolutorio nulo, que adquiriría a través de la sustitución completa del peso por el dólar estadounidense. El funcionario del FMI Borensztein aportó argumentos a favor de la dolarización plena, aunque admitió que el mundo carecía de experiencias comparables como para asegurar que todo ocurriría de la manera prevista, concluyendo:

“Pienso que uno de los mayores beneficios potenciales de la dolarización es difícil de determinar. El tema es la mayor estabilidad al adoptar el dólar estadounidense, el incremento de la integración con EE.UU. y con la economía global, ¿podrán promover un incremento en el comercio internacional, en la inversión externa directa, una ganancia en la credibilidad de las instituciones? Esto podría acelerar esencialmente la convergencia de, digamos, Argentina o México a la economía de EE.UU., significativamente. Por supuesto, lo mismo sería cierto en el Mercosur, y luego Uds. deberían preocuparse si todos los países de la región quisieran adoptar el dólar.”

Entre los numerosos artículos y trabajos sobre dolarización plena publicados por el FMI en 1999, ya lanzada la institución a apoyar esta política económica, el siguiente párrafo muestra el acuerdo con los términos de *The International Monetary Act*, el proyecto elevado al Congreso de EE.UU. para instrumentarla:

“Desde la perspectiva de las economías emergentes, la dolarización tradicionalmente ha sido criticada porque el uso de moneda extranjera puede entrañar pérdida de señoreaje y una situación en la que el país dolarizado se queda sin prestamista de última instancia. Pero la economía emergente que persigue la dolarización y el país cuya moneda se usa podrían compartir el señoreaje, como propone Argentina. Y bajo dolarización y tal acuerdo de señoreaje compartido, una gran parte de las reservas internacionales podría usarse para proveer servicios de prestamista de última instancia.”³⁶

34. Guillermo Ortiz, del Banco Central Bank de México, y Jeffrey Frankel, de Harvard University, y ex miembro del Consejo de Asesores del Presidente Clinton.

35. Miguel Kiguel, Jefe de Asesores de la Subsecretaría de Finanzas del Ministerio de Economía de Argentina, y Eduardo Borensztein, Jefe de la División de Estudios de Países en Desarrollo del Departamento de Investigaciones del FMI.

36. Calvo, Guillermo A. y Reinhart, Carmen M., *Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization*, FMI, Finanzas y Desarrollo, septiembre de 1999, vol. 36,

Siempre es posible argumentar que una institución no está de acuerdo necesariamente con el contenido de lo que publica, pero jamás publicará artículos que contradigan sus creencias³⁷ básicas: jamás aparecerá un artículo que elogie el pacifismo en la revista de la Asociación del Rifle, a menos que esté acompañado de la consiguiente crítica. En síntesis, ya en 1999 puede afirmarse que en el seno del FMI al menos una parte mayoritaria del Directorio y del *staff* miraba la dolarización con fuerte simpatía, y consideraba que era una de las mejores opciones monetarias de los países emergentes, aunque los mensajes del Director Ejecutivo de la institución, Michel Camdessus, no reflejan gran entusiasmo. Cabe preguntarse si este discurso era consistente con las acciones del FMI frente a los países próximos a la dolarización.

A fines de 1999 otra publicación del FMI aportó nuevos argumentos para la adopción de tipos de cambio fijos, convertibilidad o dolarización plena. Se sostenía que luego de las crisis financieras recientes los países estaban virando hacia regímenes cambiarios extremos, como flotación total o convertibilidad, dolarización, o uniones monetarias. Pero, observaban los autores, aquellos países que anunciaban que dejarían flotar su tipo de cambio, en realidad no lo hacían, por temor a la inestabilidad, y utilizaban la tasa de interés para suavizar las fluctuaciones cambiarias. Este argumento –miedo o flotación– daría por tierra la pretendida virtud de los regímenes flotantes de suavizar los shocks externos, ya que la variación cambiaria así evitada se traducía en volatilidad de las tasas de interés, es decir que finalmente la inestabilidad económica no dejaba de ocurrir.³⁸

Esta interpretación prodolarizadora de los textos citados coincidía con la predominante en el seno del FMI, donde un nuevo documento afirmaba:

“prominentes economistas han comenzado a sostener que esencialmente todos los países en desarrollo deberían también dolarizar.”³⁹

n° 3, trad. de la autora. Ambos autores no pertenecen al staff del FMI, pero entre octubre de 1990 y abril de 2004 Reinhart escribió sola o en coautoría ciento ochenta documentos publicados por el FMI, entre ellos numerosos Working Papers; Calvo elaboró para el FMI treinta y ocho documentos, entre 1997 y abril de 2004.

37. Uso el término “creencias” en el sentido kuhneano, para enfatizar que el paradigma vigente en cualquier época está sostenido por el consenso de la comunidad científica sobre su validez. El reconocimiento de la insuficiencia de un paradigma para dar cuenta de su objeto es lo que produce las revoluciones científicas. En economía no existe un paradigma consensuado por la comunidad de economistas, aunque cada grupo –keynesianos y nekeynesianos, neoclásicos y marxistas– se atribuye pertenecer al paradigma de mayor universalidad explicativa y potencial predictivo.

38. Calvo, Guillermo y Reinhart, Carmen, *Fear of Floating*, FMI, Working Paper n° 7993, Washington DC, noviembre de 2000.

39. Berg, Andrew y Borensztein, Eduardo, *Full Dollarization. The Pros and Cons*, FMI, Working Paper n° 00/50, marzo 1 de 2000, p. 3.

Este artículo comparaba costos y beneficios de la convertibilidad y la dolarización plena, basándose en el caso de Argentina, y concluía que:

“para este grupo (de economías emergentes expuestas a flujos de capitales volátiles pero no necesariamente cercanas, en sentido económico, a EE.UU.) cuanto más se use el dólar en sus mercados internos financieros y de bienes, más pequeña será la ventaja de mantener una moneda nacional. Para una economía que ya está extremadamente dolarizada, los ingresos por señoreaje serían pequeños (y el costo de compra del stock remanente de moneda doméstica también), la exposición de los bancos y negocios haría financieramente riesgosa la devaluación, y el tipo de cambio no serviría como instrumento de política, porque los precios estarían ‘pegados’ al dólar. En tales casos, la dolarización puede ofrecer más beneficios que costos.”⁴⁰

La mayor parte de los restantes documentos del año 2000 que mencionaban la dolarización plena se referían a Ecuador y a otros países bajo acuerdos con el FMI.

En 2001, una alocución de Stanley Fischer, vicedirector del FMI, coincidió con la opinión de que los países se dirigían a regímenes cambiarios extremos: flotación limpia o tipo de cambio fijo, convertibilidad, o dolarización plena; también hizo suyo el argumento acerca del “miedo o flotación” y aludió al problema de la trinidad imposible: tipo de cambio fijo, movilidad de capitales y política monetaria dedicada a objetivos internos, para demostrar que la mejor opción era dolarizar. Para ello, desarrolló el siguiente razonamiento: como no aprobaba el control de capitales, y pensaba que la independencia de la política monetaria de los países pequeños era escasa –enfrentados a flotar imperfectamente sus monedas o a fijar sus tipos de cambio– la mejor opción para estos países era la convertibilidad o la dolarización, ya que la política monetaria no podía orientarse a objetivos internos, aunque quisiera. Fischer se guardó de expresarse en términos demasiado directos, pero en la conferencia referida citó a Steve Hanke –uno de los principales impulsores de la dolarización plena, desde el Cato Institute–; se pronunció en favor de la convertibilidad de Argentina y de la ley que llevó al Congreso estadounidense el senador Connie Mack, que proponía compartir el señoreaje, y dijo:

“Para una economía pequeña, fuertemente dependiente de una gran economía en particular en sus transacciones comerciales y de capital, puede tener sentido adoptar la moneda de ese país, particularmente si pueden realizarse previsiones para la transferencia del señoreaje. En tanto que los requerimientos para la efectiva operación de un sistema como éste, en términos de fortaleza del sistema financiero y ortodoxia fiscal, son demandantes, cumplir tales requisitos es bueno para la economía, en todo caso ... Es razonable creer, en tanto que las uniones monetarias se expanden, y así como otras economías reconsideran

40. Berg y Borensztein (2000), *op. cit.*, p. 30.

los costos y beneficios de mantener la moneda nacional –y seguro que hay beneficios, en términos de ajuste de los shocks de la cuenta corriente– que la mayoría de los países adoptarán tipos de cambio muy fijos, y que habrá en el futuro pocas monedas nacionales.”⁴¹

La introducción del euro –unión monetaria de doce países de Unión Europea– y el avance en las negociaciones del ALCA (Área de Libre Comercio de las Américas) proveyeron nuevos argumentos al FMI a favor de la dolarización plena, o la adopción de tipos de cambio totalmente fijos:

“Primero, la reducción de la variabilidad del tipo de cambio nominal reduce la variabilidad de los precios relativos. Segundo, un efecto económicamente mayor proviene de participar en un tipo de cambio clavado⁴² –tal como una unión monetaria o explícitamente abandonando la moneda doméstica y adoptando una moneda externa.”⁴³

Nuevos estudios del FMI mostraron la irrelevancia para los países pequeños y abiertos a la movilidad de capitales, de contar con un prestamista doméstico de última instancia, circunstancia esta mencionada como una de las objeciones a la política monetaria pasiva en regímenes como la dolarización plena o la convertibilidad:

“el modelo tiene una implicación para los regímenes cambiarios, sugiere la optimalidad de tipos de cambio muy rígidos, o dolarización ... las crisis gemelas, obviamente, no pueden surgir en países que han dolarizado, ya que no hay desigualdad en el balance de los bancos –ambos, activos y pasivos bancarios, están denominados en dólares.”⁴⁴

Como se advierte, el juicio del FMI sobre la dolarización no tenía fisuras: ésta era la mejor opción de política monetaria para los países en desarrollo, que debían reformar sus economías a fin de adoptarla. Pero la historia demostró algo muy distinto.

El *default* de Argentina, que llevaba más de diez años de convertibilidad, en diciembre de 2001, coronó una recesión de un trienio, con una caída del 10% del PBI

41. Fischer, Stanley, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, alocución en la American Economic Association, New Orleans, enero 6, 2001, trad. de la autora.

42. “hard peg”, en el original.

43. Parsley, David y Wei, Shang-Jin, *Limiting currency volatility to stimulate goods market integration: a price-based approach*, FMI Working Paper 01/197, diciembre de 2001, p. 6, trad. de la autora.

44. Jeanne, Olivier y Wyplosz, Charles, *The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough?*, FMI, Working Paper WP/01/76, mayo de 2001, p. 22, trad. de la autora.

en el último trimestre de 2001, y desempleo superior al 20%. En estas circunstancias, tal vez para mostrar su sensibilidad política y social, en marzo de 2002 el FMI publicó una reseña de los trabajos de su departamento de investigaciones, en dos temas: el primero, la relación entre políticas macroeconómicas y distribución del ingreso –pobreza e inequidad restan consenso a las reformas estructurales, dijeron. El segundo tema fue la dolarización parcial y plena, incluyendo referencias a estudios realizados sobre regiones diferentes de Latinoamérica, y también los que se mencionan en el presente artículo,⁴⁵ es decir que no se muestran aquí sólo trabajos del FMI pro dolarización, y se omiten otros anti dolarización, por otra parte, inexistentes. La dolarización no fue un tema marginal, sino central, para el FMI en los años '90.

A fines de 2002, las publicaciones del FMI reflataron el enfoque que consideraba la dolarización como el síntoma de un problema macroeconómico, y se incluyeron estudios sobre las causas de la dolarización financiera de los países, atribuidas a la suboptimalidad de la política monetaria doméstica.⁴⁶ El siguiente resumen de una nueva publicación del FMI sobre Latinoamérica, de los mismos autores que previamente aconsejaron la dolarización plena, es demostrativo de los nuevos tiempos:

“Se evalúan opciones de regímenes monetarios para los países latinoamericanos. El costo de una moneda común todavía probablemente supera sus beneficios, ya que esos países enfrentan shocks económicos diversos, no comercian mucho entre sí, y sólo están afectados por shocks financieros internacionales en la misma medida que el promedio de los demás mercados emergentes. La dolarización unilateral sería deseable sólo para aquellos países en los que existen fuertes vínculos con la economía estadounidense, la credibilidad de la autoridad monetaria está irreversiblemente perdida, y hay fuerte demanda de activos financieros denominados en dólares. Finalmente, algunos países en la región parecen ser buenos candidatos para una significativa y útil flotación”(!).⁴⁷

Nuevas publicaciones del FMI reintroducen en el análisis elementos de la teoría keynesiana, que habían estado completamente ausentes en los años previos, como el carácter procíclico de la política fiscal, o los efectos de la política fiscal sobre la demanda agregada.⁴⁸ Las “creencias” del FMI han cambiado, y han extraí-

45. IMF Research Bulletin, vol. 3, año 1, marzo de 2002.

46. Ize, Alain y Parrado, Eric, *Dollarization, Monetary Policy, and the Pass-Through*, FMI, Monetary and Exchange Affairs Department, Working Paper 188/02, Washington DC, noviembre de 2002.

47. Berg, Andrew, Borensztein, Eduardo R. y Mauro, Paolo, *An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America*, FMI Research Department, Working Paper 02/211, diciembre 2002, trad. de la autora.

48. Collins Charles y Kincaid, G. Russell, eds., *Managing Financial Crises. Recent Experience and Lessons for Latin America*, FMI, Occasional Paper 217, abril 10 de 2003.

do nuevas lecciones que enseñarán con igual convicción con la que antes enseñaban lo contrario, como sofistas del siglo V a. c., capaces de demostrar que algo era verdadero y falso al mismo tiempo. El nuevo discurso sostiene que habida cuenta que los países tienen grandes sectores de bienes no transables –la mitad o bastante más del PIB de la mayoría de las naciones corresponde al sector servicios– y el riesgo que implica para los bancos el descalce entre activos y pasivos denominados en moneda local y en dólares, ahora corresponde aplicar políticas para estimular la desdolarización.

El siguiente párrafo sería un risueño cierre, si no fuera porque el costo de estos errores? es, en Argentina y en Latinoamérica –así como en todo lugar del mundo en desarrollo sujeto a esta fatua supervisión– hombres, mujeres y niños sumergidos en la miseria, desocupación y desesperanza, familias quebradas por las emigraciones, y la creciente convicción de que el FMI ha actuado, como mínimo, de manera absolutamente irresponsable; y ahora sostiene:

“Al comienzo de las crisis mexicana y asiática, en las que regímenes cambiarios ‘livianos’ no podían soportar las presiones del mercado, se difundió ampliamente la creencia de que los únicos regímenes cambiarios viables eran los dos extremos, o un tipo de cambio fijo “duro” –apoyado en acuerdos institucionales, como convertibilidad o dolarización formal– o una flotación cambiaria sin intervención. El colapso de la convertibilidad en Argentina parece haber derribado un pilar de este paradigma emergente para los regímenes cambiarios.”⁴⁹

2. *La dolarización plena en Latinoamérica: nueva etapa de las relaciones con EE.UU.*

Alta inflación, depresión económica y elevado endeudamiento externo caracterizaban el escenario latinoamericano de fines de la “década perdida” de los ‘80. El Plan Baker de “ajuste con crecimiento”, basado en reformas estructurales a cambio de acceso a nuevo financiamiento, anunciado en 1985, había fracasado, y el fin de la guerra fría despejó el horizonte para una nueva relación estratégica entre EE.UU. y Latinoamérica. En marzo de 1989 la administración Bush lanzó el Plan Brady, de reducción de la deuda externa de los países en desarrollo, y en junio de 1990 anunció el programa *Enterprise for the Americas Initiative*, que dio lugar a la creación de la zona de libre comercio de América del Norte (NAFTA), y a la negociación de acuerdos bilaterales entre EE.UU. y países centro y sudamericanos, en materia comercial e inversiones, con el objetivo a largo plazo de constituir una zona de libre comercio “de Alaska a Tierra del Fuego”.

Este enfoque de las relaciones entre EE.UU. y Latinoamérica formaba parte del llamado Nuevo Orden Mundial, según planteaba George H. W. Bush con su es-

49. Collyns Charles y Kincaid, G. Russell, eds., *op. cit.*

tilo de liderazgo para los asuntos internacionales.⁵⁰ El FMI cumplía un rol clave en la implementación del Plan Brady y de la Iniciativa de las Américas, ya que la elegibilidad de los países para ingresar en estos programas y acceder a fondos del Tesoro de EE.UU. y del FMI destinados, respectivamente, a la reducción de deuda y al plan Brady, dependía, entre otras condiciones, de que estuvieran llevando a cabo programas de ajuste supervisados por este organismo, de acuerdo a lo estipulado por la respectiva ley estadounidense.⁵¹

En este contexto, surgió y se desarrolló una corriente favorable a la dolarización de América Latina. Sus impulsores visibles fueron, hasta 1996, muy contados y específicos, como se constata reiteradamente, en EE.UU. y en los países que consideraron seriamente la posibilidad de implementar esta política monetaria. Pero la búsqueda de estabilidad frente a las repetidas crisis financieras internacionales y al progresivo deterioro de las economías latinoamericanas –acarreado por políticas enfocadas sobre la oferta y desentendidas de la demanda–, generó un clima favorable a cualquier instrumento que permitiera congelar el status quo adquirido, como parecía ser la dolarización plena. Además, la inminente entrada en vigencia del euro se percibía amenazante para la hegemonía del dólar estadounidense, y fue una razón más esgrimida en pro de la dolarización.

En el sector privado, más allá de los determinados grupos académicos y políticos, determinada banca de inversión de EE.UU., y algunos bancos del sistema de la Reserva Federal que promovieron la adopción de este rígido régimen monetario, éste no despertó un entusiasmo generalizado ni siquiera en aquellos que se beneficiarían desproporcionadamente con esta política que, usando términos de Cohen, identifica entre ellos a bancos estadounidenses y otros intermediarios financieros, exportadores e importadores, e inversores de portafolio.⁵² Por el contrario, se alzaron de estos ámbitos numerosas objeciones a la dolarización de Latinoamérica, que aludían a que no es posible aplicar una política uniforme a países con realidades muy diferentes y que no se cumplía ninguna de las condiciones que determinan la formación de un área monetaria óptima con la moneda estadounidense;⁵³ que el riesgo de default no desaparecería y que los ajustes con tipo de cam-

50. Cavallo, Domingo F., *La Argentina y el FMI durante las dos administraciones Bush*, Robert F. Kennedy Lecture Series, David Rockefeller Center for Latin American Studies, 5 de noviembre de 2003, Boston, EE.UU.

51. United States Code, Title 22 – Foreign Relations And Intercourse, Chapter 32 – Foreign Assistance, Subchapter III–A – Enterprise For The Americas Initiative, Sección 2430b; y FMI, Suplemento *Boletín* n° 30, 2001, p. 30.

52. Cohen, Benjamin, *U.S. Policy on Dollarisation: A Political Analysis*, Geopolitics, vol. 7, n° 1, verano de 2002.

53. Bergsten, Fred C., Institute for International Economics, *Dollarization in Emerging–Market Economies and its Policy Implications for the United States*, Senado de EE.UU., Comité de Bancos y Finanzas, Washington, audiencia del 22 de abril de 2000.

bio fijo recaen brutalmente sobre el sector real de la economía;⁵⁴ que al convertir las reservas internacionales en base monetaria, los países latinoamericanos perdían un activo con el que podían pagar a los acreedores internacionales;⁵⁵ y que, en todo caso, la unificación monetaria podría plantearse como objetivo de largo plazo con mucho trabajo previo de coordinación macroeconómica, a la manera de la Unión Europea.

El gobierno federal estadounidense se mantuvo en una posición neutral: no se opuso a la dolarización unilateral, ni tampoco ofreció concesiones a los países que dolarizaran sus economías, excepto la de compartir, después de varios años de instaurada la dolarización plena, los ingresos por el señoreaje extra que para EE.UU. representaría emitir dinero para los países dolarizados. Cohen dice que, pese a las evidentes ventajas de poder económico y prestigio que la dolarización acarrea para EE.UU., su mejor estrategia es mantener la neutralidad, ya que alentar la adopción del dólar estadounidense en terceros países no sólo lo obligaría a ceder señoreaje, a actuar como prestamista de última instancia y a responsabilizarse por el modo en que la política monetaria estadounidense afecta a los países dolarizados, sino que carga también con el costo político de despertar nuevamente sentimientos de antiamericanismo en Latinoamérica.⁵⁶

Según Cohen, desde la perspectiva de EE.UU., las organizaciones internacionales de crédito son concebidas, sobre todo, como instrumentos de la política norteamericana, no sólo en términos de su propia economía sino también de lo que entiende mejor para las economías de los otros países. Por ser el miembro más poderoso, Washington tiene el peso necesario para imponer un veto implícito a cualquiera de las actividades de éstos organismos, y para establecer el contenido de la agenda.⁵⁷ Si esto es así, la promoción de la dolarización plena desde los organismos financieros internacionales —no sólo el FMI se embarcó en este cometido, también el Banco Mundial y el BID— constituiría la otra cara del deseo real de EE.UU.: disfrutar de las ventajas de la conformación de un área del dólar, sin cargar con las responsabilidades de una implicancia activa.

Analizar las vicisitudes de la propuesta de dolarización plena en Argentina, y su tratamiento en el Congreso de EE.UU., permitirá identificar mejor los diferen-

54. Rojas-Suarez, Liliana, Deutsche Bank, *Dollarization in Latin America?*, testimonio, Senado de EE.UU., Comité de Bancos y Finanzas, Washington DC, audiencia del 15 de julio de 2000.

55. Molano, Walter, testimonio en la audiencia en la Cámara de Diputados del Congreso de EE.UU., junio 22 de 2000.

56. Cohen, Benjamin J., *op. cit.* Y, del mismo autor: *Is A Dollarized Hemisphere in the U.S. interest?*, Conference on Dollarization and Latin America, Latin American and Caribbean Center, Florida International University, Miami, 4 de marzo de 2002.

57. Cohen, Benjamin L., "La política norteamericana hacia las organizaciones internacionales de crédito", en Bouzas, R. y Russell, R (compil.), *Estados Unidos y la transición argentina*, Bs. As., Legasa, 1985, pp. 17-25.

tes intereses en juego, y también vislumbrar algunos aspectos de la cuestión que habían permanecido ocultos.

2.1. Argentina y la dolarización plena

Además de ser el año de anuncio del Plan Brady, 1989 inició un período sumamente dramático para la economía argentina. El estallido hiperinflacionario,⁵⁸ las revueltas populares por la pérdida de poder adquisitivo, con saqueos a negocios y una treintena de muertos por la represión policial, y la suspensión de desembolsos de préstamos de organismos financieros internacionales, desestabilizaron política y económicamente a la Argentina en el primer semestre de 1989. Así, el traspaso de un presidente constitucional a otro elegido legítimamente —lo que no ocurría desde 1952— se adelantó al mes de julio. Cuando todavía no había asumido su cargo, en plena crisis, el presidente electo recibió la visita de Steve Hanke,⁵⁹ del Cato Institute, para conversar sobre las próximas reformas de la economía argentina^{60,61}, entre ellas, la monetaria.

Poco después, en agosto de 1989, se publicó en Argentina la primera propuesta de dolarización de la economía,⁶² elaborada por un *think tank* doméstico, con fuertes vinculaciones con la banca transnacional.

58. Entre enero y agosto de 1989 la inflación minorista fue de 3.081%.

59. Steve Hanke, profesor de economía aplicada de la Universidad John Hopkins, desarrolló una larga relación con Argentina desde 1989. Fundó en 1994 y preside el Toronto Trust Argentina, en Buenos Aires, un fondo común de inversión en acciones y bonos. Durante 1995 y 1996, asesoró al ministro de economía Domingo Cavallo. En 1999, propuso al presidente la dolarización para Argentina, y redactó en colaboración el documento que detallaba los mecanismos necesarios para implementar esta política. En diciembre de 2001, en plena crisis, presentó una nueva propuesta al ex presidente Menem (*Couple Dollarization with Free Banking*, Foreign Policy Briefing n° 67, Washington D.C.: Cato Institute y *How to Dollarize in Argentina Now*). Hanke acusa al FMI de haber echado un balde de agua fría sobre la propuesta de dolarización, en Argentina y otros países como Indonesia.

60. Presentación de Hanke ante el Subcomité de Política Monetaria Internacional y Comercio, del Comité de Servicios Financieros, de la Cámara de Diputados del Congreso de EE.UU. "La actual crisis político-económica de Argentina", 5 de marzo de 2002. Véase en <http://www.cato.org/testimony/ct-hanke030502.html>.

61. En consulta con miembros del Congreso Argentino, Hanke desarrolló en 1990 un folleto para la estabilidad monetaria y, en 1991, una propuesta para establecer una caja de conversión ortodoxa: Hanke, Steve y Schuler, Kurt, *Banco Central o Caja de Conversión?*, Fundación República, Buenos Aires, 1991.

62. Almansi y Rodríguez, 1989, *op. cit.*

En diciembre de ese mismo año, el Ministerio de Economía intentó lanzar un plan económico, basado en establecer un patrón bimonetario, a fin de sentar así las bases de un régimen de convertibilidad.⁶³

Diversos conflictos de intereses postergaron la aplicación de esta medida, cuando se encontraba ya casi lista la instrumentación del programa. Entre ellos, se mencionan la resistencia a la reducción del sector financiero, que se consideraba sobredimensionado,⁶⁴ y a la licuación de las deudas del estado con el sistema financiero, y por ende, del déficit cuasifiscal;⁶⁵ las dificultades para determinar el tipo de cambio de convertibilidad en medio de un proceso hiperinflacionario;⁶⁶ y también la difusión del plan en medios de comunicación masivos dos días antes de su lanzamiento, lo que desató una nueva carrera de remarcación de precios, y la renuncia del equipo que trabajó en este programa.

La hiperinflación de 1990 (2.317%) redujo la deuda cuasifiscal, nominada en moneda local, en términos de dólares, de un valor 100 en diciembre de 1989, a 6,9 en enero de 1990,⁶⁷ y configuró el instrumento de política económica para "limpiar el terreno" y preparar las condiciones para implantar el nuevo modelo de organización macroeconómica, adecuado al Nuevo Orden Mundial, post guerra fría.

Finalmente, Argentina adoptó un régimen de convertibilidad de su moneda, a partir del 1.º de abril de 1991, que se extendió hasta diciembre de 2001.⁶⁸ En esta política monetaria, la más cercana a la dolarización plena, el Banco Central funcionaba como una caja de conversión, vendiendo y comprando divisas a la paridad establecida (1 peso=1 dólar), la base monetaria era equivalente a la cantidad de reservas internacionales en poder del Banco Central, más un pequeño porcentaje de títulos públicos denominados en moneda externa, y se expandía o contraía pasivamente al ritmo de las operaciones de conversión. Se eliminó el financiamiento del Tesoro vía expansión monetaria, y se realizaron fuertes ajustes del gasto público, excepto de la cuenta Intereses de la deuda externa, que creció notablemente.⁶⁹ Los déficits públicos debían financiarse a través de la emisión de bo-

63. Ver detalles del proyecto en: Curia, Eduardo, "La única salida: hacia una dolarización ordenada," Suplemento Especial de *El Cronista Comercial*, Bs. As., 1990.

64. Curia, *op. cit.*, p. 19.

65. Curia, *op. cit.*, p. 13

66. A fin de diciembre de 1989 hubo una suba generalizada de precios, en poco más de una semana el dólar pasó de 1250 a 2000 australes, y las tasas de interés llegaron al 700% mensual (Curia, *op. cit.*, p. 6).

67. Damill, Mario y Frenkel, Roberto, *Hiperinflación y estabilización: la experiencia argentina reciente*. Buenos Aires, CEDES, 1990.

68. Ley 23.928.

69. El aumento de los servicios de la deuda pública explica el 63% del crecimiento del gasto público consolidado (nación más provincias) entre 1993 y 2001, y el gasto en funcionamiento del estado explica el 10%, basado en datos del Ministerio de Economía de la Nación (www.mecon.gov.ar).

nos, en el mercado interno e internacional. Se implementaron reformas estructurales: privatizaciones, desregulaciones, apertura comercial y financiera, reformas a la seguridad social, flexibilización laboral, reforma tributaria, y redefinición de la relación entre estados federales y gobierno central.

Luego de un fuerte crecimiento entre 1991 y 1994, el plan comenzó a mostrar su incapacidad para expandir sostenidamente el PIB, extrema vulnerabilidad a los shocks externos, y deterioro del sector real de la economía, en particular, de la industria y el empleo. Como resultado de todo ello, desde 1995 el crecimiento se tornó errático, el endeudamiento público externo creció permanentemente, el aumento del riesgo de default incrementó la carga de intereses y empeoró los resultados fiscales; y el atraso cambiario provocó déficits comerciales que, acumulados a los de la balanza de servicios, mantuvieron permanentemente en rojo la cuenta corriente del balance de pagos. En agosto de 1998 comenzó una pertinaz recesión, caracterizada por la caída del PIB, reducción de la inversión bruta, deflación, incremento de la tasa de interés, aumento del desempleo, y disminución de la recaudación fiscal.⁷⁰

Fiel a la concepción de responder con “más convertibilidad” a los ataques contra el régimen, es decir, a las presiones en favor de devaluar el peso y/o salir de la convertibilidad, el gobierno argentino enfrentó esta situación con la propuesta de dolarizar la economía.

Dos días después de la devaluación del real de Brasil –principal socio comercial de Argentina– el 13 de enero de 1999, el presidente argentino pidió a su ministro de economía estudiar la factibilidad de dolarizar plenamente la Argentina. El 19 de enero, el presidente del Banco Central, Pedro Pou, confirmó, en su presentación al gabinete nacional, que tales estudios estaban en marcha, y que se trabajaría con el Tesoro estadounidense y la Reserva Federal para acordar los términos del arreglo monetario.⁷¹ Pronto llegó la respuesta del FMI, a través del director Nicolás Eyzaguirre –posteriormente ministro de finanzas de Chile–: “en Argentina la dolarización es factible, e incluso diría que es apropiada”.

Para colaborar con la dolarización, el 10 de febrero de 1999, Steve H. Hanke, del Cato Institute, se reunió, en Buenos Aires, con el presidente de Argentina y le entregó *Un programa de dolarización para la economía argentina*,⁷² que detallaba los pasos a seguir para llevar a cabo la dolarización plena y que el presidente presentó formalmente a su gabinete de ministros.

70. Para un análisis del plan de convertibilidad argentino ver: Brenta, Noemí, “La Convertibilidad Argentina y el Plan Real de Brasil: concepción, implementación y resultados en los años '90”, *Ciclos* n° 23, Bs. As., 1er. semestre de 2002.

71. Para conocer en detalle la propuesta de dolarización, ver Guidotti, Pablo E. y Powell, Andrew, *The dollarization debate in Argentina and Latin America*, marzo de 2000 y revisado en abril de 2002.

72. Schuler, Kurt y Steve Hanke, *A Dollarization Blueprint for Argentina*, en www.e-rols.com/kurrency, enero, 1999.

El senador Connie Mack, senador del Partido Republicano por el estado de Florida –para quien trabajaba en el Senado uno de los coautores del programa de dolarización entregado a la Argentina– y el Diputado Paul Ryan, introdujeron en el Congreso estadounidense un proyecto de ley: *The International Monetary Stability Act*, que proponía compartir el señoreaje con los países oficialmente dolarizados. Mack argumentaba que, siendo la estabilidad de precios uno de los principales objetivos de la Reserva Federal, la dolarización era de natural interés estadounidense, porque era un modo de transmitir la relativamente baja inflación norteamericana a países donde la inflación fue muy alta. Pese a este extraño planteo –que entrañaría reconocer que EE.UU. tuvo alguna responsabilidad en la alta inflación internacional de los años '70, como afirma Kindleberger– el proyecto fue discutido y finalmente rechazado. En el Senado, la ley pasó el Comité de Bancos, pero fue rechazada en Diputados.

Para tratar esta ley, se celebraron dos audiencias conjuntas de los Subcomités de Política Económica y de Comercio Internacional y Finanzas, ambos del Comité de Bancos, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de EE.UU. La primera audiencia, el 22 de abril de 1999, versó sobre la dolarización en general, incluyendo implicaciones políticas para los países que dolarizan. La segunda, el 15 de julio de 1999, se dedicó a la dolarización en países de Latinoamérica. En ambas sesiones, se discutió cuál debería ser la política de EE.UU. hacia la dolarización oficial. El 8 de febrero de 2000 se recibió el testimonio de un representante del Tesoro de EE.UU. En la Cámara de Diputados, el Subcomité de Política Monetaria Interna e Internacional, del Comité de Bancos y Servicios Financieros, trató la dolarización en Latinoamérica, el 22 de junio de 2000, donde se rechazó finalmente el proyecto.

Cuando el presidente de Argentina anunció que estudiaría la dolarización, en enero de 1999, faltaban menos de once meses para terminar su mandato, que finalizó en medio de acusaciones de corrupción. Para la alianza que ganó las elecciones y asumió en 1999, con promesas de “acabar la fiesta para unos pocos” –y finalmente la acabó para todos–, la dolarización plena no revistaba en sus alternativas de política. El tema perdió vigencia hasta diciembre de 2001 y se intensificó en los primeros meses del año 2002, cuando, luego del default, nuevamente el ex presidente argentino y sus asesores, y los mismos economistas y políticos estadounidenses que insistían que Argentina debía dolarizar, volvieron a plantear infructuosamente esta política como salida a la crisis.⁷³

En esta oportunidad, la dirección del FMI se opuso claramente a la dolarización plena de Argentina. En una rueda de prensa Anne Krueger, vicedirectora del organismo, expresó sobre la idea de la dolarización:

73. *Fixing Argentina y Dollarization, still the best choice for Argentina*, citados más arriba, forman parte de los materiales de la campaña para dolarizar el país, luego del default. También *Argentine Endgame: Couple Dollarization with Free Banking*, de Steve Hanke, Cato Institute, diciembre de 2001.

“a mi entender, por el momento es técnicamente imposible, no creo que las autoridades estén pensando en ello, y nosotros tampoco.”⁷⁴

2.2. La discusión de la dolarización plena de Latinoamérica en el Congreso estadounidense

La lectura de las audiencias informa, por cierto, los argumentos esgrimidos por la mayoría de los testigos convocados, para defender la idea de que EE.UU. debía apoyar la dolarización de los países latinoamericanos, compartiendo el señoreaje. La misma docena de personas desfila por las audiencias y repite los mismos argumentos una y otra vez: la dolarización de Latinoamérica intensificará el comercio y las inversiones, bajará las tasas de interés de los países latinoamericanos y favorecerá su crecimiento. La Reserva Federal y el Tesoro de EE.UU., en cambio, precisan una postura prescindente: el país que desee reemplazar su moneda por el dólar puede hacerlo, pero unilateralmente no habrá acuerdo para compartir el señoreaje.

No obstante las reiteraciones, vale la pena hacer algunas referencias puntuales a los testimonios de estas audiencias, algunos de ellos sorprendentes.

2.2.a. Audiencia del 22 de abril de 1999⁷⁵

El Senador Chuck Hagel,⁷⁶ del Partido Republicano por Nebraska, en su breve discurso de apertura, dijo que en noviembre de 1998 viajó a la Argentina y discutió con funcionarios del gobierno el tema de la dolarización:

“si Argentina dolariza plenamente su economía, proveería un caso para el resto de la región. Si la dolarización prueba ser exitosa, el dólar estadounidense podría ser la versión del euro en el hemisferio occidental.”

Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Directores del Sistema de la Reserva Federal, reiteró la posición oficial de la institución: EE.UU. no actuará como prestamista de última instancia ni supervisará el sistema financiero de los países que dolaricen, ni modificará su política monetaria dirigida a objetivos internos, aunque ésta afecte a las naciones dolarizadas.

74. Relatado en el testimonio de Steve Hanke en audiencia en la Cámara de Diputados del Congreso estadounidense, 5 de marzo de 2002.

75. http://banking.senate.gov/99_04hrg/042299/index.htm

76. Previo a su elección como senador, Hagel fue presidente de McCarthy & Company, una firma de banca de inversión en Omaha.

Lawrence H. Summers, Subsecretario del Tesoro de EE.UU., marcó la posibilidad de ampliación del intercambio comercial que devendría de la dolarización de Latinoamérica, pero especificó que no sería apropiado para EE.UU. extender la red de supervisión bancaria, proveer acceso a la ventanilla de redescuentos de la Reserva Federal, o ajustar responsabilidades, procedimientos u orientación de la política monetaria estadounidense a la luz de otros países que decidan adoptar el dólar:

“pero si algún país desea considerar la posibilidad de adoptar nuestra moneda, serán bienvenidas las discusiones entre nuestras respectivas autoridades acerca de los varios temas involucrados.”

El testimonio de Aine Angell, de Bear, Stearns & Co. Inc. no se destaca por sus argumentos, sino porque esta empresa, dedicada a la banca de inversión, el 28 de abril de 2003 fue penalizada en EE.UU. con una multa de u\$s 25 millones y condenada a devolver otros u\$s 25 millones, junto con otras nueve firmas, porque, al menos entre julio de 1999 y junio de 2001,

“los analistas de investigación en Bear Stearns estuvieron sujetos a influencias inapropiadas de la banca de inversión en la firma... publicaba investigaciones exageradas, injustificada o que carecían de base razonable; hizo pagos a otra firma para que publique sus investigaciones sobre un cliente de Bear sin asegurarse que ese pago fuera conocido; y no mantuvo apropiada supervisión sobre sus investigaciones y sobre las operaciones de su banca de inversión.”⁷⁷

Angell abogó por la dolarización de México, además de Argentina. Sus argumentos se basaron en la posible intensificación del intercambio comercial, la eliminación del riesgo devaluatorio y el estímulo a la disciplina fiscal. Recomendó al gobierno estadounidense participar el señoreaje con los países dolarizados, y calificó a la dolarización “universalmente la mejor política económica”. Sólo resta mencionar que William Mack integra el directorio de Bear, Stearns & Co.

El testimonio de Fred Bergsten, director del Institute for International Economics, apoyó moderadamente la dolarización en Argentina, cuya población debido a la experiencia hiperinflacionaria previa estaría dispuesta a pagar el costo de la rigidez monetaria, pero dijo que la dolarización en Latinoamérica sólo sería factible en el largo plazo si se consolidaba la integración comercial del continente a través del ALCA, al modo de la Unión Europea.

El argentino Guillermo Calvo argumentó a favor de la dolarización de los países emergentes, debido a su alto endeudamiento externo, y a que buena parte de los depósitos y préstamos bancarios estaban denominados en dólares, con lo que la vulnerabilidad frente a una devaluación era extrema. Desestimó los costos de

77. La sentencia completa puede verse en: www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18109.htm.

la dolarización plena: los países podrían suplir la falta de prestamista de última instancia con acuerdos de préstamo con grandes bancos internacionales; la ausencia de política monetaria no tendría más costos que los de una devaluación; y en cuanto al señoreaje propuso que Argentina firmara un acuerdo de participación con EE.UU.

2.2.b. Audiencia del 15 de julio de 1999 ⁷⁸

El Senador Jim Bunning, del Partido Republicano por Kentucky –jugador de baseball en los años '50 y '60– al abrir la audiencia, mencionó que Argentina, Ecuador, México y El Salvador estudiaban dolarizar sus economías, y amenazó que la Unión Europea podría promover que Latinoamérica considerara el euro como alternativa a la dolarización, a fin de ampliar su participación comercial.

El testigo fue Michael Gavin, director ejecutivo de UBS Warburg LLC –banca de inversión de UBS AG,⁷⁹– y coautor de publicaciones del BID,⁸⁰ también expositor en la audiencia anterior, del 22 de abril. La firma UBS Warburg LLC recibió la misma penalidad⁸¹ que Bear Stearns, por publicar investigaciones exageradas, injustificadas o carentes de bases razonables, recibir pagos de otras firmas para publicar investigaciones sobre ciertas compañías, sin asegurarse de que tales pagos fueran conocidos, y pagar a otras firmas para que publicaran investigaciones sobre los clientes de UBS Warburg LLC. Esta compañía proveía un incentivo a los analistas de investigación para participar en actividades de inversión y asistir en la generación de inversiones de banca de negocios. También los analistas preparaban información para proveer cobertura positiva a los inversores, si se los elegía como banca de transacción, a fin de que las acciones de esas compañías obtuvieran mejores precios. Gavin dijo que la dolarización de Latinoamérica era del más alto interés de EE.UU., y que debía participar el señoreaje, pero no supervisar el sistema financiero ni actuar como prestamista de última instancia. Repitió los argumentos previos sobre la alta dolarización del endeudamiento y los depósitos bancarios en países latinoamericanos, el “miedo o flotación” y reiteró los cálculos del monto del señoreaje ya presentados en otras exposiciones, enfatizando los efectos positivos de la dolarización sobre la integración comercial y financiera.

78. http://banking.senate.gov/99_07hrg/071599/index.htm

79. En 1996, UBS compró Warburg Dillon Read, y cambió la denominación de la compañía por la actual. Nicholas Brady fue funcionario de Warburg Dillon Read de 1954 a 1988, presidente de esta compañía de 1971 a 1974, y director de 1974 a 1988 (fuente The Modern History Project).

80. P. ej.: Ricardo Hausmann, Michael Gavin, Carmen Pages–Serra y Ernesto Stein, *Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime*, Inter–American Development Bank, marzo de 1999.

81. La sentencia completa puede verse en: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18112.htm>

Manuel E. Hinds, ex Ministro de Finanzas de El Salvador, presentó una argumentación compacta:

“Sostengo que algunas de las objeciones comúnmente esgrimidas contra la idea –como la imposibilidad de ejercer políticas cambiarias y monetarias– son, en realidad, beneficios de la dolarización para las economías dolarizadas. También sostengo que algunos de los costos atribuidos a la dolarización –como el impacto supuestamente negativo de una moneda fuerte sobre el empleo y las exportaciones– no existen en realidad. Finalmente, sostengo que los beneficios de la dolarización superan ampliamente sus verdaderos costos y riesgos.”

Hinds propuso una dolarización unilateral, sin compromisos del gobierno estadounidense, como la que implementaron Ecuador en 2000 y El Salvador en 2001.

David Malpass, de Bear, Stearns and Co., Inc., otra de las firmas sancionadas por conflicto de intereses entre investigación e inversión, adujo que EE.UU. debía tomar el liderazgo en la economía internacional, y cambiar su política monetaria, especialmente ante la proximidad del Y2K,⁸² y compartir el señoreaje o al menos permitir a los países dolarizar unilateralmente. También dijo que el FMI debía tener como misión primaria ayudar a los países a tener moneda sana, en lugar de sus programas de reducción de la demanda, austeridad, e incertidumbre cambiaria, y mencionó el euro como amenaza de alternativa a la dolarización. El prestamista de última instancia podría ser el sector privado, a través de seguros y líneas de crédito, con activa participación de bancos extranjeros, como ocurre en Panamá.

Liliana Rojas-Suarez, de Deutsche Bank Securities, Inc., fue la única voz discordante; dijo que la propuesta de dolarizar rápidamente Latinoamérica no era conveniente para la mayoría de los países de la región, si bien a largo plazo podría ser una buena idea. Señaló que esta propuesta ignoraba el riesgo soberano, que obedece más a fundamentals de una economía que a determinado régimen cambiario, y que los tipos de cambio flexibles permiten enfrentar mejor los shocks externos.

2.2.c. Audiencia en la Cámara de Diputados, 22 de junio de 2000⁸³

El Subcomité de Política Monetaria Interna e Internacional de la Cámara de Diputados del Congreso de EE.UU., celebró una audiencia para tratar la dolarización

82. El temor, que luego se demostró infundado, de que los sistemas informáticos colapsaran por el cambio de milenio, “efecto Y2K” llevó a gastar fortunas en consultoría preventiva. Esto se menciona para mostrar el uso de razones banales para apoyar la dolarización de Latinoamérica.

83. http://commdocs.house.gov/committees/bank/hba65617.000/hba65617_0.htm#0

plena: *Monetary Stability in Latin America: is dollarization the answer?*. Cinco expositores, cuatro de ellos favorables a la dolarización: nuevamente Michael Gavin, de UBS Warburg LLC, firma sancionada; Guillermo Calvo; Roberto Salinas-Leon, director de análisis político de TV Azteca, México; y Juan Luis Moreno-Villalaz, asesor del Ministerio de Economía y Finanzas de Panamá. Todos ellos expresaron los argumentos ya remanidos que mostraban a la dolarización como ventajosa e inevitable para América Latina. El analista estrella de Wall Street, Molano, reiteró que la dolarización no garantizaba el pago a los tenedores de bonos latinoamericanos, a quienes no interesa si el régimen cambiario es fijo o flexible.

A esta altura, el proyecto original del *International Monetary Act* había sufrido varias modificaciones, entre ellas, que la Reserva Federal no actuaría como prestamista de última instancia ante los países dolarizados; ni consideraría la situación económica de éstos al formular la política monetaria estadounidense; ni supervisaría el sistema financiero de las naciones dolarizadas. Asimismo, para tener derecho a recibir pagos por participación del señoreaje, los países dolarizados debían cumplir once requisitos para que el Secretario del Tesoro de EE.UU. los certificara como tales, desde demostrar que se destruyeron los materiales para producir dinero, abrir el sistema financiero a la competencia externa –o al menos cumplir standards internacionales en esta materia– hasta cooperar con EE.UU. en la prevención del lavado de dinero y el contrabando. Los pagos por señoreaje cesarían si un país dolarizado perdía su certificación. El tema de atar los pagos del señoreaje a la certificación anual de los países dolarizados fue criticado por considerar que el duro proceso de certificación podía lastimar la sensibilidad latinoamericana y representar un problema económico. En particular, un testigo objetó que los países latinoamericanos se sentirían humillados por tal exigencia de certificación, cuyo lenguaje remitía al proceso de certificación de cooperación con EE.UU. en el control de drogas ilícitas, que, a entender de este testigo, era altamente desgarrador para la sensibilidad latinoamericana.

2.2.d. Apoyo de Bancos del Sistema de la Reserva Federal de EE.UU.

La casi totalidad de los doce bancos del sistema de la Reserva Federal de EE.UU. explicitaron su apoyo a la propuesta de dolarización de Latinoamérica, pero el Banco de la Reserva Federal de Dallas, en el estado de Texas, se involucró notablemente en la promoción de la dolarización plena de Argentina.

En marzo de 2000, el Banco de la Reserva Federal de Dallas organizó la conferencia *Dollarization: A Common Currency for the Americas?*. La procedencia institucional de los conferenciantes arroja luz sobre intereses y estrategias en la dolarización de América Latina, y revela las redes que se fueron tejiendo para llevar el tema a la agenda pública, y legitimarlo. Representantes del congreso estadounidense, de universidades, bancos centrales de Argentina y México, Wall Street, y de un organismo financiero internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo, disertaron en este evento.

El ex presidente de Argentina Carlos Menem fue el invitado de honor. Su defensa de la dolarización se apoyó expresa y reiteradamente en las opiniones del FMI:

“el Fondo Monetario Internacional acaba de producir un profundo estudio sobre el tema, referido especialmente a la Argentina.”, “según el FMI, la implementación de la dolarización en la Argentina bajaría el riesgo país en aproximadamente un 50%”

y así en varias oportunidades.

Hausmann, economista jefe del Banco Interamericano de Desarrollo –y coautor de publicaciones con Gavin, de UBS Warburg Dillon– evaluó los viejos y nuevos argumentos a favor y en contra de la dolarización plena en Latinoamérica, se refirió al “pecado original” –concepto que se reitera con diferentes significados en numerosas presentaciones–: la mayoría de los países no pueden tomar prestado del exterior en sus propias monedas, situación que induce fragilidad financiera, y que se agrava en regímenes con tipo de cambio flexible. Entre las soluciones posibles, lo más rápido para Latinoamérica sería dolarizar, aunque el contexto político no era el adecuado, y quedaban pendientes aún la cuestión del señoreaje y del simbolismo de las monedas nacionales para la identidad de los países.

Molano y Welch, de Wall Street, se opusieron a la dolarización plena de los países latinoamericanos. Molano arguyó que no se generaría superávit fiscal suficiente para pagar las deudas en bonos y pasivos bancarios; que la transformación de las reservas internacionales en base monetaria suprimía un activo con el que podía pagarse a los acreedores internacionales; y, finalmente, que la dolarización tendía a ser recesiva y a limitar el proceso de desarrollo.

Uno solo de los universitarios –Benjamin Cohen– puso reparos a la dolarización plena de América Latina, considerandola más de índole política que económica, mientras que los otros cuatro ponderaron esta política monetaria, convirtiendo en virtudes las objeciones, aunque uno de ellos –Eichengreen– afirmó que era condición previa de su implementación, llevar a cabo reformas estructurales, las cuales Argentina ya había implementado en los '90.

En síntesis: el Banco de la Reserva Federal de Dallas celebró una Conferencia para debatir sobre la dolarización en Latinoamérica. Once de los expositores hablaron a favor, y cuatro se pronunciaron en contra. ¿Sugiere esto un sesgo en la elección de los invitados, es decir, se llamó a los que se sabía partidarios de la dolarización plena? ¿O significa que la mayoría de los integrantes de las instituciones representadas promovían o aceptaban esta política monetaria para los países latinoamericanos?

La reiteración de los personajes –prácticamente los mismos nombres que testimoniaron en las audiencias del Congreso– inclina en favor de la primera de estas interpretaciones: el senador Connie Mack –que elevó el proyecto de ley de dolarización–; Schuler, economista del Comité Económico Conjunto del Congreso de EE.UU. que redactó junto con Hanke, el proyecto de ley para compartir el se-

ñoreaje, autor de numerosas publicaciones sobre dolarización del Cato Institute; el representante de UBS Warburg LLC, una de las nueve compañías sancionadas por conflicto de intereses entre investigación e inversión. En esta audiencia, no sólo se reiteraron los nombres de los académicos sino que también repitieron los discursos que venían pronunciando en otros foros, con idéntico objetivo: promover la dolarización en Latinoamérica.⁸⁴

3. *El plan de dolarización plena de América Latina: una hipótesis interpretativa*

El sentido del proyecto de dolarización de América Latina –cuyos actores más visibles y principales hitos se han presentado– se vuelve inteligible cuando se lo inserta en el contexto político–económico en el que se generó (segunda mitad de los años '80) y en el que se intentó materializarlo (la década de 1990).

Tres elementos dominaron el contexto económico mundial en los años '80: la carga de la deuda externa de los países en desarrollo, imposible de solucionar a lo largo de toda la década; la expansión de los mercados internacionales de capitales en los países industrializados; y la inestabilidad cambiaria, expresada en fluctuaciones imprevistas entre las principales monedas.⁸⁵

La inflación estadounidense, la integración europea y el fortalecimiento de otras economías comenzaron a poner en cuestión la hegemonía monetaria de EE.UU. La participación del dólar estadounidense como moneda de reserva cayó del 70% al 60% en los años '80, desplazado por el marco alemán, y en menor medida por el ECU –la unidad monetaria de la Unión Europea– y el yen.⁸⁶ El porcentaje de bonos internacionales denominados en dólares también cayó: de dos tercios del total a un tercio. Es claro, entonces, que la ampliación del curso forzoso del dólar estadounidense al territorio latinoamericano podría contribuir a contrarrestar esta tendencia.

Pero la mayoría de los países latinoamericanos no sólo estaban muy endeudados, sino que existía certeza de que su deuda externa pública era imposible de pagar en las condiciones en que se había contraído antes de 1982, lo que ponía en riesgo de colapso al sistema bancario estadounidense, debido a su alta exposición

84. Varios de los presentantes expusieron los mismos materiales con los que habían participado poco tiempo atrás en el seminario sobre la dolarización en México: *ITAM Dollarization Project*, Ciudad de México, 3–4 de diciembre de 1999.

85. "Entre febrero de 1985 y enero de 1988 el precio del dólar en yenes y marcos aumentó 110%. De agosto 1 de 1987 a enero 1 de 1988, el dólar cayó contra ambas monedas y el ecu un 16%"; cf Krugman, Paul, *Exchange–rate instability*, MIT Press, 1989, 2da. imp., p. 2.

86. Boughton, James M., *Silent Revolution. The International Monetary Fund 1979–1989*, p. 35, FMI, 2001.

en estas plazas. Por lo tanto, había que encontrar un mecanismo para separar la deuda de los intereses de los bancos comerciales, reducirla y refinanciarla a plazos más largos. Esto llevó al gobierno de EE.UU. a desarrollar fórmulas para convertir la deuda bancaria de los países de ingresos medios en bonos negociables garantizados: el Plan Brady.⁸⁷

Los organismos creados en Bretton Woods proveerían financiamiento adicional a los países deudores para pagar intereses atrasados y para garantizar los nuevos bonos. Además, los programas de ajuste apoyados por el FMI debían incluir entre sus condicionalidades, que los países estuvieran negociando acuerdos de reducción de deuda, o de sus servicios. Para obtener los recursos adicionales que requería este plan, EE.UU. favoreció el aumento de cuotas a cargo de los países miembro –al que tradicionalmente se oponía, para evitar mayor carga presupuestaria y objeciones en el Congreso.

Un nuevo actor entró en escena: la banca de inversión estadounidense, que operó como agente colocador de los nuevos bonos de deuda. A través del Plan Brady se negociaron 170.000 millones de dólares,⁸⁸ a partir de esta regularización de deuda, los países emergentes comenzaron a acceder al mercado global de capitales. La actividad en el mercado secundario creció exponencialmente, de unos u\$s 65 mil millones en 1989, a más de u\$s 2,7 billones en 1995.⁸⁹ Las operaciones en bonos Brady, el instrumento de mayor liquidez de los mercados emergentes, se expandieron a u\$s 2,5 billones (trillones, según la notación estadounidense), pero el crecimiento más rápido resultó de las operaciones en bonos soberanos, e instrumentos del mercado doméstico.

Los mercados de capitales, bonos principalmente, reemplazaron al señoreaje y a los bancos comerciales como fuentes de financiamiento de los países deudores.

87. Para ver detalles de esta estrategia: FMI, *The Silent Revolution*, (cap. 11: Debt Denouement 1987–1989), Washington DC.

88. Países que participaron del Plan Brady: Argentina, Brasil, Bulgaria, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Costa de Marfil, Jordán, México, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Pakistán, Polonia, Rusia, Uruguay, Venezuela y Vietnam. En Argentina, a través del Plan Brady se canjeó el saldo de deuda pública acumulado con los bancos internacionales, en situación irregular, a sola firma y sin respaldo, por bonos garantizados, para cuya adquisición se aplicó un préstamo del FMI de 1993. A fines de 1989 la deuda argentina con los bancos comerciales era de aproximadamente u\$s 38,7 mil millones incluyendo capital e intereses vencidos, y la de bonos u\$s 6.169. En 1993 la deuda bancaria se redujo a u\$s 1,2 mil millones, y la de bonos pasó a u\$s 31.594 millones (Cifras de Melconian, Carlos A. y Santángelo, Rodolfo A., “Deuda Pública”, en Caballero, Alicia y Otros, *Economía Argentina en Presente y Futuro*, Educa, 1ª. Ed., 1997, pp. 335–412).

89. Chamberlin, Michael M., *The Brady Plan – A Decade of Progress*, Emerging Markets Traders Association (EMTA), 31 de enero de 2000. Las cifras se expresan según la notación latina, en el original: “Secondary market trading activity increased exponentially, from about U.S. \$65 billion in 1989 to over U.S. \$2.7 trillion in 1995.”

La sucesión de crisis financieras –mexicana, asiática, rusa– disminuyó la actividad en el mercado secundario de bonos, en 1998 y 1999. Es justamente en este año cuando la ofensiva dolarizadora se lanza abiertamente en América Latina.

Sin embargo, no puede decirse que la presión para dolarizar haya surgido de la banca de inversión, porque no se lee en los boletines de EMTA –la asociación que reúne a la banca de inversión que opera en mercados emergentes– comentario alguno sobre la dolarización plena, pese al alto volumen de sus negocios en dos países latinoamericanos: Brasil representaba en 1998 el 30% del monto total operado, y Argentina el 15%. Acorde lo apuntado por Molano, a los tenedores de bonos no les interesa el régimen cambiario que rija en los países emisores, sino su solvencia.

Queda en pie, entonces, la hipótesis de que una parte del gobierno norteamericano, o de la élite que alentó este proceso, deseaba la dolarización unilateral, jugando con disimulo a que las crisis latinoamericanas inducirían a aceptarla.

No queda claro, en cambio, la motivación del concentrado grupo de instituciones y personas que se hicieron cargo del diseño, apoyo y difusión de la dolarización plena de América Latina. Varios de los defensores de la dolarización plena –Hanke con Toronto, Warburg, Bear Stern– tenían intereses directos en títulos de países de Latinoamérica, pero otras compañías también los tenían, y mantuvieron un perfil menos expuesto en este tema. Los *sponsors* corporativos del Cato Institute –entre ellos, American Express, Citicorp, Chase, Caterpillar, Coca Cola, Dow– también aportan a otras instituciones, que no se hicieron eco del proyecto dolarizador. Tal vez, la estrategia contemplaba que pocos agentes quedaran comprometidos con esta apuesta, arriesgada, en caso de que el juego no finalizara bien, como efectivamente ocurrió cuando Argentina declaró su *default*, que disparó la contraorden: ¡a desdolarizar!

RESUMEN

En este trabajo se analiza la gestación y trayectoria del proyecto de dolarización de América Latina, con énfasis en el caso argentino.

Hacia fines de los '90, todos los países latinoamericanos recibieron recomendaciones de centros académicos estadounidenses y locales, y de los organismos financieros internacionales, para dolarizar plenamente sus economías, sustituyendo las monedas domésticas por el dólar. Argentina adoptó la convertibilidad en 1991, y en 1999 anunció que estudiaba dolarizar plenamente su economía. Ecuador y El Salvador dolarizaron en 2000 y 2001, respectivamente. El Congreso estadounidense discutió una ley para compartir el señoreaje con los países dolarizados, que finalmente fue rechazada.

El FMI desaconsejó la dolarización hasta 1997, y luego incluyó como condicionalidades de sus programas las reformas macroeconómicas para convivir con ella. Sus publicaciones promovieron fuertemente esta política monetaria. El *default* de Argentina a fines de 2001 llevó al FMI a concluir que los tipos de cambio fijos no son adecuados, y que ahora se debe desdolarizar.

ABSTRACT

This paper analyzes the gestation and performance of the dollarization project in Latin America, particularly the Argentine case.

Towards the end of the 90's, all the Latin American countries received recommendations from American and local academic centers, and from international financial bodies, to fully dollarize their economies, substituting the dollar for their local currencies. Argentina adopted convertibility in 1991, and in 1999 announced that it was analyzing full dollarization of its economy. Ecuador and El Salvador dollarized in 2000 and 2001 respectively. The American Congress discussed a law to share seigniorage with the dollarized countries, which in the end was rejected.

The IMF advised against dollarisation until 1997, and then included macro-economic reforms for living with it as conditions for its programs. Its publications strongly promoted this monetary policy. The Argentine default at the end of 2001 led the IMF to conclude that fixed exchange rates are not appropriate, and that now countries should de-dollarise.