

Mercados Emergentes: Nuevas Monedas de Reserva y las Externalidades de las Economías Avanzadas

Domingo Cavallo¹

El único respaldo que tienen hoy en día las monedas de reserva es la confianza. Son formas de deuda, ya que no están más respaldadas por oro o alguna otra mercancía. Estas monedas son demandadas porque generan confianza y son convertibles unas con otras, sin ninguna restricción legal.

El Dólar es la moneda de reserva más importante. Durante el período de entreguerras la Libra Esterlina compitió con el Dólar. En tiempos más recientes, el Euro y el Yen empezaron a ganar importancia. Otras monedas, como el Dólar Canadiense y el Dólar Australiano también están adquiriendo, gradualmente, el estatus de monedas de reserva, pero todavía representan una proporción menor de las reservas globales.

La principal ventaja de adquirir el estatus de moneda de reserva es el hecho de que el país puede emitir toda su deuda en moneda local. Esto es por lo que más y más países seguirán intentando lograr que sus monedas sean elegibles para la constitución de reservas de los países.

En este momento no debería haber faltante de liquidez a nivel global, excepto por una contracción monetaria deliberada en un gran proveedor de moneda de reserva, como ocurrió en los tempranos 80's cuando la FED decidió pelear fuertemente contra la inflación. La aparición de nuevas monedas de reserva debería reducir los riesgos de eventos globales de iliquidez.

Los EE.UU. y los países que emiten las otras monedas de reserva, manejan sus políticas macroeconómicas tratando de lograr objetivos domésticos de inflación y empleo.

A pesar de la existencia del G20 y del FMI, que podría ayudar a coordinar las políticas macroeconómicas de las economías avanzadas, es justo decir que, desde el colapso del Sistema de Bretton Woods hasta ahora, ningún país de manera individual o ningún grupo de países, tomó la responsabilidad de las externalidades de sus políticas económicas sobre el resto del mundo. En este sentido, no hay un Sistema Monetario Internacional que busque la estabilidad global.

¹ Presentación de Domingo Cavallo en la conferencia "Bretton Woods: los Fundadores y el Futuro", Septiembre 2 y 3, 2014

Los mercados emergentes tienen una doble maldición. Sus monedas no son lo suficientemente confiables como para ser monedas de reserva. Y sufren de las externalidades de las políticas domésticas de los países avanzados.

Las externalidades causan sobre los mercados emergentes los mismos problemas que el mal manejo de la política macroeconómica causa en las propias economías avanzadas: recesión y deflación; sobrecalentamiento e inflación; estanflación; crisis financiera y crisis de deuda soberana.

La diferencia es que si un país, que tiene moneda de reserva, quiere resolver sus problemas, sólo tiene que corregir el mal manejo de sus políticas. Los mercados emergentes, en cambio, tienen un margen de maniobra mucho más estrecho con respecto a las políticas domésticas orientadas al arreglo de los problemas importados.

En la mayoría de los países, avanzados y emergentes, los riesgos de recesión y deflación y sobrecalentamiento e inflación, así como estanflación, están todavía asociados con errores en las políticas monetarias y fiscales de cada país, como era en el mundo menos globalizado financieramente del período 1914-1973.

Pero desde la globalización de las finanzas, que comenzó con el reciclaje de los petrodólares y se expandió rápidamente durante los 90 y los 2000, la mayoría de los desórdenes macroeconómicos en los mercados emergentes se dieron como consecuencia de crisis financieras y de crisis de deuda soberana influenciadas por los efectos derrame negativos (spill over effects) de las políticas macroeconómicas de los países avanzados.

Las crisis financieras y las crisis de deuda soberana son siempre, en todo tipo de países, la consecuencia del excesivo endeudamiento: a veces de las empresas, a veces de las familias, a veces de los intermediarios financieros y a veces de los gobiernos; y, en el momento de crisis, del excesivo endeudamiento de todos ellos.

En el mundo avanzado, como pueden emitir grandes cantidades de deuda denominada en moneda de reserva, siempre está la tentación de rescatar a los acreedores que asumieron riesgos excesivos (bail outs). Esa estrategia crea el riesgo de tasas de interés reales negativas para reducir el endeudamiento real a través de la licuación inflacionaria. Esta estrategia crearía problemas inflacionarios, inmediatamente en el mundo emergente y finalmente en sus propias economías.

Para lidiar con los problemas de deuda creados por las crisis financieras en las economías avanzadas, la solución no deberían ser "bail-outs" que simplemente transforman las deudas privadas en públicas sino "bail-ins" mediante un proceso ordenado de reestructuración de la deuda. Los Gobiernos y las Instituciones Financieras Internacionales deberían concentrar sus intervenciones en el campo financiero, primariamente en la facilitación de los procesos de reestructuración de deuda y no "rescatando" (bailing out) a los acreedores que tomaron riesgos excesivos. Esto es particularmente importante para minimizar los efectos derrame negativos sobre las economías emergentes.

Para las economías emergentes, la globalización financiera implica un creciente grado de sustitución de monedas y competencia entre la moneda doméstica y las monedas externas. Como consecuencia, las economías emergentes importan inestabilidad siempre que haya una amplia volatilidad en las monedas de reserva, especialmente en aquella a la que más está ligada la moneda doméstica.

Los antídotos utilizados por las economías emergentes no dolarizadas son: un uso activo de la política fiscal, política monetaria orientada hacia metas de inflación (inflation targeting) y la imposición de restricciones transitorias sobre movimientos de capitales de corto plazo mientras se construye la confianza necesaria para que la moneda nacional sea plenamente convertible.

Los efectos derrame negativos de la volatilidad de la moneda de reserva son mayores y más peligrosos en las economías altamente “dolarizadas”. Las economías altamente dolarizadas son normalmente aquellas que durante los 80’s sufrieron hiperinflación o cambiaron el régimen de manera tal que destruyeron el antiguo sistema monetario. Con el objetivo de estabilizar sus economías, algunos de esos países decidió adoptar regímenes bi-monetarios, permitiendo que el Dólar compita libremente con la moneda doméstica; otros dolarizaron completamente sus economías; otros adoptaron regímenes de caja de conversión y las economías europeas encontraron conveniente entrar en la Eurozona.

A pesar de que la “dolarización” hace que dichas economías sean más vulnerables a los efectos derrame negativos de la volatilidad de la moneda de reserva, una des-dolarización forzada no ha provisto la solución sino que sólo ha empeorado los problemas. La mejor solución para estas economías emergentes es aceptar la competencia de las monedas extranjeras y manejar la política monetaria de manera tal de incrementar la confianza en la moneda local.

Un futuro Sistema Monetario Internacional debería incluir un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana o, al menos, Cláusulas de Acción Colectivas mejoradas en las nuevas emisiones de bonos y un prestamista de última instancia para las naciones, no sólo para los intermediarios financieros.

