

## **Buscando el Régimen Monetario Apropriado para Economías Emergentes**

Por Domingo Cavallo<sup>1</sup>  
Marzo, 2003  
Traducción de Fernando Díaz

No existe cosa tal como un régimen monetario óptimo para economías emergentes. Al igual que con respecto a las demás instituciones económicas y políticas, las mejores reglas dependen de las circunstancias históricas específicas de cada país. Lo mejor que la teoría puede hacer, para ayudar a la construcción de las instituciones en las economías emergentes, es señalar los riesgos asociados a las conocidas distorsiones relacionadas con cada tipo de solución “second-best”(segundo mejor).

No obstante, para abrirle la puerta a la mejor solución para economías emergentes, en el futuro un Sistema Monetario Internacional debería ofrecerles la oportunidad de volverse miembros en forma plena de una Unión Monetaria que satisfaga los criterios identificados por Robert Mundell, ganador del Premio Nobel, para Áreas Monetarias Óptimas.

### **La Unión Monetaria es Mejor**

Actualmente, los países que son elegibles para convertirse en miembros de la Unión Europea gozan de la perspectiva de unirse al Euro. Ahora bien, este no es el caso de las economías emergentes que tienen la mayoría de su comercio internacional con los EEUU o Japón, ya que ninguno de estos dos países ha demostrado intención alguna en tener sus regímenes monetarios involucrado en Uniones Monetarias mayores. En un mundo ideal, una buena forma de moverse en la dirección de construir un mejor Sistema Monetario Internacional que aumentaría la perspectiva de crecimiento y estabilidad para la economía mundial, sería tener a los EEUU y Japón demostrando una buena disposición para usar sus monedas como la base para Uniones Monetarias ampliadas que le ofrecerían a los países en desarrollo que comercian con ellos la posibilidad de adoptar el mejor régimen monetario posible. No obstante, todavía no hay señales de que los EEUU y Japón gusten de esta idea.

El régimen monetario es una parte esencial de la base institucional de una economía. Si una economía emergente es incapaz de crear un buen régimen monetario, va a carecer de los mercados financieros y de capitales que son esenciales para el financiamiento de inversión productiva. Con esas limitaciones, será difícil para una economía de este tipo lograr estabilidad y crecimiento simultáneamente.

Un buen régimen monetario debe proporcionar, al menos, una moneda para eficientemente cumplir con las siguientes funciones: un medio de cambio para todo tipo de transacción (spot, futura, nacional, internacional) y una reserva de valor. Sin duda el

---

<sup>1</sup> Artículo publicado en “The Banker”, Marzo, 2003

mejor régimen monetario para una economía nacional es el de los EEUU hoy en día o el del Reino Unido durante la época del Imperio Británico. Una moneda, el Dólar hoy en día o la Libra Esterlina antes de la Primera Guerra Mundial, es aceptada mundialmente para todo tipo de transacciones y es considerada una reserva de valor segura. En la actualidad, solamente Europa, como una Unión Monetaria, y eventualmente Japón, si decide internacionalizar el Yen, están en posición de crear un régimen monetario como el recién descrito. En los tres casos, la moneda permite la existencia de mercados spot y futuros de cualquier tipo imaginable, mientras que las tasas de interés de largo plazo están cercanas a algún concepto de “tasa natural”, reflejando expectativas de estabilidad de precios en el largo plazo.

### **La Opción del “Second Best”**

El “second best” (segundo mejor) régimen monetario para economías emergentes involucraría el uso de una moneda domestica diferente de aquella utilizada para las transacciones con el exterior, o simplemente adoptar el Dólar, el Euro o el YEN para las transacciones domesticas. Los países encontrarán ventajas significativas en el uso de alguna de estas tres monedas si se dan dos condiciones: el comercio con alguno de estas tres áreas monetarias es significativo y una larga historia de inflación en el pasado ha impedido que se crearan mercados a futuros y contratos financieros de largo plazo. Las monedas extranjeras limpiarán la economía nacional de expectativas inflacionarias y permitirá la inmediata creación de mercados a futuro, que no podrían existir en un entorno inflacionario.

Esto significa que la tasa de interés de largo plazo será mucho más baja que de lo contrario. La dificultad que estas economías emergentes podrían enfrentar resulta de la inexistencia de un banco central que pueda actuar como un prestamista de ultima instancia. Sin embargo, en ocasiones esto no es relevante ya que incluso con la existencia de una moneda domestica, si la misma no inspira una credibilidad suficiente, la probabilidad de que el banco central pueda actuar como prestamista de ultima instancia será muy baja. Durante las crisis financieras solo se demanda moneda extranjera, por ende un aumento de la oferta de la moneda domestica solo alimentara una hiperinflación. Esto explica por qué Panamá, Ecuador y El Salvador ya han adoptado al Dólar como su moneda, y por qué la mayoría de las economías en América Central y El Caribe muy probablemente seguirán el mismo rumbo en el futuro.

Cuando el “second best” (segundo mejor) régimen monetario incluye una moneda domestica, la economía implicada debe definir dos características principales del mismo: el grado de convertibilidad entre la moneda domestica y la moneda extranjera y el grado de flexibilidad del tipo de cambio. Si las experiencias pasadas le permiten a una economía emergente tener un régimen monetario que combine el grado máximo de convertibilidad con la máxima flexibilidad del tipo de cambio, no existe duda alguna de que esa economía debe optar por una convertibilidad total y la libre flotación de la moneda domestica. El Reino Unido, Suiza, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Singapur, y algunas otras pocas economías eligieron ese patrón mucho tiempo atrás.

## **Convertibilidad vs. Flexibilidad**

El típico dilema que enfrenta una economía emergente que ha sufrido una larga experiencia de inflación persistente e, inclusive peor, hiperinflación, es como lidiar con el “trade off” (sacrificar una cosa por otra) entre la convertibilidad de la moneda doméstica y la flexibilidad del tipo de cambio. El grado de convertibilidad debe estar restringido de algún modo para que el banco central tenga alguna capacidad de conducir una política monetaria independiente vía la flexibilidad del tipo de cambio. De otro modo, todos usarían la moneda extranjera para la mayoría de las transacciones domésticas, particularmente las que involucran contratos de largo plazo. La típica restricción a la convertibilidad que es comúnmente impuesta involucra prohibirle a las instituciones financieras recibir depósitos en moneda extranjera de residentes y, también, prohibirles prestar domésticamente en moneda extranjera. Dado que esta limitación a la convertibilidad puede generar, en economías que han estado muy expuestas a periodos de inflación, el vuelo del ahorro doméstico, generalmente es acompañada por restricciones adicionales sobre las transferencias al exterior de los fondos de los residentes.

Estas restricciones pueden imponer importantes distorsiones sobre la economía, particularmente si los residentes las interpretan como que el gobierno está dejando abierta la posibilidad de, en el futuro, recaudar, a costa del capital, vía una repentina devaluación e inflación. Estas distorsiones se verán reflejadas en altas tasas de interés de largo plazo o simplemente en la inexistencia de ahorro y financiación de largo plazo. A esto se debe que algunas economías emergentes pueden preferir, al menos por un tiempo, sacrificar la flexibilidad del tipo de cambio pero garantizar una convertibilidad plena de su moneda doméstica a través de una caja de conversión. Este fue el caso de la mayoría de las economías mundiales entre 1870 y 1930, durante el Patrón Oro, como el de Malasia y Singapur inmediatamente después de su independencia, Argentina desde 1991 hasta el final del 2001, y Hong Kong desde 1983 hasta el presente.

El desafío es minimizar el riesgo de que el sacrificio de la flexibilidad del tipo de cambio en pos de una convertibilidad total, termine de la manera catastrófica que lo hizo para los países atados al Patrón Oro en los treinta y para Argentina en el 2002. Las economías emergentes que opten por una convertibilidad total, deberán salir del tipo de cambio fijo tan pronto como cuando una persistente entrada de capital externo presione hacia una apreciación de la moneda doméstica. Tal hecho deberá ser interpretado como un indicador de que la economía está lista para combinar una convertibilidad total de la moneda con una libre flotación del tipo de cambio. Esto es lo que hizo Singapur a principios de los setenta.

## **Otras alternativas**

Las economías emergentes que han tenido una historia de inflación pero consideran demasiado riesgoso sacrificar la flexibilidad del tipo de cambio, particularmente aquellas que son propensas a sufrir severos shocks (golpes o sacudidas) externos, probablemente intentarían otras herramientas institucionales en lugar de una convertibilidad total, en pos

de disminuir las tasas de interés de largo plazo y alentar el ahorro y el financiamiento de mediano y largo plazo. Chile, y de algún modo Brasil y Méjico, han utilizado exitosamente la indexación como una alternativa a la convertibilidad. Igualmente, cualquier sea el mecanismo utilizado para eliminar las distorsiones consecuencia de la falta de convertibilidad total, las crisis serán inevitables si no existe suficiente disciplina fiscal en las economías emergentes que tienen una larga historia de inflación.