

68

Alexander Guerrero
El ABC de una Junta
Monetaria o Caja de
Conversión

Centro de Divulgación del Conocimiento Económico, CEDICE
Diagramación: Dayana Lozano
Impresión: Representaciones Villegraf, C.A.
Tiraje: 1.000 ejemplares
Deposito Legal: LF53519993301312
ISBN: 980-6073-40-1
Caracas, Junio 1999

PRESENTACION

La población venezolana se ha empobrecido mucho en los últimos veinticinco años. Para poder subsistir son cada vez más las familias que tienen que limitar su consumo de alimentos a una comida al día. En este período, el índice de precios de alimentos al consumidor ha aumentado en 89.000% mientras que el salario mínimo ha aumentado en un 7.000%.

La extrema debilidad de nuestras instituciones junto a la marcada fuerza de los grupos de presión, hace que las políticas públicas en general y las decisiones que inciden sobre la expansión monetaria en particular sean sumamente vulnerables en Venezuela.

A medida que se doblaga la disciplina monetaria y la resultante inflación empobrece a los venezolanos, deteriorando el poder de compra de nuestra moneda, gana espacio en el escenario nacional la propuesta de establecer un marco rígido y permanente dentro del cual tengan que actuar las autoridades monetarias. A raíz de recientes experiencias exitosas en otros países adquieren relevancia las juntas monetarias o cajas de conversión “como un instrumento para estabilizar el tipo de cambio nominal y acelerar el proceso de estabilización económica.”

En “EL ABC DE UNA JUNTA MONETARIA O CAJA DE CONVERSION” Alexander Guerrero, destacado economista de la Universidad de Zagreb con Master en Sciences and Agricultural Development, Master en Econometrics de Victoria Manchester University, PhD Economics University of London y miembro del Comité Académico de CEDICE, nos explica qué es una caja de conversión y como funciona. Guerrero también analiza las exitosas experiencias de Hong Kong y Estonia con la caja de conversión,

destacando posteriormente las ventajas y dificultades en el establecimiento de la misma.

Mucho se ha discutido en Venezuela sobre la caja de conversión, siendo a veces nublado el debate por falta de claridad en las opiniones emitidas y/o conceptos manejados.

Siendo consecuentes con nuestra misión de divulgar el conocimiento económico, esperamos que este didáctico ensayo de Alexander Guerrero contribuya al mejor entendimiento de este esquema cambiario y de las bondades y restricciones que trae consigo.

Es imposible discrepar de Guerrero cuando afirma que “la disminución de la inflación y de las tasas de interés, así como la credibilidad de la política monetaria en su conjunto, favorecería la inversión y planeación de proyectos de mediano y largo plazo de las empresas, tanto nacionales como extranjeras”.

Si queremos frenar el deterioro del poder de compra de nuestra moneda es esencial erradicar la inflación. Alexander Guerrero analiza un efectivo mecanismo para alcanzar este objetivo. Mientras los venezolanos discutimos sus propuestas continúa nuestro proceso de empobrecimiento.

René Scull
Vicepresidente CEDICE

El ABC de una Junta Monetaria o Caja de Conversión

Alexander Guerrero

Introducción

En los últimos años ha tomado auge el interés en las cajas de conversión monetaria, conocidas también con su nombre inglés de “currency boards”, como un instrumento para estabilizar el tipo de cambio nominal y acelerar el proceso de estabilización económica.

Las cajas de conversión aparecieron a mediados del siglo pasado y fueron muy comunes hasta mediados del presente. Debido a su origen colonial británico, las cajas de conversión, dejaron de ser relevantes cuando las antiguas colonias fueron independizándose. Aunque en algunos casos se mantuvieron los elementos básicos de las cajas de conversión, como el tipo de cambio fijo y el completo respaldo por reservas internacionales, la aparición de los bancos centrales en los países en desarrollo a partir de la década de 1920, dio origen a la posibilidad de políticas monetarias discrecionales y al financiamiento del déficit del gobierno, lo que sin duda se convirtió en una tentación muy grande para las nuevas autoridades.

Las características fundamentales de la caja de conversión son dos.

Primera: es que esta institución tiene como reserva, o respaldo, de los billetes y monedas locales, a una moneda

extranjera. El respaldo tiene que incluir a los depósitos de encaje, si los hubiera, que los bancos tienen en la caja de conversión.

Segunda: La caja de conversión está obligada a suplir, o redimir, sin límites, la moneda local a un tipo de cambio fijo establecido.

Las razones más importantes de este renovado interés por las cajas de conversión tiene que ver con la necesidad de confrontar algunas experiencias inflacionarias persistentes en algunos países latinoamericanos, la re-introducción exitosa de la caja de conversión de Hong Kong en 1983, así como la disolución de la Unión Soviética en 1991 y la necesidad de adoptar un sistema monetario que garantice la estabilidad financiera a los nuevos estados.

En la presente Carta Económica se hará una presentación conceptual de las cajas de conversión monetaria y una breve reseña histórica de las mismas. Se presentarán también los casos de algunos países que en la actualidad tiene operando instituciones que se asemejan al concepto teórico de caja de conversión, así como una presentación esquemática de los requisitos, ventajas y desventajas del establecimiento de una caja de conversión, para finalmente presentar algunas ideas sobre su viabilidad en Venezuela.

¿Qué es una Caja de Conversión?

Dos de los economistas que más han defendido las ventajas de la reactividad de las cajas de conversión, han sido Hanke y Schuler (1994). De acuerdo a estos autores, una caja de conversión es una institución monetaria que tiene la facultad de emitir billetes y monedas (y en algunos casos depósitos) que están completamente respaldados por una moneda extranjera que se utiliza como reserva

y que tiene completa convertibilidad a la moneda de reserva a un tipo de cambio fijo. La moneda de reserva puede ser una moneda extranjera, o incluso una mercancía como el oro, que ha sido escogida por su estabilidad esperada. El país que emite las monedas de reservas es llamado el país reserva, como lo serían Inglaterra, los Estados Unidos o Alemania con la libra esterlina, el dólar o el marco alemán, respectivamente.

Como activos de reserva, una caja de conversión puede mantener títulos de poco riesgo que le generen intereses denominados en la moneda de reserva, pero siempre tiene que mantener reservas equivalentes al 100% o más de la emisión en moneda nacional, garantizando de ésta manera la plena convertibilidad y el tipo de cambio fijo. Por otro lado, a diferencia de un banco central usualmente no acepta depósitos, y cuando lo hace, estos también tienen que estar respaldados con las reservas de moneda extranjera en por lo menos el 100%. Los ingresos de la caja de conversión provienen de la diferencia entre los intereses obtenidos de las inversiones de sus reservas como activos que producen intereses y los gastos que se originan por mantener sus billetes y monedas en circulación.

La cantidad de billetes y monedas en circulación no depende de las decisiones que adopte la caja de conversión sino del mercado. A diferencia de un banco central, la caja de conversión no tiene un rol activo en determinar la base monetaria. En efecto, al mantener el tipo de cambio fijo respecto a la moneda de reserva, y debido a la obligatoriedad de mantener por lo menos un cien por ciento de reservas, se le hace imposible a la caja de conversión aumentar o disminuir la base monetaria de manera discrecional.

Otra diferencia con respecto a un banco central, es que una caja de conversión no requiere que los bancos mantengan encaje

legal, es decir, una determinada proporción de sus obligaciones con el público. Para un banco central, la base monetaria consiste en los billetes y monedas en poder del público más los depósitos que los bancos tienen en el banco central como encaje legal. Por su parte, la base monetaria de una caja de conversión se limita únicamente al dinero que tiene el público en su poder. Cuando por cualquier razón, todavía se mantienen depósitos de los bancos como encaje legal, estos también tienen que estar respaldados por las reservas internacionales.

Una de las características más importantes en el sistema de la caja de conversión es el hecho de que ésta sostiene un tipo de cambio fijo (“fixed exchange rate”) en relación a su moneda de reserva, esto la diferencia del tipo de cambio fijado por un banco central (“pegged exchange rate”). Una caja de conversión no puede alterar el tipo de cambio, excepto en casos muy extremos, como cuando la moneda de reserva sufre variaciones importantes en su valor debido a que la credibilidad y la estabilidad de la moneda del país de reserva se pierde, de ahí la necesidad de escoger una moneda de reserva que mantenga su estabilidad en el tiempo. Por ejemplo, durante el siglo pasado, la mayoría de las cajas de conversión tenían como moneda de reserva la libra esterlina, la cual se mantuvo estable hasta la segunda guerra mundial. Posteriormente, las cajas de conversión atadas a esta moneda tuvieron que devaluar su moneda y atarse a otras, como fueron los casos de Hong Kong, Brunei y Singapur, quienes se ataron al dólar americano a principios de los años setenta.

Otra de las características más importante de una caja de conversión es que no puede actuar como prestamista de última instancia. Es decir, no puede hacer préstamo a los bancos comerciales que padezcan transitoriamente de iliquidez. Según Hanke y Shuler (1994) las quiebras bancarias en países con cajas de conversión han sido mínimas y el daño a los depositantes ha sido

mínimo también. De igual, o mayor, importancia es el hecho de que la caja conversión tampoco puede darle financiamiento al gobierno o cualquier empresa estatal.

Ante todas estas características, se supondría que una caja de conversión tendría mayor confiabilidad que un banco central, en términos del compromiso de mantener la estabilidad de precios, siempre y cuando el país de reserva, específicamente su banco central o el que emite el dinero de reserva, refleje situaciones estables en términos monetarios.

Siguiendo lo establecido por Bennet (1994), podemos decir que la decisión de establecer una caja de conversión pasa por resolver cinco puntos básicos:

1) ¿Qué es lo que se va a respaldar?

La solución más sencilla es respaldar sólo billetes y monedas en circulación, como lo que hace la caja de conversión de Hong Kong. Si se establecen, como en la mayoría de los bancos centrales, depósitos de los bancos en el banco central, es necesario incluir al circulante y a estos depósitos, es decir, la base monetaria, en la garantía de convertibilidad por la moneda extranjera de reserva.

2) ¿Cuánto respaldo debe darse?

Para garantizar la confianza del público en la convertibilidad, la caja de conversión debe comenzar con suficientes reservas internacionales como para respaldar una proporción del valor de los pasivos a la tasa de cambio escogida. Si no hay confianza por parte del público, esta proporción necesita ser de por lo menos 100 por ciento. Si un banco central mantiene depósitos de reserva de la banca comercial debería de mantener un

excedente de reservas para enfrentar situaciones tales como quiebras bancarias.

3) ¿Con qué respaldar y a qué moneda fijar el tipo de cambio?

El escoger la moneda a la que fijar el tipo de cambio tiene que ver con la característica de estabilidad de la misma así como la situación actual y futura del comercio internacional del país. De esta manera para Argentina y Hong Kong la moneda obvia fue el dólar norteamericano. Para Estonia, la corona sueca o el marco finlandés hubieran sido óptimos por razones comerciales, pero se escogió el marco alemán por razones de estabilidad.

La caja de conversión debe estar respaldada, en principio, por reservas internacionales mantenidas como activos a plazo en la moneda en que el tipo de cambio ha sido fijado. En algunos casos se ha permitido la utilización en un porcentaje pequeño de deuda del gobierno pero esto atenta contra la credibilidad de la caja de conversión. El concepto de reservas internacionales debe incluir a las reservas internacionales netas incluidos los atrasos por pagos a la deuda externa. Esto es así porque se requiere que estas reservas sean mantenidas como depósitos de largo plazo.

4) ¿Qué tipo de cambio se debe escoger?

Para determinar el tipo de cambio hay que tomar en cuenta el grado de sobrevaluación de la moneda desde el punto de vista de la competitividad. Además, hay que considerar las implicancias del tipo de cambio a escoger para el nivel de reservas internacionales que se utilizan como respaldo, así como el cambio sobre el tipo de cambio del mercado. Normalmente la caja de conversión se introduce luego de que ha habido un ataque especulativo, de tal manera que la sobrevaluación ha sido probablemente eliminada, este fue el caso de Hong Kong y el de Argentina. En general, el tipo de

cambio de mercado contiene la suficiente información como para evitar un ataque especulativo en el corto plazo.

5) ¿Quién puede tener acceso a la caja de conversión?

Normalmente al principio se deja que los bancos comerciales, y el público a través de una ventanillas, tengan acceso a la caja de conversión. Con el tiempo, y por razones obvias, la caja de conversión sólo se limita a transacciones en montos significativas con los bancos. Los individuos y las empresas se apoyan en la competencia bancaria, y el arbitraje del mercado, para asegurarse que el tipo de cambio sea equivalente.

Breve reseña histórica

Las cajas de conversión tienen su origen en el sistema colonial británico. La primera caja de conversión fue establecida en la Isla de Mauricio en 1849, pero de acuerdo a Schwartz (1993) técnicamente no fue una caja de conversión, ya que mantuvo como reservas un 50 por ciento de obligaciones con el Gobierno. A partir de 1885, comenzando con la caja de conversión de Ceylán, no se permitió el uso de obligaciones del gobierno, aunque en algunos casos se mantuvieron como reservas obligaciones de otras colonias británicas.

A principio de este siglo se podían contar más de 70 países en los que habían cajas de conversión, siendo la mayoría de ellos colonias británicas. De acuerdo a Williamson (1995) el propósito de crear una caja de conversión era el de proveer a los habitantes de la colonia los beneficios de una moneda estable y convertible, tal como la libra esterlina, aunque sin los costos en que incurriría la colonia si usara los billetes y monedas de la libra esterlina, estos costos podían ser de dos tipos: los incurridos en reemplazar las

monedas y billetes perdidos o destruidos y los intereses dejados de ganar porque la colonia mantendría activos que no generaban intereses para satisfacer sus necesidad monetarias. Si los comparamos con la situación en la que la colonia tendría que usar las monedas y billetes de la libra esterlina, no hay duda de los beneficios de la caja de conversión.

Hubo también cajas de conversión en países independientes como Argentina entre 1902 y 1914, y luego entre 1927 y 1929, en Irak entre 1931 y 1949, en Irlanda durante los años entre las dos guerras mundiales, en la ciudad de Danzig entre 1922 y 1923, en Panamá entre 1904 y 1931, Yemen del Norte de 1964 a 1971, y en Hong Kong luego de la Segunda Guerra Mundial hasta 1974. Estas experiencias son discutidas en Hanke y Schuler (1994) y Williamson (1995).

Un caso interesante y presentado por Hanke y Schuler (1991) es el de la caja de conversión de Rusia del Norte, creada por el Tesoro Británico en 1918 por recomendación de John M. Keynes. El Norte de Rusia era una región donde operaban las tropas aliadas luego de la Revolución Rusa. En realidad esta caja de conversión (como muchas otras) no era ortodoxa en el sentido que un cuarto de sus activos eran obligaciones del Gobierno del Norte de Rusia, pero cuando el Gobierno cesó en el pago de sus bonos, la deuda fue asumida por el tesoro británico de tal manera que la caja de conversión fue capaz de operar en el medio de la guerra y aún luego de la derrota del Norte de Rusia.

Las cajas de conversión alcanzaron su apogeo a fines de la década de 1940. A partir de 1950, cuando se inicia un fuerte proceso de descolonización en Africa, Asia, el Caribe y el Medio Oriente, la desaparición de las cajas de conversión comienza a ceder terreno a

los nuevos bancos centrales que aparecen luego de la independencia política.

La mayoría de las cajas de conversión fueron reemplazada por bancos centrales a comienzo de la década de 1970, incluido el caso de Hong Kong que dejó flotar su moneda y abandonó su caja de caja de conversión en 1974. Es así que las cajas de conversión sólo sobrevivieron en territorios muy pequeños como las Bermudas, las Islas Faeroe, las Islas Malvinas, las Islas Caimán y Gibraltar.

Singapur presenta todavía el caso especial de una caja de conversión con reservas iguales o mayores al 100 por ciento, pero a la que añade una autoridad monetaria que lleva a cabo la mayoría de las funciones de un banco central incluyendo operaciones de mercado abierto. Por otro lado, Singapur no mantiene un tipo de cambio fijo y no aumenta necesariamente su base monetaria en respuesta a un aumento de reservas. Debido a todo esto no se lo puede caracterizar como una caja de conversión, sólo porque mantiene reservas iguales al 100 por ciento de su base monetaria.

Un caso especial es el de Panamá, con una economía completamente dolarizada, pero sin el funcionamiento de una caja de conversión. La diferencia entre la completa dolarización como el caso de Panamá y una caja de conversión es que con esta última el país puede captar el “señoreaje” en vez del banco central extranjero que emite las monedas y billetes (dólares). Los beneficios para la caja de conversión, que no se obtienen cuando sólo circula la moneda extranjera, son los intereses ganados por las reservas internacionales, menos los costos de poner en circulación los billetes y monedas domésticos. Actualmente, de acuerdo a Hanke y Schuler (1994) existen cajas de conversión ortodoxas en Hong Kong, Gibraltar, las Islas Caimanes, las Islas Malvinas, las Islas Faeroe y en las Bermudas; y cajas de conversión más flexibles en Argentina, Singapur, Estonia y Brunei.

Algunas experiencias recientes de cajas de conversión

Hong Kong

Luego de haber dejado flotar su moneda por algunos años, Hong Kong restableció la operación de su caja de conversión en octubre de 1983. La razón de este cambio se debió a la crisis monetaria originada por la incertidumbre creada por las intenciones de China respecto a Hong Kong. Esto llevó a un movimiento especulativo respecto al dólar de Hong Kong, que culminó con una depreciación del mismo. Como respuesta, las autoridades de Hong Kong decidieron restablecer la plena convertibilidad con una caja de conversión para garantizar la estabilidad de su moneda. Este caso es desarrollado por Hanke y Schuler (1994), Bennett (1994) y Williamson (1995).

La moneda de Hong Kong (el dólar de Hong Kong) es emitida por tres bancos privados hasta por un monto igual a los dólares norteamericanos que ellos envían como reservas a la caja de conversión, a cambio de certificados de depósito que no les producen intereses. La caja de conversión, entonces, no tiene depósitos de encaje de los bancos, sino sólo reservas iguales a la emisión de los billetes y monedas en circulación. Todas las otras transacciones con moneda extranjera se dan en el mercado libre de cambios, donde obviamente las desviaciones respecto a la paridad se dan por los costos de transacción.

Aunque la caja de conversión de Hong Kong es presentada como una de las más ortodoxas, paulatinamente ha ido adquiriendo características similares a las de un banco central. A partir de 1988 se autorizó a la caja de conversión a realizar operaciones de mercado abierto, las que han sido utilizadas para reducir la

necesidad de “arbitrar” la emisión de los bancos. En 1990 adquirió la capacidad de emitir “bonos del tesoro” de tres meses, y a partir de 1993 se abrió una ventanilla de descuento para poder proveer de liquidez a los bancos. De acuerdo a Schwartz (1993) el proceso por el que está pasando la caja de conversión de Hong Kong obedece a la “disolución progresiva del compromiso con el tipo de cambio”. Aparentemente, se sigue un proceso similar al de Singapur donde la forma de la caja de conversión se mantiene, pero se añaden elementos sustanciales de un banco central. Esto se debe a que una vez que la credibilidad ha sido establecida, la necesidad de defender al tipo de cambio no imposibilita la defensa del sistema financiero. A pesar de estos cambios, Hanke y Schuler (1994) sostiene que la caja de conversión de Hong Kong es ortodoxa en su operación.

Argentina

La experiencia latinoamericana más reciente con una caja de conversión se ha dado en Argentina, que en abril de 1991 adoptó un plan de convertibilidad con el objetivo de estabilizar los precios y recobrar la credibilidad de su moneda con los agentes financieros. La ley de convertibilidad exigía al Banco Central de Argentina mantener una paridad cambiaria del peso con el dólar de los Estados Unidos. Esto implicaba que la única forma de crear dinero era a través de la compra de divisas y de destruirlo con la venta de éstas.

Es necesario señalar que por las peculiaridades de la convertibilidad argentina, y como veremos luego, también la de Estonia, Hanke y Schuler (1994) denominan estos casos como “banco centrales que imitan a cajas de conversión”.

De acuerdo a la ley argentina, el banco central no puede devaluar el peso sino con previa aprobación del Congreso Nacional y tampoco puede otorgarle financiamiento al gobierno. Sin embargo, en su Ley Orgánica, el Banco Central está autorizado a

comprar títulos del gobierno central denominados en dólares hasta el equivalente de un tercio de reservas internacionales.

Una de las grandes diferencias entre una caja de conversión típica y el caso de Argentina consiste en que el Banco Central podrá continuar con su rol de prestamista de última instancia y al mismo tiempo podrá seguir exigiendo a los bancos mantener un encaje legal.

Debido en parte a las limitaciones mencionadas anteriormente, y el desarrollo posterior de la crisis mejicana, la credibilidad del plan de convertibilidad se vio afectada a fines de 1994, cuando el gobierno argentino se vio en la necesidad de endeudarse para cubrir su déficit fiscal. Esto ocasionó que muchos depositantes en moneda nacional retiraran sus depósitos y los convirtieran a dólares, situación que se generalizó y creó desconfianza en el sistema financiero. Para febrero de 1995, los depositantes comenzaron a retirar los depósitos en moneda extranjera lo que indujo a muchos bancos a subir drásticamente sus tasas pasivas. Al mismo tiempo, los bancos perdieron reservas y redujeron sus depósitos de encaje legal.

Para evitar que la crisis se extendiese a todo el sistema financiero, el banco central comenzó a operar como prestamista de última instancia además de otorgar otros redescuentos y adelantos. Por otro lado, se redujo el nivel de encaje legal requerido. Sin embargo, todas estas medidas no pudieron neutralizar los efectos de la crisis sin comprometer las reservas de libre disponibilidad que respaldaban la base monetaria. La crisis le costo al banco central el equivalente a 1,500 millones de dólares, los que tenía por encima de lo requerido para respaldar la base monetaria. Adicionalmente, se creó un Fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria, que era una red privada de seguridad, con aportes de préstamos nacionales y

extranjeros de unos 2,000 millones de dólares para amortiguar los problemas de liquidez de muchos bancos. Estas medidas tampoco fueron suficientes, por lo que tuvo que atacarse la raíz del problema: el déficit fiscal. El gobierno tuvo que aumentar los impuestos para amortiguar su déficit y además endeudarse con el exterior siempre en miras de conservar la convertibilidad de la moneda.

Estonia

Luego de su independencia de la Unión Soviética, Estonia, que fue una de las más antiguas repúblicas soviéticas que con más empeño buscó pasar a una economía de mercado, reemplazó en Junio de 1992 el rublo por su propia moneda, la corona, bajo un acuerdo de convertibilidad con el marco alemán. De esta manera Estonia se convirtió en el primer país de la antigua Unión Soviética en introducir su propia moneda y en uno de los pocos en el mundo en operar una caja de conversión. Un análisis detallado de la caja de conversión de Estonia se puede encontrar en Bennett (1993).

El caso de Estonia tampoco es el de una caja de conversión ortodoxa. El Banco de Estonia (el banco central) está dividido en un Departamento de Emisión, que es la institución responsable de la caja de conversión, y el departamento Bancario, que cumple con las funciones tradicionales de un banco central como la de ser prestamista de última instancia. Esta función, sin embargo, está limitada al monto de reservas con que cuenta el Banco de Estonia.

Para iniciar la caja de conversión, Estonia contó con el respaldo de sus reservas en oro y comenzó con el 90 por ciento de respaldo a su moneda que pronto alcanzó a más del 100 por ciento. Sin embargo consideramos la deuda externa, la caja de conversión de Estonia no estaba completamente respaldada, de tal manera que

se asemeja más al caso argentino. En el momento de la fijación del tipo de cambio cuando aún circulaba el rublo éste se cambiaba libremente por el dólar. Cuando se fijó el tipo de cambio a 8 coronas por marco alemán, se tomó como referencia el tipo de cambio prevaleciente en el mercado.

La estabilidad de la moneda de Estonia originó un flujo de capitales que expandió la oferta monetaria, disminuyó la tasa de interés y se estimuló el crecimiento de la moneda de la economía. De acuerdo a Williamson (1994) de los tres países bálticos, Estonia fue quien sufrió menos la transición a una economía de mercado, y en 1994 ya estaba creciendo al 6 por ciento en términos reales.

Requisitos e implicancias de establecer una caja de conversión

Como hemos visto de las experiencias presentadas, una de las condiciones más importantes para el establecimiento de una caja de conversión es que ésta no puede ser utilizada como un instrumento financiero del gobierno. La razón es que si se le presta al gobierno, las reservas de la caja de conversión pasan a tener pasivos del gobierno, lo que va a afectar la credibilidad de la fijación del tipo de cambio por no tener los recursos para la convertibilidad. La caja de conversión hace muy difícil manejar irresponsablemente el presupuesto del gobierno, y reduce sustancialmente las opciones monetarias y fiscales del mismo. Al demandar una cantidad pre-anunciada de reservas por cada billete y moneda que se emite, y al ofrecer plena convertibilidad, se imposibilita la emisión discrecional de dinero para cubrir obligaciones fiscales. Los límites a esta imposibilidad son explicadas para distintos casos en Osband y Villanueva (1993).

La restricción fiscal se vuelve aún más amplia si observamos que el gobierno se ve obligado a recurrir a la banca comercial para

financiar sus operaciones, esto va a tener un impacto sobre las tasas de interés. De ahí la necesidad de obtener un compromiso del gobierno de eliminar el déficit fiscal. No sólo es necesario que el banco central (y la caja de conversión) no le presten al gobierno, sino que este elimine su déficit fiscal. Este compromiso fue establecido y cumplido por Estonia al iniciar la caja de conversión así como por la Argentina, antes del inicio del plan convertibilidad. Véase a este respecto Bennett (1993) y World Bank (1992).

En el aspecto fiscal, la experiencia de Argentina es aleccionadora. Sólo la percepción de un déficit fiscal produjo expectativas y desconfianza en la credibilidad del plan de convertibilidad, lo que condujo a un retiro de depósitos en moneda nacional para dolarizarlos. Si bien es cierto que el banco central no financió el déficit del gobierno, éste subió los impuestos para financiar sus gastos, y peor aún, en un momento en que el nivel de actividad económica se estaba deprimiendo. También prometió cubrir su déficit con recursos externos que eventualmente tendrían que ser pagados vía una mayor recaudación fiscal. Por lo tanto, se requiere de una disciplina fiscal permanente y sostenible para que pueda funcionar una caja de conversión y alcanzar altos niveles de actividad económica.

Con la operación de una caja de conversión, la tasa de interés es determinada por el mercado en términos más absolutos que en el caso de que exista un banco central. La razón de esto es que con la caja de conversión no existen operaciones de mercado abierto y no se puede esterilizar los flujo de divisas. La caja de conversión pierde, de esta manera, cualquier posibilidad de influir sobre las tasa de interés. En la práctica, como vimos párrafos más arriba, aún una caja de conversión ortodoxa como la de Hong Kong interviene en el mercado con operaciones de mercado abierto para evitar variaciones significativas de las tasas de interés.

Otro aspecto en el que la caja de conversión es distinta un banco central es la desaparición del rol de prestamista de última instancia. Sólo cuando se mantienen reservas por encima del 100 por ciento de respaldo se puede pensar en solucionar crisis de liquidez de alguno de los bancos comerciales. En el caso de Hong Kong, por ejemplo, el exceso de reservas sólo puede significar que el sistema bancario tiene un respaldo muy alto.

En lo que se refiere a posibles variaciones en el tipo de cambio fijo, ya sea una devaluación o una revaluación, aunque esto es posible dentro de un caja de conversión, no es recomendable. La razón tiene que ver tanto con la credibilidad del tipo de cambio como con la estabilidad de las tasas de interés que comenzarían a variar especulativamente sólo ante la posibilidad de una realinación del tipo de cambio en el futuro.

A partir de la experiencia Argentina, vemos que es necesario tener un elevado nivel de reservas para hacer frente a eventuales choques de naturaleza externa e interna. Un choque externo se puede identificar como una disminución de los ingresos de divisas consecuencia de una caída de los precios de exportación, o por una reversión de los flujos de capital externo. Por su parte, un choque interno se puede identificar como una crisis financiera tal como la de Argentina en 1994.

Cuando se considera fijar el tipo de cambio en un sistema de caja de conversión, se asume que la economía no se ajustaría por el tipo de cambio, sino por tasas de interés, precios y salarios. Pero para que la economía se ajuste por salarios, por ejemplo, es necesario tener un mercado laboral flexible. Esto quiere decir que, ante una caída de los ingresos por exportación y la necesidad de obtener una depreciación del tipo de cambio real, se requerirá que la

inflación doméstica se ubique por debajo de la inflación internacional, es decir, que los salarios nominales caigan. No sería aconsejable implementar una caja de conversión en una economía sujeta a “shocks” externos y donde el mercado laboral no sea suficientemente flexible.

En relación a los precios, un súbito aumento en el flujo de las exportaciones o de capitales externos y su correspondiente monetización implicará, con un tipo de cambio fijo, una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real vía una mayor inflación. Si alternativamente se tuviera un régimen de tipo de cambio flexible, se evitaría el costo inflacionario vía una apreciación nominal. Análogamente, ante una caída de los ingresos de divisas se evitaría un excesivo costo recesivo vía una depreciación del tipo de cambio.

Sólo cuando la economía de un país no está mayoritariamente sujeta a “shocks” externos, tiene una balanza de pagos viable, un nivel adecuado de reservas internacionales netas, y se desea aumentar la protección ante “shocks” internos derivados de presiones políticas para financiar el déficit fiscal, es que ameritaría estudiarse la posibilidad de establecer una caja de conversión.

Ventajas del establecimiento de una caja de conversión

Las ventajas del establecimiento de una caja de conversión, en comparación a una situación donde existe un banco central que implementa una política monetaria activa, se puede resumir en que la caja de conversión facilita la estabilización de la economía al “atar de manos” la posibilidad de financiar internamente el déficit fiscal y de esta manera se promueve el comercio internacional, la inversión, y el crecimiento de la economía.

Podemos, además, señalar las siguientes ventajas más puntuales que son las que contribuyen a lo señalado en el párrafo anterior.

- Se evita utilizar la política monetaria para financiar al sector público y de esta manera se promueve la eliminación del déficit fiscal.
- Se establece un tipo de cambio fijo con un respaldo mínimo del 100 por ciento en moneda de reserva, garantizando una convertibilidad total de la moneda nacional y erradicando el riesgo cambiario.
- Se reduce la inflación a niveles muy similares a la del país cuya moneda se utiliza como reserva, reduciendo además las tasas de interés en moneda nacional por la credibilidad que generaría la nueva política.
- Se eliminaría el encaje legal y por consiguiente una causa del aumento de las tasas de interés.
- La disminución de la inflación y de las tasas de interés, así como la credibilidad de la política monetaria en su conjunto, favorecería la inversión y planeación de proyectos de mediano y largo plazo de las empresas, tanto nacionales como extranjeras.

Algunas dificultades

La primera limitación para el establecimiento de una caja de conversión se refiere al requerimiento de conseguir un nivel de reservas netas para cubrir la base monetaria. Este fue el caso de tanto de Argentina como de Estonia, que comenzaron con menos del 100 por ciento de respaldo en sus reservas. Un plan Brady en Argentina, y la restitución de oro por parte de Inglaterra a Estonia permitieron cubrir el respaldo necesario en ambos casos, pero no son eventos garantizados para cualquier país.

Cuando se fija el tipo de cambio a un determinado nivel, no se puede garantizar que la inflación doméstica sea igual a la inflación del país reserva. Si el problema inflacionario no es inercial sino de expectativas, es posible pensar que una fijación creíble del tipo de cambio, como la originada por una caja de conversión, será suficiente para detener las expectativas inflacionarias. Si la inflación es inercial llevará a una sobrevaluación del tipo de cambio en muy poco tiempo. Una solución propuesta es una devaluación mayor antes de la fijación del tipo de cambio, pero nada garantiza que el tipo de cambio actúe como un ancla, y más bien podría hacerlo como una grúa. Williamson (1995) sugiere que ese fue el caso de Polonia en 1990 y de Checoslovaquia en 1991. La solución al problema del tipo de cambio es siempre un aumento en la productividad, o una disminución relativa del precio de los bienes no transables, pero si la economía no es lo suficientemente abierta o capaz de generar crecimiento rápidamente la sobrevaluación tendrá un efecto negativo sobre las exportaciones. Esta fue, en alguna medida, la situación de Argentina en los primeros años luego del plan de convertibilidad.

La disminución de los grados de libertad a las autoridades económicas puede ser contraproducente en situaciones de “shocks” externos. Como ya sabemos, una caja de conversión no puede corregir el tipo de cambio aún si está sobrevaluado. En el caso de un aumento del precio del petróleo, por ejemplo, para un país importador, el mantener el tipo de cambio fijo va a tener efectos recesivos y más aún si el mercado laboral no es totalmente flexible.

Otra desventaja puede surgir de una apreciación de la moneda de reserva, vis-a-vis, otras monedas fuertes, con implicancias negativas para la competitividad del país. Este sería el caso, por ejemplo, de fijar el tipo de cambio con respecto al dólar

norteamericano y éste se aprecia en relación al marco alemán o al Yew japonés.

Una caja de conversión tiende a ser muy susceptible a las crisis financieras por la ausencias de un prestamista de última instancia. En general se considera prudente que una institución como un banco central sirva de prestamista de última instancia a un banco comercial en una situación de iliquidez pero de solvencia. Es cierto que eliminando el rol de prestamista de última instancia disminuyen los problemas de riesgo moral que puede tener la banca comercial al tener un comportamiento más riesgosos. Pero al eliminar la ayuda temporal a situaciones de iliquidez puede llevar a situaciones de insolvencia y crisis a la banca comercial con mayor rapidez, sin que las autoridades monetarias tengan ninguna posibilidad de acción.

En un caso de emergencia, cuando aún una caja de conversión se vea obligada a devaluar la moneda nacional, la credibilidad sufriría mucho. Esto aumenta los costos de renuncia al compromiso cambiario, y por lo tanto a cualquier flexibilidad de la política cambiaría.

Referencias Bibliográficas

- Bennett, Adam G. 1993 “The Operation of the Estonian Currency Board” IMF Staff Papers. 40 (Junio): 45.1470. 1994. “Currency Boards: Issues and Experiencies”. International Monetary Fund. Paper on Policy Analysis and Assessment. September.
- Hanke, Steve H. y Kurt Schuler. 1991 “Keynes’s Russian Currency Board”. En Steve Hanke y Alan Walters, Capital Markets and Development. San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press. 1994 Currency Boards for Developing Countries. A Handbook. San Francisco: International Center for Economic Growth.
- Osband, Kent, y Delano Villanueva. 1993 “Independent Currency Authorities. An Analytic Primer. “IMF Staff Papers”. 40 (Marzo): 202-216.
- Schwartz, Anna. 1993 “Currency Boards: Their Past, Present, and Possible Future Role”. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 39.
- Williamson, John 1995. What Role for Currency Boards? Policy Analyses in International Economics 40. Washington: Institute for International Economics.
- World Bank. 1992 Conference on Currency Substitution and Currency Boards. Enero 27-28. Mimeo.