Juntas Monetarias para países en desarrollo

Dinero, inflación y estabilidad económica

Steve H. Hanke
y Kurt Schuler

cedice
Libertad
IDEAS EN ACCIÓN

Juntas Monetarias para países en desarrollo
Dinero, inflación y estabilidad económica

© Steve H. Hanke y Kurt Schuler

Edición en inglés
© 1994 Institute for Contemporary Studies
International Center for Economic Growth

Traducción: Gustavo Toro y Adriana T. de Undreiner

1ª Edición en español
© Cedice Libertad, 1995
© Editorial Panapo, Caracas. 1995

Reservados todos los derechos
ISBN: 980-230-783-1

2ª Edición en español
© Cedice Libertad, 2015

Reservados todos los derechos
ISBN: 978-980-7118-29-3

© Sol Comunicaciones C.A. Producción.
Portada y diseño: Eduardo Orozco

ISBN: 978-980-7118-29-3
9 789807 118293

Juntas Monetarias para países en desarrollo

Dinero, inflación y estabilidad económica

Steve H. Hanke y Kurt Schuler

En el comienzo, Dios creó la libra esterlina y el franco.

En el segundo día, Él creó a la caja de conversión y, mirad, el dinero fue bien administrado.

En el tercer día, Dios decidió que el hombre debería gozar de libre albedrío y, de esta manera, creó el déficit presupuestario.

En el cuarto día, sin embargo, Dios observó su obra y no quedó satisfecho. No era suficiente.

Por lo tanto, en el quinto día, Dios creó al banco central para darle validez a los pecados del hombre.

En el sexto día Dios completó su obra mediante la creación del hombre y le dio mandato sobre todas las criaturas de Dios.

Entonces, mientras Dios descansaba, en el séptimo día, el hombre creó la inflación y los problemas de balanza de pagos.

Peter B. Kenen
Princeton University

Contenido

Presentación 8
Acerca de los autores 10
Prefacio a la nueva edición 12

1. Las ventajas de una junta monetaria o caja de conversión 16
Caja de conversión versus banco central 18
Resumen 29

2. Las desventajas de los bancos centrales 31
Las funciones del dinero 31
Estabilidad y credibilidad 33
Credibilidad y tasas de cambio 35
Convertibilidad y controles de cambio 44
Independencia política: una meta inalcanzable 51
Personal inadecuado 52
La flexibilidad: un problema, incluso, en teoría 53

3. Cajas de conversión, bancos centrales y oferta de dinero 58
Oferta de dinero en un sistema de caja de conversión 58
Oferta de dinero en un sistema de banco central 75
Bancos centrales que imitan cajas de conversión: Argentina y Estonia 79
Bancos centrales que imitan cajas de conversión: otros casos 86
Breve historia y evaluación de las cajas de conversión 90

4. ¿Cómo establecer una caja de conversión? 97
¿Cómo transformar a un banco central en caja de conversión? 97
La alternativa: la propuesta de una moneda paralela 101
¿Cómo establecer la caja de conversión como el emisor de una moneda paralela? 106
¿Cómo escoger una moneda de reserva para la caja de conversión? 109
¿Cómo calcular las reservas extranjeras iniciales de la caja de conversión? 113
¿Cómo obtener las reservas extranjeras iniciales para la caja de conversión? 115

5. ¿Cómo operar y proteger una caja de conversión? 119
¿Cómo operar una caja de conversión? 119
¿Cómo proteger una caja de conversión? 127
¿Cómo cambiar la moneda de reserva si se hiciera necesario? 130

6. Objeciones que se hacen a las cajas de conversión 133
La objeción de que no existe un prestamista de última instancia 134
¿Importa el tamaño? 137
Las tasas de cambio fijas contra las tasas de cambio flotantes 138
Deflación 142
Impuesto inflacionario 143
El costo de las reservas 144
Colonialismo 146
En el peor de los casos 148

7. Conclusiones 149

Apéndice: Ley modelo para la constitución de una caja de conversión 152

Notas 156

Bibliografía seleccionada 163

Ilustraciones

Cuadros

Cuadro 1. Balance simplificado de una caja de conversión. 61

Cuadro 2. Balance simplificado de un banco comercial. 62

Cuadro 3. Balance simplificado de un miembro del público. 62

Cuadro 4. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. 63

Cuadro 5. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa inicial. 64

Cuadro 6. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa intermedia. 65

Cuadro 7. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa final. 66

Cuadro 8. Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. 68

Cuadro 9. Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa inicial. 69

Cuadro 10 Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa intermedia. 70

Cuadro 11 Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa final. 71

Cuadro 12 Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de banco central con una tasa de cambio flotante. 74

Cuadro 13 Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de banco central con una tasa de cambio flotante. 79

Cuadro 14 Balance simplificado de un banco central. 88

Cuadro 15 Balance simplificado de una caja de conversión. 88

Tablas

Tabla 1. Una típica caja de conversión versus un típico banco central. 20

Tabla 2. Resumen de propuestas. 150

Presentación

En Cedice Libertad creemos firmemente que Venezuela puede ser un país prospero y libre, en el que los ciudadanos están empoderados en su libertad individual, de emprendimiento y en el ejercicio pleno de sus derechos humanos.

Nuestra misión es contribuir a la divulgación del conocimiento económico, que defiende el libre mercado y en el que la gente se sienta libre y feliz.

Hoy reafirmamos nuestra creencia al reeditar el libro "Juntas monetarias para países en desarrollo. Dinero, inflación y estabilidad económica", escrito por Steve H. Hanke y Kurt Schuler.

La primera edición la presentamos en 1995. Para entonces nos preocupaban la emisión monetaria desbordada y los altos índices de inflación. Hoy la situación se ha agravado en tal medida, que nos hemos propuesto exponer nuevamente estas ideas que buscan fortalecer nuestra moneda, haciéndola sana y totalmente convertible, erradicar los controles de precios y de cambio con tasas fijas que permitan crecer y desarrollar el aparato productivo nacional.

Nuestra economía está en la bancarrota por las erradas políticas y acciones gubernamentales orientadas a perseguir, presionar e intimidar a emprendedores y empresarios cuyo aporte al país es generar bienes y servicios para crear trabajo productivo y bienestar en la población.

Precisamos enfocarnos en el hecho económico y apartar los intereses políticos y de preservación del poder, "cueste lo que cueste", utilizando al Banco Central de Venezuela como una marioneta mansa a los intereses de los gobernantes.

Las juntas monetarias o cajas de conversión son entidades que han demostrado, a través de la historia que están más alejadas de las presiones políticas, orientadas al fortalecimiento de la moneda y al crecimiento de una economía sana. También en esta obra se estudian casos exitosos de bancos centrales como el Bundesbank o Banco Central Europeo. Son temas a discutir que sin duda contribuirán a ver mejor el camino por el que debemos andar.

Reiteramos lo que planteamos en 1995. Al presentar este libro, Cedice-Libertad tiene la seguridad de contribuir al enriquecimiento del debate sobre cómo acabar con el tema inflacionario y otros males de nuestra economía que solo generan pobreza y miseria. Es una obra de actualidad para el mundo en desarrollo, pero especialmente para nuestro país, que lamentablemente viene registrando los índices inflacionarios más elevados en el mundo.

Rafael Alfonzo H.
Presidente de CEDICE-Libertad

Acerca de los Autores

STEVE H. HANKE

Profesor de Economía Aplicada en la Universidad Johns Hopkins en Baltimore, Maryland. También es Co-Director del Instituto de Economía Aplicada, Salud Global y del Estudio de Empresas de Negocios de la misma universidad.

Es miembro Senior del Instituto Cato en Washington, D.C. Asesor Senior del Instituto Internacional de Investigaciones Monetarias de la Universidad de Remmin, en Beijing, Consejero Especial del Centro de Estabilidad Financiera en Nueva York. Editor Colaborador de la Revista Asia Global y Miembro del Consejo Asesor de Finanzas de los Emiratos Árabes Unidos. El Profesor Hanke fue Asesor del Presidente Rafael Caldera en Venezuela de 1995 a 1996.

El Profesor Hanke fue también Economista Senior en el Consejo de Asesores de Economía del Presidente Ronald Reagan de 1981 al 82, Consejero de Estado de la República de Lituania de 1994 al 96 y de la República de Montenegro de 1999 al 2003. Fue Asesor del Presidente Stoyanov en Bulgaria de 1997 al 2002, y del Presidente Suharto de Indonesia en 1998. Desempeñó un papel importante en el establecimiento de nuevos regímenes monetarios en Argentina, Estonia, Bulgaria, Bosnia-Herzegovina, Ecuador, Lituania y Montenegro.

Es Presidente de "Hanke-Guttridge Capital Management" (gerencia de capitales) una firma de gestión de dinero del Estado Maryland. También es miembro del Consejo de Supervisión del

"Advanced Metallurgical Group" (Grupo de Metalurgía Avanzada) en Amsterdam, Holanda y Presidente Emérito del "Friedberg Mercantile Group" Inc. (Grupo Mercantil Friedberg) de Toronto, Canadá.

Entre sus libros mas recientes estan: "Zimbaabwe: Hyperinflation to Growth" (Zimbaawe; crecimiento de la Hiperinflación) del 2008 y "A Blueprint for a Safe, Sound Georgian Lari" (Un plan para una sólida y segura Georgina Lari) en el 2010. El Profesor Hanke y su esposa Liliane viven entre Baltimore y Paris.

KURT SCHULER

Era Miembro del Postdoctorado de la Universidad Johns Hopkins en Baltimore, Maryland, cuando apareció la edición original de este libro.

Actualmente es Miembro Senior en Historia Financiera del Centro de Estabilidad Financiera de Nueva York, desde donde edita el conjunto de datos históricos de estadísticas financieras de ese Centro.

Su libro más reciente es "The Bretton Woods Transcripts" (Las Transcripciones de Bretton Woods, 2012), en el cual aborda que a pesar de que la Guerra estaba en su apogeo en 1944, delegados de 44 naciones trabajaron sin descanso para construir un sistema financiero que promoviera el crecimiento, minimizando la desestabilización existente.

Prefacio

Los venezolanos están viviendo en medio de una mentira, la mentira del socialismo. El socialismo debería haber perecido en el Siglo XX. Cuando se extendió fuera de Rusia hacia los confines de la tierra, dejando una brutal estela de represión de los derechos humanos, miseria económica y asesinato en masa. El socialismo fue responsable de cerca de 100 millones de muertes.

La vida bajo el socialismo fue insoportable para cualquiera que tratará de vivir una vida con dignidad. El sistema colapsó en la Unión Soviética y sus países satélites en 1991, tan solo dos años y medio después de que cayera el Muro de Berlín. El socialismo parecía muerto y enterrado para siempre. Ya era hora!

Sin embargo, al cabo de una década, "el socialismo del siglo XXI" se erige en Latinoamérica, como si toda la miseria y mortandad causada por el socialismo del siglo XX jamás hubiera sucedido. Fue Hugo Chávez quién desenterró e hizo caminar a la momia.

La gran mentira del socialismo es pensar que el Estado es un ente benevolente a quien se le puede confiar la autoridad de lograr el progreso a través de poderes coercitivos que afecten todos los rincones de la vida de la gente. Así como los venezolanos ahora lo saben por dolorosa experiencia propia, el socialismo no trae progreso. No es capaz de mantener las farmacias abastecidas de las mínimas medicinas necesarias, y ni siquiera garantizar papel higiénico en los baños. Ahoga la libertad de expresión. Y ha fomentado el nivel de criminalidad de tal manera que ha dado a Venezuela el más alto índice de homicidios en

América del Sur.

El mercado cambiario es claramente una de las mayores muestras de la mentira del socialismo. La verdadera tasa de cambio en Venezuela es hoy 27 veces más alta que la insincera tasa oficial. Muchos productos extranjeros son imposibles de adquirir debido a que la tasa oficial desconoce la depreciación real del Bolívar. La tasa de inflación oficial también desestima profundamente la pérdida del poder adquisitivo del Bolívar.

Venezuela está encaminada hacia la hiperinflación. Para entender lo que puede suceder debido a la hiperinflación, solo hay que considerar el caso más reciente, Zimbabwe. Bajo el gobierno del presidente socialista Robert Mugabe, Zimbabwe, pasó de ser uno de los países más ricos de su región, a uno tan pobre que se estima que más del 10 por ciento de sus habitantes huyó del país para evitar el hambre y el acoso político.

Este libro es una reimpresión del trabajo que Kurt Schuler y yo escribimos a mediados de los 90, cuando los problemas monetarios de Venezuela eran importantes pero nunca tan críticos como lo son hoy en día. (Schuler no se involucró en este proyecto debido a que actualmente trabaja en el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos.)

En esa oportunidad, ofrecimos una explicación y un manual del sistema de caja de conversión, en el que se evidenciaba que se había demostrado histórica y positivamente que se había experimentado un resurgimiento, gracias a nuestros esfuerzos y el de mucha gente con el fin de implementarlo en países que sufren problemas monetarios.

El sistema de caja de conversión fue inspiración para grandes reformas monetarias exitosas en Estonia (1992), Lituania (1994), Bosnia (1997) y Bulgaria (1997). Todos estos países, con excepción de Bosnia, estaban sufriendo de una alta inflación cuando se implantaron estas medidas. Ellos establecieron tasas de cambio fijas con una divisa estable. Y con esto se estableció una disciplina fiscal, la inflación se redujo, y comenzó un crecimiento económico.

La gran excepción al éxito de las cajas de conversión ha sido Argentina. Después de una década de estabilidad monetaria – un gran periodo para Argentina – el país sufrió una severa crisis monetaria, económica y política entre 2001 y 2002. Desde el punto de vista monetario, el caso argentino fue que su sistema monetario, conocido localmente como "convertibilidad," no era una caja de conversión ortodoxa. Fue diseñado con una serie de vacios legales para permitir al gobierno cierta flexibilidad en su operatividad. Dichos inconsistencias que permitían flexibilidad, también socavarían su credibilidad. Durante los últimos meses del sistema, la prima de riesgo en préstamos en pesos argentinos se elevó a niveles muy altos por el temor, por demás correcto, de que el gobierno abandonara el sistema de convertibilidad. Argentina migró a una tasa de cambio más flexible. Actualmente esta estrategia, anteriormente elogiada por muchos observadores, está experimentando grandes problemas y se pronostica que la economía se contraiga en 2014 y 2015. La tasa de cambio del mercado paralelo supera considerablemente la tasa de cambio oficial, y la verdadera inflación estimada a partir de precios de mercado, es casi dos veces mayor a las que indican las estadísticas oficiales.

Propuse en numerosos escritos antes, durante y después de la crisis de Argentina, medidas que podrían haber evitado la crisis y analicé por qué la experiencia de Argentina cerca del final de la "convertibilidad" era tan diferente a las usanzas típicas de los sistemas de caja de conversión. Una idea que propuse personalmente al Presidente de Argentina a principios de 1999 fue la "dolarización" (Hanke y Schuler 1999). Cuando Schuler y yo escribimos la edición original de este libro, muchos años atrás, la dolarización no era vista como políticamente factible. Sin embargo, la idea de convertibilidad preparó el camino para la consideración de otros tipos de reforma monetaria fundamental, ayudando a que la dolarización fuera políticamente factible. Por ejemplo, en Ecuador la dolarización del año 2000 concluyó exitosamente una depreciación monetaria y alta inflación que

amenazaban con llegar a hiperinflación. Ecuador tiene muchas similitudes con Venezuela en su estructura económica y su gestión política actual, pero la dolarización ha proporcionado a Ecuador un ancla de estabilidad ausente en Venezuela

Tanto la caja de conversión como la dolarización son formas de sincerar la economía. Proporcionan disciplina, baja inflación y total convertibilidad de la moneda extranjera a un tipo de cambio fijo. Permite así a los precios reflejar las condiciones económicas con precisión, lo que da a las personas la información que necesitan para actuar con mayor eficacia en la generación de riqueza. Las cajas de conversión y la dolarización son incompatibles con el socialismo, ya sea de la variedad del siglo XX o la del siglo XXI. Sin embargo, estoy seguro que los venezolanos, eventualmente, se cansaran de vivir la mentira que es el socialismo y volverán a la economía de mercado, el único sistema que permanentemente ha mejorado el estándar general de vida de la gente.

Prof. Steve H. Hanke
30 de diciembre, 2014

Capítulo 1

Las ventajas de una Junta Monetaria o Caja de Conversión*

Desde el colapso definitivo del sistema monetario de Bretton Woods en 1973, la brecha que existía entre la moneda de los países desarrollados y los países en vías de desarrollo se ha ensanchado cada vez mas[1] Anteriormente, muchos países en vías de desarrollo tenían monedas tan sanas como las de los países desarrollados. Una moneda sana es aquella que es estable, en la cual se tiene credibilidad y es totalmente convertible. Estabilidad significa que la inflación anual es relativamente baja, normalmente expresada en un solo dígito. Credibilidad significa que el emisor crea confianza en que mantendrá baja la inflación en el futuro. Convertibilidad total significa que la moneda puede adquirir bienes y servicios domésticos y extranjeros, incluida moneda extranjera, a las tasas del mercado y sin restricciones.

Hoy en día, la mayoría de los países desarrollados todavía poseen una moneda sana, aunque a veces no tan estable como antes de 1973. En contraste, la mayoría de los países en vías de desarrollo tienen una moneda débil. La pérdida de una moneda sana está ligada al incremento de la acción de los bancos centrales en los países en vías de desarrollo. Hasta principios del siglo XX, la mayoría de estos países no tenían sistemas modernos de bancos centrales. En su lugar, tenían emisiones competitivas de billetes por parte de bancos comerciales privados (en

*Nota del traductor: El término en inglés "Currency Board" ha sido traducido en Argentina como caja de conversión. El término juntas monetarias nos ha parecido más apropiado para titular la obra. No obstante, a lo largo del texto se utilizó con más frecuencia el vocablo "caja de conversión."

América Latina, Asia del Este y las colonias británicas autónomas), monopolio de emisión de billetes por parte de bancos comerciales privados (en las colonias de las potencias europeas sin incluir las colonias británicas), o la caja de conversión (en la mayoría de las colonias británicas no autónomas y en algunas naciones independientes) (Conant 1969 [1927]; Schuler 1992a, 1992b).

El banco central es una nueva modalidad en la mayoría de los países en vías de desarrollo. No se extendió en América Latina sino hasta 1920 y en África, Oriente Medio y el Sureste de Asia hasta 1950. Generalmente, en el transcurso de la primera década del establecimiento del banco central, estos países experimentaron una inflación más alta y una convertibilidad mucho más restringida que la que tenían anteriormente.

La alta inflación y la convertibilidad limitada, características de las monedas débiles, han obstaculizado el desarrollo económico de los países subdesarrollados, como veremos más adelante. Una moneda débil desalienta de igual forma la inversión nacional y extranjera.Países subdesarrollados que tenían afluencia neta de capital bajo el gobierno colonial y durante los primeros años de independencia, cuando tenían una moneda sana, se convirtieron luego en exportadores netos de capital cuando sus monedas se hicieron débiles, cuando dejó de ingresar el capital extranjero y hubo fuga ilegal de capitales nacionales para evitar la confiscación que produce la inflación. En consecuencia, el desarrollo económico en estos países se hizo más lento, se estancó y, en algunos casos, hasta dio marcha atrás.

La experiencia histórica sugiere que para atraer renovadas inversiones de capital y alentar el desarrollo económico, los países en vías de desarrollo necesitan poseer monedas sanas. Como discutiremos más adelante, la experiencia histórica también sugiere que el Banco Central tiene pocas probabilidades de proveer rápidamente una moneda sana en la mayoría de los países en vías de desarrollo.

De las alternativas al banco central que mencionamos ante-

riormente, el sistema de caja de conversión o junta monetaria fue el que tuvo mayor difusión: ha existido en más de 70 países. Esta es la única alternativa al banco central que subsiste hoy en día. El sistema de caja de conversión sigue existiendo en algunos países, destacándose Hong Kong. Este libro muestra el amplio potencial de aplicabilidad que tiene el sistema para darle a los países en vías de desarrollo la moneda sana que buena falta les hace.[2]

Caja de conversión versus banco central

La mayoría de las personas están familiarizadas con el banco central, al menos en un nivel práctico, ya que es la institución que rige el sistema monetario de sus países. Un banco central es una autoridad monetaria que tiene el control monopólico discrecional del suministro de los encajes de los bancos comerciales. Normalmente, esto implica el monopolio del suministro de los billetes (papel moneda) y las monedas.[3] Por control discrecional se entiende la capacidad de escoger una política monetaria a voluntad, al menos parcialmente, sin la restricción de ningún tipo de regla. Los encajes son el medio utilizado para establecer los pagos: un tipo que es utilizado principalmente a nivel nacional, como por ejemplo los billetes emitidos por la autoridad monetaria y las reservas extranjeras (reservas de últimas instancia) utilizadas en mercados internacionales, como el oro, bonos extranjeros o billetes emitidos por un banco central extranjero. Un banco comercial, en este libro usaremos el término en su sentido más amplio, es cualquier banco que no sea el banco central, incluidos los bancos cooperativos, los de inversión y las entidades de ahorro.

Al contrario del banco central, el sistema de caja de conversión o junta monetaria es desconocido por la mayoría de las personas. Ha existido en más de 70 países, pero hoy en día se mantiene en muy pocos. La caja de conversión es una institución monetaria que emite billetes y monedas (y, en algunos casos, depósitos) totalmente respaldados por una moneda extranjera

de «reserva» y totalmente convertible a la moneda de reserva a la tasa fijada según la demanda. Una moneda de reserva es aquella moneda o mercancía extranjera convertible escogida por la estabilidad que se espera de ésta. El país que emite la moneda de reserva es llamado el país reserva. (Si la moneda de reserva es una mercancía, el país que posee la caja de conversión es considerado el país de reserva).

Como reservas, la caja de conversión mantiene valores de bajo riesgo que ganan intereses, así como otros activos pagaderos en la moneda de reserva. Una caja de conversión tiene reservas iguales al 100 por ciento o un poco más de sus billetes o monedas en circulación, según lo establece la Ley. Normalmente, la caja de conversión no acepta depósitos pero, si lo hace, éstos también deben ser respaldados en un 100 por ciento o un poco más por sus activos, pagaderos en la moneda de reserva. La caja de conversión obtiene beneficios que resultan de la diferencia entre lo que percibe como intereses por los valores en que tiene sus colocaciones y los gastos de mantenimiento de los billetes y monedas en circulación. Esto permite al gobierno (o a su propietario, si no fuere el gobierno) beneficios más allá de lo que se necesita para pagar sus gastos y para mantener sus reservas al nivel establecido por la ley. Una caja de conversión no tiene control discrecional de la cantidad de billetes, monedas y depósitos que emite. Las fuerzas del mercado son las que determinan la cantidad de billetes, las monedas y los depósitos que emite y, por lo tanto, la emisión total del dinero.

La caja de conversión o junta monetaria es sólo una parte del sistema monetario en cualquier país que tenga bancos comerciales y otras instituciones financieras. El sistema de caja de conversión incluye la propia caja, los bancos comerciales y otras instituciones financieras. También contiene algunas reglas de comportamiento por parte de las instituciones financieras y del gobierno, las cuales se describen en este libro, en lo que se refiere a las tasas de cambio, la convertibilidad, las finanzas del gobierno, etc.

La Tabla 1 muestra las diferencias entre una caja de conversión típica y un banco central típico. Esta sección explica, brevemente, cada una de las diferencias. En los próximos capítulos discutiremos estas diferencias. Queremos enfatizar que las descripciones son precisas para las típicas cajas de conversión y los bancos centrales, pasados y presentes. La descripción de la caja de conversión no describe una caja de conversión teóricamente ideal, ni describe una caja de conversión excepcionalmente

Tabla 1. Una típica Caja de Conversión versus un típico Banco Central

Típica Caja de Conversión	**Un Banco Central típico**
Normalmente sólo suministra billetes y monedas	Suministra billetes, monedas y depósitos
Tasas de cambio fijadas con la moneda de reserva	Tasa de cambio cuasi fija o flotante
Reservas extranjeras del 100 %	Reservas extranjeras variables
Total convertibilidad	Convertibilidad limitada
Política monetaria ajustada a reglas	Política monetaria discrecional
No es un prestamista de última instancia	Es prestamista de última instancia
No regula los bancos comerciales	Normalmente regula los bancos comerciales
Es transparente	Opaco
Está protegida de las presiones políticas	Politizado
Alta credibilidad	Baja credibilidad
Obtiene ingresos sólo por los intereses de sus colocaciones, no de sus emisiones	Obtiene ingresos de los intereses de sus emisiones y de la inflación
No puede crear inflación	Puede crear inflación
No puede financiar los gastos del gobierno nacional	Puede financiar los gastos del gobierno nacional
Su implementación no requiere de condiciones previas	Requiere de condiciones previas para la reforma monetaria
Reforma monetaria rápida	Reforma monetaria lenta
Requiere de poco personal	Requiere de mucho personal

* **Nota**: En 1995; actualmente el Banco Central Europeo.

Nota: Las características mencionadas son las de las típicas cajas de conversión o bancos centrales, en especial en los países en vías de desarrollo, no las de una caja de conversión o banco central teóricamente ideales o excepcionalmente buenos.

buena, sino a una típica caja de conversión en ejercicio, a pesar de que el rendimiento de éstas ha estado cerca del ideal al que se aspiraba (véase el Capítulo 3). De igual forma, la descripción del banco central no representa un banco central teóricamente ideal, ni a un banco central en ejercicio excepcionalmente bueno, como la Reserva Federal o el Deutsche Bundesbank,* sino que refiere un típico banco central. La descripción concuerda con la mayoría de los bancos centrales, en especial, con aquellos de los países en vías de desarrollo, que son una mayoría substancial de los bancos centrales que existen en la actualidad.

Para comenzar, en la parte superior de la Tabla 1, una típica caja de conversión suministra sólo billetes y monedas, mientras un típico banco central también ofrece depósitos. En el pasado, algunas cajas de conversión aceptaban depósitos. Los depósitos de una típica caja de conversión estaban sujetos a los mismos requerimientos de reserva que sus billetes y sus monedas. Para hacer más sencilla la explicación del sistema, este libro habla sobre la caja de conversión como si sólo emitiera billetes y monedas. Las complicaciones adicionales que resultan de los depósitos son menores y no cambian significativamente el análisis.

Los billetes y las monedas emitidos por la caja de conversión o los bancos centrales y los depósitos de los bancos comerciales en la caja de conversión y los bancos centrales, constituyen la base monetaria. La base monetaria sirve como reserva si es poseída por los bancos comerciales y no cuando es tenida por el público. Los depósitos del público en los bancos comerciales y los billetes y monedas que estos poseen constituyen la oferta de dinero. [4] Los billetes y las monedas en circulación, ya sea que estén en poder del público o de los bancos comerciales, son el circulante.

El encaje en el banco central es la principal forma de reserva para los bancos comerciales en un típico sistema de banco central. En un típico sistema de caja de conversión o junta monetaria, los bancos comerciales no mantienen depósitos. Los activos en moneda de reserva son su principal forma de reservas. En

ambos casos, en un sistema de caja de conversión o de banco central, los bancos comerciales poseen efectivo de bóveda –billetes y monedas de la caja de conversión o del banco central- para satisfacer las demandas de sus depositantes y para convertir los depósitos en billetes y monedas.

Una caja de conversión típica mantiene una tasa de cambio fija con la moneda de reserva. Sólo puede ser alterada en caso de emergencias. La tasa de cambio puede quedar definida en la ley que describe las obligaciones legales de la caja de conversión. La historia de las cajas de conversión en cuanto a mantener las tasas de cambios que se han fijado ha sido excelente (véase el Capítulo 3). En contraste, un banco central típico mantiene una tasa de cambio "temporalmente fija" (también puede llamársele pseudo fija, traducción del inglés "pegged"), o una tasa de cambio flotante, en lugar de una tasa absolutamente fija.* Una tasa de cambio temporalmente fija es constante en términos de la moneda de reserva, en tanto el Banco Central pueda mantenerla, pero no posee una garantía verosímil a largo plazo de mantenerse en su tasa actual. Una tasa de cambio flotante no se mantiene constante en términos de ninguna moneda de reserva. La tasa de cambio mantenida por el banco central no está normalmente escrita en ninguna ley y puede ser alterada a voluntad del banco central o del gobierno. Cuando un banco central típico es fuertemente presionado por la política o la especulación para devaluar la moneda, ésta es depreciada. Las tasas de cambio supuestamente fijas mantenidas por los bancos centrales las más de las veces han demostrado ser temporalmente fijas. (El próximo capítulo trata la distinción entre las tasas de cambio fijas y temporalmente fijas o pseudo fijas).

*Nota del traductor: Traducimos el término pegged como "temporalmente fija" para indicar una situación intermedia entre la tasa auténticamente fija de la junta monetaria y las tasas flotantes que se utilizan en muchas partes del mundo. La tasa "temporalmente fija" es la que los bancos centrales mantienen, a veces durante períodos muy largos, pero que pueden alterar a voluntad según las circunstancias. Un ejemplo de ello es la cotización de 4,30 bolívares por dólar que mantuvo el Banco Central de Venezuela desde 1973 hasta 1982, pero que fue bruscamente remplazada por un sistema de cambios múltiples en febrero de ese año.

Como activos de reserva en relación a sus pasivos (sus billetes y monedas en circulación), una caja de conversión o junta monetaria mantiene valores en la moneda de reserva. También puede salvaguardar los depósitos de los bancos y una pequeña cantidad de billetes en la moneda de reserva. Ampara las reservas extranjeras del 100 por ciento o un poco más de los billetes, las monedas y los depósitos de los pasivos, según lo establecido por la ley. Muchas cajas de conversión han mantenido un máximo de 105 o 110 por ciento de las reservas extranjeras para tener un margen de protección en caso de que los valores que hayan adquirido pudieran perder valor. En contraste, un banco central típico tiene reservas extrajeras variables. No es necesario mantener ninguna relación fija que ligue el monto de las reservas extranjeras a los pasivos. Incluso cuando se estipula que debe existir una relación mínima, un banco central puede mantener cualquier relación en exceso sobre el valor fijado. Por ejemplo, el banco central que requiere mantener al menos 20 por ciento de las reservas extranjeras puede tener 30, 130 o incluso, 330 por ciento de reservas extranjeras. El banco central también mantiene activos en moneda nacional, mientras que una típica caja de conversión no lo hace.

Una típica caja de conversión tiene total convertibilidad de sus divisas. Cambia sin limitaciones sus billetes y monedas por la divisa de reserva a una tasa de cambio fija sin limitaciones. Cualquiera que tenga una moneda de reserva puede canjearla por billetes y monedas de la caja de conversión a la tasa fijada y, cualquiera que posea billetes y monedas de la caja de conversión puede permutarla por la moneda de reserva a la tasa fijada. Sin embargo, la caja de conversión no garantiza que todos los depósitos en los bancos comerciales sean convertibles a los billetes y monedas de la caja de conversión.

Los bancos comerciales son responsables de mantener suficientes billetes y monedas como efectivo de bóveda a fin de satisfacer sus obligaciones contractuales con sus depositantes y convertir sus billetes y monedas según la demanda. Si el gobierno

no impone requerimientos de reserva mínimos a los bancos comerciales, éstos pueden mantener cualquier cantidad de reservas (o relación de reservas a los pasivos) que ellos consideren como prudente. No están obligados a mantener 100 por ciento de las reservas extranjeras como la caja de conversión, ni 100 por ciento de los billetes y las monedas de la caja de conversión contra los depósitos. (En otras palabras, M0 es respaldado en un 100 por ciento por las reservas extranjeras en un sistema de caja de conversión, pero medidas mucho más amplias de la oferta de dinero como M1, M2 y M3 no lo están). Los depósitos en los bancos comerciales en moneda emitida por la caja de conversión son totalmente convertibles a la tasa de cambio fija en los billetes y las monedas de la caja de conversión, y éstos son totalmente convertibles a la tasa de cambio fija en la moneda de reserva.

En lo que respecta a las divisas extranjeras que no sean la moneda de reserva, la caja de conversión no tiene un papel directo en la determinación de sus tasas de cambio. Los bancos comerciales las negocian en el mercado a tasas de cambio determinadas, que pueden ser fijas, estables o flotantes, contra la moneda de reserva y por lo tanto contra la moneda de la caja de conversión.

Por el contrario, un típico banco central tiene una convertibilidad limitada de su moneda. Los bancos centrales en la mayoría de las dos docenas de países desarrollados y, en algunos países en vías de desarrollo, tienen una moneda totalmente convertible, pero la mayoría de los bancos centrales tienen sólo monedas parcialmente convertibles o inconvertibles. Restringen o prohíben algunas transacciones, en particular la compra de valores extranjeros o inmuebles. (Véase el Capítulo 2 y el Fondo Monetario Internacional 1992c).

Una caja de conversión o junta monetaria típica tiene una política monetaria bajo reglas que la restringen. A la caja de conversión no se le permite alterar las tasas de cambio, con la única excepción quizás de una emergencia. (El Capítulo 5 propone las reglas para definir emergencias). La caja de conversión tampoco

puede alterar su relación de reserva o las regulaciones que afecten a los bancos comerciales. Una caja de conversión solamente cambia sus billetes y monedas por la moneda de reserva a una tasa fija en ciertas cantidades, según la demanda de los bancos comerciales o del público. Cuando la demanda por dinero cambia, el papel de la caja de conversión es pasivo. Las fuerzas del mercado, por sí solas, determinan la oferta de dinero a través de un proceso de autoajuste descrito en el Capítulo 3.

Un banco central típico, en contraste, tiene una política monetaria parcial o totalmente discrecional. Este puede alterar según su voluntad o con la aprobación del gobierno, la tasa de cambio, su relación de reservas extranjeras o las regulaciones que afecten a los bancos comerciales. No está sujeto a apegarse tanto a las reglas como la caja de conversión típica. Los Capítulos 2 y 3 discuten los efectos de la política monetaria discrecional por parte del banco central.

Una caja de conversión no es un prestamista de última instancia. No le presta a los bancos comerciales o a otras compañías para prevenir que caigan en bancarrota. Los bancos comerciales tienen que buscar alternativas como prestamistas de última instancia. (Capítulo 6). En contraste, un banco central típico es un prestamista de última instancia.

Una caja de conversión típica no regula a los bancos comerciales. Las regulaciones en un sistema de caja de conversión son pocas y el ministerio de Finanzas o una oficina de regulación son los encargados de hacerlas cumplir. En contraste, un banco central típico frecuentemente regula a los bancos comerciales. Quizás la forma más común de regulación es imponer requerimientos en cuanto a encaje a los bancos comerciales. Las reservas requeridas, que se mantienen en forma de depósitos en los bancos centrales y en dinero en bóveda, generalmente exceden las reservas prudenciales que los bancos comerciales mantendrían si no existieran los requerimientos de encaje.

Las actividades de una caja de conversión o junta monetaria típica son transparentes porque es una institución sencilla. Es

simplemente, un depósito para los valores en las monedas de reserva que respaldan sus billetes y monedas en circulación. Las actividades de un banco central típico son opacas. Un banco central no es un simple depositario, es una institución que especula, cuya efectividad depende de la capacidad de actuar, algunas veces de forma secreta. [5]

Debido a que la caja de conversión se rige solamente por reglas y es transparente, está protegida de las presiones políticas. Está resguardada por reglas implícitas de comportamiento político, o mejor aún, por unos estatutos explícitos, como el modelo que se presenta en el apéndice. Un banco central típico está politizado. Algunos bancos centrales, como por ejemplo el Deutsche Bundesbank y la Reserva Federal, son políticamente independientes en el sentido de que sus directores, una vez asignados, tienen el control exclusivo de la base monetaria y no pueden ser despedidos por el poder ejecutivo o por la legislatura durante su tiempo de mandato y ni el poder ejecutivo ni el legislativo pueden obligar al banco central a otorgar préstamos. Pero incluso, los bancos centrales políticamente más independientes, algunas veces tienen que ceder ante las presiones políticas.

Una caja de conversión típica tiene alta credibilidad. Sus requisitos de 100 por ciento de reserva extranjera, su política monetaria totalmente sujeta a reglas, su transparencia y su protección contra las presiones políticas, le permite mantener la convertibilidad total y una tasa de cambio fija con la moneda de reserva. Una divisa de reserva escogida apropiadamente será estable. Por lo tanto, la moneda emitida por la caja de conversión será estable. En oposición, un banco central típico tiene baja credibilidad. Unos pocos bancos centrales excepcionalmente buenos, que existen principalmente en los países desarrollados, tienen alta credibilidad. Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales no la tienen. Debido a que el banco central es discrecional en su política monetaria, ésta es opaca y politizada, y el banco tiene los medios y el incentivo para romper sus promesas

en lo que concierne a la tasa de cambio o la inflación, cuando lo desee.

Los lectores se preguntarán ¿Cuán confiable puede ser una caja de conversión si, como ha sido el caso de la mayoría de las cajas de conversión, su moneda de reserva es emitida también por un banco central? Por ejemplo ¿no podría el banco central del país de reserva crear inestabilidad monetaria en una nación con una caja de conversión? Ningún banco central tiene un historial perfecto en cuanto a combatir la inflación. El banco central del país de reserva podría exportar inestabilidad e inflación al país de caja de conversión a través del propio sistema de caja de conversión.

Es necesario pensar en términos de credibilidad relativa. La moneda de reserva –si se usa una moneda emitida por un banco central y no una mercancía– debería ser emitida por un banco central excepcionalmente bueno, como la Reserva Federal, el Deutsche Bundesbank o el Banco de Japón. Estos tres bancos centrales no son perfectos, pero cuentan con más credibilidad que otros bancos centrales tienen ahora o tendrán en el futuro.

El dólar norteamericano, el marco alemán en 1995 y actualmente el euro y el yen japonés tienen un historial excepcionalmente benigno y buenas perspectivas de futura estabilidad. Por ejemplo, sólo seis países en vías de desarrollo tuvieron una inflación menor a la de los Estados Unidos para los dos períodos, de 1965 a 1980 y de 1980 a 1990, y sólo dos países en vías de desarrollo tuvieron una inflación menor a la alemana (Banco Mundial 1992, 218-19).

Una caja de conversión puede transmitir la relativa credibilidad del banco central del país de reserva al de la caja de conversión, mientras que este efecto no ocurre si la nación tiene un banco central típico. La caja de conversión puede importar la política monetaria de un banco central excepcionalmente bueno a través de una tasa de cambio fija con la moneda emitida por ese banco central.

Una caja de conversión típica obtiene señoreaje sólo de los

intereses de sus colocaciones (señoreaje es el ingreso obtenido por la emisión). La caja de conversión obtiene intereses por los activos que posee en la moneda de reserva (sus principales activos) pero no paga intereses por los billetes y monedas que emite (pasivos). El total del señoreaje es el ingreso por la emisión de billetes y monedas. Pueden ser ingresos de interés explícito o ingresos implícitos bajo la forma de bienes adquiridos gastando dinero. El señoreaje neto (ganancia) es el señoreaje total menos el costo de poner y mantener los billetes y monedas en circulación.

Un banco central típico también gana intereses por sus propiedades en valores, que incluyen los valores nacionales así como los extranjeros. Obtiene señoreaje de sus billetes y monedas en circulación y de los depósitos que los bancos comerciales mantienen con él. Los depósitos o encajes en el banco central, como billetes y monedas, normalmente no pagan intereses. Pero una fuente más importante de señoreaje para un banco central típico es la inflación. Podemos definir la inflación como un incremento general en los precios nominales, causado generalmente por un aumento en la oferta de dinero nominal que no es el resultado del incremento de los ahorros voluntarios.

Una caja de conversión típica no puede crear inflación porque no controla las reservas elementales del sistema monetario. Por ejemplo, el sistema de caja de conversión de Hong Kong utiliza el dólar norteamericano como su moneda de reserva. Las reservas de última instancia del sistema en Hong Kong son la base monetaria de los dólares norteamericanos, que es suministrada por el U.S. Federal System y no por la autoridad monetaria de Hong Kong (la caja de conversión). De un modo similar al de cualquier sistema de tasa de cambio fija, la caja de conversión puede transmitir la inflación que se produce en el país de reserva, pero una caja de conversión «no puede crear inflación» porque no puede aumentar la base monetaria, independientemente de la autoridad monetaria del país de reserva. En oposición, un banco central típico puede crear inflación a voluntad

aumentando la base monetaria nacional.

Una caja de conversión no puede financiar los gastos del gobierno nacional o de las empresas del Estado porque no le está permitido prestarles a ellos. Un banco central típico financia los gastos del gobierno nacional, ya sea en un grado relativamente bajo (como en los Estados Unidos) o en un grado mayor (como suele ocurrir en muchos países en vías de desarrollo).

La caja de conversión típica no requiere de condiciones previas para una reforma monetaria. Las finanzas del gobierno, las empresas del Estado o el mercado no necesitan ser reformados antes de que la caja de conversión pueda emitir una moneda sana. El banco central típico no puede emitir moneda sana a menos que existan condiciones fiscales previas –es decir, que el gobierno no necesite financiar más los déficits presupuestarios por medio de la inflación. Una vez que los gobiernos comienzan a depender de los bancos centrales para financiar los déficits, normalmente tienen problemas para detener esta dependencia.

La caja de conversión conduce a una reforma monetaria rápida. Puede ser establecida y cumplir con su propósito rápidamente. El banco central típico es un obstáculo para una reforma monetaria rápida.

Finalmente, la caja de conversión típica sólo necesita un pequeño grupo de personas que realizan funciones de rutina que se aprenden fácilmente. El banco central típico necesita de un personal grande, capacitado en las complejidades de la política y la teoría monetaria. Por ejemplo, el Deutsche Bundesbank tiene más de 18.000 empleados, haciendo del banco un ejemplo típico en este sentido, más no en otros aspectos (Whitney 1992). El banco central francés tiene alrededor de 17.000.

Resumen

Este libro explica cómo funciona una caja de conversión y cómo establecerla. El Capítulo 2 da los argumentos teóricos y prácticos en contra del uso del banco central como medio para tratar de suministrar una moneda sana.

El Capítulo 3 explica cómo la oferta de dinero está determinada en un sistema de caja de conversión y lo contrasta con la manera cómo está determinada la oferta de dinero en el sistema del banco central.

El Capítulo 4 describe dos enfoques para establecer la caja de conversión. Uno de ellos es convertir el banco central en una caja de conversión. El otro es establecer la caja de conversión como el emisor de una moneda paralela a la del banco central (Moneda paralela es aquella que circula extensamente al lado de otra moneda. La moneda paralela puede tener una tasa de cambio fija, estable o flotante con la otra divisa y puede circular legal o ilegalmente [6]. Si la caja de conversión es el emisor de la divisa paralela, ésta circulará a lado de la moneda del banco central a la tasa de cambio del mercado. Con diversas monedas extranjeras ocurre esto, no oficialmente, en muchos países.

La caja de conversión emite billetes y monedas respaldadas en un 100 por ciento por las reservas extranjeras de un país reserva, como por ejemplo el dólar norteamericano, el marco alemán, el yen japonés o el oro. La caja de conversión cambia su moneda por la divisa de reserva a una tasa de cambio permanentemente fija. La caja de conversión puede obtener sus reservas iniciales de distintas maneras. El Capítulo 4 también describe cómo calcular el tamaño apropiado de las reservas extranjeras iniciales y cómo obtener estas reservas.

El Capítulo 5 explica cómo hacer funcionar una caja de conversión. También hay algunas ideas sobre cómo protegerla de la presión política, en particular de la presión para convertirla en un banco central. Además, sugiere cómo el sistema de la caja de conversión puede abordar el caso de una moneda de reserva que se vuelva inestable.

El Capítulo 6 responde a las objeciones al sistema de caja de conversión. El Capítulo 7 resume nuestro propósito. El apéndice contiene una constitución modelo para una caja de conversión.

Capítulo 2

Las desventajas de los bancos centrales

Este capítulo considera argumentos teóricos y prácticos en contra de la utilización de los bancos centrales como proveedores de una moneda sana. También aclara algunas de las confusiones que han surgido, dado que los economistas y políticos han asumido que el banco central es el único medio a través del cual se puede lograr la estabilización macroeconómica. Muchos de los problemas de estabilización que ocurren en un sistema de banco central no acontecen en el sistema de caja de conversión.

Las funciones del dinero

La consideración del desempeño de un sistema monetario debe comenzar con la atención de las funciones del dinero. Este actúa como un medio de cambio, reserva de valor y como unidad de cuenta. Una moneda sana cumple con estas tres funciones satisfactoriamente y permite a los participantes en una economía de mercado hacer intercambios descentralizados de una manera eficiente. Sin una moneda sana, los intercambios descentralizados no pueden lograr su total potencial. Una moneda que experimenta una alta inflación reduce la eficiencia del intercambio descentralizado y, por lo tanto, la eficiencia de una economía de mercado.

En estos momentos, muchas monedas emitidas por los bancos centrales de países en vías de desarrollo son débiles. No cumplen con ninguna de las tres funciones del dinero de manera satisfactoria. Son un medio inadecuado de intercambio: el mundo exterior se niega a aceptarlas, lo que crea impedimentos

al comercio exterior, a la inversión extranjera y al crecimiento de las economías nacionales. También se evita el uso de monedas débiles a escala nacional en los casos en que las personas puedan fácilmente, aunque de forma ilegal, utilizar cambios extranjeros sanos.

Muchas monedas emitidas por los bancos centrales en los países en vías de desarrollo son poco confiables como reserva de valor: la alta inflación hace que su valor sea impredecible. Como resultado, donde hay monedas poco estables, la gente suele ahorrar acaparando mercancías o monedas extranjeras maduras. Tal acopio es racional debido a la rápida depreciación de la nacional, pero costoso comparado con el hecho de poder utilizar una moneda sana. La acumulación de mercancías no permite que los bienes lleguen a los consumidores, sino que éstos permanecen en los almacenes de las empresas y en manos de los intermediarios. Por ejemplo, ladrillos amontonados podrían ser utilizados para construir apartamentos en lugar de apilarlos en los lugares de construcción.

En países que poseen monedas débiles se ha difundido la amplia tendencia de billetes en divisa extranjera, en particular de dólares norteamericanos. Para la adquisición de billetes extranjeros se necesita que los residentes de los países en vías de desarrollo prefieran no comprar bienes y servicios para obtener en cambio piezas de papel que los bancos centrales de los países desarrollados imprimen a casi ningún costo. Esto crea una forma perversa de ayuda extranjera que fluye de los países con monedas débiles a los bancos centrales de los países con moneda sana, los cuales son, generalmente, mucho más ricos.

Además de poseer billetes extranjeros, las empresas y los particulares en países con monedas débiles tienen frecuentemente los depósitos bancarios, los valores e inmuebles en el extranjero. Por lo general, violando las restricciones existentes sobre convertibilidad. Los depósitos en los bancos extranjeros ganan intereses. Al contrario que la tendencia de billetes extranjeros, no generan una forma perversa de ayuda extranjera, sino

que reducen el capital disponible a nivel nacional para ayudar a modernizar la economía nacional.

Muchas monedas emitidas por los bancos centrales en los países en vías de desarrollo son insatisfactorias como unidades de cuenta. La alta inflación distorsiona la estructura de los precios y hace muy difícil el cálculo económico. Los precios reales (ajustados por la inflación) fluctúan ampliamente, porque los vendedores tienen mucha dificultad para calcular el efecto de la inflación, pero no debido a los cambios reales implícitos en la oferta y la demanda. La competitividad de los productos de exportación en los mercados mundiales experimenta consecuentemente grandes fluctuaciones causadas enteramente por la inflación, dificultando más a las industrias nacionales planificar la producción para los mercados de exportación y ganar así divisas extranjeras.

Estabilidad y credibilidad

Para entender mejor cómo las monedas sanas beneficiarían las economías de los países que carecen de ella, las próximas secciones explican la conexión entre cada una de las cualidades de una moneda sana, enumeradas en el Capítulo 1 –convertibilidad total, credibilidad y estabilidad- y las funciones correspondientes del dinero como medio de cambio, reserva de valor y como unidad de cuenta.

La utilidad de una moneda como unidad de cuenta depende de la estabilidad. Estabilidad significa que la inflación anual es relativamente baja, por lo general expresada en un solo dígito. Credibilidad significa que el emisor crea confianza de que mantendrá baja la inflación en el futuro. El concepto de credibilidad, en este sentido, resume las expectativas presentes sobre la futura estabilidad de la moneda. La utilidad de una divisa como una reserva de valor depende de su credibilidad. (Una parte de este capítulo se refiere a la conexión entre la tercera función del dinero –la utilidad de la moneda como medio de cambio y la convertibilidad total).

Los bancos centrales han tenido dificultad en lograr credibilidad en todas partes, sobre todo en los países en vías de desarrollo, porque allí reciben una fuerte presión política hacia la inflación. De los 101 países en vías de desarrollo que presentaron sus informes al Banco Mundial, el promedio anual de inflación fue de 6,7 por ciento de 1965 a 1980 y de 61,8 por ciento, de 1980 a 1990. Las cifras comparables para los 24 países desarrollados que presentaron sus informes al Banco Mundial fue de 7,7 y 4,5 por ciento respectivamente (Banco Mundial 1992, 219). De 1971 a 1990, 26 países en vías de desarrollo tuvieron una inflación del 20 al 80 por ciento al año, por lo menos en 5 años. Catorce tuvieron una inflación que excedía el 200 por ciento anual, por lo menos en un año (Goldstein et al, 1992, 7). Ningún país desarrollado, a excepción de Israel, tuvo niveles similares de inflación.

La falta de credibilidad contribuye a la elevada inflación y genera altas tasas reales de interés. Por ejemplo, los trabajadores basan sus demandas salariales en las expectativas de que el Banco Central depreciará la moneda nacional. Las empresas estatales y los ministerios gubernamentales contraen déficits porque esperan que el gobierno los rescate presionando o aprobando leyes que ordenen al Banco Central que financie sus déficits. Tal comportamiento impulsa una inflación continua.

En un sistema de banco central típico, las altas tasas reales de interés acompañan frecuentemente a una acrecentada inflación. Para compensar a los inversionistas por el riesgo de cambio percibido, debido al uso de una moneda propensa a la depreciación, las tasas de interés reales normalmente deben ser aumentadas para los prestamistas que no tienen acceso a créditos subsidiados. Esto compensa a los inversores por el riesgo de cambio asumido al utilizar una moneda proclive a la devaluación.

Las elevadas tasas reales de interés sofocan la actividad económica incrementando el costo de los préstamos. Alternativamente, las tasas reales de interés se pueden mantener bajas imponiendo controles a las tasas nominales de interés y a la con-

vertibilidad, pero esto lleva a la escasez de créditos debido a que la demanda excede a la oferta cuando la tasa de interés está controlada y no toma en cuenta los riesgos de cambio. Idealmente, las tasas de interés reales para los créditos en mercados verdaderamente no restrictivos serían positivas pero bajas para fomentar el ahorro y el crecimiento económico.

En contraste con un banco central típico, la caja de conversión tiene una alta credibilidad, por las razones explicadas en el capítulo anterior. El sistema tiende a tener una inflación disminuida porque su moneda de reserva tiene una baja inflación.

También, debido a que una tasa de cambio fija con la moneda de reserva previene la depreciación, la caja de conversión tiende a tener tasas de interés similares a los niveles que prevalecen en la moneda de reserva, más una prima por los riesgos políticos que puedan existir (la posibilidad de que los derechos de la propiedad privada no sean garantizados o que el gobierno realice confiscaciones), los impuestos y los costos de transacción. [7]. Los trances de cambio tienden a estar ausentes.

Credibilidad y tasas de cambio

El grado de credibilidad de un sistema monetario afecta la tasa de cambio que se pueda sustentar: Un acuerdo de tasa de cambio que no resulta verosímil tiende a no ser sustentable porque impone altos costos a la economía.

Existen tres tipos básicos de acuerdos de tasa de cambio. Una tasa de cambio temporalmente fija en términos de moneda de reserva, pero que no incluye una garantía creíble a largo plazo de permanecer en su tasa actual. No se debe confundir una tasa de cambio temporalmente fija (o cuasi fija) con una tasa de cambio fija. La tasa de cambio fija es permanente. Si la autoridad monetaria la puede alterar en caso de emergencias, ésta debe seguir unas reglas bien definidas, conocidas de antemano por el público. Una tasa de cambio flotante no se mantiene constante en términos de ninguna moneda de reserva. [8]

La diferencia principal entre una tasa de cambio temporal-

mente fija y una fija es la credibilidad. Un banco central típico no puede mantener una tasa de cambio fija a todo evento porque tiene poca credibilidad. Una declaración hecha por un banco central de que está manteniendo una tasa de cambio fija no es creíble porque ésta no puede coexistir con una política monetaria discrecional. El único período en que un gran número de bancos centrales mantuvieron una verdadera tasa de cambio fija fue durante la época clásica del patrón de oro (1880, o antes de 1914). Para ese momento, los bancos centrales constituían la minoría entre los sistemas monetarios del mundo y muchos de los bancos centrales eran propiedad privada, en lugar de pertenecer al gobierno (Conant 1969 [1927]). Estas condiciones, que hicieron que los bancos centrales mantuvieran una tasa de cambio fija, no existen más.

Desde 1914, casi todos los bancos centrales que han pretendido mantener tasas de cambio fijas, incluidos los bancos centrales excepcionalmente buenos, en realidad han mantenido tasas de cambio temporalmente fijas. En su mayoría devaluaron las monedas en relación con el oro o la plata durante la Primera Guerra Mundial, la Gran Depresión, la Segunda Guerra Mundial y el colapso del sistema Bretton Woods, al principio de los años 70. La mayoría de los bancos centrales que poseían tasas de cambio temporalmente fijas también depreciaron sus monedas en otros tiempos (ver Yeager 1976, 295-610).

El propósito principal de una tasa de cambio temporalmente fija es hacer que una firme restricción presupuestaria sea más creíble. (La restricción presupuestaria significa que un agente económico no puede gastar más de lo que gana, o más de lo que puede pedir prestado en mercados de créditos sin subsidio. Lo contrario es una suave restricción presupuestaria, en la que el agente económico recibe subsidios y, por lo tanto, puede gastar más de lo que gana y de lo que pide prestado en mercados de créditos sin subsidios).

Sin embargo, una tasa de cambio temporalmente fija es, generalmente, una tasa que tiende a depreciarse y a requerir con-

troles de cambio para solventar problemas de presupuesto que incluye la devaluación o controles de cambio para adaptarse a restricciones presupuestarias débiles. La propensión hacia la depreciación trae consecuencias perversas, las cuales fueron mencionadas en la sección precedente. Como compensación por el riesgo percibido por la depreciación de una tasa de cambio temporalmente fija, los prestamistas y los inversionistas piden tasas de interés reales más altas que las que existirían con una tasa de cambio fijada por la ley (Walters, 1990, 14-15).

Puede tomar muchos años para que un banco central logre una substancial credibilidad con una tasa de cambio temporalmente fija. Entre tanto, las altas tasas reales de interés para defender una tasa de cambio temporalmente fija crean altos costos que son particularmente dolorosos para las empresas de capital intensivo y las industrias de exportación que compiten contra sus homólogos extranjeros con sede en países con autoridades monetarias más confiables. Alternativamente, un banco central puede mantener verdaderas tasas de interés bajas imponiendo controles y restringiendo la convertibilidad de la moneda, pero esto causa una escasez de créditos.

Las altas tasas reales de interés son una consecuencia perversa de las tasas de cambio temporalmente fijas. Otras son las altas tasas reales de cambio. La verdadera tasa de cambio es la proporción de los precios de los bienes transables a los de los bienes no transables. Los bienes transables son las importaciones y exportaciones. Los no transables son la tierra y el trabajo, que por distintas razones, no pueden ser fácilmente movidos de un país a otro. Existen distintas maneras de calcular las proporciones de los precios de los bienes transables y los no transables, pero lo importante es que todas muestran si las tasas de cambio están afectando sistemáticamente la competitividad de las industrias de exportación. Tasas de cambio reales sobrevaluadas significan que las industrias de exportación son relativamente no competitivas, mientras que las tasas de cambio reales subvaluadas indican que las industrias de exportación son relativa-

mente más competitivas [9].

Las tasas de cambio reales sobrevaluadas en países con tasas de cambio temporalmente fijas pueden ser el resultado de los frecuentes incrementos en la inversión extranjera o, más comúnmente, de la inflación nacional, lo cual se discute en la próxima sección.

Un típico banco central que mantiene una tasa de cambio temporalmente fija tiende a causar inflación, lo que hace que la base monetaria se incremente más rápido que sus reservas extranjeras. En consecuencia, el nivel de los precios nacionales aumenta. La importación se vuelve menos costosa y la exportación disminuye porque se vuelve más cara en los mercados mundiales. El banco central pierde reservas extranjeras dado que los particulares compran más productos importados y los especuladores de divisas apuestan a favor de que la pérdida de reservas extranjeras induzca al banco central a depreciar la moneda.

A fin de evitar la pérdida de más reservas extranjeras y para revivir la exportación, el banco central impone controles de cambio a la moneda extranjera. O, alternativamente, devalúa la moneda restableciéndola a una tasa de cambio lo suficientemente depreciada como para que por un tiempo éste pueda, en forma segura, continuar causando inflación. Una tasa de cambio desvalorizada revive, temporalmente, las exportaciones haciéndolas, repentinamente, menos costosas y ahoga las importaciones fraguándolas más costosas, pero mientras la inflación continúa y la tasa de cambio sigue revaluándose, ocurre el efecto contrario.

En una economía en la que el banco central mantiene una tasa de cambio temporalmente fija, ésta tenderá alternativamente a deprimir y sobre estimular la actividad económica. Las industrias de exportación, frecuentemente, soportan altas tasas reales de interés y elevados costos para los bienes no transables que son utilizados para ayudar a producir los bienes transables. En lugar de incrementar su productividad a fin de seguir siendo competitivas, las industrias de exportación toman a menudo el

camino más fácil de forzar al banco central a que devalúe la moneda. La presión política para depreciar la moneda también proviene de los ministros del gobierno y de las empresas del Estado, que desean que continúe la indisciplina presupuestaria. Los incentivos que tiene un banco central típico son tales que, normalmente, se beneficia más por la depreciación de la moneda que por mantener la tasa de cambio vigente. El conflicto entre las metas a largo plazo y los incentivos a corto plazo de los bancos centrales es tan profundo que se le ha dado el nombre de "consistencia en el tiempo" (o inconsistencia en el tiempo; ver Kydland y Prescott 1977).

El Sistema Monetario Europeo (SME) es un ejemplo del problema de la consistencia en el tiempo. El SME es la tentativa más ambiciosa de mantener tasas de cambio estables desde el sistema de Bretton Woods (que duró de 1945 a 1973, pero que después de 1958 sólo gozó de convertibilidad de cuenta corriente para la mayoría de las monedas más importantes). En el SME, los bancos centrales miembros prometen mantener las tasas de cambio dentro de bandas estrechas entre sus monedas. El SME comenzó a operar el 13 de marzo de 1979. Para 1994, ya se habían tenido que hacer más de 20 realineaciones de tasas de cambio.[10]

Las realineaciones normalmente han sido desvalorizaciones de otras monedas en relación al marco alemán, la moneda más fuerte del sistema. En las realineaciones más recientes, que han ocurrido después de severos ataques especulativos, la lira italiana y la libra esterlina eran flotantes y, de hecho, se depreciaron. El franco francés, la peseta española, el escudo portugués y el punt irlandés también fueron devaluados. El markka finlandés, la corona sueca y la corona noruega, que estaban fuera del SME pero que evolucionaban a su sombra, también fueron desvalorizados. La corona sueca fue depreciada a pesar de que el Banco de Suecia, en un momento, aumentó las tasas de interés overnight hasta el equivalente del 500 por ciento anual para defender la estabilidad. (Norman 1992; Norman y Barber 1992). Los bancos centrales de Europa Occidental perdieron solamente en

septiembre de 1992, un estimado de 6 mil millones de dólares en apoyo de las tasas de cambio estables (Sesit 1992).

Incluso los bancos centrales que son mejores que el promedio, como los de los países del SME, han tenido problemas para mantener una estabilidad fuerte, que no lleve a una depreciación sistemática. Esta situación ha llevado a algunos bancos centrales a experimentar con el crawling peg (devaluaciones sucesivas). [11] El crawling peg es la revaluación o la depreciación limitada de una moneda de acuerdo con un plan. Por ejemplo, un banco central pudiera prometer no depreciar su moneda en relación al dólar americano en más del 20 por ciento anual. Con un crawling peg desacelerado, la depreciación se retarda año tras año y quizás, eventualmente, se detiene. Un crawling peg desacelerado es una promesa implícita del banco central de reducir el crecimiento de la base monetaria.

Una posible ventaja del crawling peg en comparación al hard peg (tipo de cambio estrictamente fijo) es que el crawling peg puede ser menos costoso para la economía porque no trata de lograr la credibilidad de forma inmediata. En cambio, las devaluaciones pueden desacelerarse y convertirse en estabilidad cuando el banco central parece tener suficiente credibilidad para mantenerla sin altas tasas de interés real o extensivos controles de cambio de moneda extranjera. Otra forma en la que el crawling peg puede ser menos costoso para la economía que el hard peg es que si las expectativas de la inflación influyen en el comportamiento y en los contratos a largo plazo, un crawling peg reduce los cambios de riqueza real que se presentan con un hard peg impuesto repentinamente.

La principal desventaja de un crawling peg es que puede acelerarse hacia un hard peg, en lugar de desacelerarse. Los países que han probado los crawling peg han tenido, generalmente, inflaciones más altas que otros países en sus regiones que han mantenido hard pegs ininterrumpidos por devaluaciones ocasionales (Connolly 1985). Un crawling peg no cambia el ejercicio del poder o los incentivos del Banco Central, por lo que goza de

un poco más de credibilidad que un hard peg. Además, en los países con una inflación muy alta existe la tendencia a no hacer contratos a largo plazo en la moneda nacional porque ésta no es una unidad de cuenta confiable por lo que un repentino fin verosímil de la inflación no causaría grandes cambios de la riqueza real de los deudores a los acreedores. En consecuencia, un crawling peg no representa una ventaja importante para un país con una inflación muy alta (de digamos, más del 100 por ciento anual) comparado con un hard peg.

Dado que la mayoría de los bancos centrales, incluyendo los mejores que el promedio, han carecido de la credibilidad para mantener tasas de cambio fijas o estables, muchos economistas han apoyado las tasas de cambio flotantes para éstos. Una ventaja de la tasa de cambio flotante en comparación con la tasa temporalmente fija es que la tasa flotante requiere de poca credibilidad porque el banco central no hace promesas en lo que se refiere a la tasa de cambio. El banco central no necesita preocuparse de que la falta de credibilidad le haga perder reservas extranjeras que soporten la tasa de cambio, porque no necesita tener ningún soporte para su moneda.

Otra ventaja de la tasa de cambio flotante es que, en teoría, se puede permitir una total convertibilidad. No hay que temer que la total convertibilidad traiga las consecuencias perversas que pueden ocurrir con una tasa de cambio temporalmente fija. Sin embargo, en la práctica, la mayoría de los países con tasas de cambio flotantes imponen controles a los cambios en moneda extranjera (Fondo Monetario Internacional 1992, 570-75).

Una tasa de cambio flotante puede ser "limpia" o "sucia". En una flotación limpia, el banco central no trata de influenciar sistemáticamente la tasa de cambio. Un banco central puede mantener reservas extranjeras iguales a cero si permite una flotación limpia. El Banco de Reserva de Nueva Zelandia, que ha sostenido una flotación limpia desde 1985 (Moore 1992c, 111-12) aparentemente es el único que ha permitido, alguna vez, una flotación limpia por un prolongado período. Un banco central que opera

una tasa flotante, generalmente, practica una flotación sucia, en la que se trata de influenciar sistemáticamente la tasa de cambio mediante la compra o venta de moneda extranjera. La flotación sucia sería útil si el banco central interviniera con el objetivo de lograr beneficios, por lo que actuaría como un especulador estabilizando los mercados de cambio de moneda extranjera. Sin embargo, no lo hacen así y tienden a perder grandes sumas de dinero tratando de contrarrestar la depreciación (Taylor 1982).

Pero hasta una tasa de cambio flotante limpia tiene sus detrimentos, que son descritos con detalle en el Capítulo 6. La principal desventaja es que no contrarresta la presión política hecha por grupos interesados y políticos ambiciosos a fin de que haya inflación, y que están a favor de pocas restricciones presupuestarias y de decisiones de corto plazo. Desde principios de los años 80, algunos bancos centrales en países en vías de desarrollo han combinado de manera exitosa las tasas de cambio flotantes con una baja inflación, tasas reales de interés bajas y convertibilidad total, pero casi ningún banco central en estos países lo ha hecho durante largo tiempo (Collier y Joshi 1989, 103).

Otra desventaja de una tasa de cambio flotante es que las tasas de interés reales pueden ser altas, al igual que ocurre cuando hay una tasa de cambio temporalmente fija, que si es probable una inflación alta.

Un banco central que mantiene una tasa de cambio flotante puede afrontar ciertas dificultades semejantes a aquellas de los bancos centrales que mantienen una tasa de cambio temporalmente fija. Una tasa de inflación baja es una fijación de precios parecido a un tipo de cambio fijo. A pesar de que el banco central necesita poca credibilidad para operar una tasa de cambio flotante, requiere de una credibilidad sustancial para combinar la inflación baja con bajas tasas de interés real y convertibilidad total. Si su credibilidad es baja, las tasas de interés reales serán altas, aunque probablemente no tan altas como con las tasas de cambios estables que tienen baja credibilidad.

La razón por la cual las tasas de interés reales serán probablemente más bajas con una tasa de cambio flotante, es que la presión especulativa sobre el banco central tiende a ser menor que con una tasa de cambio estable, porque este no tiene la obligación de mantener una tasa de cambio particular. Con una tasa flotante, los especuladores, generalmente, se ocupan más en balancear la permuta entre ellos y menos de la operación en relación al banco central, que con una tasa temporalmente fija.

Otra desventaja de una tasa de cambio flotante es que ésta necesita que el banco central apunte a algo más que a la tasa de cambio nominal. Estos otros objetivos, sin embargo, tienen problemas de definición, de control y de legitimidad. Supónganse que un banco central decide como propósito controlar la oferta de dinero. Éste debe definir cuál medida de la oferta de dinero desea controlar –la base monetaria o medidas más amplias que incluyan componentes más allá de su control directo, tales como depósitos en los bancos comerciales.

El banco central debe tratar de controlar la medida que ha escogido, estableciendo objetivos y alcanzándolos. Mientras los revisa buscando los adelantos y los retrasos que se producen en la actividad económica y por otros factores, –tales como los cambios en la tecnología bancaria y los hábitos de los particulares en cuanto a guardar dinero, –que puedan cambiar la oferta de dinero de forma impredecible.

También esta institution debe evaluar frecuentemente si el objetivo que ha escogido es adecuado o si otro resultaría más apropiado para alentar el crecimiento económico y la estabilidad de los precios. Los problemas al definir y alcanzar las metas provocaron que la mayoría de los bancos centrales de los países desarrollados abandonaran la estricta adherencia a los objetivos de la oferta de dinero después de experimentar con ellos en los años 80. Sin embargo, los niveles de precios, las tasas de interés, las tasas de crecimiento real, y el ingreso nominal han resultado problemáticos también como propósitos (ver Lindsey y Wallich 1987)[12]. La tasa de cambio nominal es el objetivo más fácil de

definir, controlar y evaluar.

Gracias a que la caja de conversión o junta monetaria goza de alta credibilidad, puede mantener una verdadera tasa de cambio fija, que mantenida por la caja de conversión evita las desventajas de las tasas de cambio estables o flotantes conservadas por el banco central. Una caja de conversión no necesita preocuparse de si sus reservas extranjeras son inadecuadas porque son iguales al 100 por ciento o un poco más de sus billetes y monedas en circulación. Debido a que la tasa de cambio es fija, los prestamistas e inversionistas tienden a no pedir altas tasas de interés real como compensación de un riesgo percibido de depreciación con la moneda de reserva. Una moneda de reserva bien escogida será estable, tendrá credibilidad y total convertibilidad (En el Capítulo 4 se discute cómo escoger la moneda de reserva). Dejando a un lado el problema del riesgo político y, considerando solamente el riesgo cambiario, un sistema de caja de conversión típica no experimenta, por lo tanto, las altas tasas de interés reales que están presentes en un sistema típico de banco central con una tasa de cambio temporalmente fija y total convertibilidad, incluso, en algunos sistemas de bancos centrales con tasa de cambio flotante.

Convertibilidad y controles de cambio

La utilidad de una moneda como medio de cambio depende de su convertibilidad. Convertibilidad significa que la moneda puede adquirir bienes y servicios nacionales y extranjeros, incluyendo divisas extranjeras. Sin una moneda convertible la gente no puede realizar cómodamente intercambios de mercado usando el dinero, facilidad que es la que hace que una economía de mercado trabaje de forma eficiente.

La convertibilidad tiene tres gradaciones que corresponden a la medida en que el gobierno permite a una moneda funcionar como medio de intercambio. La gradación básica es la convertibilidad del efectivo -la capacidad de cambiar una unidad (Ejemplo: el dólar) de depósitos bancarios por una unidad de billetes

y monedas a solicitud del interesado. La convertibilidad del efectivo se da tan por sentado en los países desarrollados que es rara vez discutida, excepto cuando ocurren las corridas bancarias. No obstante, esto, no existe en algunos países en vías de desarrollo, principalmente, en aquellos que tuvieron o actualmente poseen economías centralmente planificadas.

La segunda gradación es la convertibilidad con mercancías –la capacidad de comprar bienes y servicios nacionales.- De igual forma, ésta también se da por sentada en los países desarrollados y rara vez se discute. Sin embargo, no subsiste en algunas naciones en vías de desarrollo. En países donde existe la convertibilidad con mercancías lo que usualmente se requiere para pagar bienes y servicios nacionales es efectivo o crédito para pagar al vendedor nacional. El mercado nacional es poco restringido en comparación con una economía centralmente planificada. El intercambio de bienes y servicios es más amplio, rápido y eficiente donde prevalece la convertibilidad de los bienes que donde no existe.

La tercera gradación es la convertibilidad con la moneda extranjera – la capacidad para comprar bienes y servicios extranjeros- incluyendo las divisas extranjeras. Si no existen restricciones en la compra de bienes y servicios extranjeros, incluyendo las monedas extranjeras, a las tasas de cambio del mercado, se dice que la moneda goza de total convertibilidad para el cambio de moneda extranjera.

Una moneda convertible en efectivo, mercancías, y con total convertibilidad en divisa extranjera tiene convertibilidad total. La convertibilidad en moneda extranjera casi siempre implica convertibilidad en efectivo y mercancías, por lo tanto en este libro la convertibilidad total será sinónimo de convertibilidad en moneda extranjera sin restricciones.

Las monedas de la generalidad de los países desarrollados poseen convertibilidad total, pero en la mayoría de los países en vías de desarrollo son sólo parcialmente convertibles o son inconvertibles. Por ejemplo, muchas divisas son convertibles para

la masa de las compras de cuenta corriente, en las cuales los residentes usan la moneda nacional para comprar bienes y servicios extranjeros para la importación, pero son inconvertibles para movimientos de cuentas de capital, en las cuales los residentes usan la moneda nacional para adquirir bienes financieros extranjeros como monedas y títulos y algunos bienes no financieros como bienes raíces.13 Las restricciones en las transacciones de las cuentas de capital son llamadas controles de capital.

La convertibilidad en cuenta corriente expone a los productores nacionales a la competencia extranjera si las cuotas comerciales y los aranceles son bajos. Tiende a introducir en la economía nacional la estructura de precios que prevalece en los mercados mundiales. Los precios internacionales son indicadores que ayudan a la gente a determinar en qué áreas de producción deben especializarse. Al concentrarse en los bienes que ellos producen más eficientemente y luego cambiarlos por otros, la riqueza aumenta globalmente.

La convertibilidad en cuenta corriente es beneficiosa para el comercio internacional pero es insuficiente para atraer inversión extranjera en cantidades sustanciales. Para esto, es necesaria la convertibilidad de cuenta de capital. A menos que los extranjeros puedan repatriar algunos beneficios, estarán reacios a hacer grandes inversiones.

Existe un acuerdo casi universal de que la convertibilidad en efectivo y mercancías son objetivos inmediatos para la mayoría de los países. Sin embargo, muchos economistas aconsejan a los países en vías de desarrollo retardar la convertibilidad total de la moneda extranjera (Por ejemplo, Greene y Isard 1991, 12-13, 16; McKinnon 1991, 156; Williamson 1991b, 379). Uno de los argumentos en contra de la convertibilidad total inmediata es que ella agravaría la fuga de capitales. La inversión nacional abandonaría el país en gran escala.

Otro argumento, contradictorio con el primero, es que la convertibilidad total inmediata permitiría una inversión extranjera excesiva y, por lo tanto, haría a la exportación de bienes no

competitiva. La inversión extranjera aumenta el precio de la tierra, del trabajo y otros bienes no transables. Por lo tanto, los precios de los bienes exportados se incrementarían, porque están hechos, en parte, con bienes no transables. Una grande y repentina revaluación de la tasas de cambio real pudiera hacer que las exportaciones se volvieran no competitivas, provocando una depresión. (Como lo argumenta Ronald McKinnon en Hanke y Walters 1991, 187-89).

Un tercer argumento en contra de la total convertibilidad inmediata es que ésta crearía riesgos de corrupción o negligencia. Chile, Argentina y Uruguay sufrieron crisis bancarias en la década de los ochenta después que abolieron algunas restricciones a la convertibilidad. Muchas compañías y bancos pidieron préstamos en grandes cantidades en el extranjero. Sus pasivos eran pagables en moneda extranjera, pero sus ingresos eran, principalmente, en moneda nacional. Mientras las tasas de cambio real se revaluaron, la presión política por parte de las industrias exportadoras y la presión económica de los especuladores monetarios indujeron a los bancos centrales de esos países a devaluar. La devaluación aumentó en forma pronunciada la carga del reembolso de la deuda para las compañías y los bancos comerciales que habían pedido prestado en moneda extranjera. Muchos de ellos fueron a la bancarrota. Sus gobiernos o los bancos centrales los salvaron y asumieron la responsabilidad del reembolso de sus deudas.

Los argumentos en contra de la convertibilidad total, aunque quizás válidos para un sistema típico de banco central, no son aplicables a un sistema típico de caja de conversión o junta monetaria. La convertibilidad total inmediata en un sistema de caja de conversión es verosímil, y por ello tiende a alentar la entrada neta de capitales en lugar de promover la fuga de capital nacional. A pesar de que la inversión extranjera aumenta los precios del trabajo, la tierra y otros bienes no comerciales, si la inversión es usada en forma productiva los nuevos precios altos reflejarán la productividad aumentada de los bienes no transables

(Schmieding 1992, 196).

La experiencia en los sistemas de caja de conversión ha sido que la inversión extranjera no causa grandes y repentinas revaluaciones de la tasa real de cambio como para hacer que las exportaciones se vuelvan no competitivas y causen depresiones. Los movimientos de capitales internacionales, como los de capitales nacionales entre regiones, tienden a auto-corregirse porque responden adecuadamente ante las oportunidades de arbitraje. La convertibilidad total inmediata procura no crear problemas de riesgo de corrupción en un sistema de caja de conversión, porque ésta no es un prestamista de última instancia. La desafortunada experiencia de Chile, Argentina y Uruguay con la casi total o total convertibilidad, ilustra el peligro de corrupción creado cuando un banco central es de forma implícita un prestamista de última instancia para los bancos comerciales y para las empresas privadas y estatales. No ilustran problemas inherentes de la convertibilidad (Corbo et al. 1986, 620-30).

La experiencia histórica de las cajas de conversión apoya el punto de vista de que los problemas con la convertibilidad total en un sistema típico de banco central son causados por el banco central y no por la convertibilidad total. La caja de conversión del Norte de Rusia, de 1918 a 1920, mantuvo una convertibilidad total desde el día en que abrió, a pesar de que Rusia estaba en medio de una guerra civil (Hanke y Schuler 1991a). La caja de conversión de Birmania también mantuvo convertibilidad total durante la guerra civil (Schuler 1992b, 69-70). Las cajas de conversión de Hong Kong, de Malasia y de las Filipinas reasumieron la convertibilidad enseguida de que la ocupación japonesa terminó al final de la Segunda Guerra Mundial (King 1957, 23, 109). No hubo más fuga masiva de la moneda local a las monedas de reserva. En su lugar, la convertibilidad alentó la inversión extranjera. La experiencia de post-guerra de Hong Kong, el sistema de caja de conversión más notable todavía en existencia, ha sido que un gran crecimiento sin control en la inversión extranjera no ha perjudicado las industrias de exportación. En su lugar, han

equipado a las industrias de exportación con las herramientas necesarias para crecer (Schuler 1992b, 159-61).

La observación de los sistemas de cajas de conversión y el contraste con la típica práctica de los sistemas de los bancos centrales es parte de un patrón general. El Informe anual sobre Acuerdos de Intercambio y Restricciones de Intercambio publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde 1950, describe las restricciones en la convertibilidad en sus países miembros y en algunas colonias. Nunca ha ocurrido que la mayoría de los bancos centrales que reportan al FMI hayan tenido total convertibilidad. En 1991, sólo 34 de los 158 países con bancos centrales que presentaron sus informes al FMI tuvieron total convertibilidad. De estos, dieciocho estaban entre los 24 países desarrollados que presentaron sus informes al FMI. Sólo dieciséis de los 124 países en vías de desarrollo que presentaron sus informes al FMI tuvieron total convertibilidad.[14]

En contraste, cinco de los seis sistemas de caja de conversión existentes tuvieron total convertibilidad. Uno de ellos, Hong Kong, presentó su informe al FMI. De los restantes –Bermudas, Gibraltar, Brunei, Las Islas Caimán, Las Malvinas y Santa Elena sólo el sistema de caja de conversión atípico y modificado de Bermudas tuvo controles de cambio. Bermudas limita la cantidad de fondos que los habitantes del país pueden transferir al extranjero cada año. Aparentemente, es el único sistema de caja de conversión que haya restringido la convertibilidad en su moneda de reserva.[15]

Banco central y financiamiento de sus déficits

La falta de estabilidad, credibilidad y convertibilidad restringida de la moneda emitida por un banco central típico es el resultado de su subordinación al financiamiento de los déficits presupuestarios del gobierno. En años recientes, el déficit presupuestario del gobierno ha sido característico tanto en los países desarrollados, como en los países en vías de desarrollo. En 1990, 44 de los 57 países en vías de desarrollo y quince de los

veintidós países desarrollados que presentaron sus informes sobre los datos presupuestarios gubernamentales al Banco Mundial, tuvieron déficits (Banco Mundial 1992, 238-39). Algunos países con cajas de conversión han sido excepciones: sus presupuestos gubernamentales han tenido generalmente excedentes.

La mayoría de los países desarrollados tienen monedas totalmente convertibles y mercados financieros bien perfeccionados, por lo tanto sus gobiernos pueden financiar los déficits presupuestarios con la emisión de deuda que los mercados financieros adquieren voluntariamente. Por ejemplo, el déficit presupuestario del gobierno italiano ha sido por muchos años cerca del 10 por ciento del producto interno bruto (PIB). El déficit presupuestario del gobierno italiano es aproximadamente 2,5 veces mayor, como porcentaje del PIB, que el déficit presupuestario del gobierno federal de los Estados Unidos y es una porción más grande del PIB que en casi todos los países en vías de desarrollo. Sin embargo, Italia ha tenido una inflación mucho más baja que la mayoría de los países en vías de desarrollo (ver Banco Mundial 1992, 218-19, 238-39). Los mercados financieros hasta el momento han sido capaces de mantener cantidades crecientes de bonos gubernamentales italianos pagaderos en liras.16 El Banco de Italia no ha tenido que recurrir a la creación de alta inflación para financiar los déficits presupuestarios gubernamentales. Por lo tanto, ha tenido algo de amplitud para realizar una política monetaria discrecional.

La mayoría de los países en vías de desarrollo no son como Italia. El mercado para sus bonos gubernamentales es pequeño. Sus bancos comerciales son simples dependencias para el financiamiento del Estado. A fin de obtener fondos a bajo precio para sus gobiernos, los bancos comerciales en estos países ofrecen tasas de intereses reales negativas. Las tasas de intereses reales negativas en los ahorros nacionales hacen que los residentes abandonen las monedas nacionales como depósito de valor y, en su lugar, utilicen moneda extranjera y mercancías.

Dado que la mayoría de los países en vías de desarrollo carecen de mercados financieros sofisticados, la capacidad de los mercados para absorber la deuda del Estado, incluso cuando son obligados a hacerlo, es pequeña. Esto deja a la inflación como el único medio para financiar los déficits presupuestarios gubernamentales. Los bancos centrales en los países en vías de desarrollo casi no tienen campo para la política monetaria discrecional porque deben crear suficiente inflación para financiar los déficits presupuestarios. La subordinación de los bancos centrales y los sistemas bancarios en los países en vías de desarrollo a las demandas de las finanzas del gobierno, mantiene sus sistemas financieros retrasados, sobre regulados ("reprimidos") e incapaces de movilizar eficientemente los ahorros nacionales para estimular el crecimiento económico (Fry 1988, 13-16).

El argumento principal que exponen los economistas para preferir un banco central a una caja de conversión es que el banco central tiene más flexibilidad. Teóricamente, las ventajas de la flexibilidad de un banco central son dudosas, como se explica más adelante en este capítulo. Pero, inclusive si las razones teóricas para favorecer la flexibilidad del banco central fueran correctas, un banco central típico en un país en vías de desarrollo tiene poca flexibilidad porque está subordinado al financiamiento del déficit gubernamental.

Una caja de conversión no puede financiar los gastos hechos por el gobierno nacional o las empresas del Estado porque no les puede prestar. No puede financiar los déficits presupuestarios gubernamentales nacionales, por lo tanto se evita la subordinación del sistema monetario al financiamiento del déficit.

Independencia política: una meta inalcanzable

Para ayudar a que los bancos centrales resistan la presión política para financiar los déficits presupuestarios gubernamentales, el FMI y varios economistas han sugerido que sean políticamente independientes (Por ejemplo, Camdessus 1992,

342). La independencia política de un banco central significa que sus directores, una vez designados, tienen el control exclusivo de la base monetaria y no pueden ser despedidos por los poderes ejecutivo y legislativo del gobierno durante el tiempo predeterminado de permanencia en sus cargos. También asegura que el banco central financia él mismo a través del señoreaje, en lugar de depender de la administración o la legislatura para obtener fondos, y que no puede imponer el otorgamiento de préstamos. En los países desarrollados, cuanto más independiente políticamente es un banco central, menor tiende a ser la inflación (Alesina 1989).

Sin embargo, ha sido imposible proteger completamente a los bancos centrales de la presión política, incluso, en los países desarrollados con larga tradición de gobiernos representativos y separación de los poderes entre las ramas del gobierno.17 Los países en vías de desarrollo que continúan tratando de lograr gobiernos que sean representativos y que no tienen una tradición innata de separación de los poderes, han encontrado esta tarea incluso más difícil. Además, la independencia política tampoco es garantía de baja inflación en los países subdesarrollados (Cukierman et al. 1992, 369-76). En contraste, la caja de conversión puede ser protegida de las presiones políticas, como lo demuestra claramente la experiencia. El Capítulo 5 propone salvaguardas para proporcionar la máxima protección a la caja respecto a las presiones políticas.

Personal inadecuado

Además de la dificultad para proteger de las presiones políticas a los bancos centrales en los países en vías de desarrollo, existe también el problema de encontrar suficiente recurso humano calificado. El personal de muchos bancos centrales, particularmente aquellos de las antiguas economías centrales planificadas, carece de un entrenamiento completo en el funcionamiento de la banca central, y en muchos casos, es dudoso que puedan administrar una política monetaria apropiada aun

cuando estén protegidos de las presiones políticas.

Una caja de conversión sólo necesita de un reducido personal. Las tareas que lleva a cabo la plantilla de una caja de conversión son simples y no requieren de mucha experiencia, como sí lo requieren las tareas llevadas a cabo por el personal de un banco central.

La flexibilidad: un problema incluso en teoría

Este capítulo ha hecho hincapié en los problemas prácticos con los que se ha enfrentado un banco central típico. Existen también argumentos sólidos en contra de la política monetaria discrecional, y por lo tanto, contrarios a un banco central, en el campo teórico. La esencia del argumento es que aun un banco central que tiene la suficiente independencia para actuar de acuerdo con su mejor juicio y no en respuesta a las presiones políticas, es muy probable que desestabilice la economía.

Los argumentos teóricos en contra de una política monetaria discrecional vienen de tres fuentes. La escuela monetarista del pensamiento económico enfatiza que retrasos largos y variables pueden hacer que los efectos de una política monetaria sean impredecibles. A menos que el banco central conozca aproximadamente por cuánto tiempo existirá retraso entre los cambios de una base monetaria y las modificaciones en los precios, por ejemplo, esto puede desestabilizar en lugar de estabilizar la economía tratando de influenciar la actividad económica.

Existen razones para pensar que una política discrecional, habitualmente, tendrá peores resultados que una política monetaria sujeta a reglas, a pesar de que en casos particulares, la política discrecional puede tener suerte y mejores resultados que la política monetaria no discrecional. (Friedman 1948, 1960; Laidler 1982, 25-34. 153-63, 187-92; Meltzer 1992).

La escuela del pensamiento económico de las expectativas racionales hace hincapié en que cualquiera que sea la política discrecional sistemática que un banco central pueda administrar, el público puede siempre anticiparla y contrarrestarla. De

hecho, gente como los banqueros y comerciantes, consiguen obtener beneficios anticipando correctamente la política del banco central. Sus acciones crean problemas al banco central porque gran parte de la efectividad de su política depende de la sorpresa. Si éstos anticipan correctamente que el banco central creará una inflación más alta ajustará entonces los precios y las tasas de interés como corresponde, y la inflación no tendrá efecto temporal estimulante en la economía. La escuela de las expectativas racionales sostiene que, en la medida en que el banco central tiene una política monetaria sistemática, la gente tiende a anticipar su política, incluso, si el banco central trata de esconderla.

El único tipo de política del banco central que es firmemente efectiva es basada en sorpresas. En general, éstas desestabilizan la economía, porque crean una incertidumbre mal acogida. La política más conveniente es la que se basa en reglas monetarias, dada la habilidad de las personas para anticipar y contrarrestar las políticas del banco central. La política monetaria discrecional puede fácilmente resultar en una alta inflación y un crecimiento económico menor que el que produce una política apegada a ciertas reglas (Barro y Gordon 1983; Kyland y Precot 1977; Persson y Tabellini 1990., 19-33).

Una crítica relacionada a la política monetaria discrecional, realizada por la Escuela Austriaca del Pensamiento Económico, es que la política monetaria discrecional es un tipo de planificación central. El banco central tiene la misma desventaja que puede tener la planificación central de la producción agrícola. La planificación central suprime los precios como señales que transmiten información a las personas que tienen la habilidad de interpretarlas correctamente.

En el sistema monetario, entre los indicadores más importantes, están los cambios en las reservas. Los cambios en la balanza de pagos o en la retención por parte del público de billetes y monedas causan cambios en las reservas y, a través de ellas, en la oferta de dinero, las tasas de interés y en los ingresos (véase

el Capítulo 3). La política monetaria discrecional, para ser digna de ese nombre, debe tratar de combatir los mercados a medida que éstos se ajustan hacia un nuevo conjunto de precios de equilibrio. Haciendo esto, los ajustes se hacen normalmente más prolongados y más costosos. La suerte puede, ocasionalmente, permitir a la política monetaria discrecional tener efectos beneficiosos. Generalmente, sin embargo, la política monetaria discrecional es dañina, porque un banco central no tiene forma de saber por adelantado –o incluso en retrospectiva – cuáles políticas discrecionales son beneficiosas y cuáles dañinas (Selgin 1988b, 85-125).

La escuela monetarista y la escuela austriaca enfatizan aspectos de la ignorancia del banco central, mientras que la escuela de las expectativas racionales enfatiza en la incapacidad del banco central para sorprender a la gente con una política sistemática. A pesar de que ninguna de las tres escuelas ha considerado alguna vez en detalle una caja de conversión como una regla monetaria, los argumentos de las tres prestan apoyo a favor de la caja de conversión, ya que ésta se ajusta a las reglas y no tiene discreción en la política monetaria.

Los defensores de la política monetaria discrecional consideran que no es deseable para los gobiernos renunciar a ella como una posible herramienta para realizar verdaderos ajustes en las economías nacionales. Como un ejemplo de los beneficios que la política monetaria discrecional pueda traer, mencionan los casos en los cuales los salarios nominales son muy altos para lograr el pleno empleo, de modo que algunas personas que desean trabajar no pueden encontrar una ocupación. Ellos dicen que un banco central puede incrementar el empleo creando inflación. Ésta puede reducir los salarios reales y hacer que la moneda nacional se deprecie en relación a la divisa extranjera, causando un incremento temporal en las exportaciones.

Cuando se considera la validez de este ejemplo, uno se puede preguntar por qué los salarios nominales son rígidos. La razón es que normalmente la gente espera que el banco central cause

inflación y que las leyes existentes les den a los trabajadores, que ya tienen trabajo, privilegios especiales que los protegen de la competencia de los desempleados. Si los privilegios especiales del banco central y de los trabajadores ya empleados fueran abolidos, existirían mayores incentivos para que los sueldos nominales se volviesen más flexibles. El banco central es más un problema que una solución. Los salarios nominales han sido flexibles en Hong Kong y en otros sistemas de caja de conversión, aunque los sistemas de cajas de conversión han necesitado raramente de la flexibilidad, porque el fuerte crecimiento económico ha dado como resultado, generalmente, un aumento de los salarios reales y nominales.

Una caja de conversión no puede administrar una política monetaria discrecional, así que su política es inflexible. En lugar de ser una desventaja, sin embargo, la inflexibilidad de una caja de conversión se orienta a proteger la economía de los efectos desestabilizadores de la política monetaria discrecional y tiende a forzar los sueldos y salarios a ser flexibles. El beneficio del establecimiento de una caja de conversión u otra regla monetaria es más o menos el mismo que el de una constitución que limite el poder del Estado.

Las restricciones externas de las políticas cotidianas son necesarias para prevenir que la mayoría de los gobiernos reduzcan las libertades políticas. Es posible que un gobierno esté de acuerdo en apegarse a los límites constitucionales y que cree instituciones que impongan con éxito las limitaciones. Las constituciones son deseables porque aún, un gobierno que en un momento dado respete las libertades políticas puede más tarde hacer caso omiso de ellas, a menos que una constitución las establezca como características duraderas de la vida política. La experiencia que se tiene de las constituciones es que no son perfectas. No obstante, puede afirmarse que una constitución es normalmente más efectiva para restringir los poderes del gobierno que cuando no existe ninguna.

Una caja de conversión es una forma de constitución mone-

taria que evita que el gobierno nacional reduzca las libertades económicas imponiendo un impuesto de alta inflación no deseado por el público. Dado que una caja de conversión no puede financiar los déficits presupuestarios del gobierno, el sistema de caja de conversión trae, implícitamente, una política fiscal de baja inflación. Un gobierno astuto y muy determinado, probablemente, encontrará maneras de subvertir a la caja, de la misma forma que puede subvertir una constitución política, pero las salvaguardas propuestas en el Capítulo 5 le asegurarán a una nueva caja de conversión la máxima protección contra tales artificios y resultarán suficientes para disuadir a la mayoría de los gobiernos.[18]

Capítulo 3

Cajas de conversión, bancos centrales y ofertas de dinero

Dado que un banco central típico, en un país en vías de desarrollo tiene grandes dificultades para proporcionar una moneda sana, este capítulo y el próximo explican un enfoque diferente para proveer una moneda sana –estableciendo una caja de conversión. Muestran cómo la oferta de dinero es determinada en un sistema de caja de conversión, cómo establecer una caja de conversión, cómo operarla y protegerla de las presiones políticas que tratan de convertirla en un banco central. Este capítulo comienza con una exposición simplificada que contrasta el proceso de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión con el de la oferta de dinero en un sistema de banco central.

Oferta de dinero en un sistema de caja de conversión

Un sistema típico de caja de conversión o junta monetaria depende, en su totalidad, de las fuerzas del mercado para determinar la cantidad de billetes y monedas que la caja de conversión emite. Las fuerzas del mercado también establecen los otros componentes de la oferta de dinero en un sentido más amplio (En los ejemplos ofrecidos, los depósitos del público en los bancos comerciales) por los procesos que se describen más adelante.

En un sistema de caja de conversión y, de igual forma en un sistema de banco central, los bancos comerciales actúan como intermediarios entre los prestamistas y los prestatarios. Un banco comercial no puede, por mucho tiempo, prestar más a los prestatarios que lo que los depositantes desearían prestarle al

banco en forma de depósitos. Si un banco comercial presta en exceso, los prestatarios gastarán el exceso, por ejemplo con la emisión de cheques. En el sistema de pagos, son más los fondos que fluyen fuera del banco que los que manan hacia éste. Para evitar que el flujo externo lo conduzca a la bancarrota, el banco comercial guarda reservas. Los préstamos de los bancos comerciales están limitados por la necesidad de mantener suficientes reservas para permitir a los depositantes convertir sus depósitos en fondos líquidos cuando lo soliciten y soportar los flujos hacia fuera de las reservas a través del sistema de pagos.

Una caja de conversión típica no tiene un papel activo en la determinación de la base monetaria. Una tasa de cambio fija con la moneda de reserva y el requerimiento de que la caja de conversión mantenga el 100 por ciento de las reservas extranjeras, evita que ella aumente o disminuya la base monetaria a su propia discreción. Tampoco la caja de conversión tiene influencia sobre la relación entre la base monetaria y la oferta de dinero mediante la imposición de proporción de reservas (encaje), o de otras disposiciones para la regulación de los bancos comerciales. Por lo tanto, la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión es totalmente determinada por las fuerzas del mercado. En contraste, un banco central típico puede aumentar o disminuir la base monetaria a discreción. Por ejemplo, puede prestarle a los bancos comerciales, creando reservas para ellos, incluso, si sus reservas extranjeras están disminuidas. Mayor cantidad de reservas tienden a permitir a los bancos comerciales hacer más préstamos, lo cual hacen creando depósitos para los prestatarios. Por lo tanto, la oferta de dinero aumenta. La disminución de la base monetaria tiende a tener el efecto opuesto. Además de cambiar la base monetaria, un banco central típico puede también influenciar la oferta de préstamos de bancos comerciales al cambiarles los requerimientos de encaje.

A pesar de la incapacidad de una caja de conversión típica de crear reservas para los bancos comerciales a su propia discreción, la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión

es muy elástica a los cambios en la demanda, porque el sistema puede adquirir reservas extranjeras. La elasticidad de la oferta de dinero en el sistema de caja de conversión es una razón por la cual Hong Kong está entre los centros mundiales líderes del financiamiento amplio y a bajo costo. Las reglas que rigen una caja de conversión, simplemente, evitan que cree reservas a los bancos comerciales de una manera inflacionaria, como lo puede hacer un banco central.

Otras fuentes de elasticidad en la oferta de dinero son la variabilidad en la proporción de las reservas de depósitos de los bancos comerciales, la consolidación de las reservas entre las sucursales de los bancos comerciales en el país de la caja de conversión y en el país de reserva, los préstamos interbancarios y la variabilidad en la proporción de los depósitos en efectivo del público. Para simplificar, la mayor parte de la discusión que sigue omite mencionar fuentes de elasticidad que no sean la adquisición de reservas extranjeras.

Las reservas finales de un sistema de caja de conversión son la base monetaria de la moneda de reserva. La única manera de obtener las reservas finales es obteniéndolas del país de reserva.19 En su forma más simple, esto requiere lograr un excedente de la cuenta corriente. Haciendo ciertas suposiciones sobre el sistema de caja de conversión, los cambios en el estado de una cuenta corriente comienzan una secuencia de eventos que cambian la oferta de dinero en la misma dirección. El excedente de cuenta corriente, definitivamente, aumenta la oferta de dinero. El total de la balanza de pagos es la ganancia o la pérdida de las reservas en un período. Consiste en el estado de cuenta de la cuenta corriente –comercio en bienes y servicios- más el estado de cuenta de la cuenta de capital- inversiones y egresos. Las suposiciones que sirven de fundamento a esta descripción del proceso de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión son:

- Los depósitos de los bancos comerciales son convertibles

a los billetes y monedas (efectivo) de la caja de conversión a una tasa fija.

- La caja de conversión es el único emisor nacional de billetes y monedas.
- La relación entre depósitos y reservas de los bancos comerciales (la proporción entre depósitos y reservas) es constante.
- La proporción entre los depósitos del público en los bancos comerciales y los billetes y monedas de la caja de conversión (los depósitos en la relación al efectivo) es constante.
- Los ingresos y la oferta de dinero van en la misma dirección.
- No hay una rama de banco internacional entre la caja de conversión del país y el país de reserva.
- Los cambios en la balanza de pagos sólo se presentan en la cuenta corriente. La cuenta de capital no cambia.
- No existen proporciones de reserva mínima obligatoria (encaje) u otro tipo especial de regulaciones bancarias.
- La gente no mantiene la moneda de reserva o usa la moneda de reserva en transacciones nacionales.[20]

Para mostrar el proceso de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión utilizaremos una combinación de hojas de estados de situación (balances generales) y diagramas de flujo. Los diagramas de flujo (Cuadros 4, 8,12 y 13) representan secuencias de sucesos, mientras que los estados de situación encarnan condiciones en etapas particulares para los agentes que intervienen en un sistema de caja de conversión.[21]

El Cuadro 1 es un balance simplificado para una caja de conversión típica. Recuérdese que en un estado de situación, por definición, activos = pasivos + patrimonio neto.

Cuadro 1. Balance simplificado de una caja de conversión

Activos	Pasivos
Valores extranjeros	Billetes y monedas
	Depósitos de bancos comerciales (opcional)
	Patrimonio neto

El Cuadro 2 es un estado de situación simplificado para un banco comercial típico en un sistema de caja de conversión. Luego combinaremos los balances de los bancos comerciales en un solo estado de cuenta.

Cuadro 2. Balance simplificado de un banco comercial

Activos	Pasivos
Billetes y monedas de la caja de conversión	Depósitos del público
Préstamos e inversiones	Patrimonio neto (capital + reserva de los accionistas)

El Cuadro 3 es un balance general simplificado para un típico miembro del público (cualquiera en el sector financiero, excepto la caja de conversión y los bancos comerciales). Luego combinaremos los balances de los miembros del público en un solo estado de situación. La oferta de dinero se encuentra al lado izquierdo (los activos) del estado de cuenta combinado de los miembros del público.

Cuadro 3. Balance simplificado de un miembro del público

Activos	Pasivos
Depósitos en los bancos comerciales	
Billetes y monedas de la caja de conversión	Préstamos bancarios Patrimonio neto

El Cuadro 4 es un diagrama del flujo que muestra la situación inicial cuando el balance de la cuenta corriente es cero.

El valor de las exportaciones iguala el valor de las importaciones. Supongamos que se presenta un excedente en la cuenta corriente. El excedente abre su camino en el sistema monetario en la secuencia descrita en el Cuadro 4. La caja de conversión desempeña un papel explícito (aunque pasivo) en la secuencia sólo en la etapa clasificada como “La demanda se incrementa

para los bienes en general, incluidos los billetes y monedas de la caja de conversion". El sistema se autoajusta, y eventualmente, alcanza un nuevo equilibrio –el balance de la cuenta co-

Cuadro 4. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión

El balance de la cuenta corriente es cero
(Las exportaciones son iguales a las importaciones)- Equilibrio.

↓

Disminuye la demanda nacional por bienes importados o aumenta la demanda extranjera por los bienes del país de la caja de conversión.

↓

Excedentes de la cuenta corriente (las exportaciones exceden a las importaciones).

↓

Aumentan las reservas de los bancos comerciales.

↓

Aumentan los préstamos por parte de los bancos comerciales.

↓

Disminuyen las tasas de interés.

↓

Aumentan los ingresos.

↓

Aumenta la demanda por bienes en general, incluidos los billetes y monedas de la caja de conversión.

↓

Aumentan los precios de los bienes nacionales.

↓

Aumenta la demanda nacional de bienes extranjeros o disminuye la demanda extranjera de los bienesde los países de la caja de conversión.

↓

El balance de la cuenta corriente vuelve a cero. Nuevo equilibrio.

rriente vuelve a cero y los mercados pertinentes se equilibran.

Para mostrar la relación entre los bancos comerciales y la caja de conversión en la secuencia de los sucesos ilustrados en el Cuadro 4, el estado de situación que sigue utiliza números hipotéticos. La [etapa inicial] del estado de situación (Cuadro 5) es la primera etapa del Cuadro 4, una situación, en la cual el balance de la cuenta corriente es cero y los mercados pertinentes están en equilibrio. Por consideración a la simplicidad, presumamos que el patrimonio neto en la hoja de balance de la caja de conversión y de los bancos comerciales es cero. Conjeturemos; además, que los bancos comerciales desean una relación de depósitos a reservas de 50:1, y que el público desea una relación de depósito a efectivo (también conocido como una relación de depósito a caja de conversión) de 10:1. Inicialmente, 600

Cuadro 5. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa inicial.

Caja de conversión			
Activos		Pasivos	
Valores / títulos extranjeros	600	Billetes y monedas	600
		Patrimonio neto	0
Bancos comerciales			
Activos		Pasivos	
Billetes y monedas de la caja de conversión (reservas)	100	Depósitos del público	5.000
Préstamo e inversiones	4.900	Patrimonio neto	0
Público			
Activos		Pasivos	
Depósitos en bancos comerciales	5.000	Préstamos bancarios	4.900
Billetes y monedas de la caja de conversión	500	Patrimonio neto	600

Notas: Oferta de dinero = 5.500. Relación de depósitos a reservas de los bancos comerciales = 5.000:100 = 50:1 (equilibrio). Relación de depósitos a efectivo del público = 5.000:500 = 10:1 (equilibrio).

unidades de billetes y monedas de la caja de conversión están en circulación (Los números en los ejemplos que siguen fueron escogidos porque resultan en soluciones con números enteros más convenientes para la exposición).

Ahora estimemos que haya un excedente de cuenta corriente de doce unidades de la caja de conversión en forma de moneda extranjera que el público nacional deposita en los bancos comerciales. Dado que hemos asumido que los bancos comerciales mantienen todas las reservas en forma de billetes y monedas de la caja de conversión, los bancos cambian la moneda extranjera por billetes y monedas de la caja de conversión (cambian la moneda de reserva a la tasa de cambio fija y otras monedas a las tasas de mercado que prevalecen). Los activos y los pasivos de

Cuadro 6. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión Etapa intermedia.

Caja de conversión			
Activos		Pasivos	
Valores / títulos extranjeros	612	Billetes y monedas	612
		Patrimonio neto	0
Bancos comerciales			
Activos		Pasivos	
Billetes y monedas de la caja de conversión (reservas)	112	Depósitos del público	5.012
Préstamo e inversiones	4.900	Patrimonio neto	0
Público			
Activos		Pasivos	
Depósitos en bancos comerciales	5.012	Préstamos bancarios	4.900
Billetes y monedas de la caja de conversión	500	Patrimonio neto	612

Notas: Oferta de dinero = 5.512 (aumento = 12). Relación de depósitos a reservas de los bancos comerciales = 5.012:112 = 44, 75:1 (desequilibrio).
Relación de depósitos a efectivo del público = 5.012:500 = 10,024:1 (desequilibrio).

la caja de conversión, las reservas de los bancos comerciales y los depósitos del público en los bancos comerciales, todos, se convierten en doce unidades de la caja de conversión más que en la etapa inicial. Esta es la etapa intermedia (Cuadro 6).

En el Cuadro 6, los bancos comerciales tienen una relación de depósitos a reservas de 44,75:1 en la etapa intermedia, que es menos de lo que ellos desean. Es decir, la relación inicial de 50:1. Nótese también que el público tiene una relación de depósitos a efectivo de 10,024:1, superior a la relación inicial deseada, 10:1. Por esto el sistema monetario está en desequilibrio. Por lo tanto, los bancos comerciales aumentan sus préstamos y el público incrementa su tenencia de efectivo, para restablecer las relaciones de la etapa inicial. En la última etapa, lo hacen logrando un nuevo equilibrio con la oferta de dinero ahora de 110 unidades de la caja de conversión, mayor de lo que era en la etapa inicial (Cuadro 7).

Cuadro 7. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa final.

Caja de conversión			
Activos	Pasivos		
Valores / títulos extranjeros	612	Billetes y monedas	612
	Patrimonio neto		0
Bancos comerciales			
Activos	Pasivos		
Billetes y monedas de la caja de conversión (reservas)	102	Depósitos del público	5.100
Préstamo e inversiones	4.998	Patrimonio neto	0
Público			
Activos	Pasivos		
Depósitos en bancos comerciales	5.100	Préstamos bancarios	4.988
Billetes y monedas de la caja de conversión	510	Patrimonio neto	612

Notas: Oferta de dinero = 5.610 (aumento = 110 en la etapa inicial).
Relación de depósitos a reservas de los bancos comerciales = 5.100:102 = 50:1 (equilibrio). Relación de depósitos a efectivo del público = 5.100:510 = 10:1 (equilibrio).

Como lo muestra la hoja de balance, los esfuerzos de los bancos comerciales para volver a alcanzar la relación deseada entre depósitos y reservas, y los realizados por parte del público para lograr su relación esperada de depósitos a efectivo, aumenta la oferta de dinero. Sus decisiones provocan cambios en las tasas de interés, los precios y los ingresos que llevan al sistema de caja de conversión a un nuevo equilibrio cuando se presenta un excedente de la cuenta corriente. El ejemplo precedente, en cierto sentido, hace colapsar las relaciones en las proporciones que se establecen entre depósitos y reservas y depósitos con efectivo. La caja de conversión responde de forma pasiva en virtud de su relación de reserva del 100 por ciento de su tasa de cambio fija con la moneda de reserva y de su incapacidad para cambiar la relación de depósitos a reservas de los bancos comerciales o imponerles requisitos de encaje.

Cuando se presenta un déficit en la cuenta corriente en un sistema de caja de conversión, el proceso de la oferta de dinero funciona como se explica en el Cuadro 8.

Como en el caso de excedente de la cuenta corriente, el sistema monetario inicialmente está en equilibrio y los estados de cuenta de la caja de conversión, los bancos comerciales y el público están como se presenta en el Cuadro 9, que es la misma que el Cuadro 5.

Convengamos que hay un déficit de cuenta corriente de doce unidades. Los extranjeros sólo aceptan pagos en monedas foráneas. Hemos asumido que la caja de conversión tiene todas las monedas extranjeras en el sistema monetario nacional. Los residentes nacionales obtienen la divisa de reserva al convertir doce unidades de la caja de conversión de los depósitos en los bancos comerciales en billetes y monedas de la caja de conversión. Luego cambian billetes y monedas de la caja de conversión en moneda extranjera. Los activos y pasivos de la caja de conversión, las reservas de los bancos comerciales y los depósitos del público en los bancos comerciales se convierten en doce unidades de la caja de conversión menos que en la etapa inicial.

Cuadro 8. Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión

↓

El balance de la cuenta corriente es cero (las exportaciones son iguales a las importaciones) –equilibrio

↓

Aumenta la demanda nacional de bienes o disminuye la demanda extranjera de los bienes de la caja de conversión del país.

↓

Déficit de la cuenta corriente (las exportaciones son menores que las importaciones).

↓

Disminuyen las reservas de los bancos comerciales.

↓

Disminuyen los préstamos por parte de los bancos comerciales.

↓

Aumentan las tasas de interés

↓

Disminuyen los ingresos.

↓

Reduce la demanda de los bienes en general, incluidos los billetes y monedas de la caja de conversión

↓

Decrecen los precios de los bienes nacionales.

↓

Merma la demanda nacional de bienes extranjeros o aumenta la demanda extranjera de los bienes de la caja de conversión del país.

↓

El balance de la cuenta corriente vuelve a cero –nuevo equilibrio.

Además, la oferta de dinero es doce unidades de la caja de conversión menos que en la etapa inicial. Esta es la etapa intermedia (Cuadro 10).

En el Cuadro 10, los bancos comerciales tienen una relación de depósitos a reservas de 56,68:1 en la etapa intermedia, que es más de lo que ellos desean, la relación inicial de 50:1. También nótese que el público tiene una relación de depósitos a efectivo

Cuadro 9. Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa inicial.

Caja de conversión			
Activos	Pasivos		
Valores / títulos extranjeros	600	Billetes y monedas	600
		Patrimonio neto	0
Bancos comerciales			
Activos	Pasivos		
Billetes y monedas de la caja de conversión (reservas)	100	Depósitos del público	5.000
Préstamo e inversiones	4.900	Patrimonio neto	0
Público			
Activos	Pasivos		
Depósitos en bancos comerciales	5.000	Préstamos bancarios	4.900
Billetes y monedas de la caja de conversión	500	Patrimonio neto	600

Notas: Oferta de dinero = 5.500.
Relación de depósitos a reservas de los bancos comerciales = 5.000:100 = 50:1 (equilibrio). Relación de depósitos a efectivo del público = 5.000:500 = 10:1 (equilibrio).

de 9,976:1 en la etapa intermedia, que es menos de lo deseado, la relación de 10:1. Por lo tanto, el sistema monetario está en desequilibrio. Por ello, los bancos comerciales disminuyen sus préstamos y el público disminuye su tenencia de efectivo para restaurar las relaciones a su etapa inicial. En la etapa final, lo hacen alcanzando un nuevo equilibrio, con la oferta de dinero ahora 110 unidades de la caja de conversión menos de lo que era en la etapa inicial (Cuadro 11).

Como en el caso del excedente de cuenta corriente, los esfuerzos de los bancos para volver a alcanzar su relación deseada de depósitos a reserva, y los realizados por el público para lograr su relación deseada de depósitos a efectivo, reducen la oferta de dinero y llevan la moneda de la caja de conversión a un nuevo equilibrio cuando se presenta un déficit de la cuenta corriente.

Cuadro 10. Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa intermedia.

Caja de conversión			
Activos		Pasivos	
Valores / títulos extranjeros	588	Billetes y monedas	588
		Patrimonio neto	0
Bancos comerciales			
Activos		Pasivos	
Billetes y monedas de la caja de conversión (reservas)	88	Depósitos del público	4.988
Préstamo e inversiones	4.900	Patrimonio neto	0
Público			
Activos		Pasivos	
Depósitos en bancos comerciales	4.988	Préstamos bancarios	4.900
Billetes y monedas de la caja de conversión	500	Patrimonio neto	588

Notas: Oferta de dinero = 5.488 (Disminución = 12). Relación de depósitos a reservas de los bancos comerciales = 4.988:88: = 56:68:1 (desequilibrio).
Relación de depósitos a efectivo del público = 4.988:500 = 9,976:1 (equilibrio).

Anteriormente hicimos suposiciones simplificadas. Si las descartamos, el cuadro se vuelve muy complejo para ser analizado con facilidad. Sin embargo, los factores adicionales que pudieran complicar el análisis no deben opacar el punto principal: en el sistema de caja de conversión las fuerzas del mercado determinan y limitan la expansión de la oferta de dinero. Mientras sea más beneficioso invertir fondos en el país de la caja de conversión que en otro lugar (luego de hacer concesiones por diferencias en las tasas de inflación, riesgos de cambio, riesgos políticos y tarifas de las transacciones), los bancos comerciales en el sistema de la caja de conversión procuran incrementar sus préstamos. Lo pueden hacer porque la inversión extranjera tiende a presentarse, trayendo reservas extranjeras suplementarias. Eventualmente, los bancos comerciales expanden sus

Cuadro 11. Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de caja de conversión. Etapa final.

Caja de conversión			
Activos	Pasivos		
Valores / títulos extranjeros	588	Billetes y monedas	588
		Patrimonio neto	0
Bancos comerciales			
Activos	Pasivos		
Billetes y monedas de la caja de conversión (reservas)	98	Depósitos del público	4.900
Préstamos e inversiones	4.802	Patrimonio neto	0
Público			
Activos	Pasivos		
Depósitos en bancos comerciales	4.900	Préstamos bancarios	4.802
Billetes y monedas de la caja de conversión	490	Patrimonio neto	588

Notas: Oferta de dinero=5.488 (Disminución = 12). Relación de depósitos a reservas de los bancos comerciales = 4.988:88: = 56:68:1 (desequilibrio). Relación de depósitos a efectivo del público = 4.988:500 = 9,976:1 (equilibrio).

préstamos en el sistema de la caja de conversión, en tal medida, que hacer nuevos préstamos resulta menos beneficioso que invertir los fondos en el extranjero. En este punto, los bancos comerciales mantienen la oferta de préstamos constante, y la oferta de dinero deja de aumentar.

Son las fuerzas del mercado antes que la acción discrecional por parte de la caja de conversión las que provocan la oferta de dinero necesaria para ajustar el balance de la cuenta corriente. El sistema monetario se auto-ajusta. La caja de conversión es pasiva en respuesta a los cambios por la demanda de billetes y monedas. Ella solamente suministra cualquier cantidad que sea demandada, a la tasa de cambio fija con la moneda de reserva. Dado que la tasa de cambio es fija, se presenta el arbitraje a tra-

vés de los cambios en la oferta de dinero, las tasas de interés y el balance de la cuenta corriente, en lugar de ser a través de la tasa de cambio. En este sentido, el sistema de la caja de conversión es como el patrón oro "clásico" o el patrón oro de cambio practicado por muchos bancos centrales antes de la Primera Guerra Mundial, que tenía tasas de cambio absolutamente fijas.

El arbitraje es la clave para los cambios en la oferta de dinero de un sistema de caja de conversión. Funciona al hacer que los precios en el país de reserva sean un soporte para los precios nominales en el país de la caja de conversión.22 La caja de conversión mantiene una tasa de cambio fija con la moneda de reserva, pero no controla ningún otro precio real o nominal en la economía. El arbitraje determina en cambio esos otros precios. El arbitraje también existe en una tasa de cambio flotante, pero el riesgo de cambio crea costos adicionales que tienden a hacer que el arbitraje sea menos eficiente de lo que es con las tasas de cambio fijas. [23]

Imaginemos, que el dólar americano sea la moneda de reserva. Entonces los precios americanos serán el soporte de los precios en el país de la caja de conversión. Si existen disparidades en los precios de tal forma que, por ejemplo, la madera cueste más en los Estados Unidos que en el país de la caja de conversión, luego de tomar en cuenta los impuestos y el transporte, los comerciantes tenderán a comprar la madera en el país de la caja de conversión y venderla en los Estados Unidos. Los precios, tal como se reflejan en el índice de precios al por mayor, cambiarán y tenderán a ser similares en el país de la caja de conversión y en los Estados Unidos. Si el país de la caja de conversión ha asegurado los derechos de propiedad, eliminado las barreras para la inversión extranjera y tiene impuestos no mayores a los de Estados Unidos, las tasas de interés también tenderán hacia los niveles americanos. Los salarios en el país de la caja de conversión se inclinarán a incrementarse alrededor de la misma tasa que en los Estados Unidos, más una prima por ganancias en la productividad. Los salarios reales pueden así, au-

mentar rápidamente en el sistema de la caja de conversión si se incrementa la productividad.

Una excepción para las observaciones anteriores sobre el arbitraje es que los índices de precios al consumidor pueden discrepar entre el país de la caja de conversión y de reserva. La divergencia puede presentarse porque los índices de precios al consumidor incluyen muchos bienes no transables, por ejemplo, alquileres y servicios locales. Mientras que los índices de precios al por mayor incluyen, principalmente, bienes transables como alimentos, minerales y productos manufacturados. Finalmente, los precios de los bienes negociados producidos nacionalmente reflejan el costo de ambos, los bienes no transables (en particular el alquiler y los salarios) y los bienes transables usados para producirlos. En un sistema de caja de conversión los precios de los bienes no transables pueden aumentar de forma persistente más rápidamente que los precios de los bienes transables, a pesar de que el arbitraje indirecto a través de los bienes transables tienda a limitar los aumentos en los precios de los bienes no transables a la medida justificada, por medio de los aumentos en la productividad.

Como ejemplo, supongamos que la productividad del trabajo en las industrias de exportación aumenta 4 por ciento anual en el país de la caja de conversión y 0 por ciento anual en los Estados Unidos, el país de reserva. Presumamos, además, que la inflación en los precios de los bienes exportados del país de la caja de conversión es cero y que la inflación en todos los índices de precios de los Estados Unidos es cero. En consecuencia, los salarios reales pueden aumentar un 4 por ciento anual en el sector de la exportación en el país de la caja de conversión contra 0 por ciento anual en los Estados Unidos sin afectar la competitividad de los bienes exportados del país de la caja de conversión a los Estados Unidos.

Intuyamos que los salarios reales en las industrias de exportación del país de la caja de conversión sí aumentan un 4 por ciento anual. Otras manufacturas deberán aumentar sus salarios

Cuadro 12. Aumento simplificado de la oferta de dinero en un sistema de banco central con una tasa de cambio flotante

Equilibrio – digamos 1 unidad de la moneda nacional = US$ 1

↓

Decisión inesperada por parte del banco central de incrementar la base monetaria (quizás para prestarle al gobierno)

↓

Aumentan las reservas de los bancos comerciales

↓

Aumentan los préstamos por parte de los bancos comerciales

↓

Se deprecia la tasa de cambio de la moneda nacional
A 1.05 unidades = US$1 –nuevo equilibrio

reales y los precios nominales a los consumidores para evitar que sus trabajadores se vayan a las empresas de exportación. Los salarios, por lo tanto, tenderán a aumentar más rápidamente que los precios al por mayor, porque el promedio de productividad está creciendo. El índice de precios al consumidor aumenta en el país de la caja de conversión, mientras que el índice de precios al consumidor de los norteamericanos no cambia. En estas circunstancias, el cambio en el índice de precios al consumidor en el país de la caja de conversión es un indicador de un cambio estructural en la economía hacia aquellas actividades que añaden más valor a la producción.

La experiencia de los países con cajas de conversión confirma tanto la efectividad del arbitraje con el país de reserva en los precios de los bienes transables, como la posibilidad de divergencia en las tasas de inflación de los precios de los productos, salarios, alquileres, y otros bienes no negociados. En Hong Kong, las tasas de interés y los precios de los bienes exportados han seguido muy de cerca a sus contrapartes de los Estados Unidos desde 1983, cuando Hong Kong regresó al sistema de caja de conversión y el dólar americano volvió a ser de nuevo la moneda

de reserva de Hong Kong. Sin embargo, los salarios promedios y el índice de precios al consumidor han aumentado más en Hong Kong que en los Estados Unidos debido a que la productividad y, por ende, la producción real por persona, han aumentado más rápidamente (Culp y Hanke 1992/2013; Hong Kong 1992, 10, 13; Banco Mundial 1992, 219).

Para mayor claridad, la discusión precedente de cómo la oferta de dinero se ajusta a la balanza de pagos en un sistema de caja de conversión, hizo algunas suposiciones de manera simplificada. Las condiciones reales nunca son tan simples. De hecho, es muy común en un sistema de caja de conversión que la oferta de dinero cambie en la dirección opuesta a la del balance de cuenta corriente. Un factor que puede aflojar o romper el vínculo entre la oferta de dinero y el balance de cuenta corriente es la inversión extranjera, la cual es una parte del balance de cuenta de capital. La inversión extranjera puede oscilar o exceder el déficit de cuenta corriente, trayendo como resultado una ganancia de reservas. Hong Kong tuvo déficits de cuentas corrientes en un tiempo y; sin embargo, su oferta de dinero aumentó porque Hong Kong atrajo grandes montos de inversión extranjera. Este patrón se mantiene generalmente en países de rápido crecimiento que tienen tasas de cambio fijas. (Jonung 1984, 366-67,383; Schuler 1992b, 159, 178-79, 204-8).

Oferta de dinero en un sistema de banco central

Una típica caja de conversión no puede administrar una política monetaria porque una tasa de cambio fija con la moneda de reserva y el requisito de que la caja de conversión mantenga el 100 por ciento de las reservas extranjeras no permiten discrecionalidad. La caja de conversión no altera la tasa de cambio (excepto, quizás, en emergencias; véase el Capítulo 5), ni controla de forma activa la base monetaria, ni regula los bancos comerciales. Su influencia en la actividad económica real es pasiva: Provee una moneda sana para los agentes económicos, a fin de que la usen como ellos deseen. Los propósitos explícitos de un

banco central típico, en contraste, son estabilizar el nivel de precios e influenciar la actividad económica real al controlar los instrumentos de la política monetaria, como la base monetaria, los requisitos de reserva y las tasas de interés cargadas por los bancos centrales. Al contrario que una caja de conversión, un banco central puede administrar una política monetaria discrecional y, al contrario de los bancos comerciales, sus decisiones no están necesariamente guiadas por las consideraciones de los estados de ganancias y pérdidas. Un banco central no está restringido por reglas estrictas concernientes a su comportamiento ni por las perspectivas de sus posibles ganancias y pérdidas.

Un banco central es una autoridad monetaria que tiene el control monopólico del suministro de reservas de los bancos comerciales y, normalmente, también el monopolio de la oferta de los billetes y las monedas. Un banco central típico realiza otras funciones, además de suministrar reservas a los bancos comerciales más sus billetes y monedas en circulación (que son los componentes de la base monetaria en un típico sistema de banco central). También regula a los bancos comerciales, actúa como su prestamista de última instancia, le da consejos económicos al gobierno y quizás ayuda a operar el sistema de pagos. Sin embargo, estas funciones son secundarias a su papel de suministrar la base monetaria. Normalmente, sólo el banco central controla la base monetaria, mientras que otros organismos del gobierno pueden –y frecuentemente lo hacen- realizar las funciones secundarias. En los Estados Unidos, por ejemplo, sólo la Reserva Federal suministra los fondos federales (reservas de depósitos de los bancos comerciales) y los billetes, pero comparte poderes regulatorios con el Departamento del Tesoro, tales como ser prestamista de última instancia con los órganos de seguros de depósitos gubernamentales,[24] obligaciones como consejero económico con muchos otros organismos del gobierno y la operación del sistema de pagos con las organizaciones privadas. La discusión que sigue omite consideraciones de las funciones secundarias de un banco central y se concentra en cómo

un típico banco central suministra la base monetaria y cómo sus acciones afectan la actividad económica.

En un sistema de caja de conversión, el punto de partida para la secuencia de eventos en un ejemplo de aumento en la oferta de dinero (Cuadro 4), fue una disminución en la demanda de bienes importados en el país de la caja de conversión o un incremento en la demanda extranjera por los bienes del país de la caja de conversión. En el mercado se originan cambios en la demanda de bienes, como resultado de los cambios de los deseos de las personas. En un sistema típico de banco central, en contraste, el punto de partida puede ser una decisión tomada por el banco central de aumentar la base monetaria. Quizás lo hace para financiar el déficit del gobierno. Esta no es una decisión que se origina en el mercado.

Gráficamente, la secuencia simplificada de los eventos para un inesperado incremento en la base monetaria en un sistema de banco central típico es como se muestra en el Cuadro 12. Solo consideramos el caso de un incremento inesperado para evitar complicaciones del tipo que han sido enfatizadas por la escuela de las expectativas racionales. La discusión sobre el proceso de oferta de dinero supone aquí que el banco central mantiene una tasa de cambio flotante. Una tasa de cambio flotante permite el mayor control discrecional de la base monetaria y, por lo tanto, difiere más de la tasa de cambio fija mantenida por una caja de conversión típica. Debido a que la tasa de cambio temporalmente fija mantenida por un típico banco central tiende a no persistir, las devaluaciones periódicas de una tasa temporalmente fija ofrece casi tanto poder discrecional a largo plazo para aumentar la base monetaria nominal como la que existe cuando el banco central trabaja con una tasa de cambio flotante.

Para mostrar más claramente el contraste con un sistema típico de caja de conversión, supongamos que no hay más retrasos: Los precios nominales se ajustan rápidamente, dejando los precios reales sin ningún cambio. El único efecto de la acción del banco central es que se deprecia la moneda nacional en re-

lación a la moneda extranjera. Si en lugar de esto, más realísticamente, algunos precios nominales son "pegajosos" la acción de los bancos centrales sí tiene los efectos reales de la economía.

En la secuencia en el Cuadro 12, el efecto probable de la acción del banco central es que la tasa real de cambio se depreciará. Disminuirán los precios de los bienes no transables en comparación a los precios de los bienes transables. Esto causará un incremento temporal en las exportaciones, porque les tomará un tiempo a los salarios nominales y a los precios aumentar en respuesta a la depreciación de la tasa de cambio. Entre tanto, los salarios reales y los precios serán más bajos que anteriormente (Si la tasa de cambio nominal fuera estable en lugar de flotante, el efecto inmediato probable de la acción del banco central sería opuesta: la tasa real de cambio se revaluaría temporalmente, causando una disminución en las exportaciones. Sin embargo, eventualmente, un banco central típico, probablemente, devaluará la moneda por las razones mencionadas en el Capítulo 2, y el sistema monetario, entonces, alcanzará un nuevo, aunque probablemente transitorio, equilibrio).

La secuencia de los eventos para una disminución inesperada en la base monetaria en un sistema típico de banco central con una tasa de cambio flotante es como se muestra en el Cuadro 13.

Nuevamente, la discusión omite consideraciones sobre las expectativas y los lags (retrasos) y supone que los precios nominales se ajustan rápidamente, dejando a los precios reales sin ningún cambio. El único efecto de la decisión del banco central es que la moneda nacional se revalúa en relación a la divisa extranjera. Si algunos precios nominales son más lentos en reaccionar, el efecto probable de las acciones del banco central es que la tasa real de cambio se revaluará. Los precios de los productos no transables aumentarán en comparación con los precios de los bienes transables. Esto provocará una disminución temporal en las exportaciones, porque tomará un tiempo para que los salarios nominales y los precios disminuyan en res-

Cuadro 13. Disminución simplificada de la oferta de dinero en un sistema de banco central con una tasa de cambio flotante

↓

Equilibrio – digamos 1 unidad de la moneda nacional = US$1

↓

Decisión inesperada por parte del banco central de disminuir la base monetaria (quizás a través de la venta de activos)

↓

Disminución de las reservas de los bancos comerciales

↓

Disminución de los préstamos por parte de los bancos comerciales

↓

Se revalúa la tasa de cambio de la moneda nacional a 0.95 unidades = US$1 –nuevo equilibrio

puesta a la depreciación de la tasa de cambio.

Entretanto, los salarios reales y los precios serán más altos que antes. Si la tasa de cambio nominal fuera estable, en lugar de flotante, el efecto inmediato probable de la acción del banco central sería opuesto. La tasa real de cambio se depreciaría temporalmente, causando un incremento en las exportaciones. Eventualmente; sin embargo, la tasa real de cambio se revaluaría, y el sistema monetario, entonces, alcanzaría un nuevo, aunque probablemente transitorio, equilibrio.

Bancos centrales que imitan cajas de conversión: Argentina y Estonia

Hemos completado una extensa comparación, que comenzó en el Capítulo 1, de las características de una caja de conversión típica y aquellas de un banco central típico. Los resultados del cotejo permiten clarificar una confusión que se ha desarrollado recientemente. Algunos bancos centrales que imitan ciertas características de las cajas de conversión, como los sistemas monetarios vigentes de Argentina y Estonia, han sido clasificados erróneamente como cajas de conversión ortodoxas (Bennett

1992; Hanson y Sachs 1992, 1; Schwartz 1992b, 17). A pesar de que estos sistemas monetarios han tenido algo de éxito inicial, a largo plazo se comportarán más como bancos centrales que como cajas de conversión porque carecen de ciertas características propias de una caja de conversión ortodoxa.

La Ley de Convertibilidad de Argentina (Ley 23.298), que entró en vigencia el 1 de abril de 1991, requiere que el Banco Central de la República Argentina mantenga una tasa de cambio de 10.000 australes argentinos (ahora re denominados como peso) por dólar de los Estados Unidos y que tenga [reservas libremente utilizables en oro y en monedas extranjeras], iguales al menos a 100 por ciento de la base monetaria. El banco central puede contar con una cantidad limitada de bonos gubernamentales argentinos pagaderos en dólares (Bonex) como reservas extranjeras. Sin embargo, mantiene exceso de reservas extranjeras mucho mayor que la cantidad de bonos Bonex (BCRA 1992, Cuadros III.3-4).

Al contrario del sistema típico de caja de conversión, el sistema monetario argentino tiene convertibilidad limitada. Se requiere el permiso del banco central para algunas transacciones de cuenta corriente, a pesar de que el permiso actualmente es una mera formalidad. El poder ejecutivo tiene la facultad de imponer controles de capital por decreto, al prohibir que la inversión extranjera sea convertida en moneda extranjera por más de tres años (Fondo Monetario Internacional 1992c, 20-21). Además, la protección institucional para mantener la tasa de cambio y la relación de reservas es débil. El banco central no puede devaluar el peso a su propia discreción, pero lo puede hacer con el permiso de la legislatura, el cual, probablemente, podría obtener fácilmente. La larga historia argentina de fracasos en las reformas monetarias ha creado ansiedad respecto a la devaluación del peso para el momento en que el actual ministro de finanzas, quien concibió la Ley de Convertibilidad, deje su cargo. Finalmente, el banco central sigue siendo prestamista de última instancia para los bancos comerciales. Si un banco comercial

grande fracasa, el papel del banco central como prestamista de última instancia puede entrar en conflicto con su promesa de mantener reservas extranjeras del 100 por ciento de la base monetaria.

Las tasas de interés argentinas son una evidencia de la credibilidad imperfecta del lazo del peso con el dólar norteamericano y de la percepción de que la tasa de cambio del peso es sólo temporalmente fija en lugar de fija. El peso ha experimentado las dificultades típicas de una tasa de cambio temporalmente fija (descritas en el Capítulo 2). Por ejemplo, el peso fue atacado por los especuladores de moneda, a partir del 11 de noviembre de 1992.

Por primera vez desde que fue aprobada la Ley de Convertibilidad, el banco central intervino el mercado de moneda extranjera, vendiendo dólares y comprando pesos con sus excedentes de reservas extranjeras. También el banco central dejó de prestar a los bancos que querían obtener pesos para comprar dólares (Nash 1992). Como reacción al ataque contra el peso, las tasas de interés anuales de los depósitos en pesos a corto plazo aumentaron de 15 a 85 por ciento, mientras que las tasas de interés de los depósitos en dólares a corto plazo en Argentina se mantuvieron cerca del 7 por ciento.

Los rendimientos de los bonos de pesos a largo plazo del banco central (Bics) aumentaron de 20 a 25 por ciento anual, mientras que los rendimientos de sus bonos en dólares a largo plazo (Bonex) permanecieron alrededor del 12,5 por ciento. Los depósitos en dólares y los bonos están sujetos al mismo riesgo político y a los impuestos que los depósitos en pesos y los bonos, así que las tasas de interés más altas para los pesos deben reflejar el riesgo percibido de que el peso sea devaluado.

El ataque especulativo sobre el peso dejó más grande que antes la diferencia entre las tasas de interés del peso y el dólar, agravando la dificultad de mantener la tasa de cambio temporalmente fija del peso. [25] A pesar de que la diferencia en las tasas de interés se ha estrechado, el peso permanece vulnerable a los

ataques especulativos porque el banco central no tiene suficiente credibilidad. Sin embargo, el modo en que el peso se ha podido mantener estable luego del llamado efecto tequila, a comienzos de 1995, muestra que el sistema tiene una solidez bastante grande y que se ha ido logrando una estabilidad a la que los argentinos no están dispuestos a renunciar.

La reforma monetaria de Estonia del 20-22 de junio de 1992, reemplazó el rublo en Estonia con una nueva moneda, el kroon estoniano. El kroon está fijado en relación al marco alemán a la tasa central de 8 kroons por marco. A la tasa de cambio del kroon se le permite que fluctúe hasta un 3 por ciento respecto a este valor central. El Banco de Estonia no carga ninguna tarifa de comisión por el cambio de marcos a kroons o viceversa (Ley sobre Seguridad del Kroon estoniano).

A los residentes de Estonia que se han registrado en el gobierno (cerca del 90 por ciento de la población) se le permitió convertir hasta 1.500 rublos (cerca de 12 dólares) al tipo de cambio de, 10 rublos por kroon, una tasa cercana a la tasa intercambiaría prevaleciente de cerca de 75 rublos por marco. A las empresas y los bancos se les permitió convertir cantidades limitadas de billetes de rublo a kroon a la misma tasa. La mayoría de los sueldos en rublos, los precios y las deudas, incluyendo los depósitos de ahorro en el hogar, fueron también convertidos a kroons a razón de 10 rublos por kroon.

Para las cantidades de billetes y monedas en rublos que excedían de 1.500 rublos se permitió el cambio por kroons a razón de 50 rublos por kroon hasta el 1° de julio, después de lo cual terminó la conversión. Los depósitos que excedían los 50 mil rublos hechos desde el 1° de mayo fueron temporalmente bloqueados para evitar conversiones en gran escala de rublos a kroons por parte de los no residentes. Durante la reforma, los residentes de Estonia convirtieron cerca de 2.200 millones de billetes de rublos, que eran, aproximadamente, todo el estimado de billetes de rublos en circulación en Estonia. Los depósitos de ahorro en el hogar fueron convertidos a kroons a razón de 10

rublos por kroon, pero no todos los depósitos de las empresas fueron convertidos a esa tasa. El kroon es ahora la única moneda de curso legal en Estonia. Como el marco alemán, tiene una tasa de cambio flotante en relación al rublo (Eesti Pank 1992a; Estonia 1992; Hansson y Sachs 1992).

Se requiere que el Banco de Estonia (Eesti Pank) mantenga activos en moneda extranjera y oro iguales al 100 por ciento de la base monetaria, como el banco central argentino. Poco después de la reforma monetaria, sus reservas extranjeras excedían el 100 por ciento. Gran parte de las reservas extranjeras provenían de los pagos hechos por los bancos centrales de occidente en compensación por las tenencias de oro que ellos habían recibido del anterior Banco de Estonia, previamente a la ocupación del gobierno soviético en los años 50. Otras reservas extranjeras provenían de la acumulación de billetes extranjeros que los estonianos cambiaron voluntariamente por kroons (Bennett 1992, 3, 16-18).

Como en Argentina, en Estonia la protección institucional para la tasa de cambio y para la proporción de reserva es débil. El banco central no puede devaluar el kroon por sí mismo, pero la legislatura puede autorizarlo a devaluar. Los consejeros del gobierno de Estonia sobre la reforma monetaria han caracterizado la tasa de cambio como un peg (Sachs y Lipton 1992, 34), en lugar de una tasa fija, y el director del banco central ha alertado que tendrá que devaluar el kroon si el parlamento estoniano aprueba un salario mínimo alto (FBIS 1992a).

Al contrario de Argentina, Estonia no tiene una larga historia de fracasos en las reformas monetarias durante su existencia como país independiente. Sin embargo, como en Argentina, existe un conflicto potencial entre el requisito de que el departamento de moneda del Banco de Estonia mantenga reservas extranjeras iguales al 100 por ciento de la base monetaria y la obligación del departamento bancario de ser un prestamista de última instancia para los bancos comerciales. Se supone que el departamento bancario únicamente prestará reservas que no se

necesitan por el departamento de moneda. Hasta ahora, ha actuado como lo prometió, a pesar del fracaso de tres grandes bancos comerciales de Estonia el 17 de noviembre de 1992 (Debe notarse que los fracasos no fueron consecuencia de la reforma monetaria de Estonia [FBIS 1992b, 1992c]).

El kroon es totalmente convertible para transacciones de cuenta corriente. Desde comienzos de 1993, también ha sido convertible para la mayoría de las transacciones de cuentas de capital. Funcionarios del Banco de Estonia han dicho que muchos de los controles de capital que existían anteriormente eran una mera formalidad. La moneda extranjera ganada por los estonianos debe ser convertida en kroons (Eesti Pank 1992b). El riesgo percibido de devaluación, el riesgo de quiebra de los bancos comerciales y la inexperiencia del sistema legal en el manejo de situaciones de bancarrota están entre los factores que han traído como consecuencia tasas de interés para los préstamos a corto plazo del 50 al 60 por ciento anual, en comparación con la excelente tasa de interés del 11 por ciento de Alemania, país de reserva de Estonia. Las tasas de interés en los depósitos a corto plazo son tan altas como el 30 por ciento anual (Bennett 1992, 7, 10,21). También la inflación es mucho más alta en Estonia que en Alemania, por razones que serán explicadas luego.

A comienzos de 1992, antes de la reforma monetaria de Estonia, escribimos un libro corto titulado La Reforma Monetaria para una Estonia Libre (Hanke, Jonung, Schuler 1992a). El libro explicaba cómo establecer una caja de conversión como el emisor de una moneda paralela al rublo. También incluía algunas observaciones sobre la transformación de un banco central a caja de conversión. Nuestra propuesta hubiera hecho de la Corona sueca la moneda de reserva, porque preveíamos que Suecia le concedería a Estonia las reservas extranjeras para establecer la caja de conversión, tal vez como un regalo en lugar de un préstamo.

Proponíamos que la tasa de cambio entre el kroon y la corona fuera verdaderamente fija y que la caja de conversión no

fuera un prestamista de última instancia para los bancos comerciales. La corona sueca no fue nuestra primera escogencia como moneda de reserva. El marco alemán hubiera sido mejor, porque es más estable y es una moneda europea más ampliamente usada. Sin embargo, era dudoso que el gobierno sueco hubiera concedido las reservas a una caja de conversión basada en el marco. Aunque las tasas de interés de la corona llegaron a ser tan altas como el 500 por ciento en septiembre de 1992, cuando el Banco de Suecia estaba tratando de defender la tasa de cambio temporalmente fija de la corona contra la Unidad de Cuenta Europea (ECU), en todos los otros momentos, las tasas de interés nominal de la corona han sido mucho más bajas que las tasas de interés nominales del kroon.

La idea de una caja de conversión tuvo un efecto importante sobre el gobierno estoniano. También causó impacto sobre el FMI, el cual había estado aconsejando previamente al gobierno estoniano que no introdujera una nueva moneda por uno o dos años hasta que se alcanzaran ciertas precondiciones de reforma monetaria (Hansson y Sachs 1992, 2; ver también Odling-Smee 1992).

A fin de proteger a la caja de conversión propuesta de las presiones políticas para convertirla en un banco central, sugerimos que funcionara de acuerdo a unos estatutos muy estrictos. Que fuera legalmente independiente del gobierno estoniano. Que guardara sus reservas en Estocolmo, fuera del alcance del gobierno estoniano y que el gobierno sueco nombrara directores que no fueran estonianos para la caja de conversión, que tendría el poder de veto sobre los directores estonianos.

La reforma monetaria que se terminó llevando a cabo en Estonia no incluye ninguna de estas características. El Banco de Estonia mantiene el 100 por ciento de las reservas extranjeras, como una caja de conversión. Pero, al contrario de una caja de conversión, no está bien protegida de la presión política para devaluar el kroon, mantiene una tasa más bien estable que fija e inicialmente no permitió una convertibilidad total de kroon a la

moneda de reserva, el marco alemán.

Le deseamos éxito a los sistemas monetarios actuales de Argentina y Estonia. Sin embargo, pensamos que sus perspectivas de éxito mejorarían si se convirtieran en sistemas ortodoxos de caja de conversión. En el presente son sistemas parecidos a cajas de conversión en lugar de sistemas ortodoxos de caja de conversión. Lo mismo se puede decir del sistema parecido a una caja de conversión de Lituania, que comenzó el 1° de abril de 1994.

Bancos centrales que imitan cajas de conversión: Otros casos

Además de los sistemas monetarios de Argentina y Estonia, hay algunos otros sistemas monetarios que han sido erróneamente clasificados como cajas de conversión ortodoxas. Entre éstos figuran los sistemas monetarios de Singapur y Brunei (En el pasado, nosotros mismos hemos denominado a los sistemas de Singapur y Brunei como cajas de conversión modificadas o no ortodoxas). Las autoridades monetarias de Singapur y de Brunei mantienen el 100 por ciento de las reservas extranjeras en relación a la base monetaria, pero mantienen una cesta de monedas variables en lugar de una sola moneda y no han mantenido una tasa de cambio fija con la moneda de reserva desde 1973.

En la práctica, los dólares de Singapur y de Brunei se revalúan gradualmente en relación al dólar norteamericano, aunque no de acuerdo a un cronograma fijado. (Lee 1986, 8-91,150-65). Por lo tanto, a pesar de las raíces históricas de los actuales sistemas de Singapur y Brunei en el sistema de caja de conversión, y a pesar de la existencia de un organismo llamado la caja de conversión de Singapur, (la cual es en efecto la rama de emisión de billetes de la autoridad Monetaria de Singapur), parece mejor clasificarlos junto con los sistemas de bancos centrales que imitan la característica del sistema de caja de conversión de tener 100 por ciento de reservas extranjeras.

Otros sistemas de bancos centrales, erróneamente tomados

como sistemas de cajas de conversión, mantienen un 100 por ciento de reservas solamente en relación a algunos pasivos. Un banco central al que se le requiera que mantenga un 100 por ciento de reservas extranjeras en relación a sus billetes y monedas en circulación, pero no en relación a los depósitos, no es una caja de conversión. Para mostrar la diferencia, comparamos los Cuadros 14 y 15, que son estados de situación (balances generales) con números hipotéticos.

Para simplificar, estimemos que el patrimonio neto sea cero. Al contrario de la práctica usual de este libro, asumamos por el momento, que la caja de conversión, como una minoría de las cajas de conversión pasadas, acepta depósitos de bancos comerciales. Asumir que la caja de conversión acepta depósitos hace que las comparaciones de los balances sean más sencillas. La caja de conversión mantiene un 100 por ciento de reservas extranjeras en relación a sus depósitos y en relación a sus billetes y monedas en circulación. Para una cantidad dada de pasivos totales, las reservas extranjeras de la caja de conversión son las mismas si los pasivos son mantenidos como billetes y monedas o como depósitos. La caja de conversión mantiene un 100 por ciento de reservas extranjeras en relación a todos los pasivos. No importa la forma que tomen los pasivos. Las razones por las cuales la mayoría de las cajas de conversión solo han emitido billetes y monedas, y no han aceptado depósitos, tienen su origen en peculiaridades históricas, y no en diferencias inherentes entre los billetes y monedas versus los depósitos como pasivos.

Los títulos o valores extranjeros (reservas extranjeras) del banco central, en el Cuadro 14, son iguales a sus billetes y monedas en circulación, y sus títulos totales (extranjeros y nacionales) también son iguales a sus billetes y monedas en circulación, más los depósitos de los bancos comerciales en él. Sin embargo, esto no hace del banco central una caja de conversión. Los pasivos del banco central, como aquellos de una caja de conversión que acepta depósitos, incluyen a los depósitos de los bancos comerciales como también a los billetes y monedas

Cuadro 14. Balance simplificado de un banco central

Activos		Pasivos	
Valores extranjeros	150	Billetes y monedas	150
Valores nacionales	600	Depósitos de los bancos comerciales	600
		Patrimonio neto	0
TOTAL	750	TOTAL	750

Cuadro 15. Balance simplificado de una caja de conversión

Activos		Pasivos	
Valores extranjeros	750	Billetes y monedas	150
Valores nacionales		Depósitos de los bancos comerciales	600
		Patrimonio neto	0
TOTAL	750	TOTAL	750

en circulación. Los diferentes tipos de pasivos son intercambiables. Por ejemplo, un depósito de una unidad en el banco central o en la caja de conversión puede ser convertido en un billete de una unidad emitido por el banco central o la caja de conversión, respectivamente.

A los fines del ejemplo, lo que importa no es la proporción de los títulos extranjeros con respecto a los billetes y monedas, sino la proporción de los títulos extranjeros con respecto a todos los pasivos. A fin de aclarar el punto, supóngase que todos los depósitos en el banco central del Cuadro 14 y los de la caja de conversión del Cuadro 15 son convertidos en billetes y monedas. Los pasivos totales del banco central y de la caja de conversión permanecen inalterables en 750 unidades. El banco central tendrá 150 unidades de títulos extranjeros y 750 unidades de billetes y monedas en circulación, haciendo una proporción de reservas del 20 por ciento. En contraste, la caja de conversión tendrá 750 unidades de títulos extranjeros y 750 unidades de billetes y monedas en circulación, haciendo una proporción de reserva del 100 por ciento. Para convertirse en una caja de conversión, el banco central del Cuadro 14, tendría que aumen-

tar sus títulos extranjeros a 750 unidades y vender sus títulos nacionales, o mantener sus títulos extranjeros en 150 unidades y dejar de aceptar depósitos de bancos comerciales.

En un sistema de caja de conversión, solo los pasivos de la caja de conversión deben ser respaldados en un 100 por ciento por reservas extranjeras. Pocos países con cajas de conversión han impuesto requisitos sobre los bancos comerciales. Los bancos comerciales en los sistemas de caja de conversión han mantenido a menudo reservas tan bajas como un porcentaje pequeño de los depósitos. Al contrario de lo que sostiene una idea errónea: (Congdon 1985, 95) no es necesario que ellas mantengan un 100 por ciento de reservas extranjeras. Ni tampoco el sistema de caja de conversión es como el Plan de Chicago propuesto por los economistas en la década de los 30 en la Universidad de Chicago (Simons 1934, 18, 25-26), que requería que los bancos comerciales mantuvieran el 100 por ciento de reservas en títulos del gobierno nacional. Ni tampoco el sistema de caja de conversión es como las propuestas de bancas de almacenajes de oro, que prohibirían a los bancos comerciales invertir en activos generadores de intereses (Rothbard 1962).

Al contrario de lo que sostiene otra idea falsa, el sistema monetario de las antiguas colonias francesas africanas no es un sistema de caja de conversión. Estas tenían una moneda común, el franco CFA. Están ahora organizadas en dos grupos, cada uno con su propio banco central multinacional. Se requiere que los bancos centrales mantengan reservas en francos franceses iguales a, por lo menos, el 20 por ciento de sus pasivos totales, en lugar del 100 por ciento, como en las cajas de conversión (Neurrisse 1987, 150). También deben depositar por lo menos el 65 por ciento de sus reservas extranjeras en el Banco de Francia, que paga intereses por los depósitos y supervisa la zona del franco CFA. Al contrario de las cajas de conversión, los bancos centrales africanos mantienen títulos nacionales.

El franco CFA fue devaluado en un 50 por ciento en enero de 1994 y retomó la convertibilidad de cuenta corriente. Más aún,

para agosto de 1993, el franco CFA se volvió una moneda no convertible.

Hemos hecho hincapié en la falta de protección institucional de las reglas típicas de una caja de conversión en los sistemas de bancos centrales que imitan características de un sistema de caja de conversión. A muchas cajas de conversión, en especial, las de las colonias británicas, les ha faltado protección legal formal contra los cambios en sus reglas de operación. Sin embargo, han tenido mucha protección informal. La mayoría ha sido gerenciada por funcionarios civiles británicos o entrenados por británicos, que son partícipes de una larga tradición de rectitud financiera. La mayoría de las cajas de conversión de las colonias británicas ha tenido tasas de cambio fijas con la libra esterlina, y el gobierno británico hubiera despedido a los funcionarios coloniales que trataran de devaluar las monedas coloniales en relación a la libra.

Argentina y Estonia no son colonias ni tampoco tienen una larga tradición de rectitud financiera. Para ellos, o para la mayoría de los otros países en vías de desarrollo, la carencia de protección informal hace que sea más importante el establecimiento de una protección legal formal, como lo sugirió nuestro libro anterior para la caja de conversión de Estonia. Tal como lo recomienda el Capítulo 5 y el apéndice de este libro. Un banco central que imita el tipo de reglas de una caja de conversión no es probable que obedezca las reglas por mucho tiempo, porque las reglas no tienden a estar estrictamente impuestas. Por lo tanto, el banco central se encaminará a tener una baja credibilidad.

Breve historia y evaluación de las cajas de conversión

Es oportuno sintetizar el historial de las cajas de conversión e indicar la medida en que demuestra la conveniencia de establecer una caja de conversión. El resumen está basado en la síntesis de muchos estudios. [26]

Aproximadamente 70 países han tenido cajas de conversión

(ver lista en Hanke, Jonung y Schuler 1993, Apéndice C). La primera caja de conversión fue establecida en 1849 en la colonia británica Mauricio, en el Océano Índico. Las cajas de conversión se extendieron lentamente hasta, aproximadamente el año 1900, cuando otras pocas colonias británicas y Argentina, un país independiente, establecieron cajas de conversión. Después de 1900, las cajas de conversión se convirtieron en el sistema monetario de preferencia de las colonias británicas y de algunos países en vías de desarrollo independientes. Las cajas de conversión lograron su mayor alcance en los años 50, cuando la mayor parte de África, el Caribe y Sur de Asia tenían cajas de conversión.

Dos cajas de conversión han existido en la Europa del Este. Hubo una caja de conversión rusa en la región norte, cerca de Arcángel y Murmansk en 1918 y 1919. Mantuvo una oficina abierta en Londres hasta 1920. Emitió una moneda totalmente convertible con una tasa de cambio fija con la libra esterlina. Duró en la Rusia del Norte hasta que los bolcheviques conquistaron la región y remplazaron el rublo de Rusia del Norte por el rublo soviético no convertible. La ciudad libre de Danzig (ahora ciudad polaca Gdansk) tuvo una caja de conversión desde 1922 a 1923.

La caja de conversión de Danzig también mantuvo una tasa de cambio fija con la libra esterlina. En 1923, por consejo de la Liga de las Naciones, Danzig estableció un banco central. La posterior actuación del banco central no fue brillante. Ambas cajas de conversión de Europa del Este tuvieron éxito en mantener una convertibilidad total durante sus cortas vidas. La caja de conversión de Rusia del Norte mantuvo total convertibilidad en plena guerra civil. La caja de conversión de Danzig mantuvo convertibilidad total, a pesar de que hubo una gran depresión e hiperinflación en Alemania, el principal socio comercial de Danzig (Hanke y Schuler 1990).

Los sistemas de cajas de conversión han sido generalmente exitosos en cuanto a estimular la inversión extranjera. Con las

cajas de conversión muchos países han tomado el paso decisivo de ir desde condiciones monetarias primitivas a sistemas monetarios modernos que incluyen servicios de cambio de moneda extranjera y una banca sofisticada. La inflación en los sistemas de caja de conversión ha sido generalmente baja, lo que ha estimulado el uso de moneda moderna en las transacciones. El crecimiento económico ha sido, generalmente, satisfactorio y, en algunos casos, espectacular. El comercio en bienes de exportación, que ha permanecido como una característica de ciertos países, se originó durante los años del sistema de caja de conversión. Las exportaciones de cacao y de maní en África Occidental, caucho y hojalata en Malasia, y textiles y servicios financieros en Hong Kong se desarrollaron todas con cajas de conversión.

Los sistemas de caja de conversión han sido generalmente estables. Todas las cajas de conversión han mantenido exitosamente tasas de cambio fijas y convertibilidad total con sus monedas de reserva, a pesar de que en los años 70, algunas cajas de conversión cambiaron de la libra a monedas de reserva más estables. [27] Incluso, durante la "Gran Depresión" todas las cajas de conversión que existían para ese momento mantuvieron tasas de cambio fijas y total convertibilidad, al contrario de casi todos los bancos centrales que había entonces.

La caja de conversión más antigua que todavía subsiste en las Islas Malvinas, ha mantenido una tasa de cambio fija de una libra de las Malvinas, por una libra esterlina desde que abrió en 1899. Las cajas de conversión también han ayudado a algunos países a recuperarse rápidamente de la ocupación en tiempos de guerra. Durante la Segunda Guerra Mundial, Hong Kong, Malasia y las Filipinas, que tenían cajas de conversión, fueron ocupadas por el ejército japonés. El ejército japonés emitió monedas de ocupación para remplazar los billetes de la caja de conversión e impuso una economía dirigida similar en muchas formas a la economía soviética.

Así como la gente en los países en vías de desarrollo man-

tiene hoy en día billetes extranjeros, los habitantes de los territorios ocupados continuaron conservando billetes de la caja de conversión durante la guerra. Las reservas extranjeras de las cajas de conversión fueron mantenidas a salvo en los países de reserva: Gran Bretaña y Estados Unidos. Las monedas de la ocupación experimentaron inflación extrema y se convirtieron en monedas casi sin valor. Después de la guerra, Gran Bretaña restableció su dominio sobre Hong Kong y Malasia, y Estados Unidos lo restituyó en las Filipinas.

Las autoridades británicas y norteamericanas reabrieron las oficinas locales de las cajas de conversión rápidamente, como parte de una estrategia económica de remplazar totalmente las economías dirigidas del tiempo de guerra con las economías de mercado que habían existido antes de la guerra. Las cajas de conversión reasumieron la convertibilidad total y las monedas de reserva a partir del día que reabrieron (King 1957, 23, 109).

Los fracasos de los bancos han sido menores en los sistemas de caja de conversión. Las tasas de cambio fijas con la moneda de reserva han alentado a los bancos comerciales extranjeros, a establecer sucursales, en especial, a aquellos con sede en el país de reserva. Sus redes de sucursales multinacionales les han permitido diversificar el riesgo. Los bancos nacionales han tenido que ser fuertes para sobrevivir la competencia de los bancos extranjeros. Sólo algunos bancos comerciales pequeños han fracasado en los sistemas de caja de conversión y las pérdidas que han infligido a los depositantes han sido pequeñas. [28]

La convertibilidad total inherente al sistema de caja de conversión ha dado como resultado la fuga de capitales de algunos sistemas de conversión durante periodos de incertidumbre económica o política. Sin embargo, la fuga de capitales en los sistemas de caja de conversión parece ser pequeña comparada con la fuga de capitales en los sistemas de bancos centrales, en los cuales ha existido la amenaza de controles de cambio de moneda extranjera.

Los sistemas de caja de conversión han escarmentado seve-

ros choques a sus tasas de cambio reales, pero también lo han experimentado los sistemas de bancos centrales. En general, los bancos centrales parecen no haber sido más exitosos que los sistemas de caja de conversión en cuanto a aliviar los choques a las tasas de cambio reales u otros precios reales en la economía, a pesar de que no existe ningún estudio sistemático sobre la materia.

Un elemento importante que fomenta el crecimiento económico en los sistemas de caja de conversión ha sido que la convertibilidad total ha fomentado la inversión extranjera, que aprovecha las oportunidades para obtener beneficios durante las depresiones económicas. La inversión extranjera ha ayudado a aliviar los choques sobre las tasas de cambio reales y sobre otros precios reales en los sistemas de caja de conversión.

Aun ante la evidencia del éxito económico de los sistemas de caja de conversión, los gobiernos nacionales convirtieron la mayoría de las cajas de conversión en bancos centrales a finales de los años 50 y en los años 60. Algunos gobiernos fueron influenciados por el argumento teórico de que un banco central podía promover el crecimiento económico mejor que una caja de conversión. Los argumentos parecían sugestivos en aquel momento, pero ahora parecen equivocados. Los más importantes serán examinados en el Capítulo 6.

Los factores políticos fueron más significativos que las explicaciones teóricas en contra del sistema de caja de conversión. Los nuevos países independientes establecieron bancos centrales debido a que se asociaba el sistema de caja de conversión con el dominio colonial y a que países más viejos y más instaurados tenían bancos centrales. Un banco central era un símbolo de independencia, como la bandera nacional. Los políticos, en algunos de los nuevos países independientes, pueden también haber entendido las ventajas políticas de tener bancos centrales politizados.

Los resultados de los bancos centrales que se establecieron en los antiguos sistemas de caja de conversión no han sido exi-

tosos. En promedio, la inflación ha sido mayor y el crecimiento económico ha sido menor en los sistemas de banco central que han remplazado cajas de conversión. El crecimiento económico ha sido menor que en los anteriores países de reservas y más bajo que en los sistemas de caja de conversión que quedan (Schuler 1992b, 202-3). La mayoría de los bancos centrales que han remplazado cajas de conversión han restringido la convertibilidad de sus monedas. [29]

Hong Kong, Gibraltar, Brunei, las Islas Caimán, las Islas Malvinas y Santa Elena existen, hoy en día, cajas de conversión ortodoxas. En Bermudas existe un sistema de caja de conversión modificado con controles de capital. Hong Kong es el más poblado y económicamente diversificado de los sistemas de caja de conversión, con 5.8 millones de habitantes. A pesar de ser menos poblado que muchos otros países, Hong Kong es un gigante económico: el valor de mercado de su PIB en 1992 fue de 93.000 millones de dólares, mayor que el PIB de casi todos, excepto algunos pocos, de los países en vías de desarrollo (Hong Kong 1992, 30; cf. Banco Mundial 1992, 218-19). [30]

El éxito económico de Hong Kong es bien conocido. Hong Kong ha estado entre las economías que más rápidamente han crecido en el mundo, a pesar de su falta de recursos naturales. Además, ha tenido relativamente baja inflación. Es más difícil encontrar estadísticas de los sistemas de cajas de conversión restantes, porque se encuentran en países pequeños y poco conocidos. Sin embargo, algunas áreas grandes, como África Oriental y África Occidental Británica, han tenido cajas de conversión en el pasado. Algunas cajas de conversión de las colonias británicas eran cajas de conversión mixtas que atendían a tres o más colonias a la vez.

Al resumir el desempeño histórico de las cajas de conversión y de los sistemas de cajas de conversión ha sido bueno, si se lo mide de acuerdo a los criterios más importantes que utilizan los economistas. Las características descritas en el Capítulo 1, como de una caja de conversión típica realmente han sido típicas. El

desempeño efectivo de las cajas de conversión se ha acercado al ideal que se ha establecido para ellas, sobre todo, en cuanto a mantener la convertibilidad total a la moneda de reserva a una tasa de cambio fija de acuerdo a reglas y a procedimientos estrictos.

La experiencia histórica apoya la tesis de que las cajas de conversión, si son establecidas de acuerdo a reglas estrictas similares a las que se describirán en los próximos capítulos, tienen una alta probabilidad de éxito.

Capítulo 4

¿Cómo establecer una caja de conversión?

Una caja de conversión se puede establecer mediante la transformación del banco central en caja de conversión u otorgándole a ésta el carácter de emisora de divisas paralela al banco central. Ambos enfoques han sido utilizados por anteriores cajas de conversión.

¿Cómo transformar a un banco central en caja de conversión?

Si un gobierno deseara convertir a un banco central en caja de conversión ¿Qué debería hacer? La experiencia con cajas de conversión en lugares tan diversos como Palestina, Danzig y las Filipinas muestra que, administrativamente, la transformación del banco central al sistema de caja de conversión es simple (pudiera ser más difícil en el aspecto político. En la próxima sección se considera el tema). Los pasos para la transformación son los siguientes:

1. Delegar en otros cuerpos todas las funciones del banco central, excepto la de suministrar la base monetaria. Por ejemplo, el ministro de economía puede regular a los bancos comerciales y aconsejar al presidente en asuntos monetarios. Los bancos comerciales pueden operar el sistema de pagos y proporcionar seguros de protección de depósitos mutuos.

2. Permitir un breve período de tasas de cambio totalmente flotantes, sin restricciones para la moneda nacional. La tasa de cambio entre la moneda de reserva y la

moneda nacional debe ser apropiada. Una tasa real de cambio sobrevaluada hará que los precios de las exportaciones queden fuera de los mercados mundiales, mientras que tasas reales de cambio subvaluadas harán que las importaciones sean caras e impedirán que la gente pueda importar maquinaria extranjera, así como otros bienes necesarios para la modernización de la economía nacional. El mejor indicador acerca de cuál es la tasa real de cambio apropiada es la tasa del mercado sin restricciones, que refleja la oferta y la demanda. Por consiguiente, el primer paso para fijar la tasa de cambio de la moneda nacional es permitir, por un breve período, una tasa de cambio flotante.

Una vez que el gobierno deje que la moneda nacional flote sin restricciones, deberá anunciar su escogencia de la moneda de reserva y la fecha en que fijará la tasa de cambio. La razón de hacer el anuncio es reducir la incertidumbre que, de otra forma, pudiera subvaluar a la moneda nacional como un depósito de valor: Un período que no exceda los noventa días deberá ser suficiente para indicar, aproximadamente, la tasa de cambio apropiada. La flotación deberá ser limpia, reflejando solamente las fuerzas del mercado, y no una flotación sucia que refleje la intervención del banco central. Para promover una flotación limpia deberán abolirse todas las regulaciones existentes sobre el cambio de monedas extranjeras.

3. Hacer que las acciones del banco central sean transparentes y predecibles. Durante el período de flotación sin restricciones, las acciones del banco central deben ser transparentes y predecibles, para que no provoquen sorpresas fortuitas que desestabilicen las tasas de cambio. Debe pedírsele al banco central la publicación de reportes semanales y hasta diarios de sus actividades y sus balances generales. Otra manera de hacer las acciones del banco central más transparentes y predecibles es exigirle que mantenga reservas importantes frente a los aumentos adicionales en la base monetaria. Por ejemplo, se le puede exigir que incremente sus reservas extranjeras en un

100 por ciento por cualquier aumento que tenga lugar después que el gobierno anuncie la reforma monetaria.

4. Convertir parte del encaje exigido a los bancos comerciales (depósitos en el banco central) a billetes y monedas de la caja de conversión o a valores extranjeros, según lo prefieran los bancos comerciales. Cancelar las reservas restantes. Con esta medida, los pasivos en depósito del banco central dejarán de existir. Si el banco central impone exigencias severas a los bancos comerciales, entonces, no todos los depósitos de estos últimos tendrían que ser convertidos a billetes y monedas de la caja de conversión o a valores extranjeros. Las reservas en "exceso" podrían ser canceladas (confiscadas) para evitar crear inflación. En una de las últimas secciones de este capítulo se discute el monto de las reservas que los bancos comerciales necesitarán y cómo determinar cuál proporción del encaje es excesivo.

5. Establecer una tasa de cambio fija con la moneda de reserva. Después que los depósitos de pasivos en el banco central dejen de existir, todo lo que quedará en el pasivo del balance general serán las emisiones de billetes y monedas en circulación y su valor neto. Sus reservas extranjeras y valores misceláneos –como las oficinas por ejemplo-, en la parte del activo. Sus otros activos y pasivos habrán sido distribuidos a los bancos comerciales o al gobierno, o habrán sido cancelados. Para transformar lo que reste del banco central en una caja de conversión, el gobierno debe entonces establecer una tasa de cambio fija con la moneda de reserva escogida en el paso 2. Simultáneamente, el gobierno precisa asegurarse que los activos de reserva para los billetes y monedas en circulación de la caja de conversión sean iguales al 100 por ciento.

Cuando llegue la fecha del establecimiento de la tasa de cambio, el gobierno deberá fijar la tasa en un punto cercano a las recientes tasas del mercado. La fijación de la tasa de cambio

es más un arte que una ciencia. Si existe incertidumbre acerca de la tasa de cambio apropiada, es mejor errar, al hacer la comparación con las tasas del mercado recientes, en el lado de una ligera subvaluación antes que en el lado de una ligera sobrevaluación, para de esta manera estar seguros de que la tasa de cambio no fija el precio de las exportaciones fuera de los mercados mundiales.

Es mejor empezar con una tasa de cambio que traiga como resultado exportaciones a precios competitivos que con una tasa de cambio que produzca exportaciones sobrevaluadas. Como lo demuestra la experiencia de Hong Kong en su regreso al sistema de caja de conversión en 1983, existe una esfera de libertad cuando se establece una tasa de cambio (ver Greenwood 1983b). Mientras la nueva tasa tenga credibilidad y no sea deliberadamente subvaluada o excesivamente sobrevaluada, la economía rápidamente tenderá a hacer los ajustes menores necesarios para adaptarse a la nueva tasa de cambio.

Una manera alternativa de establecer la tasa de cambio es fijarla de inmediato, sin un período de flotación, a un estimado de la tasa clearing del mercado o a una tasa subvaluada deliberadamente. Este método parece desventajoso porque no intenta recoger información del mercado.

Algunos economistas desconfían de la habilidad de la flotación, incluso, de una flotación pura para señalar, aproximadamente, la tasa de cambio apropiada. Ellos prefieren usar construcciones estadísticas para la fijación de la tasa de cambio (Williamson 1992, 43-44). Pero no hay razón para pensar que el uso de construcciones estadísticas para fijar la tasa de cambio tenga más éxito que el uso de éstas para planificar centralmente otras actividades económicas. Tales medidas, a menudo, no han tenido conexión directa con la oferta y la demanda.

6. Asegurarse que las reservas extranjeras igualen al 100 por ciento de las monedas y billetes de la moneda nacional en circulación. La caja de conversión debe comenzar con

reservas extranjeras iguales al 100 por ciento de sus billetes y monedas en circulación (Si la caja de conversión acepta depósitos, las reservas extranjeras deberán ser iguales al 100 por ciento de los billetes y monedas en circulación más los depósitos). Permitir que la caja de conversión opere con una relación de reservas más baja puede crear posibilidades de que la Caja administre una política monetaria discrecional.

Más adelante, en este capítulo, hay secciones en las que se describe cómo calcular la cantidad necesaria de reservas extranjeras iniciales y cómo obtenerlas.

7. Transferir los activos y pasivos restantes del banco central a la caja de conversión y abrir la caja de conversión para su funcionamiento. En el momento en que el gobierno fije la tasa de cambio con la moneda de reserva, la caja de conversión remplazará al banco central como emisor de billetes y monedas nacionales y se encargará de todos los activos y pasivos restantes del banco central. El banco central dejará de existir.

Prevemos que todos los pasos pueden completarse dentro de 120 días, a partir de la decisión de establecer la caja de conversión. Ello podría hacerse en un período de treinta días. La experiencia histórica ha sido que la reforma monetaria, usualmente, ha tenido más éxito para estimular la recuperación económica cuando se ha puesto en ejecución rápidamente (ver Yeager et al. 1.981, 42-43).

La alternativa: La propuesta de una moneda paralela

Las tentativas de convertir al banco central en una caja de conversión podrían encontrar oposición política. El banco central y las empresas del Estado que dependen de éste para obtener préstamos, normalmente subsidiados, poseen un poder político considerable y podrían oponerse a la reforma monetaria. Transformar al banco central en una caja de conversión pudiera dejar repentinamente a las empresas del Estado y al gobierno sin acceso al financiamiento inflacionario, causándo-

les dificultades mientras se ajustan a las duras restricciones presupuestarias. ¿Hay alguna forma de evitar los obstáculos políticos potenciales planteados por los intereses políticos atrincherados y facilitar la transición a una baja inflación?

El establecimiento de una caja de conversión como un emisor de moneda paralela podría lograr este objetivo. La moneda paralela es aquella que circula ampliamente al lado de otra moneda a tasas de cambio determinadas por las fuerzas del mercado. La moneda paralela puede poseer una tasa de cambio fija, estable o flotante con la otra moneda y puede circular legal o ilegalmente.

Las monedas paralelas han sido comunes históricamente. Muchos países han tenido circulación paralela del oro y la plata, o de monedas de plata y cobre (bimetalismo). Algunos han tenido circulación paralela de, por ejemplo, pagarés y depósitos de oro con pagarés y depósitos de plata. Hoy en día, las monedas paralelas son comunes en muchas regiones fronterizas. Por ejemplo, el dólar americano y el dólar canadiense circulan ambos a lo largo de la frontera de estos dos países, aunque el dólar americano predomina en los Estados Unidos y el dólar canadiense en Canadá. Las estaciones de gasolina, las tiendas, y los bancos comerciales cercanos a la frontera aceptan ambas monedas, tal y como les es permitido hacer legalmente. La tasa de cambio entre el dólar americano y el canadiense es flotante, aunque en el pasado ha sido también estable o fija.

Las monedas paralelas son también comunes en países de inflación extrema y monedas sin convertibilidad, como en el caso de Rusia. El dólar americano y otras, relativamente estables monedas extranjeras, son usadas ilegalmente por el público en preferencia a la moneda nacional. Esto ha sido denominado sustitución de la moneda o dolarización. [31] Hoy en día, en muchos países en vías de desarrollo, el dólar americano es una moneda paralela usada ampliamente. Al menos en los mercados no oficiales, flota a menudo con la moneda nacional.

Por lo tanto, las monedas paralelas tienen una larga historia

y son parte, hoy en día, de la experiencia de residentes de muchos países. Lo que podría resultar nuevo a los lectores es la explicación de cómo una caja de conversión, al emitir una moneda paralela, puede reformar un sistema monetario. En el sistema de monedas paralelas propuesto aquí, la moneda de la caja de conversión circularía al lado de la moneda del banco central como una moneda nacional alternativa, oficialmente aprobada. Habría, por lo tanto, dos monedas nacionales en competencia. La competición proveniente de la caja de conversión forzará al banco central a proporcionar una moneda de una alta calidad comparable a la de la caja de conversión, o a desaparecer en la medida en que la gente deje de usar la moneda del banco central. [32]

Muchos economistas se oponen a las propuestas de legalizar una moneda paralela (Cooper 1991a, 131-32; 1991b, 312-14; Nuti 1991, 54-55; Williamson 1991b, 402-4). Sus reparos; sin embargo, no se aplican a la caja de conversión como un emisor paralelo. La principal crítica a la legalización de una moneda paralela es que aceleraría la inflación de la moneda que emite el banco central. La moneda del banco central continúa usándose en muchos países, principalmente, porque tiene el apoyo del gobierno nacional, y existen leyes que obligan a su curso forzoso.

Conceder igual estatus legal a la moneda de la caja de conversión, supuestamente, disminuiría el incentivo para poseer la moneda del banco central. Por consiguiente, mucha gente dejaría de tener la moneda del banco central y en su lugar la cambiaría por la de la caja de conversión. En la medida en que la demanda por la moneda del banco central disminuyera, la inflación de ésta se incrementaría (La velocidad de la moneda del banco central aumentaría), a menos que el banco central redujera la base monetaria de su moneda. Por razones políticas la reducción de la base monetaria sería difícil. La inflación en la moneda del banco central se aceleraría, provocando un ciclo auto reforzado de mayores reducciones en la demanda de la moneda del banco central. Al final, el ciclo terminaría en hiperinflación de la moneda del banco central, que despojaría al

gobierno del señoreaje de ella y; además, provocaría una declinación en la economía.

La crítica es falaz porque asume que la gente en países con monedas enfermas usa de forma corriente la moneda del banco central como su única moneda. En realidad, esos países típicamente tienen ya una o más monedas paralelas, tales como el dólar americano. Además, otras formas de reservas de valor: Ya muchos residentes guardan billetes de moneda extranjera en sus casas y poseen depósitos de moneda extranjera en otros países. En algunos lugares, la gente también guarda bienes duraderos como ladrillos y jabones. Por lo tanto, la escogencia en dichas naciones no es entre una situación con una sola moneda y otra, con una moneda paralela, sino entre dos entornos con monedas paralelas. La única cuestión que resta por decidir es si la moneda paralela circulará ilegalmente al lado de la moneda del banco central, tal como el dólar americano y otras monedas extranjeras lo hacen en la actualidad, o legalmente, como lo hará la moneda de la caja de conversión en esta propuesta.

No es cierto que la existencia de la moneda paralela de la caja de conversión reducirá la demanda de la moneda del banco central, incluso, si el banco central continúa aumentando la base monetaria tan rápidamente como antes. En muchos casos, la legalización de la moneda paralela ha tenido las consecuencias que los críticos temían, pero eso no, necesariamente, tiene que ser siempre así. Mediante la estimulación de la remonetización de la economía a través de la moneda nacional, una moneda paralela sana emitida por la caja de conversión pudiera, de hecho, incrementar la demanda de la moneda del banco central (Auerbach et al. 1992, 19-23; Rostowski 1992, 95-96, Rostowski y Shapiro 1992, 17-29). Sin embargo, al final, la demanda de la moneda del banco central disminuirá hacia cero si el banco central no hace uso de la oportunidad dada por un aumento en la demanda para estabilizar el valor de su moneda.

Presumamos, sin embargo, que la existencia de la moneda de la caja de conversión reducirá la demanda de la moneda del

banco central, tal y como los críticos de la moneda paralela argumentan que pasará. Una buena moneda nacional tenderá a desplazar a la mala en circulación. La inflación en la moneda del banco central aumentará y el señoreaje obtenido por ésta desaparecerá. Pero la moneda de la caja de conversión capacitará al gobierno nacional a recuperar parte de ese señoreaje, como también el señoreaje, ahora perdido, que obtiene la Reserva Federal y otros bancos centrales extranjeros, incluso, los fabricantes de ladrillos y jabones. Más importante: la moneda de la caja de conversión reducirá, en gran medida, la ineficiencia económica provocada por una moneda no convertible que sufra de alta inflación. Mediante la utilización de la moneda de la caja de conversión, la gente será capaz de evitar las perturbaciones que la moneda del banco central provoca en la actividad económica debido a que es un medio no satisfactorio de cambio, reserva de valor y de unidad de medida. (Auerbach et al. 1992, 11-18; Rostowski 1992, 94-101).

A diferencia de quienes critican la legalización de la moneda paralela, estamos poco interesados en el destino de la moneda del banco central. Si el banco central desaparece como un emisor de moneda, perfecto. Dejará de tener efecto sobre la economía, y la economía se beneficiará. Sus funciones restantes pueden ser asignadas a otros organismos del gobierno, privatizadas o abolidas. Si la competencia por parte de la caja de conversión induce al banco central a cambiar su comportamiento, y la moneda del banco central continúa existiendo como una moneda menos inflacionaria de la que es ahora, también sería bueno. En cualquier caso, al menos existirá una moneda nacional sana.

La competencia entre la moneda del banco central y la de la caja de conversión será mayor si a ambas se les permite por ley tener idénticas funciones. Si a la moneda de la caja de conversión no se le permite, al comienzo, un estatus igual de curso legal con la moneda del banco central, o si a los billetes y las monedas de la caja de conversión se les limita a grandes denominaciones,

la competencia será desigual y la demanda de la moneda del banco central será mayor de lo que hubiera sido de otro modo. Para cosechar todas las ventajas de la moneda de la caja de conversión como moneda paralela, el gobierno debería limitar la competencia con la moneda del banco central.

¿Cómo establecer la caja de conversión como el emisor de una moneda paralela?

La caja de conversión puede ser establecida como el emisor de una moneda paralela de acuerdo a los siguientes pasos, que no deberían tomar más de sesenta días. La caja de conversión de Rusia del Norte de 1918-1920, por ejemplo, fue establecida justo 11 semanas después de que fuera propuesta por primera vez, a pesar de la guerra civil y de la dependencia de medios de transporte y de comunicaciones menos rápidos de los que existen hoy. (Hanke y Schuler 1991a).

1. Obtener las reservas extranjeras iniciales para la caja de conversión. Las próximas dos secciones de este capítulo describen cómo calcular la cantidad de reservas extranjeras iniciales necesarias para la caja de conversión y cómo obtenerlas.

2. Hacer que la moneda de la caja de conversión tenga curso legal para el pago de los impuestos y las deudas privadas. La moneda de la caja de conversión debería convertirse en una moneda legalmente permisible para los pagos de impuestos y deudas privadas. Sin embargo, la moneda de la caja de conversión no debería ser de carácter forzoso para el pago de deudas privadas –a la gente debería permitírsele hacer contratos y pagos en la moneda del banco central o en otras monedas, si ambas partes de un contrato o un pago así lo desean.

3. Emitir moneda de la caja de conversión en igual cantidad a las reservas extranjeras iniciales. La caja de

conversión tendrá un 100 por ciento de reservas extranjeras desde el comienzo. No emitirá más moneda que el valor de sus reservas extranjeras.

4. Poner la moneda de la caja de conversión en circulación, tal vez mediante la distribución a cada residente, de acuerdo a un plan bien definido. La tasa de cambio nominal entre la moneda de reserva y la moneda de la caja de conversión puede ser cualquiera, siempre y cuando la cantidad real de moneda de la caja de conversión no exceda a las reservas extranjeras de la caja de conversión. Supóngase que la moneda de reserva es el dólar americano y que la caja de conversión tiene 100 millones de dólares en reservas extranjeras. La caja de conversión emitirá 100 millones de unidades si la tasa de cambio es de una unidad de la caja de conversión por dólar, o a 500 millones de unidades si la tasa de cambio es de cinco unidades de la caja de conversión por cada dólar. En cualquier caso, la cantidad de la moneda de caja de conversión emitida será igual a cien millones de dólares. Una tasa de cambio de uno a uno parece la mejor, porque hará que las conversiones sean más fáciles de calcular.

La caja de conversión abrirá ahora el sistema de moneda paralela mediante la distribución de la moneda de la caja de conversión que representa hasta una cantidad de 100 millones de dólares. La distribución, de hecho, puede ser diseñada de varias formas. Un método fácil es el de dar a cada residente una cantidad igual de billetes y monedas de la caja de conversión como un regalo que sólo se concederá una vez. La moneda también puede ser dada de acuerdo a entregas por hogares, o de acuerdo a varias escalas: por ejemplo, una cierta cantidad para la persona más importante de cada hogar, una cantidad menor para cada adulto adicional, y una cantidad aún menor por cada niño.

Para evitar malversaciones, el gobierno podría tomar precauciones similares las usadas para evitar fraudes electorales. A los residentes que reciban su distribución de la moneda se les

podría sellar sus documentos de identidad o bañarles los dedos en tinta indeleble. La distribución de la moneda de la caja de conversión debe ocurrir, simultáneamente, en todo el país en un corto período.

5. Permitir a la moneda de la caja de conversión circular como moneda paralela a la del banco central, a una tasa de cambio determinada por las fuerzas del mercado. Después que se han tomado los pasos previos, la moneda de la caja de conversión circulará al lado de la del banco central. Nadie será obligado a usar la moneda de la caja de conversión. La mayor parte de la economía nacional usará la moneda de la caja de conversión como medio de cambio, reserva de valor y unidad de cuenta, porque será más estable que la moneda del banco central. Será una cuestión que decida la gente si ellos quieren ahora pagar y aceptar la moneda de la caja de conversión o la del banco central. Los bancos comerciales también tendrán que resolver si permiten a los depositantes convertir los depósitos existentes en moneda del banco central a moneda de la caja de conversión.

Esta propuesta supone que habrá un mercado monetario sin restricciones, de tal forma que la gente pueda cambiar a la tasa del mercado cualquier cantidad de moneda del banco central por la de la caja de conversión, o al revés. Por lo tanto no habrá ninguna desventaja, en términos del funcionamiento de los dos tipos de moneda como medio de cambio, al ser pagado en un tipo de moneda o en el otro.

El banco central tendrá que hacer que su moneda sea lo suficientemente sana para aguantar la competencia de la moneda de la caja de conversión o dejará de tener importancia como emisor de monedas. Sugerimos que cuando el valor real de los billetes y monedas del banco central disminuya a menos del 10 por ciento de toda la moneda nacional en circulación, éste deberá ser abolido. Para ese entonces las fuerzas públicas que lo apoyan deberán ser débiles.

Si la moneda de la caja de conversión es introducida mediante su distribución en el público, el gobierno continuará por un tiempo haciendo pagos en moneda del banco central, porque no tendrá moneda de la caja de conversión. Si el gobierno desea recibir moneda de la caja de conversión en pagos por impuestos, debe asegurar que los reglamentos sobre contabilidad no favorezcan a la moneda del banco central. Por ejemplo, al no tomar en cuenta el declive en el valor real de una cantidad nominal dada de moneda del banco central entre el tiempo en que los impuestos son valuados y pagados. Si los reglamentos sobre contabilidad favorecen a la moneda del banco central, el gobierno podría no recibir moneda de la caja de conversión.

Si el gobierno usa por un tiempo ambas monedas para los pagos, y si la moneda del banco central continúa depreciándose, el gobierno necesitará diseñar reglamentos sobre qué combinación de monedas va a usar. Una regla simple es que los pagos pequeños se hagan solamente en moneda del banco central y los pagos grandes en monedas de la caja de conversión. El tamaño de los pagos considerados grandes puede disminuir hasta cero, en la medida en que el gobierno acumule más moneda de la caja de conversión. Las personas que reciben pagos del gobierno experimentarán pocas desventajas si son pagadas en monedas del banco central y no en moneda de la caja de conversión, si el gobierno ajusta sus pagos a la tasa de cambio del mercado de la moneda del banco en relación a la moneda de la caja de conversión. Deberá existir un mercado sin restricciones para el cambio de los dos tipos de moneda, de tal forma que la gente pueda cambiar su moneda del banco central de manera inmediata, si lo prefiere.

¿Cómo escoger una moneda de reserva para la caja de conversión?

¿Cuál debería ser la moneda de reserva escogida por la caja de conversión? Para muchos países las escogencias más idóneas son el dólar americano, el marco alemán o el yen japonés –las

tres monedas dominantes en el comercio y las finanzas internacionales. Una escogencia menos probable es el oro.

El dólar estadounidense es la moneda más usada en el comercio internacional y las finanzas. Materias primas como petróleo, gas natural, madera y minerales son predominantemente valuados en dólares en los mercados internacionales. El dólar tiene también la ventaja de ser, en este momento, la moneda paralela no oficial de contabilidad más ampliamente usada en muchos países en vías de desarrollo. La escogencia del dólar traería consigo menos cambios de hábito que con cualquier otra moneda de reserva en esos países. Históricamente, el dólar ha tenido baja inflación, alta credibilidad, plena convertibilidad y bajas tasas de interés real. Tiene una alta probabilidad de continuar su rendimiento histórico excepcionalmente bueno.

El marco alemán es otra posible moneda de reserva. Circula en Europa del Este y en la antigua Unión Soviética como moneda paralela no oficial. Es la moneda dominante en Europa Occidental, el mayor socio comercial y la fuente potencial más grande de nuevas inversiones extranjeras para los países de Europa del Este, la antigua Unión Soviética y África. Muchas monedas de Europa Occidental están estabilizadas en relación al marco. La escogencia del marco como moneda de reserva eliminaría el riesgo de cambio con la mayoría de Europa Occidental más que cualquier otra moneda de reserva que se escogiera, promoviendo el comercio y la inversión extranjera de la zona del marco. Desde 1948, cuando fue fundado el predecesor inmediato de Bundesbank, el marco ha gozado de baja inflación y alta credibilidad. Tiene una mayor probabilidad de continuar su rendimiento histórico excepcionalmente bueno, porque el Bundesbank tiene una mayor independencia política del gobierno que la que tiene la Reserva Federal.

El yen japonés es mucho menos usado en el comercio internacional o como moneda paralela de reserva que el dólar o el marco. No obstante, el comercio y las inversiones japonesas se han hecho muy importantes en muchos países, especialmente,

en los de Asia. El yen ha gozado de baja inflación desde mediados de la década de los 70, y tiene también un buen registro de estabilidad a largo plazo.

Una cesta de monedas extranjeras no pareciera ser más ventajosa que la moneda de reserva para la mayoría de potenciales cajas de conversión. Una cesta es menos transparente para el público que una sola moneda de reserva y, por lo tanto, pudiera ser que no lograra una alta credibilidad tan rápidamente para la caja de conversión. Una cesta podría imponer también costos más altos en términos de tiempo de administración y honorarios de transacciones. Una cesta no elimina el riesgo de cambio con cualquier moneda de reserva única. Sacrifica el mayor potencial de variabilidad de tasas de cambio con cada componente de la cesta por una variabilidad menor con la cesta entera. Si a la gente se le permite mantener depósitos de moneda extranjera, aquellos que deseen los beneficios de una variabilidad menor con una cesta de moneda pueden crear sus propias cestas manteniendo una combinación de monedas o canjeando opciones y ventas de la moneda a futuro, como suele hacer la gente de Hong Kong.

Si ninguna moneda extranjera parece satisfactoria, otra posible moneda de reserva pudiera ser el oro. La caja de conversión no necesita poseer mucho oro efectivo. En su lugar, puede hacer préstamos de oro generadores de intereses. En Londres existe un mercado bien organizado para préstamos en oro y las tasas de préstamos son publicadas diariamente en el Financial Times. Los préstamos en oro pagan generalmente del 3 al 4 por ciento de interés anual. Para facultar a la caja de conversión a cambiar montos por un valor menor a la cantidad más pequeña conveniente de oro (de, digamos, 100 grs. a una onza troy), pudiera permitírsele a la caja, aceptar y pagar dólares americanos para cantidades pequeñas.

Esto sería un poco complicado en comparación a una caja de conversión basada en el dólar americano o el marco alemán, que usaría solamente una moneda. La principal desventaja del oro

es que ningún otro país se ha unido al patrón oro, de tal forma que el uso del oro no eliminaría el riesgo de cambio con cualquier país. Por lo tanto, el oro no parece ser la moneda de reserva más apropiada.

Hemos considerado las implicaciones que tiene para los países en vías de desarrollo la escogencia de varias monedas de reserva. Son también dignas de considerarse las implicaciones para el país de reserva. Si la moneda de reserva ya está siendo usada ampliamente como moneda paralela, la demanda de los billetes de la moneda de reserva, probablemente, disminuirá porque la gente cambiará sus billetes de la moneda de reserva por billetes y monedas de la caja de conversión. Por otra parte, los bancos comerciales demandarán más monedas de reserva, ya sea directamente o a través de los bancos correspondientes en el país de reserva, como una forma de cancelar pagos.

El efecto neto de la moneda de la caja de conversión en demanda sobre la base monetaria de la moneda de reserva no está, por lo tanto, claro en este caso. Cualquiera sea el asunto, las economías de la mayoría de los países en vías de desarrollo son pequeñas (medidas en moneda extranjera) en comparación a las economías americana, alemana y japonesa. Por eso el efecto inicial de la escogencia del dólar, el marco o el yen como moneda de reserva de la caja de conversión será correspondientemente pequeño. Sin embargo, si el oro es el bien de reserva, la demanda de bonos de oro, probablemente, aumentará, porque todavía no es usada ampliamente como moneda paralela. El mercado de préstamos en oro es tan pequeño, que las acciones iniciales de una caja de conversión nueva podrían afectarlo de manera importante.

La unión de la moneda de la caja de conversión a una moneda extranjera no significa que el país se vaya a someter a una dominación política extranjera (ver el Capítulo 6). Más bien, la unión de la moneda con una moneda extranjera apropiada puede restaurar un elemento del orgullo nacional al suministrársele al país una moneda tan sana como lo sería la

moneda de reserva.

¿Cómo calcular las reservas extranjeras iniciales de la caja de conversión?

¿Qué cantidad de reservas extranjeras necesitará al comienzo la caja de conversión? La respuesta depende, en parte, de la manera en que se establezca la caja. Si el banco central es transformado en una caja de conversión, la totalidad de la base monetaria nacional necesitará el respaldo al 100 por ciento de las reservas extranjeras. Si la caja de conversión es la emisora de una moneda paralela, las reservas extranjeras iniciales pueden ser menores.

Estimemos primero que el banco central es transformado en una caja de conversión. Las reservas extranjeras que la caja de conversión necesite dependerán del tamaño de la base monetaria y de la tasa de cambio con la moneda de reserva.

La base monetaria, generalmente, incluye los billetes y monedas en circulación (que tienen los bancos comerciales o el público) y los depósitos de los bancos comerciales en el banco central. Los billetes y monedas en circulación deben estar en el sistema de caja de conversión respaldados en un 100 por ciento por reservas extranjeras. Como fue explicado anteriormente en este capítulo, no todo el encaje de los bancos comerciales requiere ser convertido a billetes y monedas de títulos extranjeros de la caja de conversión, aunque aquella parte que ya ha sido convertida debe estar respaldada en un 100 por ciento por reservas extranjeras. El encaje usable de los bancos comerciales es el que excede al mínimo de reservas requeridas. De allí que, por ejemplo, si el requerimiento de encaje es el 20 por ciento, un banco comercial con un 25 por ciento de reservas tiene solamente un 5 por ciento de los depósitos del público de reservas usables.

En el sistema de caja de conversión, el gobierno no debe imponer requerimientos de encaje. Los bancos comerciales deben determinar sus propias proporciones de reservas de acuerdo con sus juicios sobre lo que es prudente, como ha sido el caso en la

mayoría de los sistemas de caja de conversión en el pasado. En los sistemas bancarios modernos sin requerimientos de encaje, los bancos comerciales han guardado, usualmente, reservas de sólo un pequeño porcentaje de los depósitos. La condición primitiva de la tecnología bancaria en muchos países en vías de desarrollo, pudiera, al principio, hacer necesario que los bancos comerciales nacionales mantengan mayores proporciones de reserva que las de los bancos en los sistemas modernos sin requerimientos legales de reserva. Para proveer a los bancos comerciales nacionales con reservas que sean más que adecuadas, ha de suponerse que los bancos necesitan reservas que representen el 10 por ciento de los depósitos (Estas son reservas que ellos tendrán después de ser reestructurados, si fuese necesario). La proporción verdadera a ser usada variará en cada caso.

De acuerdo con esta propuesta no existirían requerimientos de encaje para los bancos comerciales en el sistema de caja de conversión. Después de la reforma monetaria todas las reservas restantes de los bancos comerciales serían reservas usables. Si se permitiera que en el sistema de caja de conversión todas las reservas actuales de los bancos comerciales se volviesen usables, se correría el riesgo de provocar de nuevo inflación, porque la mitad o más de las reservas actuales pudieran ser excesivas y los bancos no las necesitarían para asegurar la convertibilidad de sus depósitos a billetes y monedas de la caja de conversión. Los excesos de reserva se transformarían en la base para un aumento en los préstamos bancarios y, por ende, en un incremento en los precios de los bienes nacionales similar al indicado en el Capítulo 3. La economía, eventualmente, alcanzaría un nuevo conjunto de precios de mercado más altos, pero mientras tanto, la inflación tendría efectos indeseables.

Si el banco central es convertido en una caja de conversión, la cantidad de reservas extranjeras necesarias para el sistema de caja de conversión será la suma de los billetes y monedas en circulación más el 10 por ciento de los depósitos de dinero (una cifra arbitraria, pero muy adecuada discutida anteriormente),

dividida por la tasa de cambio de la moneda por cada unidad de la moneda de reserva. La decisión acerca de cuál tasa de cambio usar en el cálculo se hace difícil en muchos casos, debido a que no existe un mercado legal de la moneda sin restricciones. Poco es lo que puede decirse, en general, sobre la tasa de cambio apropiada. Sin embargo, hacemos énfasis en que cualquiera sea la tasa usada, el cálculo será meramente un estimado. La verdadera cantidad de reservas necesarias será determinada por la tasa de cambio lograda durante el breve período de flotación antes de que la tasa de cambio con la moneda de reserva sea fijada.

Si se establece a la caja de conversión como la emisora de la moneda paralela, por el contrario, ninguna cantidad determinada de reservas iniciales extranjeras será necesaria, porque la caja de conversión no estará respaldando la base monetaria de la moneda del banco central. Todos los billetes y monedas de la caja de conversión en circulación deben estar respaldados en un 100 por ciento por reservas extranjeras, pero la caja puede empezar con cualquiera que sea la cantidad que obtenga de reservas extranjeras iniciales. La cantidad inicial de reservas extranjeras debe ser suficiente para mostrar al público que la caja de conversión es una institución importante. Es conveniente destacar, que en el enfoque de la moneda paralela a los bancos comerciales no se les otorga ninguna cantidad de las reservas extranjeras iniciales. Si ellos desean ofrecer depósitos en moneda de la caja de conversión, necesitarán adquirir billetes y monedas de la caja de conversión o activos de la moneda como reservas.

¿Cómo obtener las reservas extranjeras iniciales para la caja de conversión?

Una vez calculada la cantidad de reservas extranjeras iniciales que necesita la caja de conversión, ¿cómo puede ésta obtener las reservas?

Según esta propuesta, la cantidad neta de reservas extranje-

ras que necesitará la caja de conversión será la cantidad total menos las reservas extranjeras existentes. En la propuesta de moneda paralela, la cantidad neta de reservas extranjeras iniciales que requerirá la caja de conversión será igual a la cantidad total, porque el banco central seguirá existiendo y la caja de conversión no obtendrá reservas del banco central.

En cualquiera de las dos propuestas, si las reservas extranjeras existentes son pequeñas, la caja de conversión podría necesitar reservas extranjeras adicionales para tener un respaldo. Las reservas extranjeras se pueden obtener de varias fuentes. El gobierno puede arrendar o vender propiedades del Estado por moneda extranjera de total convertibilidad. Del mismo modo, si el banco central es convertido en una caja de conversión, el gobierno puede arrendar o vender propiedades del Estado por moneda y no volver a emitirla (Sería como el proceso descrito en el Cuadro 13, el cual disminuye la base monetaria y la oferta total de dinero). Una técnica similar fue usada en Eslovenia para privatizar los apartamentos y establecer el tólar esloveno como nueva moneda para remplazar el dinar yugoslavo. Para comprar apartamentos, los eslovenos tenían que pagar tólares y para obtenerlos, tenían que cambiar moneda extranjera como los marcos alemanes y los chelines austríacos por tólares. La combinación de la privatización y la reforma de la moneda trajeron moneda extranjera al banco central esloveno (Pleskovic y Sachs 1992).

Otra posible fuente de reserva sería un préstamo del Fondo Monetario Internacional (FMI). El gobierno de los Estados Unidos ha autorizado al FMI a usar el aumento reciente de su cuota en el FMI para establecer, cuando éste así lo apruebe, cajas de conversión. (Ley Pública de los EEUU 102-391). [33] Para mantener a la caja de conversión "pura", sus estatutos deben prohibirle aceptar préstamos que no sean para sus reservas extranjeras iniciales.

Si la caja de conversión pide prestado al FMI tendrá que pagar el préstamo eventualmente. Aun si la caja de conversión

no tiene otras reservas extranjeras que aquellas del préstamo del FMI, no debería tener problemas para pagar el préstamo en 15 o 20 años. Debido a que la caja de conversión emitirá una moneda sana, la gente tenderá a cambiar los billetes extranjeros que posean en ese momento y, en su lugar, tendrán billetes y monedas de la caja de conversión. Puesto que la caja de conversión ayudará a crecer a la economía, la demanda total de la moneda nacional aumentará.

En consecuencia, la circulación de los billetes y las monedas de la caja de conversión aumentará desde su nivel inicial y, por consiguiente, sus reservas extranjeras aumentarán, así como también el señoreaje de éstas. Sobre la base de las comparaciones internacionales, históricas y actuales de la relación entre los ingresos y la circulación de billetes y monedas,[34] la circulación de billetes y monedas de la caja de conversión, probablemente, será igual a por lo menos el 4 por ciento del PIB en los tres primeros años de apertura de la caja de conversión. Si el señoreaje neto de la caja es del 3 por ciento de la circulación de sus billetes y monedas –un cálculo conservador- la caja de conversión deberá ser capaz de pagar, por lo menos, el 0,12 por ciento del PIB al año al FMI.

Una vez que se establezca la caja de conversión, la tendencia del proceso de oferta de dinero en un sistema de caja de conversión a ajustarse a sí mismo, permitirá que la oferta de dinero se ajuste a los cambios que se producen en demanda (ver el Capítulo 3). La experiencia indica que el sistema de caja de conversión no ha obstaculizado los rápidos incrementos en la oferta de dinero que han sido justificados por el crecimiento económico. La inversión extranjera ha permitido que la oferta de dinero, en los sistemas de caja de conversión, aumente en forma consistente, a pesar de décadas de déficits de cuenta corriente.

Antes de terminar esta discusión sobre cómo obtener las reservas iniciales de la caja de conversión, es importante considerar un punto que, solamente, es pertinente a la propuesta de conversión y no a la de la moneda paralela. Supongamos que la

transformación inminente del banco central a caja de conversión aumenta la credibilidad de la moneda a tal grado, que durante el breve período de tasas de cambio flotantes (Paso 2), la tasa de cambio de la moneda se revalúa en comparación a la tasa previa y las reservas extranjeras necesarias para el sistema de caja de conversión aumentan sustancialmente.

En ese caso, el mismo éxito de la reforma monetaria hará posible que el gobierno adquiera las reservas adicionales necesarias. La revaluación de la tasa de cambio de la moneda reflejará el aumento de la confianza en la economía. El aumento de la confianza aumentará el valor (valor presente) de los bienes en el país. La crecida de la confianza en la economía permitirá al gobierno obtener mayores cantidades de reservas extranjeras iniciales para la caja de conversión mediante la tributación o por medio de préstamos.

El próximo capítulo sugiere lo que la caja de conversión debe hacer si la moneda de reserva se vuelve inestable.

Capítulo 5

¿Cómo operar y proteger una caja de conversión?

¿Cómo operar una caja de conversión?

Una caja de conversión típica es fácil de operar. En el pasado contaron, usualmente, con un personal de diez o menos personas y lograron economizar gastos mediante la contratación de personal externo para desempeñar trabajos de oficina y de inversión. En la actualidad, pueden hacer lo mismo. La extrema simplicidad de una caja de conversión es una de las ventajas del sistema. Tal y como ha sido mencionado, muchos bancos centrales en los países en vías de desarrollo carecen de personal con la capacidad técnica para manejar competentemente políticas monetarias.

Los principales detalles administrativos para el funcionamiento de una caja de conversión son los siguientes. [35]

Estatutos. El apéndice contiene una ley de caja de conversión modelo, que expresa rasgos de anteriores estatutos de cajas de conversión, de forma tal, que hace posible que la caja de conversión funcione eficientemente.

Política de cambio. La caja de conversión cambiará, a solicitud del público, sus billetes y monedas por la moneda de reserva, o viceversa. De ésta por los billetes y monedas de la caja, a una tasa fija, en sus oficinas o agencias. Cualquiera que posea moneda de reserva podrá cambiarla por billetes y monedas de la caja de conversión a una tasa fija. Quien tenga billetes y monedas de la caja de conversión podrá cambiarlos por moneda de reserva a la tasa fijada. Si el público retiene una amplia cantidad de billetes de la moneda de reserva, se reducirán las ganancias

de la caja de conversión, porque ésta no podrá invertir esos fondos en títulos que generen intereses. Por lo tanto, la caja de conversión debería tratar de estimular grandes movimientos de cambio de moneda con los bancos comerciales y usar, ampliamente, la transferencia electrónica de fondos para el pago y la aceptación de los títulos en moneda de reserva.

Clientela. Aunque la caja de conversión debería estimular el negocio al por mayor de intercambio de divisas con los bancos comerciales, al público también podría permitírsele negociar directamente con la caja de conversión. Algunas cajas de conversión de las colonias británicas comerciaban solamente con los bancos, como una manera de reducir sus necesidades de personal (Greaves 1953, 13). Parece innecesaria e injusta una discriminación contra el público. En cualquier caso, la mayoría de la gente intercambiará divisas a través de los bancos comerciales, como lo descubrió la caja de conversión del África Occidental cuando decidió cambiar su política de negociar solamente con bancos comerciales y mercadear también con la clientela. Al darle al público la elección de tratar directamente con la caja de conversión, las tarifas se situarán en una cifra baja de comisión cobradas por los bancos comerciales por intercambiar divisas de la caja de conversión por divisas de reserva. Esto contribuirá a que se estrechen los lazos entre la divisa de la caja de conversión y la divisa de reserva, lo que hará más eficiente el arbitraje entre el país de la caja de conversión y el de la divisa de reserva.

Límites mínimos y máximos de los intercambios. Muchas cajas de conversión, con la finalidad de reducir sus costos de operación, han impuesto cantidades mínimas de intercambio. Las pequeñas cajas de conversión de las colonias británicas, como las de Jamaica o Barbados, exigían un mínimo de 1.000 libras. Las más grandes, como la de África Occidental, requerían un mínimo de 10.000 libras (Greaves, 1953,13).

Una caja de conversión establecida, de acuerdo a nuestra propuesta, no debería imponer un mínimo para fortalecer la confianza. El público sabrá que la caja de conversión estará

siempre dispuesta a cambiar cualquier cantidad a divisas de reserva. Naturalmente, tampoco existirá un límite máximo a la cantidad de divisas de reserva o de sus propios billetes o monedas en circulación para ser aceptados como cambio por la caja de conversión. Ninguna caja de conversión en el pasado, excepto la modificada de Bermudas, ha tenido un límite máximo para los intercambios, debido a que éste restringe la total convertibilidad a la divisa de reserva, que es el fin que persigue el sistema de caja de conversión.

Tarifas de comisión. Algunas cajas de conversión han cobrado tarifas de comisión desde 1/8 hasta el 1 por ciento por cada transacción. La del Norte de Rusia, por ejemplo, cobraba una tarifa del 1 por ciento. Otras, han cobrado comisiones más bajas a las transacciones mayores, que a las menores. Nuestra recomendación es que las cajas de conversión establecidas, de acuerdo a esta propuesta, no deberían cobrar comisiones por los intercambios. Los beneficios sociales que se derivan por no cobrar comisiones superan, en gran medida, las ventajas pecuniarias del cobro de comisiones. Las tarifas debilitarían el vínculo con la divisa de reserva, especialmente, a aquellos movimientos de capital a corto plazo, porque les impondrían altos costos en relación a los servicios del arbitraje. Unas pocas cajas de conversión, como el caso notable de la del África Oriental hacia el final de su existencia, han manipulado deliberadamente sus tarifas para influenciar los movimientos de capital (Kratz 1966, 246-47). Pero una caja de conversión tiene el propósito de eliminar los riesgos de cambio con la divisa de reserva por lo que no tiene sentido erigir barreras a estas transacciones. Además, el cobro de comisiones le aportaría muy pocos ingresos a la caja de conversión. Ella devengaría la mayor parte de sus ingresos de los intereses de sus activos en el extranjero.

Oficinas. La caja de conversión debería tener su casa principal en el centro financiero del país. Si éste es grande, convendría tener algunas oficinas o agencias sucursales en otras ciudades principales. La sede principal hará la mayor parte del trabajo. El

rol primordial de las oficinas y agencias sucursales será de guardar y distribuir los billetes y las monedas. La caja de conversión no precisa tener sucursales concretas. En su lugar, uno o más bancos comerciales, pueden servir como agentes de la caja fuera del centro financiero, tal como el Banco de África Occidental Británica lo era para la caja de conversión del África Occidental.

A la caja de conversión le convendría tener una oficina en el extranjero, en el país de la divisa de reserva o en un centro financiero seguro como Suiza. La agencia en el extranjero sería un lugar de apoyo para el pago de billetes y monedas, en caso de que el gobierno amenace con hostilizar a las oficinas nacionales de la caja de conversión.

Administración. La caja de conversión debe tener una pequeña junta de directores que supervise al personal. Algunas, en el pasado, han tenido de tres a ocho directores. Los poderes tanto de la junta de directores como del personal serán limitados. A diferencia de sus contrapartes en los bancos centrales, no tendrán ningún control discrecional sobre la base monetaria. Los directores deberían tener en sus puestos períodos escalonados para proteger a la Caja de las presiones políticas orientadas a convertirla en un banco central. También, algunos de los directores pudieran ser extranjeros designados por bancos comerciales foráneos, o quizás por el FMI, si éste otorga en préstamo, algunas de las reservas extranjeras iniciales (La próxima sección vuelve a tratar esta propuesta).

Personal. El personal de la caja de conversión desempeñará dos funciones: el cambio de billetes y monedas de la caja de conversión por divisas de reserva –o lo contrario- y la inversión de los activos de la caja de conversión en valores de bajo riesgo, denominados y pagaderos en la moneda de reserva. Las labores de cambio sólo requerirán de un número mínimo de funcionarios que actúen como pagadores bancarios. El trabajo de inversión requerirá de algunos financistas expertos, pero dado que la caja de conversión seguirá unas prácticas de inversión más bien rutinarias y conservadoras, sus gastos de inversión serán

menores que los de los bancos comerciales con carteras de similar magnitud. Los activos de la caja de conversión deberían ser guardados en instituciones extranjeras apropiadas. Por ejemplo, en uno o más bancos comerciales extranjeros grandes o bancos centrales.

Algunas cajas de conversión en el pasado han tenido un personal reducido. La del África Occidental que prestó servicios a Nigeria, Costa Dorada (hoy Ghana), Sierra Leona, Gambia, Camerún y Togo tenía solamente un empleado, a tiempo completo, en sus oficinas de Londres (Loynes 1962,18). Tanto esa como otras cajas de conversión, contrataban las labores de inversión e intercambio con bancos comerciales u otros agentes financieros. Una nueva caja de conversión puede hacer lo mismo, si ello resulta más eficiente que la contratación de recurso humano propio.

Relación de reservas. La caja de conversión comenzará con nuevas reservas extranjeras iguales al 100 por ciento de sus billetes y monedas en circulación. Además, deberá acumular un fondo de reserva, como muchas cajas de conversión en el pasado, para asegurar que sus reservas extranjeras nunca sean menores del 100 por ciento, aun si sus activos pierden parte de su valor en el mercado (Por ejemplo, si las tasas de interés aumentan, reduciendo el capital de los valores de tasa fija). Muchas cajas de conversión han acumulado un fondo de reserva equivalente al 10 por ciento de los billetes y monedas en circulación (Clauson 1944, 9). Ellas han pagado, usualmente, todo el señoreaje neto al fondo de reserva hasta que éste se ha completado, y todo el señoreaje neto adicional a sus gobiernos. Estas reglas no dejan lugar para políticas monetarias discrecionales cuando las reservas extranjeras de la caja de conversión se encuentran entre el 100 y el 110 por ciento. La caja de conversión debería adoptar controles similares.

Composición de las reservas. La caja de conversión debería tener sus reservas extranjeras en activos de bajo riesgo pagables solamente en la divisa de reserva. La mayoría de las reservas ex-

tranjeras serían valores de bajo riesgo y generadores de intereses. También puede mantener reservas extranjeras en depósitos generadores de intereses en bancos comerciales de buena reputación del país de reserva, o en billetes de la moneda de reserva o depósitos que no generan intereses en el banco central del país de reserva. En la medida de lo posible, la caja de conversión debería evitar tener activos que no ganen intereses.

La caja de conversión no debería poseer activos denominados en moneda nacional, porque eso le abriría la puerta para realizar operaciones del tipo de las que hace el banco central. Específicamente, la caja de conversión sería capaz de aumentar o disminuir la base monetaria nacional mediante el cambio de sus valores en cartera de títulos nacionales, como hace un banco central por los medios descritos en el Capítulo 3. Permitir los valores en cartera de activos nacionales fue uno de los pasos que condujeron a las cajas de conversión de África Oriental y Rhodesia del Sur, entre otras, a convertirse en bancos centrales (Kratz 1960, 66, 236-41; Newlyn Rowan 1954, 67-69). Es deseable que se especifique en la constitución o estatutos de la caja de conversión qué tipo de activos puede poseer.

Además de abrirle la puerta a los bancos centrales, poseer activos nacionales puede ser riesgoso, como lo demuestra la experiencia de la caja de conversión del Norte de Rusia (1918-1920). La caja de Rusia del Norte tenía 25 por ciento de sus reservas en bonos del gobierno de Rusia del Norte. Cuando el ejército Rojo capturó la zona, el gobierno de Rusia del Norte dejó de pagar los bonos como resultado de la ocupación. El gobierno británico, principal poseedor de pagarés de la caja de conversión, perdió alrededor de 15.5 millones de rublos (Hanke y Schuler 1991a).

Limitar la caja de conversión a activos pagaderos en la moneda de reserva no, necesariamente, debe limitar a la caja de conversión a poseer títulos emitidos en el país de reserva. Muchos gobiernos y compañías emiten títulos denominados en moneda extranjera en los mercados financieros del eurodólar (off shore). Por ejemplo: sucursales de bancos franceses en Lon-

dres emiten bonos en dólares americanos y la caja de conversión puede comprar dichos bonos, si el dólar es la moneda de reserva. A fin de evitar que la caja de conversión se vea envuelta en la política financiera del gobierno nacional debería prohibírsele, sin embargo, poseer títulos del gobierno nacional o títulos emitidos por empresas del Estado nacionales, no importa la moneda en que éstos sean pagables.

Vencimiento de los títulos de reserva. Sería deseable que la constitución o los estatutos de la caja de conversión limitaran el vencimiento de los activos que posee a 10 años, por ejemplo. Los bonos de largo plazo con tasas de interés fijo fluctúan mucho en valor, en la medida en que las tasas de interés cambian, aun cuando ellas ofrezcan ingresos, en promedio, más altos que los activos de corto plazo. Algunas cajas de conversión coloniales británicas que invirtieron en bonos de largo plazo en libras esterlinas, sufrieron grandes pérdidas cuando las tasas de interés de la libra aumentaron bruscamente en la década de los 50, aunque sus reservas extranjeras todavía excedían del 100 por ciento porque tenían acumulados fondos de reserva, generalmente, iguales al 10 por ciento de sus billetes y monedas en circulación.

Las cajas de conversión de las colonias británicas dividían a menudo sus reservas extranjeras en una reserva líquida y una reserva de inversión. La reserva líquida estaba formada por títulos pagaderos a menos de dos años y constituía con frecuencia el 30 por ciento de las reservas totales. La reserva de inversión consistía en títulos pagaderos a más de dos años y formaba el resto de las reservas totales. La reserva de inversión era igual al mínimo público estimado de la demanda "absoluta" de billetes y monedas de la caja de conversión (Clauson. 1994, 8-11). La reserva líquida de la caja de conversión podría requerir, inicialmente, exceder del 30 por ciento, pero más tarde, la caja debería ser capaz de mantener una proporción creciente de activos en reservas de inversión de mayor rendimiento a medida que la situación económica del país de la caja de conversión mejore.

Gastos. A juzgar por la experiencia de anteriores cajas de conversión, su promedio de gastos no debería ser mayor al 1 por ciento de los activos totales y podría ser tan bajo como el ½ por ciento. El gasto mayor será la impresión de billetes y la acuñación de monedas, seguido, probablemente, por los salarios. Los alquileres, los costos por servicios públicos y los costos restantes serán posiblemente menores.

Los billetes emitidos por la caja de conversión deben ser impresos en el extranjero. Esto evitará que el gobierno se apodere de las prensas impresoras y que trastorne el sistema de caja de conversión mediante la impresión de billetes no respaldados por reservas extranjeras. El costo de imprimir los billetes en el extranjero puede que sea mayor que hacerlos en el propio país, pero el gasto extra vale la pena como una forma de seguro. El precio de impresión de los billetes en los países desarrollados es de 26 a 45$ por cada mil, dependiendo de las características del diseño que tengan los billetes (Berreby 1992; ver también a Shapiro 1993).

Señoreaje. A diferencia de los títulos y de muchos depósitos bancarios, los billetes y las monedas no pagan intereses, por lo tanto, son como un préstamo sin intereses. La caja de conversión percibirá un señoreaje neto igual al interés de los títulos en moneda de reserva que posea. Su señoreaje neto (ganancia) consistirá en el señoreaje bruto menos el gasto de poner y mantener en circulación sus billetes y monedas. Además, si los billetes y las monedas son destruidos, el valor neto de la caja de conversión aumentará porque sus pasivos disminuirán pero sus activos no.

Supóngase que la moneda de reserva de la caja de conversión es el dólar norteamericano. En el sistema de caja de conversión la única diferencia entre usar billetes y monedas de la caja de conversión, en lugar de billetes y monedas de dólar, es que la caja de conversión y, no el sistema de la Reserva Federal, se quedará con el señoreaje neto. La caja de conversión podrá obtener un importante señoreaje neto. Una cartera de títulos a corto y largo plazo en cualquiera de las monedas de reserva más pro-

bable debe generar una ganancia de por lo menos el 4 por ciento anual. Los gastos de la caja de conversión no deben superar el 1 por ciento anual y el mínimo deberá ser de 0,5 por ciento anual. Por lo tanto, el señoreaje neto, probablemente, sea de 3 por ciento anual de la circulación promedio de los billetes y monedas de la caja de conversión en circulación. [36]

¿Cómo proteger una caja de conversión?

Aun con la comprobación del éxito económico del sistema de caja de conversión a comienzos de este siglo, hoy en día, las cajas de conversión sólo existen en pocos países. En algunos fueron transformadas en bancos centrales porque los gobiernos se dejaron influenciar por críticas económicas incorrectas, dado el deseo de establecer a los bancos centrales como símbolos de independencia nacional y, gracias a que se comprendieron las ventajas políticas que tienen los bancos centrales politizados.

Muchas cajas de conversión han confiado más en la protección informal que en el amparo legal formal contra los cambios que pudieran producirse en sus estatutos de operación. La experiencia de la mayoría de dichas cajas, y de los bancos centrales, sugiere fuertemente que las cajas de conversión deben contar con una sólida protección legal que impida su transformación en banco central. [37] La ansiedad que generaría, por la preocupación sobre la posibilidad de que los estatutos de la caja de conversión pudieran ser subvertidos, reduciría la buena disposición de los extranjeros a invertir, disminuyendo una de las principales ventajas del sistema.

Esta sección propone maneras de fortalecer el fundamento legal de la caja de conversión. Las propuestas pueden ser resumidas como credibilidad, compromiso y competencia. Estos elementos son complementarios. Cualquiera de ellos puede ser implementado separadamente o junto con los otros.

Una caja de conversión puede fortalecer su credibilidad protegiéndose a sí misma de potenciales presiones del gobierno. En capítulos previos se explicó cómo los distintos rasgos de una tí-

pica caja de conversión le dan credibilidad a su compromiso de mantener una tasa de cambio fija. Cualquier institución humana, no importa cuán apegada esté a sus estatutos, es administrada por gente y puede ser cambiada por gente. El modelo de los estatutos para la caja de conversión que aparece en el apéndice incluye una cláusula que dice que la mayoría de la Junta de Directores debe ser extranjera. Los directores extranjeros deberían ser nombrados por bancos comerciales occidentales, o quizás, por el FMI, si éste da en préstamo una parte de las reservas extranjeras iniciales.

Los directores nombrados por el FMI no deberán ser funcionarios del Fondo ni de gobiernos miembros del FMI, porque sus decisiones podrían estar influenciadas por consideraciones políticas. Existen precedentes de tales arreglos. Por ejemplo, sólo tres de los ocho directores de la caja de conversión de Libia, en la década de los cincuenta, eran libios. El resto eran británicos, franceses, italianos y egipcios escogidos por sus respectivos gobiernos (Blowers y McLeod. 1952, 453). Para reducir la influencia política del gobierno nacional sobre los directores nativos del país de la caja de conversión, podría exigirse como requisito que estos no fueran funcionarios del gobierno y que pudieran ser nombrados por una cámara de bancos privados y no por el gobierno.

Otra forma de fortalecer la credibilidad de la caja de conversión es hacer que mantenga sus activos en un territorio seguro, como Suiza. La caja de conversión puede ser incorporada a este país. Será entonces una institución no gubernamental y sin fines de lucro, independiente del gobierno aunque, por supuesto, será necesario el permiso del gobierno para que ésta funcione en el otro país. Las cajas de conversión de Jordania y Birmania, entre otras, se acercaron pero no lograron del todo el grado de protección contra presiones políticas que sugerimos. Mantuvieron sus centros de operaciones en Londres, incluso, después que Jordania y Birmania se independizaran.

Otra forma adicional de fortalecer la credibilidad de una caja

de conversión es que en sus billetes aparezca una declaración de que son convertibles a la moneda de reserva a la tasa fijada, en las oficinas de la caja, en el país y en el extranjero. Ya sea que los billetes y las monedas emitidos por la caja de conversión contengan o no una declaración explícita de convertibilidad, ellos deberán ser considerados como un tipo de contrato que promete una tasa de cambio fija, a diferencia de los billetes y monedas de un banco central típico. Los poseedores de los billetes y monedas deberán tener el derecho a demandar a la caja de conversión por ruptura de contrato, si se diera la poco probable circunstancia, de que dejara de pagar sus billetes y monedas, cuando se solicitase, a la tasa de cambio fijada.

Una caja de conversión puede comprometerse a comprar y vender moneda a futuro a la tasa fijada con la moneda de reserva. Algunas, como la de Hong Kong, han ofrecido contratos de cambio a futuro a tres y seis meses, como una manera de incrementar la liquidez de su mercado de cambio de moneda extranjera. Cuando el mercado a futuro esté bien establecido, la caja de conversión dejará estas funciones a la banca comercial y suspenderá estas operaciones. Una caja de conversión deberá también cesar en sus operaciones de venta a futuro de la moneda de reserva, si ésta se acerca a los límites de inflación que se discutirán en la próxima sección.

Una caja de conversión puede ser sometida a una situación de competencia que la induzca a mantener un servicio de alta calidad. A la gente debería permitírsele hacer contratos, pagos y depósitos en la moneda que desee. En particular, aceptar la circulación de los billetes de la moneda de reserva junto con los de la caja de conversión, como ha sido el caso en muchos sistemas de caja de conversión, basados en la libra esterlina. Sin embargo, el uso de los billetes de la moneda de reserva en el país de la caja de conversión será, probablemente reducido, por razones que se explican en la próxima sección (Nótese que, como una parte involucrada en los contratos y los pagos, el gobierno no, necesariamente, tiene que aceptar la moneda de reserva para

los pagos de impuestos. Puede insistir en que estos pagos se hagan en moneda de la caja de conversión).

¿Cómo cambiar la moneda de reserva si se hiciera necesario?

Además de carecer de protección contra su trasformación en bancos centrales, las cajas de conversión han tenido; además, otro inconveniente: han carecido de estatutos bien definidos que les permitiera desligar sus propias divisas, de monedas de reserva inestables. La mayoría de las monedas de las cajas de conversión estaban vinculadas a la libra esterlina, que hasta la Segunda Guerra Mundial, había gozado de estabilidad por más de un siglo. Cuando se establecieron las cajas de conversión, la confianza en la libra era tan grande que nadie consideró la posibilidad de que ésta se volviera inestable. Sin embargo, después de la Segunda Guerra Mundial, la libra, en efecto, se hizo débil.

Las cajas de conversión de las colonias británicas devaluaron sus monedas ligadas a la libra con respecto al oro y el dólar norteamericano en los años 1949, 1967 y 1972. La devaluación las perjudicó por el incremento en el costo de muchos bienes extranjeros que necesitaban para su desarrollo económico, como la comida, por ejemplo, que Hong Kong importaba de China. Hong Kong, Singapur, Brunei y la caja de conversión del Caribe Oriental, así como algunos países con bancos centrales, en los años setenta cambiaron a la libra, por el más estable dólar americano como su moneda de reserva (Yeager 1976, 445, 459-68).

Cambiar de moneda de reserva es beneficioso si las reservas existentes se vuelven muy inestables, porque de otra manera, el sistema de caja de conversión padecería los problemas monetarios que afligen al país de reserva. (Sin embargo, la libertad para hacer contratos y pagos en otras monedas ofrece un escape al problema). No obstante, si la caja de conversión tiene el poder para reemplazar la moneda de reserva, este procedimiento deberá estar especificado, cuidadosamente, en sus estatutos y tendrá que ser promulgado por ella misma. No como resultado de

una decisión arbitraria del gobierno, tal como fue el caso con las cajas de conversión que sustituyeron sus monedas de reserva en los años setenta.

Sugerimos que a la caja de conversión no se le deje cambiar la moneda de reserva a menos que la inflación anual en el índice de los precios al consumidor del país de reserva, exceda el rango del 5 al 20 por ciento por más de dos años, o del 10 al 40 por ciento, por más de seis meses. Estas son tasas de inflación que, cuando se superan han causado, históricamente, trastornos económicos sustanciales. [38] Si la inflación en el país de reserva despunta el rango especificado, deberá facultarse a la caja de conversión para devaluar o revaluar su moneda en un rango no mayor al de la tasa de inflación en el país de reserva, por el período antes especificado (dos años o seis meses). Como una alternativa, debiera permitírsele escoger una moneda de reserva nueva más estable, y determinar una nueva tasa de cambio fija, según la tasa que en ese momento esté predominando, entre esa moneda y la divisa de reserva original (si el oro es la moneda de reserva, el mismo país de la caja de conversión será considerado como el país de reserva).

También sería deseable que los estatutos de la caja de conversión contengan una cláusula similar que le permita volver a fijar la tasa de cambio con la moneda de reserva, si ésta aumenta de valor o se deprecia muy rápidamente en relación a una cesta de monedas representativas de otros países importantes en el comercio internacional. Este artículo podría dar la impresión de que abre un resquicio para una especulación desestabilizadora, como sucede con un sistema de tasa de cambio temporalmente fija, pero no es así. La especulación desestabilizadora ocurre cuando el compromiso hacia una tasa de cambio es incierto. La responsabilidad de la caja de conversión de mantener la tasa de cambio existente es segura, siempre que la moneda de reserva se mantenga dentro del rango predeterminado de inflación o revaluación. Fuera de este rango, entra en vigencia la obligación de la caja de conversión de cambiar la tasa de cambio o la mo-

neda de reserva. Por lo tanto no existe incertidumbre alguna sobre el comportamiento de la caja de conversión, aunque sí podría haberla sobre el comportamiento de la moneda de reserva. En cualquier caso, la especulación no podrá hacer que se reduzcan, a menos del 100 por ciento de sus billetes y monedas en circulación, las reservas extranjeras de la caja de conversión.

Las reglas para cambiar la moneda de reserva, mencionadas, son más experimentales que las otras normas de funcionamiento ya revisadas. El punto que deseamos enfatizar es que es preferible responder a la inestabilidad de la moneda de reserva, teniendo reglas bien definidas, conocidas de antemano por el público, que responder de forma improvisada, incluso, caprichosa, como lo han hecho algunos gobiernos y cajas de conversión. [39]

Capítulo 6

Objeciones a las cajas de conversión

Este libro sostiene que un sistema de caja de conversión puede proveer una moneda sana y un marco de referencia dentro del cual otros problemas de un sistema monetario, característicos de los países en vías de desarrollo, pueden ser resueltos de tal manera que sean beneficiosos para su economía. Con el fin de investigar si el establecimiento de una caja de conversión ofrece desventajas, en comparación con un banco central típico que haga la política monetaria, este capítulo considera los principales inconvenientes de las cajas de conversión.

En los años 50 y 60 se afirmaba que el sistema de caja de conversión tenía ciertas desventajas en comparación a los bancos centrales. Teorías económicas e investigaciones históricas más recientes han refutado o disminuido la importancia de estas objeciones. Pero, dado que se continúan haciendo, este capítulo las considera, brevemente, así como también a otras impugnaciones que han surgido recientemente. [40] Las observaciones al sistema de caja de conversión no se aplican plenamente cuando se trata del enfoque de la moneda paralela. Para mayor claridad, asumamos que el banco central ha sido convertido en una caja de conversión o que el banco central desaparece porque nadie usa su moneda.

La mayoría de las réplicas que los economistas han hecho al sistema de caja de conversión, en publicaciones y en conversaciones con nosotros, han sido puramente teóricas y, casi siempre, se han hecho sin tomar en cuenta el desempeño histórico de los sistemas de cajas de conversión, el cual fue resumido en el Capítulo 3. Muchas de las objeciones teóricas han tenido poca

importancia práctica. Muchas de las negaciones han descuidado también la necesidad de comparar las instituciones monetarias sistemáticamente. Tanto el sistema de caja de conversión como el de los bancos centrales son integrados. Algunas de sus características implican también otras particularidades. Por lo tanto, no se debería debatir como si las ventajas de cada sistema fueran independientes de sus desventajas. Por ejemplo, la flexibilidad, que es posible con una política monetaria discrecional total (si es que es realmente alcanzable) está inevitablemente conectada con el riesgo de alta inflación. Como se dijo en el Capítulo 2, es extremadamente dudoso que la flexibilidad logre ser beneficiosa, aun cuando puedan ser superadas las presiones políticas que tienden a frustrar su ejercicio en la práctica.

La objeción de que no existe un prestamista de última instancia

Quizás la objeción más común al sistema de caja de conversión es su susceptibilidad a los pánicos financieros debido a que carece de un prestamista de última instancia. [41] Una posible respuesta es que el gobierno puede actuar como prestamista de última instancia, aun cuando no exista un banco central. La autoridad puede dar préstamos a bancos comerciales. Por ejemplo, el gobierno de Hong Kong, gracias a sus excedentes presupuestarios acumulados, ha pagado muchas veces a depositantes de bancos insolventes (Freris 1991, 38-39). La ausencia de un banco central lo que evita es que el régimen suministre asistencia mediante la creación de inflación.

Una respuesta más sencilla es que un prestamista de última instancia, patrocinado por la Nación crea más problemas que los que ayuda a resolver. Muchos bancos centrales son prestamistas de última instancia, no solo para los bancos comerciales sino también para empresas del Estado y para el gobierno. Hasta en el caso de que el banco central pueda limitarse a actuar, solamente, como un prestamista de última instancia para los bancos comerciales, problemas de riesgo de corrupción o de

negligencia tenderán a ocurrir, debido a que éstos querrán que el banco central los rescate cuando se encuentren en situación de iliquidez.

La inexistencia de un banco central como prestamista de última instancia no ha perjudicado a los sistemas de caja de conversión. Las fallas de los bancos comerciales han sido leves en tales sistemas. Ningún banco comercial grande ha fracasado en el sistema de caja de conversión, y las pérdidas de los depositantes han sido reducidas en los pocos y pequeños bancos que han fracasado (Schuler 1992b, 191-93).

El banco más grande que se hundió en el sistema de caja de conversión fue el Banco de Crédito y Comercio Internacional. Cuando fracasó en julio de 1992, su rama de Hong Kong, tenía alrededor de mil millones de dólares en depósitos o aproximadamente, el 0, 6 por ciento de los depósitos totales en Hong Kong. Desde la fundación de la primera caja de conversión en 1849, aparentemente no ha habido casos en los cuales los bancos comerciales hayan dependido de los bancos centrales como prestamistas de última instancia. Por ejemplo, los bancos comerciales británicos en ultramar, en sistemas de caja de conversión, aparentemente, nunca han confiado en el Banco de Inglaterra como prestamista de última instancia. Los sistemas de caja de conversión se han desempeñado bien sin los prestamistas de última instancia. Por lo tanto, parece probable que (Tal vez, después de una reestructuración inicial) los bancos comerciales en el sistema de caja de conversión puedan llegar a ser fuertes, estables y capaces de preservar su liquidez sin un prestamista de última instancia patrocinado por el gobierno.

Dos importantes fuentes de estabilidad para los bancos comerciales en los sistemas de caja de conversión han sido los mercados de préstamos interbancarios y las redes de agencias internacionales. A medida que el sistema de banca comercial se desarrolla, es muy probable que crezca un mercado de préstamos interbancarios. Los bancos sin liquidez pedirán prestado a los más solventes, como sucede en la caja de conversión de Hong

Kong y en los sistemas de banco central en muchos otros países. No es necesario que los préstamos se limiten al mercado nacional. Los bancos comerciales también pueden pedir prestado en el extranjero y en los mercados de divisas europeas.

Mediante la eliminación del riesgo de cambio con la moneda de reserva, la caja de conversión facilitará el acceso de los bancos comerciales del país de la caja de conversión a los mercados financieros extranjeros. Este sistema estimulará también a los bancos comerciales extranjeros a establecer sucursales en el país, permitiendo, de hecho, el acceso a los mercados financieros internacionales. Los bancos comerciales que poseen redes de sucursales internacionales tienen la tendencia a ser más capaces de diversificar sus riesgos que los bancos que sólo tienen redes de sucursales nacionales y, por lo tanto, tienden a ser menos susceptibles a fracasar debido a shocks económicos regionales.

En el sistema de caja de conversión, los residentes podrán aprovechar la estabilidad de los bancos comerciales con sucursales internacionales para depositar legalmente fondos en la nación de la caja de conversión, tal y como muchos residentes, en países con bancos centrales, lo hacen ilegalmente en el extranjero.

El riesgo de pánicos financieros en un sistema de caja de conversión puede ser reducido también mediante un seguro de depósitos privado y voluntario. El seguro de depósitos gubernamental, sea explícito o implícito, probablemente, representará una carga para los contribuyentes. En muchos países que le han concedido a los bancos comerciales una libertad amplia, como Gran Bretaña y Canadá, el seguro de depósitos gubernamental no existía hasta hace poco tiempo, debido a que los bancos comerciales no lo deseaban (algunos todavía no lo desean). En Estados Unidos, donde los bancos comerciales están muy regulados, los rescates de estas instituciones llevados a cabo por el gobierno le han costado decenas de miles de millones de dólares a los contribuyentes, muchísimo más de lo que los depositantes hubieran perdido con unos pocos fracasos bancarios.

La competencia promueve una banca sana y es la mejor ga-

rantía de seguridad. Si se llegara a considerar al depósito de seguro obligatorio como una necesidad política, éste debería ser manejado por los mismos bancos, como lo es en los sistemas de seguro de depósito privado y voluntario en Suiza, Alemania y otros países (ver lista Talley y más 1990). El seguro deberá cubrir, cuando mucho, el 80 por ciento del valor de los depósitos grandes, de tal forma, que los depositantes tengan un incentivo para evitar a los bancos administrados imprudentemente que pagan altas tasas de interés insostenibles.

Otra manera de reducir el riesgo de pánicos financieros es que los bancos comerciales incluyan una cláusula (opcional) de aviso de retiro en sus contratos con los ahorristas. La exigencia de que se le dé previo aviso de retiro a los bancos, le permitiría a un banco comercial retrasar, por un período determinado, los pedidos de los depositantes de billetes que se van a convertir en billetes y monedas de la caja de conversión. Como contrapartida, el banco pagaría una tasa de interés de penalidad. Por ejemplo, el 3 por ciento sobre la tasa predominante, antes de ejecutar la cláusula de aviso de retiro, y los clientes serían libres para hacer negocios o no con esos bancos (ver Dowd 1988; White 1984, 26, 29-30). Las cláusulas de aviso de retiro tienen precedentes. Por ejemplo, entre las entidades de ahorro de los Estados Unidos estuvieron muy difundidos, quizás, hasta los años setenta.

¿Importa el tamaño?

Otra objeción al sistema de caja de conversión es que éstas son apropiadas para economías pequeñas que son abiertas (altamente dependientes del comercio extranjero), como Hong Kong, pero no para economías grandes cerradas (tienen poco comercio extranjero). La discusión sugiere que un crawling peg o una tasa de cambio flotante estimularía una mayor estabilidad económica que una tasa fija.

Pudiéramos responder, que muchos de los países que ahora poseen bancos centrales son pequeños. El PIB del Hong Kong en 1992 (evaluado de acuerdo a los precios de los mercados in-

ternacionales y no sobre la base de la paridad del poder de compra) fue de 93.000 millones de dólares, más que el de casi todos los países en vías de desarrollo (Hong Kong 10992, 11).

Una respuesta más seria es que términos como "grande", "cerrado", e incluso, "economía" son vagos. Cualquier agrupación financiera puede ser arbitrariamente interpretada como grande o pequeña, cerrada o abierta, al trazar de nuevo sus límites. Por ejemplo, un país puede ser considerado como de una economía única, algo abierta y relativamente grande (o al menos populosa), o como un grupo de capitales regionales más pequeños y más abiertos. La única economía que está completamente y perpetuamente cerrada es el mundo. En casi todo el globo se negocia con el exterior. Por lo tanto, la mayoría están, hasta cierto punto, abiertas. Cada economía grande está compuesta de unidades económicas más pequeñas. Por ello, los expertos han tenido dificultades para estructurar definiciones de amplia aceptación sobre qué constituye una economía grande, pequeña, abierta o cerrada.

Aceptar los términos "grande", "pequeña", "abierta" y "cerrada" de reconocido significado para la política monetaria ha levantado objeciones. La experiencia sugiere que estos razonamientos no tienen una trascendencia práctica para el sistema de caja de conversión. Éstas han sido exitosas en economías pequeñas y abiertas como Hong Kong, y en economías grandes, populosas y cerradas como Nigeria y África Británica Oriental, que inicialmente tuvieron poco comercio con el mundo exterior. Las cajas de conversión abrieron economías anteriormente cerradas al proveer monedas sanas que estimularon el comercio.

Tasas de cambio fijas contra las tasas de cambio flotantes

Otra consideración formulada al sistema de caja de conversión es que una tasa de cambio flotante es mejor, no sólo para las economías grandes y cerradas, sino para casi todos los países, sean grandes o pequeños. Se argumenta que una tasa de cambio flotante permite a la economía ajustarse a los cambios

en los términos del comercio internacional mejor de lo que lo hace una tasa de cambio fija.

Abordaremos el argumento en sus propios términos. Una tasa de cambio fija es preferible para países con bancos centrales típicos porque su credibilidad reforzará unos estatutos monetarios y fiscales duraderos y dejará de estar sujeta a contiendas políticas. En particular, una tasa de cambio fija tenderá a poner fin a los presupuestos sujetos a la indisciplina. Hoy por hoy, las expectativas de que un banco central pueda tener huecos presupuestarios inducirán un círculo vicioso de inflación en muchos países en vías de desarrollo. Por otra parte, una tasa de cambio fija mantenida por la caja de conversión detendrá la inflación, porque las limitaciones estrictas en el presupuesto que el sistema tiende a imponer, estimulará a los trabajadores y empresas del Estado a limitar los incrementos en los precios y salarios a niveles competitivos y evitará que el gobierno acceda a dar todos los aumentos de precios y salarios por medio de subsidios a las empresas improductivas del Estado.

Adicionalmente, una tasa de cambio fija tenderá a eliminar el riesgo de cambio con la moneda de reserva. Si un país establece una caja de conversión usando al dólar norteamericano como su divisa de reserva, se unirá a una zona monetaria común populosa y rica. El comercio con los países en la zona monetaria común será más fácil de lo que sería con una tasa de cambio flotante, porque la tasa de cambio fija procurará eliminar el riesgo de cambio en los precios de los bienes.

La gente en la zona monetaria común será capaz de hacer cálculos de precios más exactos para los bienes internacionales negociados. Por lo tanto, realzará la eficiencia económica al hacer que los productores de costos más bajos, dentro de la zona de la moneda común, sean los que tengan las mayores ventajas naturales, y no aquellos que se benefician temporalmente de las fluctuaciones extremas en las tasas reales de cambio, que son comunes a las tasas de cambio temporalmente fijas y hasta cierto punto, a las tasas de cambio flotantes. [42]

Una tasa de cambio fija permitirá también a los empresarios usar el talento para otras dificultades que, en un sistema monetario con una tasas de cambio flotante, usarían para la especulación con moneda extranjera y operaciones de la bolsa compensatorias (El riesgo de cambio con las monedas fuera de la zona monetaria común persistirá, por lo tanto, parte de la riqueza y del talento continuarán siendo usados para la especulación con esas monedas extranjeras).

La eliminación del riesgo de cambio estimulará la inversión extrajera en el país de la caja de conversión, en particular en aquellos dentro de la zona monetaria común. Los inversionistas conocerán con certeza qué tasa de cambio recibirán en términos de la moneda de reserva si ellos desearan repatriar sus ganancias. Una tasa de cambio fija también permitirá al país de la caja de conversión apoyarse en los mercados financieros de otras naciones en la zona monetaria común.

Los empresarios en el país de la caja de conversión serán capaces de utilizar como puntos de referencia los mercados altamente líquidos y bien establecidos en otras partes de la zona. Su inserción en los mercados financieros será más fácil. Estas plazas ofrecen facilidades para las operaciones compensatorias de las tasas de interés, los trueques de monedas extranjeras y otras transacciones en los países desarrollados y no estarán disponibles para la mayoría de los países en vías de desarrollo, en una escala similar y en muchos años. El acceso fácil a los grandes mercados financieros extranjeros, sin ningún riesgo de cambio, propiciará el crecimiento de las economías que establezcan cajas de conversión.

Una respuesta más profunda que las anteriores a la tasa de cambio fija es que el debate entre la tasa de cambio fija contra la flotante, normalmente, supone que la autoridad monetaria es un banco central. Por esa razón, los que defienden las tasas de cambio flotantes para los grandes países desarrollados (Por ejemplo, Friedman 1988 [1953], 8-10) sostienen correctamente que la tasa de cambio mantenida por un banco central no puede

ser verdaderamente fija sino temporalmente fija. Sin embargo, a diferencia de un banco central típico, la caja de conversión puede mantener una tasa de cambio verdaderamente fija. [43]

El debate sobre las tasas de cambio "fijadas" (temporalmente fijas) en contra de las tasas de cambio flotantes, normalmente supone que todo el mundo en un país usa la misma moneda. Sin embargo, en los sistemas de caja de conversión, los depósitos en divisa extranjera, en particular en moneda de reserva, han sido comunes. En Hong Kong, los depósitos en moneda extranjera superan a los de dólares de Hong Kong (Hong Kong 1992, 34; Jao 1992), y los del yen japonés (una moneda que flota en relación al dólar de Hong Kong). Son comunes, a pesar de la existencia de grandes depósitos de moneda extranjera. Casi todo el mundo en Hong Kong usa los billetes y monedas del dólar de Hong Kong en lugar de billetes y monedas extranjeros).

En el sistema de caja de conversión, al permitirle a la gente que mantenga depósitos en moneda extranjera dentro o fuera del país, se les consiente escoger la mezcla de monedas fijas o flotantes que les resulte más apropiada. Una compañía que comercie con Japón podría desear guardar yenes japoneses. Si la moneda de la caja de conversión flota con respecto al yen, guardar yenes hará posible que la entidad se proteja a sí misma, hasta cierto punto, contra del riesgo de la moneda, lo cual tenderá a mejorar su utilidad.

Al aceptar que la gente guarde depósitos en divisa extranjera, también ofrece una solución a las discusiones inconclusas y de larga data entre los economistas sobre las áreas de monedas óptimas. Esto es, hasta qué punto es beneficioso que un país tenga una o varias monedas y tasas de cambio fijas y flotantes (Fenton y Murray 1992, Kawai 1992, Mundell 1961). [44] Permitir al público que guarde depósitos en divisa extranjera facilitará el aprovechamiento de cualquier beneficio de las monedas flotantes al guardar depósitos en divisas que floten en relación a la moneda de la caja de conversión. La competencia entre éstas, como entre otros bienes, es la manera adecuada para determinar áreas de

servicio óptimas (ver White 1989b).

Deflación

Otra objeción a la caja de conversión es que resulta deflacionaria en una economía en crecimiento. Si se efectúan ciertas suposiciones teóricas rigurosas (ver Capítulo 2), un aumento en la demanda de billetes y monedas de la caja de conversión necesita de un sobrante de cuenta corriente para producir reservas extranjeras adicionales como respaldo. Al tiempo que una economía con caja de conversión crece, debe obtener excedentes continuos de cuenta corriente para que la oferta de billetes y monedas aumente tan rápidamente como la demanda. Estos excesos son improbables, lo que implica que en períodos de déficits en la cuenta corriente, la oferta de billetes y monedas crecerá más lentamente que la demanda, trayendo como resultado la deflación, lo que no ocurriría si los billetes y monedas fueran pasivos de un banco central típico que pudiera aumentar la oferta de billetes y monedas sin adquirir reservas extranjeras adicionales. [45]

Las hipótesis teóricas son tan escasas que, raramente o nunca, tienen aplicación en los sistemas de caja de conversión reales. Un país en vías de desarrollo que esté experimentando un crecimiento económico sano, tal y como ha sucedido con la mayoría de los países con cajas de conversión, posee por lo general, un excedente de cuenta de capital (inversión extranjera) que supera sus déficits de cuenta corriente.

Además, las redes de sucursales internacionales típicas de los bancos comerciales en un sistema de caja de conversión disminuyen la demanda de reservas en el país de la caja de conversión, lo que no sucedería, si fuera otro el caso. Los bancos comerciales pueden combinar las reservas entre el país de reserva y el de la caja de conversión. Como ejemplo, ignorando el efecto de las diferencias en las exigencias de reservas, la posición en conjunto de un banco comercial con sucursales en Hong Kong y Estados Unidos no cambia. Si los clientes del banco en

Hong Kong hacen cheques en dólares de Hong Kong a los del banco en Estados Unidos, estos los cambiarían por dólares americanos. El efecto es el mismo que si los clientes del banco en San Francisco le hicieran cheques a los del banco en Los Ángeles. De igual manera, considerando a los bancos comerciales como un grupo, si todos tienen sucursales en el país de la caja de conversión y en el país de reserva, sus capitales combinados no cambian cuando la gente en un país hace pagos a público en el otro país.

Aparentemente, sólo ha habido un caso de deflación en un sistema de caja de conversión y fue provocada por un aumento de la demanda de billetes y monedas. Ocurrió en Hong Kong, a comienzos de 1984. Unos pocos meses antes, Hong Kong había introducido de nuevo el sistema de caja de conversión. Durante el nuevo año chino, la demanda de billetes aumentó debido a la costumbre de dar regalos en dinero. La demanda incrementada afectó a las reservas de los bancos comerciales y a las tasas de interés por casi de dos semanas, después de lo cual, volvieron a sus niveles previos. Durante los siguientes años nuevos chinos, los bancos comerciales en la península han mantenido más reservas que en otras épocas del año, y las tasas de interés han sido poco afectadas (Selgin 1988a, 19). La experiencia histórica sugiere, enfáticamente, que el peligro de deflación en un sistema de caja de conversión típico es pequeño comparado con el peligro de inflación en un sistema típico de banco central.

Impuesto inflacionario

Una objeción, de alguna forma relacionada con la anterior, es que despoja al país de la oportunidad de imponer un impuesto inflacionario. El sistema de caja de conversión podría privar al gobierno nacional de ingresos, justamente cuando más lo necesita. Como corolario, se pudiera argumentar que, en cualquier momento, un país tiene derecho soberano a cambiar las reglas que gobiernan sus monedas.

A esta premisa respondemos que el freno a la inflación que

la caja de conversión tiende a imponer es una ventaja en lugar de una desventaja. Muchos países en vías de desarrollo están sufriendo, en este momento, por los malos efectos de un alto impuesto inflacionario. La mayoría de sus habitantes preferirían un sistema monetario que, drásticamente, redujera el impuesto inflacionario, como lo demuestra el uso extendido de la moneda extranjera y del trueque en muchas naciones.

De igual forma, si un país establece una caja de conversión como la emisora de la moneda paralela, el gobierno puede continuar imponiendo, por un tiempo, un impuesto inflacionario de su propia escogencia por medio de la moneda del banco central. Sin embargo, a largo plazo, la moneda paralela del banco central podría desaparecer de circulación, así que la objeción vuelve a surgir.

Por eso, una respuesta más elemental es que una caja de conversión no trata de ganar la mayor cantidad de señoreaje posible, sino de ganar una cantidad de señoreaje consistente con el mantenimiento de una moneda sana. El señoreaje producido por una inflación extrema es grande a corto plazo, pero luego tiende a disminuir pronunciadamente. Abundantes experiencias demuestran que el señoreaje obtenido por la inflación extrema no es a largo plazo, una forma confiable de ingresos tributarios. Por otra parte, la inflación extrema impide el crecimiento económico y reduce los ingresos que pueden obtenerse de otros impuestos.

El costo de las reservas

Otra objeción que se hace a la caja de conversión es que su necesidad de mantener el 100 por ciento de las reservas extranjeras priva a la economía de recursos reales que están disponibles en un sistema de banco central, porque un banco central típico guarda mucho menos del 100 por ciento de las reservas extranjeras. Los economistas que investigaron este tópico en los años 50 afirmaban que del 30 al 50 por ciento de las reservas de la caja de conversión eran excedentes, puesto que había un nú-

cleo duro de billetes y monedas que la gente nunca regresaría a las cajas para su conversión a la moneda de reserva. Las reservas excedentes eran costosas, porque ellas hubieran podido ser usadas para comprar bienes importados, incrementando, de esta manera, los bienes reales disponibles en la economía.

En este sentido consideramos, que las reservas extranjeras excedentes, posiblemente, no eran tan grandes como se afirmaba (Birnbaum 1957). Pero incluso, si lo eran, considérese su costo. Una vez gastadas, ellas se han ido y no generan intereses. Por contraste, las reservas extranjeras mantenidas por una caja de conversión ganan intereses porque ésta las invierte. La corriente de pagos por intereses futuros tiene un valor presente (equivalente capitalizado). El costo de las reservas excedentes es la diferencia entre el valor de los bienes que pudieran comprar ahora y el equivalente capitalizado del interés que generarían si fuesen invertidas. De forma alternativa, es posible calcular el interés de ajuste de riesgo que las reservas extranjeras excedentes generarían si se les prestara a nivel nacional y compararlo con el interés de ajuste de riesgo de los activos extranjeros. Sólo si las tasas de interés nacional son significativamente más altas que las tasas de interés extranjeras para inversiones de riesgo similares es que una caja de conversión resulta más costosa que un banco central en el sentido más estricto del costo del mantener reservas.

Normalmente, los críticos del sistema de caja de conversión han dejado de considerar que en muchos sistemas de caja de conversión, las razones por las cuales las tasas de interés reales nacionales han sido más altas han reflejado un riesgo político superior y cierto peligro de incumplimiento por parte de los prestatarios, debido a los diferentes derechos de propiedad y costos elevados de operación de los bancos comerciales. Después de ajustarse las tasas de retorno de las inversiones nacionales y extranjeras por estos factores han estado más cerca de la igualdad (Schuler 1992b, 193-95).

Algunas cajas de conversión han mantenido títulos nacio-

nales como parte de sus activos. En parte, porque buscan una mayor ganancia, sin ajustarlos por riesgo. Las nuevas cajas de conversión no deberían conservar activos nacionales como bonos del gobierno. Ello involucraría el riesgo de mezclar a la caja de conversión en la política estatal, quizás, a través de las compras de ciertos tipos de títulos nacionales por razones políticas. Mientras más activos nacionales tengan las cajas de conversión estarán más sujetas al riesgo político y a las presiones de parte de la administración gubernamental.

Otra razón por la que la caja de conversión no debe mantener activos nacionales es porque el 100 por ciento de las reservas extranjeras es una compensación natural. Si fuese del 90 por ciento habría presiones políticas para disminuirla al 80 por ciento, de allí al 70 por ciento y así sucesivamente, como ha sucedido con unas pocas cajas de conversión en el pasado. Proporciones mínimas de cambio de moneda extranjera y de oro impuestas a los bancos centrales han tenido la tendencia a verse reducidas cuando los gobiernos lo han considerado temporalmente conveniente. Por ejemplo, al sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, originalmente, se le exigió mantener una relación de reserva de oro del 40 por ciento de sus billetes en circulación. Hoy en día, es de cero. Un equilibrio del 100 por ciento de las reservas extranjeras tiene un encanto psicológico no compartido con ninguna otra proporción.

Colonialismo

Otra objeción al sistema de caja de conversión es que crea una relación de tipo colonial entre el país de la caja de conversión y el país de reserva.

Nuestra respuesta es que el sistema de caja de conversión, por sí mismo, no crea una relación de tipo colonial. Históricamente, la mayoría de estas han existido en las colonias británicas, pero también en países independientes como Argentina, Irlanda y Jordania. El efecto que persigue una caja de conversión no es crear una relación colonial, sino lograr más credibilidad

de la que podría alcanzar un banco central nacional. Es por eso que el dólar de Hong Kong está ligado al dólar norteamericano, aun cuando Hong Kong es una colonia británica. El Banco de Inglaterra tiene, quizás, más prestigio que el que tendría un banco central en Hong Kong, pero el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos goza aún de mayor confianza.

En términos más generales, una tasa de cambio fija, incluso, una tasa de cambio temporalmente fija tienden a crear relaciones económicas estrechas entre los países, sin que esto implique una dependencia de tipo colonial. El patrón oro no hizo de Gran Bretaña y Francia colonias de Sudáfrica y Rusia, dos de los países líderes productores de oro, como tampoco las tasas de cambio temporalmente fijas del sistema monetario europeo hacen de Francia una colonia de Alemania.

En cuanto a la posibilidad de que la propia caja de conversión pudiera, de alguna forma, convertirse en un instrumento de colonialismo, el Capítulo 5 propone maneras de proteger a la caja de conversión de la interferencia tanto de extranjeros como del gobierno nacional. Se planteó que se le diera a extranjeros el rol de directores de la caja de conversión, a fin de evitar que el gobierno nombrara a una mayoría de directores que tuvieran la intención de convertir a la caja de conversión en un banco central. La oferta de que la mayoría de los directores de la caja de conversión fuesen foráneos puede parecer un insulto al orgullo nacional, porque impone limitaciones externas al sistema monetario nacional. Pero las restricciones son, generalmente, necesarias para que los estatutos monetarios tengan éxito. Los controles externos son, especialmente, deseables para un país que tenga una historia de indisciplina monetaria.

De cualquier manera, los sistemas monetarios actuales de la mayoría de los países en vías de desarrollo no son objeto de orgullo nacional. Los residentes evitan las monedas nacionales prefiriendo a las extranjeras. Es difícil imaginarse un tipo de relación monetaria más colonialista que el uso no oficial y, sin embargo, más extendido de divisa extranjera. Esto indica la

incapacidad del gobierno nacional para suministrar una moneda que la gente desee mantener. Una caja de conversión tenderá a invertir esta situación de sustitución de la divisa y a restaurar un elemento del orgullo nacional al suministrar una moneda nacional sana.

En el peor de los casos

Una pregunta (y no una objeción, en realidad) es qué podría sucederle a una caja de conversión en el peor de los casos. Podría ocurrir que el público convirtiera las monedas nacionales emitidas por la caja en moneda de reserva. Consideramos que es muy difícil que pasara. El 100 por ciento de las reservas de la caja, aseguraría la atención de la demanda para la conversión de los billetes y monedas. En lugar de poseer billetes y monedas de la caja, el publico tendría moneda de reserva.46 Si la tasa de cambio entre la moneda de la caja y la de la reserva fuese de una a una, ni siquiera sería necesario que las tiendas recalcularan los precios en la moneda de reserva para las personas que hicieran sus gastos en estas monedas. Los depósitos de los bancos comerciales tampoco se verían afectados.

Entonces, en el peor de los casos, la caja de conversión no perturbaría la economía. Pero eso no sucederá. La conversión de la moneda de la caja de conversión en moneda de reserva comenzará una cadena de sucesos, cuya versión más simple está esbozada en la Figura 4. Esta cadena es auto correctora y conduce a nuevos niveles de compensación del mercado de la oferta de dinero nominal, de los precios y los ingresos. Aún más, la necesidad de que los pagos al gobierno sean hechos en la moneda de la caja de conversión asegurará su demanda, la cual limitará la cantidad de billetes y monedas de la caja que, en el peor de los casos, la gente pueda convertir.

Se podrían hacer otras objeciones y preguntas sobre el sistema de caja de conversión. Le hemos dado respuesta a la mayoría.

Capítulo 7

Conclusiones

En muchos países en desarrollo los bancos centrales han generado monedas no sólidas, una alta inflación y estancamiento económico. Aun en el caso de que sus bancos centrales fueran reformados, es improbable que estos sean capaces de proporcionar un metálico sólido. Por lo tanto, sugerimos que se considere el sistema de caja de conversión, que tal y como es usado en Hong Kong y en otras partes, ha demostrado poder proporcionar una moneda estable, con credibilidad, completamente convertible y capaz de estimular un rápido crecimiento de la economía.

El sistema de caja de conversión posee muchas ventajas para los países en desarrollo:

> Puede ser establecida con rapidez.

> Es fácil de operar.

> Puede llegar a ser una autoridad monetaria con credibilidad que emitirá una moneda estable y completamente convertible.

> Tiende a estimular la inversión y el comercio internacional.

Este libro ha planteado dos maneras de establecer una caja de conversión: transformar el banco central en una caja de conversión, o establecerla como la emisora de una moneda paralela (Tabla 2). La propuesta de conversión tiende a imponer inmediatamente grandes restricciones presupuestarias. La proposición de moneda paralela permite un breve período de transición, en el que las restricciones presupuestarias se acen-

túan y el gobierno puede continuar obteniendo ingresos, mediante la inflación de la moneda que emite el banco central. Al mismo tiempo, la existencia de la moneda paralela de la caja de conversión hará posible que la mayor parte de la economía pueda protegerse de la alta inflación.

Tabla 2. Resumen de propuestas

- Transformación del banco central a junta monetaria (Capítulo 4)
- Delegar a otros cuerpos todas las funciones del banco central, excepto la de suministrar la base monetaria.
- Permitir un breve período de tasas de cambio flotantes sin restricciones para la moneda nacional.
- Hacer que las acciones del banco central sean transparentes y predecibles.
- Convertir algunas de las reservas de los bancos comerciales (depósitos en el banco central) a billetes y monedas de la caja de conversión o a valores extranjeros, cualesquiera que sean los que prefieran los bancos comerciales. Cancelar las reservas restantes.
- Establecer una tasa de cambio fija con la moneda de reserva.
- Asegurarse que las reservas extranjeras igualen al 100 por ciento de los billetes y monedas en circulación de la moneda nacional.
- Transferir los restantes activos y pasivos del banco central a la caja de conversión, y abrir la caja de conversión al comercio.

Establecimiento de la caja de conversión como emisor de la moneda paralela (Capítulo 4)

- Obtener las reservas iniciales extranjeras para la caja de conversión.
- Hacer que la moneda emitida por la caja de conversión sea de curso legal para el pago de los impuestos y las deudas privadas.
- Emitir moneda de la caja de conversión hasta igualar las reservas extranjeras iniciales.
- Poner en circulación la moneda de la caja de conversión. Quizás a través de la distribución a cada residente, de acuerdo a un plan bien definido.

- Permitir a la moneda de la caja de conversión circular como moneda paralela a la moneda del banco central a una tasa de cambio determinada por las fuerzas del mercado.

Las propuestas de este libro para la reforma monetaria son detalladas y requieren que los gobiernos que las implementen tomen medidas en muchos puntos. Los elementos más importantes son que la caja de conversión se establezca y que se la proteja de las presiones políticas que deseen transformarla en un banco central. Se pueden diseñar las protecciones apropiadas para salvaguardar a la caja de conversión (ver Capítulo 5).

Las restricciones presupuestarias estrictas que las cajas de conversión tienden a imponer crearán un impulso para que se realicen otras reformas en las finanzas del gobierno y las empresas del Estado. La caja de conversión contribuirá más al crecimiento económico, si los cambios se hacen con rapidez. Sin embargo, la otra idea (la de la moneda paralela) es lo suficientemente fuerte como para sobrevivir y ayudar a la economía, aun cuando las presiones políticas retarden, temporalmente, las transformaciones que se derivan del establecimiento de la propia caja de conversión.

La caja de conversión tenderá a obligar a que ocurran con rapidez otras reformas monetarias y económicas, porque ella hará que se eliminen las restricciones presupuestarias débiles que el sistema monetario actual perpetúa.

La reforma monetaria es un paso muy importante para establecer economías generadoras de crecimiento y progreso. La caja de conversión es el medio más prometedor para alcanzar beneficios monetarios duraderos en muchos países en desarrollo.

Apéndice

Ley modelo para la constitución de una caja de conversión

Con el fin de ilustrar los cimientos legales necesarios para el funcionamiento eficiente de la caja de conversión, ofrecemos este apéndice: un modelo legal para su constitución. Contiene muchos rasgos adaptados de las cajas de conversión del África Occidental, Hong Kong, el Caribe Británico, Libia, Birmania y otros lugares.

Ley de la caja de conversión

Por esta ley se crea la Caja de Conversión del país X, mediante la cooperación conjunta de este país y el fondo monetario Internacional. El propósito de la caja de conversión es emitir billetes, monedas y depósitos en unidades de la caja de conversión y mantenerlos totalmente convertibles a una tasa fija de cambio en la moneda de reserva tal y como se especifica en el artículo 6.

La caja de conversión tendrá su asiento legal en Suiza.

a) La caja de conversión será dirigida por una junta de cinco directores. Tres directores serán extranjeros, designados por el Fondo Monetario Internacional. Serán empleados del Fondo o miembros de su Directorio. Dos directores serán nombrados por el gobierno del país X.

b) Habrá quórum cuando estén presentes 3 miembros de la Junta Directiva incluyendo, por lo menos, a uno de los directores escogidos por el gobierno del país X. La junta de directores puede reunirse donde se encuentre el asiento legal de la caja de conversión o en aquellos lugares que ella designe. Las decisiones

se tomarán por el voto de la mayoría, con excepción de aquellos casos que se especifican en el artículo 15.

c) Los dos primeros directores nombrados por el gobierno del país X cumplirán períodos de uno a cuatro años. Los tres primeros directores nombrados por el Fondo Monetario Internacional cumplirán períodos de dos, tres y cinco años. Los directores siguientes cumplirán períodos de 5 años, quienes pueden ser nombrados de nuevo en una segunda oportunidad. Si un director renunciara o muriera, la organización correspondiente, tal y como se especifica en el párrafo 3(a), escogerá el sucesor para lo que queda de período.

La junta de directores tendrá potestad para contratar y despedir al personal y fijar sus salarios. Los estatutos de la caja de conversión determinarán el monto de los salarios de los directores.

La caja de conversión emitirá billetes y monedas denominados en unidades propias. Los billetes y las monedas serán totalmente convertibles a la moneda de reserva. Los billetes serán impresos fuera del país X. La caja de conversión podría aceptar depósitos en la moneda de reserva.

a) La moneda de reserva es la divisa extranjera o la mercancía con la cual, la moneda de la caja de conversión tiene una tasa fija de cambio. Inicialmente, la moneda de reserve sera la moneda Z y la tasa fija de cambio será de unidades de la caja de conversión A por cada unidad de la moneda Z.

b) El fracaso en no mantener la tasa fija de cambio de la moneda de reserva, hará que la caja de conversión pueda ser sometida a acciones legales por ruptura de contrato de acuerdo a las leyes de Suiza. Esta disposición no se aplica a los billetes, monedas y depósitos malversados, mutilados y falsificados, o a los cambios de la moneda de reserva de acuerdo con el artículo 13.

La caja de conversión no cobrará comisión por el canje de unidades de la caja de conversión a la moneda de reserva o viceversa.

La caja de conversión empezará a funcionar con reservas ex-

tranjeras iguales, por lo menos, al 100 por ciento de los billetes y monedas en circulación y los depósitos que tenga. Mantendrá sus reservas extranjeras en valores u otras formas pagaderas sólo en la moneda de reserva. La caja de conversión no mantendrá valores emitidos por los gobiernos locales o nacionales del país X o por las empresas propiedad de estos gobiernos.

La caja de conversión depositará todos los pagos del señoreaje neto (ganancias) en un fondo de reserva hasta que las reservas no obtenidas a través de préstamos igualen al 110 por ciento de sus billetes y monedas en circulación y sus depósitos. Remitirá al gobierno del país X todo el señoreaje neto en exceso del que necesite para mantener su porcentaje de reservas en el 110 por ciento. La distribución del señoreaje neto tendrá lugar anualmente.

La oficina principal de la caja de conversión estará en la ciudad Y del país X. La caja de conversión puede establecer sucursales o designar agentes en otras ciudades que el país X considere conveniente. Tendrá también una sucursal en Suiza o el país de reserva.

La caja de conversión publicará un informe financiero trimestral, o más frecuentemente, del cual darán fe los directores. El informe valuará los títulos de la caja de conversión en su valor de mercado.

La caja de conversión puede emitir billetes y monedas en tales denominaciones como considere conveniente.

Si el cambio anual en el índice de precios a los consumidores en el país de reserva cayera fuera del límite del -5 al 20 por ciento por más de dos años, o del -10 al 40 por ciento por más de 6 meses, la caja de conversión tendrá entonces en 60 días que:

Devaluar (si el cambio en el índice es negativo) o revaluar (si el cambio en el índice es positivo) la moneda de la caja de conversión, en los términos de la moneda de reserva, simplemente ajustándose a los cambios en el índice durante el período antes especificado, o:

Escoger una nueva moneda de reserva y fijar la tasa de cam-

bio de la moneda de la caja de conversión a la nueva moneda a la tasa entonces prevaleciente entre la nueva moneda de reserva y la anterior moneda de reserva.

Si la caja de conversión escoge una nueva moneda de reserva, de acuerdo con lo expresado en el artículo 13, en el período de un año deberá convertir todas sus reservas extranjeras en bienes pagables en la nueva moneda de reserva.

La caja de conversión no podrá ser disuelta ni tampoco se podrán transferir sus bienes a una organización sucesora, excepto cuando exista el voto unánime de la junta de directores.

Aparte del préstamo inicial de reservas otorgado por el Fondo Monetario Internacional, la caja de conversión no podrá aceptar préstamos o donaciones de reserva de agencias internacionales o gobiernos extranjeros.

Las transacciones realizadas por la caja de conversión estarán exceptuadas del pago de impuestos por el gobierno del país X.

La moneda de la caja de conversión será la de curso legal para el pago de los impuestos y el arreglo de las deudas en el país X. Sin embargo, no será de curso obligado para los contratos entre agentes privados.

Notas

1. Por "países en vías de desarrollo" entendemos aquellos clasificados por el Banco Mundial como economías de bajos y medianos ingresos. Por "países desarrollados" entendemos los clasificados por el Banco Mundial como economías de altos ingresos (Banco Mundial 1992, 218-19).

2. Algunos trabajos previos en los que abogamos por la junta monetaria son: Hanke, Jonung y Schuler (1993), Hanke y Schuler (1990, 1991a, 1991b), Hanke y Walters (1990), Schuler, Selgin y Sinkey (1991) y Selgin y Schuler (1990). Otros economistas que han abogado por la junta monetaria son: Cobb (1990-91), Friedman (1991), Gressel (1989), Hetzel (1990), Jordan (1991), Meltzer (1990), Schmieding (1992), Selgin (1992), y Walters (1991, 1992a). Makinen (1992), Osband y Villanueva (1992), y Schwartz (1992a 1992b) también discuten sobre el sistema de juntas monetarias. Soros (1993), ha propuesto un sistema similar a la junta monetaria.

3. En muchos países, una agencia gubernamental distinta al banco central se encarga de la emisión de las monedas. Las monedas tienen la característica de representar una muy pequeña porción de la oferta total de dinero, y la agencia que emite las monedas, usualmente, coordina su política con la del banco central, de modo que tiene la característica de no poseer una influencia independiente sobre la política monetaria.

4. Hacemos esta definición de la oferta de dinero para facilitar la exposición. En la práctica, el cuasi dinero, tal como las cuentas en los fondos mutuales del mercado monetario, pueden ser casi tan líquidos y de amplia aceptación en los pagos como los depósitos en los bancos comerciales. Para evitar problemas de definición, uno puede pensar en los bancos comerciales como símbolos de todas las instituciones que dan crédito y que son ampliamente aceptados como formas de pago.

5. Hasta los bancos centrales más respetados han ocultado sus actividades de la inspección pública. Por ejemplo: Oskar Morgenstern (1963, 20-21), quien investigó la exactitud de los estados de cuenta del banco central, señaló que "los bancos centrales en muchos países, sin exceptuar el venera-

ble Banco de Inglaterra (Bank of England) han publicado, deliberadamente, por décadas estadísticas engañosas. Por ejemplo, cuando parte del oro bajo su posesión, es asentado como "otros bienes" y sólo una parte es señalado como oro. En la Gran Bretaña democrática, antes de la Segunda Guerra Mundial, la cuenta de compensación cambiaria (nota del traductor: "Exchange Equalization Account"), suprimió por un período considerable, todas las estadísticas sobre sus posesiones de oro, aunque más tarde se hizo evidente que éstas excedían las cantidades de oro que el Banco de Inglaterra demostraba tener en ese momento. La lista pudiera ser ampliamente extendida. Si los gobiernos respetables falsifican la información por motivos de política, si el Banco de Inglaterra miente, oculta o falsifica la información, entonces, ¿Cómo puede esperar alguien que operadores de menor escala del mundo financiero sean siempre sinceros, especialmente cuando saben que el Banco de Inglaterra, así como muchos otros bancos centrales no lo son?

6. Algunos economistas reservan el uso del término moneda paralela para una moneda que circula al lado de otra a una tasa de cambio flotante, a menudo ilegalmente.

7. Con frecuencia, las tasas de interés reales muy altas son producto del riesgo de cambio o el riesgo político. Una junta monetaria tenderá a la eliminación del riesgo de cambio con la moneda de reserva, pero no eliminará el riesgo político. Las tasas de interés real serán altas a menos que el gobierno establezca derechos de propiedad más seguros.

8. Las tasas de cambio flotantes, fijas y temporalmente fijas son más fáciles de distinguir cuando las monedas gozan de total convertibilidad. Las diferencias entre ellas se hacen, de alguna manera, borrosas debido a que las monedas son parcialmente convertibles o inconvertibles, debido a que los controles extranjeros de cambio son, a menudo, más importantes que los arreglos de las tasas de cambio en cuanto a influenciar el verdadero valor de mercado de las monedas. Una moneda que goza de una tasa de cambio temporalmente fija y de controles de capital pudiera comportarse como una moneda flotante en los mercados extranjeros sin restricciones de cambio, tal como en el mercado nacional no oficial.

Una tasa de cambio que haya sido percibida originalmente por los participantes del mercado como temporalmente fija pudiera, eventualmente percibirse si persiste, como fija. Como una regla práctica, se puede decir que una moneda de total convertibilidad puede tener verdaderamente una tasa de cambio fija si la tasa no cambia sino una vez cada treinta años, o aproximadamente.

9. Existen varias definiciones de la tasa real de cambio. Ver Hutton

(1992).

10. Sobre las realineaciones previas, ver a Fratianni y von Hagen (1992, 22).

11. Sobre los crawling peg, ver Williamson (1981).

12. Un banco central excepcionalmente bueno puede ser capaz de mantener la inflación relativamente baja, mediante el monitoreo de los niveles de precios, la oferta de dinero u otras estadísticas (ver Jonung, 1979). Sin embargo, estos objetivos le crean al banco central típico presiones políticas para que se suavicen las restricciones presupuestarias, dado que los controles para evaluar sus éxitos son menos transparentes que el objetivo de una tasa de cambio. Incluso, algunos bancos centrales que anteriormente fueron excepcionalmente buenos, como el Banco de Suecia, por ejemplo, muy recientemente ha tenido dificultades para mantener la inflación a un bajo nivel.

13. Para información adicional acerca de los diferentes tipos de convertibilidad de la moneda extranjera, ver Greene e Isard (1991, 2-3).

14. Este considera a Bélgica y Luxemburgo separadamente, a pesar de que sus sistemas monetarios están unificados. Las citadas estadísticas del FMI excluyen a algunos países como Suiza (que tenía total convertibilidad) y las antiguas Repúblicas Soviéticas (que, con la excepción de Estonia, tenían monedas no convertibles).

Incluso algunos países desarrollados que gozan de convertibilidad total de acuerdo al criterio del FMI, imponen controles ocultos de capital. Las compañías de seguros alemanas, por ejemplo, tienen la prohibición de comprar activos que no estén denominados en marcos alemanes (Walters 1990, 86).

15. A los naturales de Bermudas se les consiente convertir 25.000 dólares de las Bermudas por persona al año para la inversión extranjera y se les permite cambiar 3.000 dólares de las Bermudas por persona para cada viaje sin un permiso especial. (Esta información proviene de un funcionario de la Autoridad Monetaria de las Bermudas). No está claro a qué objetivo sirven los controles de capital puesto que la Autoridad Monetaria de Bermudas mantiene reservas de dólares americanos de cerca del 115 por ciento de la base monetaria.

16. La flotación de la lira del 17 de septiembre de 1992, que de hecho la devaluó en relación al marco alemán, indica que el gobierno italiano pudo haber alcanzado el límite de la capacidad del mercado para retener más bonos del gobierno italiano.

17. El experimento de Nueva Zelandia desde 1989 con un banco central muy independiente no ha durado todavía lo suficiente como para ser declarado como un éxito definitivo.

18. Sobre el caso para los estatutos fiscales, ver Buchanan y Wagner (1977). Sobre los estatutos monetarios ver Grilli y otros. (1991) y Yeager (1962, 1992).

19. Esto supone que las reservas finales son usadas solamente en el sistema de junta monetaria y en el país de reserva, y no en ningún otro lado. En realidad, las reservas finales de algunas monedas son guardadas fuera del país de origen. Por ejemplo los billetes de dólares americanos son guardados en gran escala en Latinoamérica.

20. Sólo la suposición 1 es necesaria para el análisis de las juntas monetarias. Las otras suposiciones pueden ser descartadas, pero entonces el análisis se hace más complicado. Para más detalles ver Ow (1985) y Walters y Hanke (1992).

21. La relación que sigue toma bastante de Greenwood (1981, 1983a).

22. Para una discusión general sobre el papel del ancla nominal, ver Bruno (1991).

23. Las cuotas y las altas tarifas también reducen la eficiencia el arbitraje.

24. El Sistema de la Reserva Federal le prestará a las agencias de seguros de depósito del gobierno federal cuyos fondos se hayan agotado. Es el prestamista final de última instancia del sistema monetario americano.

25. Abogamos por una junta monetaria para Argentina en una publicación escrita antes de la reforma monetaria de abril de 1991 (Hanke y Schuler 1991b). El ataque especulativo sobre el peso de noviembre de 1992, refuerza el argumento de remplazar al banco central por una junta monetaria.

26. Ver Blowers y Mcleod (1952), Caine (1950), Chalmers (1983), Clauson (1944), Crick (1965), Drake (1966, 1969), Edo (1975), Freris (1991), Ghose (1987), Greaves (1953), Jao (1974), Jao y King (1990), King (1957), Kratz (1966), Lee (1974, 1986), Loynes (1962), Nelson (1984), Newlyn y Rowan (1954), Sayers (1952) y Shannon (1951, 1952). Trabajos no publicados que resumen la historia del sistema de la junta monetaria incluyen Schuler (1992b) y Schwartz (1992a).

27. Por ejemplo, Bermudas y Las Islas Caimán.

28. El Banco de Comercio y Crédito Internacional (BCCI), con base en Abu Dhabi, quebró a comienzos de julio de 1992. Tenía sucursales en Hong Kong y en muchos países con sistemas de banco central. Los depositantes en Hong Kong, donde el banco poseía el equivalente a mil millones de dólares en activos, eventualmente pudieron recobrar tanto como el 70 por ciento de sus depósitos. El BCCI es el banco más grande que haya quebrado en cualquier sistema de junta monetaria.

29. En 1991, sólo 11 de los 55 anteriores sistemas de junta monetaria que se reportaron al FMI gozaban de plena convertibilidad: Antigua y Barbuda, las Bahamas, Bahrein, Gambia, Kuwait, Malasia, las Maldivas, Omán, los Seychelles, Singapur y los Emiratos Árabes Unidos (FMI, 1992, 570-75).

30. Este evalúa al PIB convirtiendo el PIB medido en la moneda local al PIB en dólares, y no calculándolo según la paridad del poder adquisitivo de la moneda.

31. Para artículos recientes sobre la sustitución de la moneda, véase Revista de análisis económico (1992).

32. El típico análisis monetario que se basa en la teoría cuantitativa del dinero no se aplica a un sistema de monedas paralelas. Sobre la economía de las monedas paralelas ver Hayek (1978) y Vaubel (1978). Anteriormente Hayek (1937, 91-92) abogó por un tipo de sistema de junta monetaria.

33. La ley establece: [Se destina para un incremento en la cuota de los Estados Unidos en el Fondo Monetario Internacional, el equivalente en dólares a 8.608,5 millones de Derechos Especiales de Giro, que permanecerán disponibles hasta que sean gastados y, entre otros usos, tales fondos pueden ser usados para apoyar la estabilidad monetaria de países miembros a través de la instrumentación de juntas monetarias] (Public Law, 102-391, 106 U.S. Statutes at Large 1636).

La autorización de usar el incremento de la cuota en el FMI para establecer juntas monetarias fue el resultado de una enmienda patrocinada por el senador Phil Gramm y copatrocinada por los senadores Robert Dole, Steve Symms, Connie Mack y Jessi Helms. Steve Hanke, previamente, había discutido sobre el sistema de junta monetaria con varios de los patrocinantes de la enmienda. La ley entró en vigencia el 6 de octubre de 1992.

34. Ver Bordo y Jonung (1987, apéndice) y las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.

35. Para más detalles sobre las operaciones de juntas monetarias anteriores mencionadas en este capítulo, ver Schuler (1992b).

36. Para algunas matemáticas sobre el señoreaje, ver Osband y Villanueva (1992, Apéndice a). Para un estudio empírico del señoreaje, ver Fischer (1982).

37. Incluso, el sistema de la junta monetaria de Hong Kong, el más notable de los sistemas que aún quedan, de alguna manera, en años recientes, se ha salido de las prácticas ortodoxas de la junta monetaria y ha adoptado rasgos que más tarde podrían ser utilizados para establecer un banco central. La junta monetaria es ortodoxa en sí misma, pero es parte de una agencia que también regula a los bancos comerciales y controla los excedentes acu-

mulados de presupuesto del gobierno (Culp y Hanke 1992/2013; Dodwell 1992; Freris 1991, 206-15).

El gobierno de Hong Kong ha usado desde 1989 los poderes de la agencia para que actúe como un prestamista de última instancia y la agencia pudiera ser convertida en un banco central. El gobierno nunca ha ofrecido razones convincentes para estas desviaciones del sistema ortodoxo de junta monetaria.

38. Las tasas de inflación dentro del rango deberían ser toleradas porque el cambio de la moneda de reserva es costoso para la economía. Los "costos de menú" son probablemente pequeños, pero el costo de descubrir una nueva estructura de precios apropiada que refleje a la nueva moneda de reserva es probablemente grande. Los lectores que piensen que el rango propuesto por nosotros para tolerar la inflación es demasiado grande, deberían compararlo con la inflación actual en muchos países en vías de desarrollo.

39. Dado que pensamos que pueden ser diseñadas reglas apropiadas para cambiar la moneda de reserva, no compartimos la preocupación de Schwartz (1992b, 20, 23) de que la moneda de reserva, una vez escogida, podría causar trastornos, si el país de reserva deja de ser un importante socio comercial de la nación de la junta monetaria. De cualquier forma, para la mayoría de los países en vías de desarrollo, esos trastornos potenciales son pequeños si se les compara con los trastornos causados por la condición enferma de sus monedas en el presente.

40. Las mejores críticas antiguas son "Analyst" (1953), Basu (1971, 54-66, 240-44), Hazlewood (1954), y Nevin (1961, 1-44, 67-71). Ver también algunos ensayos de Drake (1966). Entre las críticas recientes se incluyen a Bofinger (1991), Fieleke (1992), Fratianni et al. (1992, 42-43), Havrylyshyn y Williamson (1991, 39-40) y Schwartz (1992b, 18-21), Para refutaciones, ver Greaves (1953), King (1957, 61-99) y, especialmente, Ow (1985, 54-86).

41. Una buena exposición reciente sobre el rol del banco central como prestamista de última instancia a los bancos comerciales es la de Goodhart (1988, 96-102).

42. Sobre la actuación de las tasas de cambio flotantes desde la finalización del sistema Bretton Woods de tasas de cambio estables en 1973, ver MacDonald (1988).

43. Milton Friedman (1991), el principal defensor de las tasas de cambio flotantes para los sistemas de banco central en los principales países desarrollados, aprobó nuestra propuesta de junta monetaria para Estonia.

44. No existe un criterio general aceptado para la determinación de las áreas de moneda óptima (Kawai 1992). Un razonamiento que ha sido sugerido

es que el trabajo sea movible dentro de un área de moneda óptima. La experiencia de los sistemas de junta monetaria ha sido que la movilidad laboral con el país de reserva no es importante. Por ejemplo, no ha habido movilidad laboral entre Hong Kong y Gran Bretaña o los Estados Unidos, los cuales han sido los países de reserva de Hong Kong, pero éste ha tenido un crecimiento económico rápido bajo el sistema de junta monetaria. Las juntas monetarias han estimulado el comercio y la movilidad de los ahorros con sus países de reserva, lo que parece haber compensado la falta de movilidad laboral con esos países.

45. La proposición opuesta es que en una economía con una junta monetaria, cuando hay recesión, la oferta de dinero opera de una manera inflacionaria, lo cual algunos críticos del sistema de junta monetaria piensan que es una respuesta contra cíclica deseable.

46. La discusión supone que los depósitos del público permanecerán inalterados y que el público no tratará de convertir una gran proporción de sus depósitos en efectivo, al mismo tiempo que está convirtiendo billetes y monedas de la junta monetaria en moneda de reserva. Si el gobierno hubiera obtenido las reservas iniciales extranjeras mediante préstamos del FMI, tendría que pagarle al FMI con fondos que no fueran del señoreaje neto de la junta monetaria, porque este señoreaje neto sería ahora de cero.

Bibliografía seleccionada

Por una bibliografía bastante completa, ver Thomas Gross, Joshua Heft, y Douglas A. Rodgers, "On Currency Boards: An Updated Bibliography of Scholarly Writings," Studies in Applied Economics No. 1, Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health and the Study of Business Enterprise, junio de 2012 (revisado abril de 2013), http://krieger.jhu.edu/iae/economics/Rodgers%20et%20al%20bibliography%20June%202013%20Final.pdf. Ver también el el sitio web del Instituto. http://krieger.jhu.edu/iae/.

Alesina, Alberto (1989) "Politics and business cycles in industrial democracies," Economic Policy: A European Forum, 4, 8, abril: 57-98.

"Analyst" (1953) "Currency and banking in Jamaica," Social and Economic Studies, 1: 41-53.

Auerbach, Paul, Davison, Geoffrey, y Rostowski, Jacek (1992) "Secondary currencies and high inflation: implications for monetary theory and policy," Discussion Paper 58, Centre for Economic Performance, London School of Economics, febrero.

Banco Mudial (1992) World Development Report 1992: Development and the Environment, Oxford: Oxford University Press.

Barro, Robert J., y Gordon, David B. (1983) "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy," Journal of Monetary Economics, 12, 2: julio, 101-21.

Basu, S. K. (1971) A Review of Current Banking Theory and Practice, Calcuta: Macmillan.

Bennett, Adam G. G. (1992) "The operation of the Estonian currency board," International Monetary Fund Paper on Policy Analysis and Assessment 92/3.

Berreby, David (1992) "The companies that make money from making money," New York Times, 23 de agosto: 10F.

Birnbaum, Eugene A. (1957) "The cost of a foreign exchange standard or of the use of a foreign currency as the circulating medium," International Monetary Fund Staff Papers, 5, 3, febrero: 477-91.

Bloomfield, Arthur I. (1939) Monetary Policy under the International Gold Standard 1891-1914, Nueva York: Federal Reserve Bank of New York.

Blowers, G. A., y McLeod, A. N. (1952) "Currency unification in Libya," International Monetary Fund Staff Papers, 2, 3, noviembre: 439-67.

Bofinger, Peter (1992) "The transition to convertibility in Eastern Europe: a monetary view," en John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 116-38, Washington: Institute for International Economics.

Bordo, Michael D., and Jonung, Lars (1987) The Long-Run Behavior of Velocity: The International Evidence, Cambridge: Cambridge University Press.

Boughton, James M. (1992) "The CFA franc: zone of fragile stability in Africa," Finance and Development, 29, 4, diciembre: 34-6.

Bruno, Michael (1991) High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy. Essays in International Finance 183, junio, Princeton: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

Buchanan, James M., y Wagner, Richard E. (1977) Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes, Nueva York: Academic Press.

[Caine, Sydney] (1950) Monetary Systems of the Colonies, Londres: The Banker.

Camdessus, Michel (1992) "Monetary arrangements in Eastern Europe and the former Soviet Union," discurso inédito extraído en "Monetary arrangements should promote price stability, says Camdessus," IMF Survey, 9 noviembre: 341-3.

Chalmers, Robert C. (1893) A History of Currency in the British Colonies, Londres: Eyre and Spottiswode.

Claasen, Emil-Maria (ed.) (1991) Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries, San Francisco: International Center for Economic Growth/Institute for Contemporary Studies Press.

Clauson, G. L. M. (1944) "The British colonial currency system," Economic Journal, 54, 213, abril: 1-25.

Collier, Paul, y Joshi, Vijay (1989) "Exchange-rate policy in developing countries," Oxford Review of Economic Policy, 5, 3, otoño: 94-113.

Collyns, Charles (1983) Alternatives to the Central Bank in the Developing World, Occasional Paper 20, Washington: Fondo Monetario Internacional.

Conant, Charles A. (1969 [1927]), A History of Modern Banks of Issue, sexta edición revisada, Nueva York: Augustus M. Kelley.

Congdon, T. G. (1985) Economic Liberalisation in the Cone of Latin America, Thames Essays 40, Londres: Trade Policy Research Centre.

Connolly, Michael (1985) "On the optimal currency peg for developing countries," Journal of Development Economics, 18, 2-3, agosto: 555-9.

Cooper, Richard (1991a) "Opening the Soviet economy," en Merton J. Peck and Thomas J. Richardson (eds.) What Is to Be Done? Proposals for the Soviet Transition to the Market: 116-32, New Haven: Yale University Press.

Cooper, Richard (1991b) "Comment," en John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 310-14, Washington: Institute for Interna-

tional Economics.

Corbo, Vittorio, de Melo, Jaime, y Tybout, James (1986) "What went wrong with the recent reforms in the Southern Cone," Economic Development and Cultural Change, 34, 3, abril: 607-40.

Crick, W. F. (ed.) (1965) Commonwealth Banking Systems, Oxford: Clarendon Press.

Cukierman, Alex (1992) Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Cukierman, Alex, Webb, Steven B., y Neyapti, Bilin (1992) "Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes," World Bank Economic Review, 6, 3, septiembre: 353-98.

Culp, Christopher, y Hanke, Steve H. (1992/2013) "The Hong Kong linked rate mechanism: monetary lessons for economic development," Studies in Applied Economics No. 6, Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health and the Study of Business Enterprise, junio.

Dodwell, David (1992) "New institutions offered to keep growth on track," Financial Times, 8 de octubre: 4.

Dornbusch, Rudiger, Sturzenegger, Frederico, y Wolf, Holger (1990) "Extreme inflation: dynamics and stabilization," Brookings Papers on Economic Activity, 2: 1-64, 77-84.

Dowd, Kevin (1988) "Option clauses and the stability of a laisser faire monetary system," Journal of Financial Services Research, 1, 4, diciembre: 319-33.

Dowd, Kevin (ed.) (1992a) The Experience of Free Banking, Londres: Routledge.

Dowd, Kevin (1992b) "Money and the market: what role for government?" documento no publicado, University of Nottingham, publicado en Cato Journal, 12, 3, invierno 1993.

Drake, P. J. (ed.) (1966) Money and Banking in Malaya and Singapore, Singapur: Malayan Publications.

Drake, P. J. (1969) Financial Development in Malaya and Singapore, Canberra: Australian National University Press.

Edo, Michael E. (1975) "Currency and banking legislation in the Arabian Peninsula," International Monetary Fund Staff Papers, 22, 2, julio: 510-38.

FBIS (1992a) Foreign Broadcast Information Service (EEUU), "Central bank warns of devaluation, economic crisis," Baltic Independent, 25 de septiembre: 4, reimpreso en FBIS Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-131, 16 de octubre: 124.

FBIS (1992b) Foreign Broadcast Information Service (EEUU), "Profiles of Estonia's seized banks," Baltic Independent, 27 de noviembre: 6, reimpreso en FBIS Report, Central Eurasia, FBIS-USR-92-165, 25 December: 117.

FBIS (1992c) Foreign Broadcast Information Service (EEUU), "Failed banks getting no help," Baltic Independent, 4-10 de diciembre: 4, reimpreso

en FBIS Report, Central Eurasia, 25 de diciembre: 117-18.

Fenton, Paul, and Murray, John (1992) "Optimum currency areas: a cautionary tale," documento no publicado, Bank of Canada, septiembre.

Fischer, Stanley (1982) "Seigniorage and the case for a national money," Journal of Political Economy, 90, 2, abril: 295-313.

Fieleke, Norman S. (1992) "The quest for sound money: currency boards to the rescue?" New England Economic Review (Federal Reserve Bank of Boston), noviembre-diciembre: 14-24.

Fisher, Irving (1935) 100% Money, Nueva York: Adelphi Press.

FMI (1992, anual) Fondo Monetario Internacional, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Washington: Fondo Monetario Internacional.

FMI (mensual) Fondo Monetario Internacional, International Financial Statistics

Fratianni, Michele, y von Hagen, Jürgen (1992) The European Monetary System and European Monetary Unity, Boulder, Colorado: Westview Press

Freris, Andrew (1991) The Financial Markets of Hong Kong, Londres: Routledge.

Friedman, Milton (1948) "A monetary and fiscal framework for economic stability," American Economic Review, 38, 3: septiembre, 245-64.

Friedman, Milton (1960) A Program for Monetary Stability, Nueva York: Fordham University Press.

Friedman, Milton (1988 [1953]) "The case for flexible exchange rates," en Leo Melamed (ed.) The Merits of Flexible Exchange Rates: An Anthology: 3-42, Fairfax, Virginia: George Mason University Press.

Fry, Maxwell J. (1988) Money, Interest, and Banking in Economic Development, Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Ghose, T. K. (1987) The Banking System of Hong Kong, Singapura: Butterworths.

Goldstein, Morris, Goldstein, Morris, Isard, Peter, Masson, Paul R., y Taylor, Mark P. (1992), Issues in the Evolving International Monetary System, Occasional Paper 96, Washington: Fondo Monetario Internacional.

Goodhart, Charles (1988) The Evolution of Central Banks, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Greaves, Ida C. (1953) Colonial Monetary Conditions, Londres: HMSO.

Greene, Joshua E., e Isard, Peter (1991) Currency Convertibility and the Transformation of Centrally Planned Economies, Occasional Paper 81, Washington: Fondo Monetario Internacional.

Greenwood, John G. (1981) "Time to blow the whistle," Asian Monetary Monitor, 5, 4, julio-agosto: 15-33.

Greenwood, John G. (1983a) "How to rescue the HK$: three practical proposals," Asian Monetary Monitor 7, 5, septiembre-octubre: 11-39.

Greenwood, John G. (1983b) "The stabilisation of the Hong Kong dollar,"

Asian Monetary Monitor 7, 6, noviembre-diciembre: 9-37.

Greenwood, John G. (1984) "Why the HK$/US$ linked rate system should not be changed," Asian Monetary Monitor 8, 6, noviembre-diciembre.

Greenwood, John G., y Gressel, Daniel L. (1988) "How to tighten up the linked rate mechanism," Asian Monetary Monitor 12, 1, enero-febrero: 2-13.

Grilli, Vittorio, Masciandro, Donato, y Tabellini, Guido (1991) "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries," Economic Policy: A European Forum, 13, octubre: 341-76, 383-92.

Hanke, Steve H., Jonung, Lars, y Schuler, Kurt (1993) Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform, Londres: Routledge.

Hanke, Steve H., y Schuler, Kurt (1990) "Keynes and currency reform: some lessons for Eastern Europe," Journal of Economic Growth, 4, 2: 10-16.

Hanke, Steve H., y Schuler, Kurt (1991a) "Keynes's Russian currency board," en Steve H. Hanke y Alan A. Walters (eds.) Capital Markets and Development: 43-63, San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hanke, Steve H., y Schuler, Kurt (1991b) Banco central o caja de conversión? Buenos Aires: Fundación República

Hanke, Steve H., y Schuler, Kurt (1999) "A monetary constitution for Argentina: rules for dollarization," Cato Journal, 18, 3, Winter: 405-19.

Hanke, Steve H., y Walters, Alan A. (eds.) (1991) "Discussion," en Steve H. Hanke y Alan A. Walters (eds.) Capital Markets and Development: 187-202, San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hansson, Ardo, y Sachs, Jeffrey (1992) "Crowning the Estonian kroon," Transition (Banco Mundial), 3, 9, octubre: 1-3.

Havrylyshyn, Oleh, y Williamson, John (1991) From Soviet disUnion to Eastern Economic Community? Policy Analyses in International Economics 35, octubre, Washington: Institute for International Economics.

Hayek, F. A. (ed.) (1975 [1935]) Collectivist Economic Planning, Clifton, New Jersey: agostous M. Kelley Publishers.

Hayek, F. A. (1937) Monetary Nationalism and International Stability, Londres: Longmans, Green and Company.

Hayek, F. A. (1978) Denationalisation of Money--The Argument Refined: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies, 20 ed., Hobart Paper Special 70, Londres: Institute of Economic Affairs.

Hazlewood, Arthur (1954b) "The economics of colonial monetary arrangements," Social and Economic Studies, 3, 3-4, diciembre: 291-315.

Hetzel, Robert (1990) "Free enterprise and central banking in formerly communist countries," Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, julio: 13-19.

Hong Kong (1992) Government Information Services, Hong Kong in Statistics. Hong Kong: Government Printer.

Hutton, J. P. (1992) "Real exchange rates," en Peter Newman, Murray Milgate, y John Eatwell (eds.) The New Palgrave Dictionary of Money and Fi-

nance, 3: 303-5, Londres: Macmillan.

Jao, Y. C. (1974) Banking and Currency in Hong Kong, Londres: Macmillan.

Jao, Y. C. (1992) "Recent trends in currency substitution," Asian Monetary Monitor, 16, 4, julio-agosto: 12-21.

Jao, Y. C., y King, F. H. H. (1990) Money in Hong Kong: Historical Perspective and Contemporary Analysis, Hong Kong: Centre of Asian Studies, University of Hong Kong.

Jonung, Lars (1979) "Knut Wicksell's norm of price stabilization and Swedish monetary policy in the 1930's," Journal of Monetary Economics, 5, 4, octubre: 459-96.

Jonung, Lars (1984) "Swedish experience under the classical gold standard 1873-1913," en Michael D. Bordo y Anna J. Schwartz (eds.) A Retrospective on the Classical Gold Standard: 361-99, Chicago: University of Chicago Press.

Jordan, Jerry (1991) "Fiscal and monetary policies during the transition from socialism to capitalism," documento no publicado, First Interstate Bancorp, Los Angeles.

Kawai, Masahiro (1992) "Optimum currency areas," en Peter Newman, Murray Milgate, y John Eatwell (eds.) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 3: 78-81, Londres: Macmillan.

Kenen, Peter (1978) "The role of monetary policy in developing countries," en Central Bank of Gambia, Research Department, The Role of Monetary Policy in Developing Counties: Theoretical Perspective and Institutional Framework: 9-13, Banjul, Gambia: Central Bank of Gambia.

King, Frank H. H. (1957) Money in British East Asia, Londres: HMSO.

Kratz, Joachim W. (1966) "The East African Currency Board," International Monetary Fund Staff Papers, 13, 2, julio: 229-55.

Krugman, Paul R., y Rotemberg, Julio (1992 [1991]) "Speculative attacks on target zones," en Paul R. Krugman, Currencies and Crises, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Kydland, Finn E., and Prescott, Edward C. (1977) "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans," Journal of Political Economy, 85, 3, junio: 473-92.

Laidler, David (1982) Monetarist Perspectives, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Lee, Sheng-Yi (1974, 1986) The Monetary and Banking Development of Singapore, Singapura: Singapore University Press.

Lindsey, David E., y Wallich, Henry C. (1987) "Monetary policy," en John Eatwell, Murray Milgate, y Peter Newman (eds.) The New Palgrave: A Dictionary of Economics, 3: 508-15, Londres: Macmillan.

Loynes, J. B. (1962) The West African Currency Board 1912-1962, Londres: West African Currency Board.

MacDonald, Ronald (1988) Floating Exchange Rates: Theories and Evidence, Londres: Unwin Hyman.

Makinen, Gail (1992) "A currency board as an alternative to a central bank," Library of Congress (EEUU), Congressional Research Service Paper 92-937E, 1 de diciembre.

Marx, Karl, y Engels, Frederick (1948 [1848]) The Communist Manifesto, Nueva York: International Publishers.

Mates, Neven (1992) "Does the government have to clean bank balance sheets in transitional economies?" Communist Economies and Economic Transformation, 4, 3: 395-409.

McKinnon, Ronald (1991) The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy, Baltimore: Johns Hopkins University Press

Meltzer, Allan (1992) "The Fed at seventy-five," en Michael T. Belongia (ed.) Monetary Policy on the Fed's 75th Anniversary: Proceedings of the Fourteenth Annual Conference of the Federal Reserve Bank of St Louis: 3-65, Boston: Kluwer.

Mises, Ludwing von (1981 [1932]) Socialism, segunda edición., traducción de J. Kahane, Indianapolis: Liberty Classics.

Morgenstern, Oskar (1963) On the Accuracy of Economic Observations, segunda edición, Princeton: Princeton University Press.

Moore, Des (ed.) (1992) Can Monetary Policy Be Made to Work? Papers Presented at the IPA Monetary Policy Conference, Jolimont, Australia: Institute of Public Affairs, Economic Policy Unit.

Mundell, Robert A. (1961) "A theory of optimum currency areas," American Economic Review, 51, 3, septiembre: 657-65.

Nash, Nathaniel (1992) "Argentina amid crisis over economic policies," New York Times, 16 de noviembre: D3.

Nelson, William Evan (1984) "The imperial administration of currency and British banking in the Straits Settlements, 1867-1908," tesis doctoral, Duke University.

Nevin, Edward (1961) Capital Funds in Underdeveloped Countries, Nueva York: St. Martin's Press.

Newlyn, W. T., y Rowan, D. C. (1954) Money and Banking in British Colonial Africa: A Study of the Monetary and Banking Systems of Eight British African Territories, Oxford: Clarendon Press.

Norman, Peter (1992) "The day Germany planted a currency time bomb," Financial Times, 12/13 de diciembre: 2.

Norman, Peter, y Barber, Lionel (1992) "The monetary tragedy of errors that led to currency chaos," Financial Times, 11 de diciembre: 2.

Nuti, Domenico Mario (1991) "Comment," en John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 48-55, Washington: Institute for International Economics

Odling-Smee, John (1992) “Letter to the editor: IMF comment on Sachs and Hansson's recent article on the Estonian kroon,” Transition (Banco Mundial), 3, 10, noviembre: 9.

Osband, Kent, y Villanueva, Delano (1992) “Independent currency authorities: an analytic primer,” International Monetary Fund Working Paper 92/50, julio; International Monetary Fund Staff Papers, 40, 1, marzo 1993: 202-16.

Ow (Ow-Taylor), Chwee-huay (1985) “The currency board monetary system—the case of Singapore and Hong Kong,” tesis doctoral, Johns Hopkins University. Studies in Applied Economics No. 6, Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health and the Study of Business Enterprise, marzo 2014.

Parry, Guillermo E. (ed.) (1997) Currency Boards and External Shocks: How Much Pain, How Much Gain? Washington: World Bank.

Persson, Torsten, y Tabellini, Guido (1990) Macroeconomic Policy, Credibility and Politics, Chur, Suiza: Harwood Academic Publishers.

Pleskovic, Boris, y Sachs, Jeffrey (1992) “Currency reform in Slovenia: the tolar standing tall,” Transition (Banco Mundial), 3, 8, septiembre: 6-8.

Revista de análisis económico (1992) número especial, 7, 1, junio.

Rostowski, Jacek (1992) “The benefits of currency substitution during high inflation and stabilization,” Revista de análisis económico, 7, 1, junio: 91-107.

Rostowski, Jacek, y Shapiro, Judith (1992) “Secondary currencies in the Russian hyperinflation of 1921-24,” Discussion Paper 59, Centre for Economic Performance, London School of Economics, enero.

Rothbard, Murray N. (1962) “The case for a 100 percent gold dollar,” en Leland B. Yeager (ed.) In Search of a Monetary Constitution: 94-136, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Sayers, R. S. (ed.) (1952) Banking in the British Commonwealth, Londres: Oxford University Press.

Schmieding, Holger (1992) “Lending stability to Europe's emerging market economies: on the potential importance of the EC and the ECU for the transformation process in Central and Eastern Europe,” tesis doctoral, Christian-Albrechts Universität, publicado en Kieler Studien, Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck).

Schuler, Kurt (1992a) “The World History of Free Banking,” en Kevin Dowd (ed.) The Experience of Free Banking: 7-47, Londres, Routledge.

Schuler, Kurt (1992b) “Currency boards,” tesis doctoral, George Mason University. Studies in Applied Economics Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health and the Study of Business Enterprise, en preparación (2015).

Schuler, Kurt (1996) Should Developing Countries Have Central Banks? Currency Quality and Monetary Systems in 155 Countries, Research Mono-

graph 52. Londres: Institute of Economic Affairs.

Schuler, Kurt (1998) "A contingency plan for dollarizing Hong Kong," HKCER Letters (Hong Kong Center for Economic Research), 52, septiembre.

Schuler, Kurt, Selgin, George, y Sinkey, Joseph, Jr. (1991) "Replacing the ruble in Lithuania: real change versus pseudoreform," Cato Institute Policy Analysis 163, 28 octubre.

Schwartz, Anna J. (1992a) "Currency boards: their past, present, and possible future," National Bureau of Economic Research, publicado en Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, diciembre 1993.

Schwartz, Anna J. (1992b) Do Currency Boards Have a Future? Occasional Paper 88, Londres: Institute of Economic Affairs.

Selgin, George (1992a) "The ECU could stabilize eastern currencies," Wall Street Journal, 9 de enero: A12.

Selgin, George A., y Schuler, Kurt (1990) "A proposal for reforming Lithuania's monetary system," document no publicado, University of Georgia y George Mason University, 14 de noviembre.

Selgin, George A., y White, Lawrence H. (1994) "How would the invisible hand handle money?" Journal of Economic Literature 32, 4, diciembre: 1718-49.

Sesit, Michael R. (1992) "Europe central banks said to have lost up to $6 billion trying to help currencies," Wall Street Journal, 1 de octubre: C1.hannon, H. A. (1951) "Evolution of the colonial sterling exchange standard," International Monetary Fund Staff Papers, 1, 3, abril: 334-354.

Shannon, H. A. (1952) "The modern colonial sterling exchange standard," International Monetary Fund Staff Papers, 2, 2, abril: 318-362.

Shapiro, Joshua (1993) "Australia's plastic bills: durable and hard to counterfeit," New York Times, 7 de febrero: F9.

Simons, Henry (1934) A Positive Program for Laissez Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy, Chicago: University of Chicago Press.

Talley, Samuel H., y Mas, Ignacio (1990) "Deposit insurance in developing countries," World Bank Working Paper 548, noviembre.

Tan Pin Neo, Maggie (ed.) (1997), Currency Board System: A Stop-Gap Measure or a Necessity. Currency Board System Symposium '97, Singapura: Board of Commissioners of Currency Singapore.

Taylor, Dean (1982) "Official intervention in the foreign exchange market, or, bet against the central bank," Journal of Political Economy, 90, 2, abril: 356-68.

Vaubel, Roland (1978) Strategies for Currency Unification: The Economics of Currency Competition and the Case for a European Parallel Currency, Kieler Studien 156, Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck).

Walters, Alan A. (1987) "Currency boards," en Peter Newman, Murray Milgate, y John Eatwell (eds.) The New Palgrave: A Dictionary of Economics, 1: 740-2, Londres: Macmillan.

Walters, Alan (1990) Sterling in Danger: The Economic Consequences of Pegged Exchange Rates, Londres: Fontana/Collins.

Walters, Alan (1992b) "The frontiers of reform: errors and omissions," AIG World Markets Advisory (AIG Trading Corp.), septiembre: 1, 3-5.

Walters, Alan A., and Hanke, Steve H. (1992) "Currency boards," en Peter Newman, Murray Milgate, y John Eatwell (eds.) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 1: 558-61, Londres: Macmillan.

White, Lawrence H. (1984) Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate 1800-1845, Cambridge: Cambridge University Press.

White, Lawrence H. (1989a) Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money, Nueva York: New York University Press.

White, Lawrence H. (1989b) "Fix or float? The international monetary dilemma," en Lawrence H. White, Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money: 137-47, Nueva York: New York University Press.

White, Lawrence H. (ed.) (1993) Free Banking, 3 v., Aldershot, Inglaterra: Edward Elgar.

Williamson, John (ed.) (1981) Exchange Rate Rules: The Theory, Performance and Prospects of the Crawling Peg, Nueva York: St. Martin's Press.

Williamson, John (1991) "The economic opening of Eastern Europe," en John Williamson (ed.) Currency Convertibility in Eastern Europe: 363-431, Washington: Institute for International Economics.

Williamson, John (1992) Trade and Payments after Soviet Disintegration, Policy Analyses in International Economics 37, junio, Washington: Institute for International Economics.

Wlliamson, John (1995) What Role for Currency Boards? Washington: Institute for International Economics.

Williamson, John (1996) The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel, Washington: Institute for International Economics.

Yeager, Leland B. (1976) International Monetary Relations: Theory, History, and Policy, Nueva York: Harper and Row.

Yeager, Leland B. (ed.) (1962) In Search of a Monetary Constitution, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Yeager, Leland (1992) "Monetary constitutions," en Peter Newman, Murray Milgate, y John Eatwell (eds.) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, 2: 731-4, Londres: Macmillan.

Yeager, Leland, y associados (1981) Experiences with Stopping Inflation, Washington: American Enterprise Institute.

La primera edición la presentamos en 1995. Para entonces nos preocupaban la emisión monetaria desbordada y los altos índices de inflación. Hoy la situación se ha agravado en tal medida, que nos hemos propuesto exponer nuevamente estas ideas que buscan fortalecer nuestra moneda, haciéndola sana y totalmente convertible, erradicar los controles de precios y de cambio con tasas fijas que permitan crecer y desarrollar el aparato productivo nacional.

Nuestra economía está en la bancarrota por las erradas políticas y acciones gubernamentales orientadas a perseguir, presionar e intimidar a emprendedores y empresarios cuyo aporte al país es generar bienes y servicios para crear trabajo productivo y bienestar en la población.

Precisamos enfocarnos en el hecho económico y apartar los intereses políticos y de preservación del poder, "cueste lo que cueste", utilizando al Banco Central de Venezuela como una marioneta mansa a los intereses de los gobernantes.

cedice Libertad
IDEAS EN ACCIÓN

Facebook: Cedice Libertad
Twitter: @CEDICE
Instagram: @cediceve
email: cedice@cedice.org.ve
www.cedice.org.ve
Tlf: 58-212-5713357
RIF: J-00203592-7

ISBN: 978-980-7118-29-3
9 789807 118293