

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
DIVISIÓN ECONÓMICA
DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
DIE-EC-22-97
DICIEMBRE, 1997

CAJAS DE CONVERSIÓN: CARACTERÍSTICAS, PRINCIPIOS OPERATIVOS E IMPLICACIONES DE POLÍTICA

Eduardo Méndez Quesada

Resumen

Este documento expone las características del sistema cambiario y monetario de caja de conversión y trata de identificar los pros y los contras de este régimen de convertibilidad de la moneda local a un tipo de cambio fijo con respaldo pleno de divisas. Con ese fin, se exponen los aspectos operativos del establecimiento del mecanismo, las implicaciones sobre la política que usualmente se encomienda al banco central y el papel que juegan en ese contexto el mercado cambiario y las tasas de interés. Los distintos aspectos del sistema se ilustran con las experiencias de algunos países que lo han adoptado con especial énfasis en el caso argentino.

DOCUMENTO DE TRABAJO DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA, ELABORADO EN LA DIVISIÓN ECONÓMICA, DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

LOS CRITERIOS, ANÁLISIS Y CONCLUSIONES REPRESENTAN LA OPINIÓN DEL AUTOR, CON LOS QUE NO NECESARIAMENTE PODRÍA COINCIDIR EL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

1. Introducción

Existe consenso en que la estabilidad y el crecimiento económicos se deben basar en políticas fiscales y monetarias sanas y coherentes, en una liberalización económica profunda y en una definición correcta del régimen cambiario.

En las economías en desarrollo, el sistema cambiario predominante ha sido el deslizante, esto es, fijo pero ajustado periódicamente. Sin embargo, en la práctica este régimen no funciona adecuadamente puesto que requiere que el banco central maneje de manera simultánea el tipo de cambio, la liquidez interna y la cuenta de capitales. Esto es una tarea difícil, casi inevitablemente las tasas deslizantes resultan en políticas contradictorias que invitan a ataques especulativos. En esos casos, la situación escapa usualmente del control de las autoridades económicas, la pauta de ajuste cambiario no puede mantenerse a menos de que las tasas de interés sean llevadas a niveles excesivos o se impongan controles cambiarios y debe recurrirse a una gran devaluación formal de la moneda local.

Por su parte, bajo un régimen de flotación, la moneda nacional ajusta libremente su valor con respecto a otras monedas. Aunque muchos países desarrollados han adoptado este sistema, las pocas naciones en desarrollo que lo han hecho sólo han podido mantenerlo durante poco tiempo por la gran cantidad de problemas prácticos que enfrentan en razón del cuestionable desempeño y a la falta de credibilidad que caracteriza a sus bancos centrales. Para lograr precios estables bajo esta modalidad, esas entidades deben llevar a cabo una política monetaria relativamente restrictiva y tasas de interés reales elevadas por periodos prolongados, lo cual deprime la actividad económica y el empleo.

Otra opción es fijar de manera especial el valor de la moneda, modalidad que ha sido escogida por algunos países entre los que destacan: Argentina, Hong Kong y Estonia. Ellos emplean sistemas del tipo *caja de conversión* en los que sus monedas locales están respaldadas en un ciento por ciento por una moneda de reserva y son libremente convertibles a esa moneda a un tipo de cambio absolutamente fijo.

Históricamente, el uso de esta variante cambiaria no es ni reciente ni aislada. Más de 70 países la han empleado desde el siglo pasado. La primera caja de conversión fue establecida en 1849 en la isla de Mauritania, entonces colonia británica, y la práctica se extendió a otras colonias y a países independientes que deseaban beneficiarse al emitir su propia moneda pero mantener fijo su valor con respecto a una moneda ancla (la mayor parte usó la libra esterlina

aunque otros emplearon el dólar estadounidense, la libra australiana, el oro o la plata). Después de 1913, el sistema de cajas de conversión se expandió rápidamente en el mundo: fueron comunes en África, el Oriente Medio, Asia Oriental, el Caribe y Oceanía. En general, los países que adoptaron mecanismos de esta naturaleza mostraron precios estables, un crecimiento importante y resultados fiscales balanceados.

A manera de ejemplo, la República Argentina aplicó en 1899 la llamada "Caja de Conversión" mediante el establecimiento legal del patrón oro, empezando con papel moneda sin respaldo hasta mantener un ciento por ciento de reservas de oro por todas las nuevas emisiones. El periodo en que funcionó el mecanismo fue de gran prosperidad llegando a situarse entre las naciones más ricas del mundo. Este país suspendió el sistema justo antes de que empezara la Primera Guerra Mundial por el temor de una fuga del metal hacia países que habían abandonado ya el patrón oro y, aunque volvió a establecerlo entre 1927 y 1929, lo suspendió otra vez en diciembre de 1929 como resultado de la caída de la bolsa a nivel mundial y el cese resultante de la inversión extranjera. En 1991, implementó nuevamente un sistema similar.

Este documento presenta las características del sistema cambiario y monetario de caja de conversión y trata de identificar los pros y los contras del régimen. Con ese fin, se exponen los aspectos operativos del establecimiento del mecanismo, las implicaciones sobre la política que usualmente se encomienda al banco central y el papel que juegan en ese contexto el mercado cambiario y las tasas de interés. Los distintos aspectos del sistema se ilustran con algunas experiencias de Argentina, Estonia y Hong Kong¹.

2. Características de una caja de conversión

Existe un creciente interés por parte de los países en desarrollo en las cajas de conversión como medio de estabilizar el tipo de cambio e imponer orden en las condiciones económicas, en especial cuando, como ha sido usual, los sistemas convencionales como la operación de un

¹ El anexo 1 resume las principales características del mecanismo existente en cada país. Además, por ser Argentina el país con las características más parecidas a Costa Rica, en el anexo 2 se presenta un recuento de su historia económica reciente, en particular lo relativo a la fase previa y la actual de convertibilidad de la moneda local a un tipo de cambio fijo con respaldo pleno en divisas. En razón de la disponibilidad de información, este estudio no contempla las consecuencias de algunos eventos ocurridos recientemente, como por ejemplo el impacto de los desarrollos de las bolsas de valores asiáticas o "efecto dragón" acaecidos hace unos pocos meses.

banco central tradicional y la ejecución de una política monetaria activa no han sido efectivos en el logro de esos objetivos².

Ese interés se ha traslapado con el del empleo de anclas nominales basadas en el tipo de cambio ya que, aunque el mecanismo tiene características propias, tiene mucho en común con el régimen convencional de tipo de cambio fijo, por lo cual gran parte del análisis sobre éste es aplicable a aquél. Por otra parte, aunque su análisis entra en el debate sobre las ventajas de los sistemas fijo versus flotante, en el caso de las cajas de conversión es importante la decisión de restringir por la vía legislativa el uso de algunos instrumentos de política lo que no ocurre usualmente bajo otros regímenes.

Bajo un sistema de caja de conversión, se acuerda suplir o redimir billetes de moneda local y, algunas veces, los depósitos de reserva de los bancos comerciales mantenidos en la caja de conversión, por otra moneda (normalmente una de amplia aceptación mundial) a un tipo de cambio establecido y de manera ilimitada.

Con un compromiso formal con la convertibilidad a un tipo de cambio fijo, la oferta monetaria sólo puede responder de manera pasiva a cambios en la demanda monetaria: si los ciudadanos desean mantener más moneda local, pueden cambiar sus activos en moneda extranjera a doméstica a la tasa cambiaria fija; si desean mantener más moneda extranjera, tienen la potestad de cambiar sus tenencias de moneda local por divisas al tipo fijo de cambio. Los efectos de estas normas son limitar las opciones de política económica del gobierno y asegurar a los residentes que no enfrentarán mayores riesgos al poseer moneda doméstica que extranjera³.

Sir Alan Walters, diseñador de la caja de conversión de Hong Kong, definió el mecanismo de la siguiente manera:

“La característica principal de un sistema de caja de conversión es que ésta dispone cambiar moneda local por una moneda de reserva internacional a una determinada tasa fija. Para realizar esa función

² Cuatro países han llevado a cabo programas de ajuste apoyados por el FMI con caja de conversión: Argentina, Djibouti, Estonia y Lituania. Bosnia y Herzegovina y Bulgaria parecen estar prontas a establecerla. El Salvador expresó interés como medio de mejorar la credibilidad y la transparencia de la política. Por razones similares, han existido propuestas en México, después de la crisis de 1995, en Perú, Brasil y Rusia. FMI, 1997.

³ Incluso, en Argentina, tanto el US dólar el peso como son medio legal de pago.

se requiere que la caja mantenga activos financieros realizables en moneda de aquella denominación al menos por un valor igual al de la moneda doméstica emitida. En otras palabras, en un sistema de caja de conversión no puede haber emisión sin respaldo, éste debe ser como mínimo del 100%” (Richard, 1991).

Otra característica de una caja de conversión “pura” es la prohibición expresa de comprar o mantener títulos del gobierno o de empresas locales⁴. Esto significa que una caja de conversión (a diferencia de un banco central) no puede funcionar como “prestamista de última instancia” sea del gobierno o de los bancos comerciales.

Existen entonces dos importantes restricciones a la capacidad de emisión de dinero por parte de una caja de conversión definida en sentido estricto: i) no puede financiar (esto es, monetizar) los déficits presupuestarios del gobierno y ii) no puede regular la oferta monetaria realizando operaciones de mercado abierto u operaciones de redescuento a la banca comercial. Precisamente estas dos estrictas limitaciones son las que lo hacen deseable y, al mismo tiempo, son las que generan oposición política al sistema por la renuncia a opciones de gestión económica discrecional por parte de los gobernantes que implica el régimen.

3. Principios operativos

La decisión de establecer una caja de conversión implica resolver al menos seis aspectos principales:

- ¿Qué obligaciones se respaldarán?
- ¿Hasta qué monto?
- ¿A cuál moneda vincularse?
- ¿Con qué activos respaldar la moneda local?
- ¿A qué tipo de cambio?
- ¿Quién tendrá acceso a la caja?

3.1 Obligaciones que se respaldarán

En el sistema más simple se respaldan sólo billetes, como es el caso de Hong Kong, en donde la caja de conversión no

⁴ Dado que una caja está limitada a emitir moneda sólo como contrapartida de “activos financieros realizables” que sean libremente convertibles en la moneda de reserva, es inconveniente para la fortaleza del régimen crear moneda interna por la vía de la concesión de crédito como convencionalmente hacen los bancos centrales.

interviene directamente en las operaciones interbancarias y por tanto en otras obligaciones de base monetaria.

En Argentina y Estonia, el banco central sí participa en las transacciones entre bancos comerciales en razón de que, de no existir créditos interbancarios, los pagos serían realizados usando cuentas mantenidas en el banco central⁵. En estos dos países se optó por no deteriorar la confianza en las cuentas en el banco central denegando su convertibilidad; así, la garantía de cambio a moneda extranjera se aplica tanto a billetes como a depósitos con el ente emisor⁶.

3.2 Monto a respaldar

Con el fin de establecer confianza en la capacidad de honrar el compromiso de convertibilidad, la caja de conversión debe iniciar con divisas suficientes para respaldar una proporción sustancial del valor de las obligaciones relevantes al tipo de cambio que se seleccione. Si existiera erosión de la confianza, la proporción debería ser como mínimo del 100%.

Lo ideal, al establecer una caja de conversión, es que la oficina encargada de operarla o el banco central, si es que aún existiera, posea un exceso de reservas para enfrentar contingencias tales como quiebras de bancos.

A manera de ejemplo, Hong Kong tiene activos mucho mayores que los requeridos para asegurar la convertibilidad. Argentina, donde la Ley de Convertibilidad requiere un respaldo pleno de la base monetaria, el banco central también posee reservas en exceso, aunque al iniciarse el sistema la posición neta de reservas era negativa.

3.3 Moneda de vínculo

La escogencia de la divisa a la cual vincularse depende de la fortaleza de esa moneda y de las relaciones comerciales actuales o previstas del país.

En los casos de Hong Kong y Argentina, la escogencia obvia fue el US dólar, pues era la unidad de cuenta dominante en sus transacciones comerciales y financieras internacionales. En Estonia, aunque inicialmente se escogió la unidad monetaria europea (ECU), los problemas prácticos para la administración de reservas y la determinación del tipo de cambio al no vincularse a una sola moneda conocida, hizo

⁵ Si bien en Argentina las transacciones entre bancos son muy eficientes, en el caso de Estonia al momento de constituir la caja de conversión, el único medio de realizar operaciones interbancarias era el banco central.

⁶ Eventualmente, algunas exigibilidades en moneda local de otras instituciones pueden ser cambiadas por divisas en cantidades estrictamente limitadas y de acuerdo a criterios predeterminados.

que se seleccionara finalmente el marco alemán por su fortaleza y prestigio.

3.4 Activos de respaldo

La caja de conversión debería respaldar la moneda local con reservas externas mantenidas en activos financieros remunerados denominados en la divisa a la que se vinculó la moneda. Si se emplearan activos en moneda nacional es importante que la proporción sea tan reducida como para que sea improbable que una corrida agote el componente de respaldo en moneda extranjera.

En Argentina, se permite que una porción pequeña de esos activos esté en la forma de deuda del sector público en moneda extranjera, 33% como máximo, de manera tal que la base de efectivo podría convertirse hasta en dos terceras partes antes de tener que recurrir a esos activos. En Estonia, al principio el grueso de las reservas se mantenía en oro y luego en marcos alemanes. En Hong Kong, la mayor parte está en activos financieros remunerados denominados en dólares; el propósito es asegurar que los movimientos en los precios de los activos no erosionen la cobertura así como ganar intereses que aumenten el capital del banco central/caja de conversión o que provean eventualmente ingresos al gobierno.

3.5 Escogencia del tipo de cambio

Existen tres factores a considerar para la selección del tipo de cambio:

- a El grado de sub o sobrevaluación de la moneda desde el punto de vista de competitividad.

Como en toda modalidad de fijación cambiaria, es importante que el régimen inicie con un tipo de cambio cercano al de equilibrio y, en especial, que no exista sobrevaluación de la moneda nacional que afecte las posibilidades de respaldo⁷.

- b La consistencia del tipo de cambio con el nivel de reservas de respaldo.

⁷ La situación que históricamente se ha enfrentado al introducir una caja de conversión es la ocurrencia reciente de una devaluación importante que se busca detener en parte con ese mecanismo. En tales circunstancias, es muy probable que la sobrevaluación de la moneda nacional, si existía, haya sido eliminada por el ataque especulativo. De no ser así, debería realizarse el ajuste pertinente antes de iniciarse el sistema a fin de procurar la mayor confianza posible en la viabilidad del sistema al menos en el mediano plazo.

Las implicaciones de la escogencia de un tipo de cambio sobre las posibilidades del respaldo de la moneda doméstica imponen una importante restricción a la decisión de apreciar la moneda nacional. Obviamente, esa limitación es menor conforme mayores sean los recursos disponibles por parte de la caja de conversión, pero obviamente una sobrevaluación de la moneda puede atentar gravemente contra la permanencia del régimen.

- c El grado en que el nuevo tipo de cambio difiera del vigente en el mercado.

En Hong Kong, Argentina y Estonia, los tipos de cambio se escogieron muy cercanos a la tasa existente en el mercado en el momento de la fijación. Existen buenas razones para no desviarse del tipo de cambio prevaleciente a menos de que sea necesario, debido a que cualquier conocimiento previo de esa intención llevaría a ingresos especulativos si se prevé que se situará en un tipo de cambio menor o a egresos no deseados en otro caso.

3.6 Acceso a la caja de conversión

En Hong Kong, sólo los bancos emisores tienen el derecho de convertir dólares de Hong Kong en efectivo en dólares de los Estados Unidos. Los individuos y las empresas realizan sus transacciones con esas entidades con lo que dependen del arbitraje y de la competencia del sistema bancario para lograr tipos de cambio equivalentes al fijado.

En Argentina, sólo los bancos que operan con el banco central tienen, en la práctica, el derecho de cambiar pesos (originalmente australes) por dólares.

En Estonia, al principio se consideró conveniente establecer una ventanilla a través de la cual el público en general pudiera cambiar sus billetes, a fin de demostrar que la garantía cambiaria era genuina. Con posterioridad, sólo los bancos tienen de facto acceso al Banco de Estonia.

4. Implicaciones de política para el banco central

La fortaleza que confiere una caja de conversión al tipo de cambio en comparación con otros regímenes no está exenta de costos; la operación de un sistema de esta naturaleza entraña cambios en la estructura institucional y en el accionar normal del banco central y conlleva un conjunto de restricciones, aparte de las que tiene toda fijación cambiaria convencional, para la conducción de la política fiscal y monetaria.

4.1 Organización institucional de la caja de conversión

La conformación institucional de las cajas de conversión difiere de país en país, reflejando en gran medida la

existencia o no de un banco central antes de la introducción del sistema.

En Hong Kong, el Fondo de Intercambio había existido hasta 1974 en virtud de la operación previa de cajas de conversión de manera que la reapertura no significó un verdadero cambio en la estructura institucional. A partir de 1993, el Fondo empezó a publicar sus estados contables; sus obligaciones consisten principalmente en Certificados de Deuda, instrumentos que confieren a su poseedor el derecho de emitir billetes en dólares de Hong Kong por un valor equivalente.

En Argentina, la caja de conversión no significó un cambio estructural del banco central en un sentido contable y su hoja de balance detallando la base monetaria y la composición de los activos es publicada de manera normal.

En cuanto al Banco de Estonia, cuya organización interna se empezó a formar con la caja de conversión, se conformó para fines contables y operativos una división formal en la hoja de balance: un Departamento de Emisión, responsable de la caja de conversión, y un Departamento de Banca, responsable de las otras actividades del banco central. El Departamento de Emisión es endógeno a la economía en tanto no es controlado por las autoridades mientras que el de Banca representa el lado exógeno o de política de la institución. Ello trata de evitar que la caja de conversión se vea influenciada por actividades discrecionales y asegurar el respaldo de la moneda. El Departamento de Banca mantiene las reservas excedentes por sobre los requerimientos de sistema y cuando es necesario provee con esos recursos préstamos de emergencia a los bancos comerciales; para hacerlo, adquiere moneda local de la caja a cambio de los marcos alemanes.

4.2 Finanzas públicas

Uno de los requisitos más importantes para aplicar una caja de conversión es que no exista del todo financiamiento de la caja al gobierno o que ese crédito sea en extremo reducido.

En caso de que el mecanismo se aparte de ese principio, para mantener la credibilidad en el sistema los activos públicos no deben estar en términos de moneda local, ya que minaría la capacidad del banco central de honrar su compromiso cambiario (caso de Argentina, donde una parte de la base monetaria está respaldada por deuda del gobierno denominada en dólares).

En razón de que el gobierno no podría obtener crédito del banco central, si requiriera financiamiento interno debe obtenerlo de la banca comercial, lo cual limita las fuentes de recursos para el gobierno coadyuvando a la disciplina fiscal.

4.3 Operaciones de mercado abierto

Bajo una caja de conversión pura, tanto el nivel de las tasas de interés como la curva de rendimientos son determinados por el mercado, puesto que el sistema priva a las autoridades de la posibilidad que brinda la fijación cambiaria de realizar intervención esterilizada de divisas (compra o venta con fines cambiarios compensada por operaciones de mercado abierto de moneda local) y afectar con ello las tasas de interés.

En esencia, una caja de conversión puede ser vista entonces como un sistema de tipo de cambio fijo bajo el cual se prohíben las operaciones de mercado abierto y así la esterilización. Esto implica una pérdida de control sobre las tasas de interés a cambio de una mayor fortaleza cambiaria.

Mientras que lo ideal bajo una caja de conversión es no realizar operaciones de mercado abierto, algunos países realizan en algún grado esa práctica. En Hong Kong, se ha intervenido ocasionalmente para moderar las fluctuaciones en las tasas de interés, indirectamente a través del mercado cambiario o emitiendo títulos para realizar operaciones de mercado abierto tradicionales. Otros pasos tendientes a funcionar más como un banco central convencional han sido el tratar de estabilizar las tasas de interés overnight; ello con base en la alta capitalización de la caja de conversión y con fines de reducir la gran movilidad de capitales de Hong Kong. Obviamente, el peligro de una política de este tipo aumenta conforme las reservas sean más escasas.

En Argentina, las operaciones de mercado abierto se llevan a cabo con la sola intención de suavizar las fluctuaciones intramensuales en la demanda por efectivo, tendiendo a anularse en el transcurso del mes y sin exceder el 1% de la base monetaria.

Resumiendo, a pesar de que el llevar a cabo prácticas de estabilización mediante operaciones de mercado abierto no compromete necesariamente la operación de una caja de conversión, el tratar de controlar las tasas de interés es desaconsejable. Los intentos de hacerlo podrían llevar a un colapso temprano del sistema, ya que usualmente se traducen en cambios de reservas, proceso que puede continuar de manera indefinida si esas variaciones son esterilizadas.

Además, si las tasas de interés se establecieran a niveles muy bajos, los bancos estarían sujetos a desembolsos excesivos que los podrían llevar a una situación crítica. Por lo anterior, ese tipo de controles por parte de las autoridades

están ausentes en los tres países utilizados como referencia⁸.

4.4 Prestamista de última instancia

Las mismas restricciones a la capacidad de influenciar las tasas de interés también limitan la operación de la caja de conversión como garante del sistema bancario.

En todo caso, el apoyo financiero que puede ser ofrecido a un banco débil debería limitarse sólo a los excesos de reservas internacionales sobre los requerimientos de la caja de conversión, si los hubiere. Por esa razón, es importante asegurar en lo posible que existan reservas disponibles para lo cual es crucial la escogencia del tipo de cambio apropiado. Además, tales recursos excedentes deberían ser usados solamente en circunstancias en las que se arriesgue la estabilidad del sistema bancario como un todo, por lo que la supervisión prudencial y el velar por el fortalecimiento de la posición de capital de los bancos, adquiere gran importancia bajo este régimen a fin de prevenir la necesidad de asistencia por parte de las autoridades monetarias.

4.5 Requerimientos de encaje

Bajo el sistema de caja de conversión más simple, en el que se asegura la convertibilidad sólo para billetes, no existe razón de exigir reservas aparte de aquellas que aseguran la liquidez de los bancos, debido a la usual inexistencia de un banco central tradicional⁹.

No obstante, cuando las transacciones interbancarias están poco desarrolladas, puede ser prudente establecer altos requerimientos de reservas a fin de asegurar que los bancos puedan honrar sus pagos, aún afectando la rentabilidad de las instituciones financieras. Como en cualquier otro sistema, tenencias altas de reservas implican costos en términos del margen de intermediación financiera por lo que se debería tratar de que éstas sean reducidas¹⁰.

4.6 Posibilidades de devaluación y revaluación

⁸ Sin embargo, puede existir algún tipo de control sobre las tasas de interés; en Hong Kong, debido a que los bancos operan como un cártel, fijan las tasas de interés sobre los depósitos con base en reuniones periódicas.

⁹ Como es el caso de Hong Kong. En Argentina y Estonia, los bancos centrales mantuvieron los encajes luego de la introducción de las cajas de conversión.

¹⁰ Debe tomarse en cuenta sin embargo que, en ausencia de otros instrumentos de política monetaria, los ajustes en los requerimientos de reservas pueden proveer alguna capacidad de influencia monetaria a los encargados de la política económica si se realizan de manera moderada.

Si bien el tipo de cambio que se fija como parte del sistema de una caja de conversión podría ser ajustado, esto ocurre raramente dentro de los regímenes más estrictos.

Desde la introducción de la caja de conversión, en los tres países de referencia han habido tendencias a la apreciación real de la moneda nacional, lo cual ha llevado a discutir, sin éxito, la posibilidad de una realineación.

En Hong Kong, por ejemplo, se ha debatido en varios momentos realinear la moneda local tanto hacia arriba como hacia abajo dependiendo de la presión prevaleciente sobre el tipo de cambio. Esas propuestas se han rechazado bajo el criterio de que si se elimina la certidumbre sobre el tipo de cambio, se compromete el éxito del sistema. Además, se ha considerado que, de tomar una medida de ese tipo, las tasas de interés de mercado se harían más variables en lo sucesivo, según fueran las perspectivas de futuros ajustes cambiarios. Precisamente, la credibilidad de que gozan las cajas de conversión en comparación con las fijaciones convencionales, dependen, en gran medida, de la confianza en que los realineamientos no van a ocurrir.

4.7 Controles cambiarios

Una caja de conversión opera más efectivamente bajo condiciones liberales y en particular cuando los mercados están bien desarrollados.

Esos requisitos los cumple con creces Hong Kong. En Argentina, los últimos vestigios de controles de capitales fueron eliminados en 1992 y el capital puede fluir libremente en los mercados de dinero bien desarrollados que existen. La caja de Estonia fue establecida en un marco de controles de capitales por el riesgo potencial de quiebras bancarias ante un sistema cambiario tan riguroso como el de la caja de conversión, dada la fragilidad del sistema bancario. Después de enfrentar algunas crisis bancarias, el continuo aumento de la demanda por base monetaria y el consiguiente incremento de reservas, permitió la eliminación de todos los controles cambiarios a fines de 1993.

5. Mercado cambiario, tasas de interés, inflación y competitividad

En el estudio de las cajas de conversión surgen usualmente algunas interrogantes con respecto al papel que jugaría el mercado cambiario, si este prevaleciera bajo ese sistema, así como la determinación de las tasas de interés. Además, una preocupación importante atañe a la inflación interna y a los efectos sobre la competitividad de renunciar a una política cambiaria activa.

5.1 El papel del mercado cambiario

Aún cuando la caja de conversión fije el tipo de cambio entre efectivo y moneda extranjera, todavía puede haber la posibilidad de que exista un mercado cambiario activo, a pesar de que las desviaciones de esa tasa difícilmente serían de magnitud importante.

Bajo el tipo de arreglo de Hong Kong, donde el respaldo es sólo para billetes, el papel principal del mercado cambiario es permitir a los bancos transar unos con otros sus depósitos en moneda extranjera. De la misma manera en que bajo el patrón oro se permitían pequeñas desviaciones en los tipos de cambio ("puntos oro") más allá de los cuales era rentable realizar arbitraje, en una caja de conversión pueden ocurrir pequeñas desviaciones sobre la tasa fijada en el mercado cambiario (por depósitos de los bancos). Si existiera presión sobre la moneda, no es probable que la desviación sea grande debido a que el arbitraje (demanda de moneda extranjera y reducción de la base monetaria) induciría a los bancos a elevar las tasas de interés en moneda local hasta el nivel requerido para abortar el arbitraje.

Cuando la caja de conversión respalda la base monetaria en lugar de sólo billetes, esas desviaciones tenderían a ser bastante menores dado que las transacciones interbancarias pueden realizarse con cheques girados sobre las cuentas de los bancos con el banco central donde la equivalencia de la divisa está garantizada.

En Hong Kong, la variancia del tipo de cambio de mercado con respecto al oficial ha sido muy pronunciada, con desviaciones de más del 1%. El rápido crecimiento económico ha provocado un incremento en la demanda por dinero que ha elevado el tipo de cambio de mercado manteniéndolo consistentemente por encima del oficial.

En Argentina, donde la convertibilidad se aplica tanto a los depósitos de los bancos en el banco central como a los billetes, la variancia ha sido mucho menor que en Hong Kong.

5.2. El papel de las tasas de interés

En principio, bajo una caja de conversión las tasas de interés serían establecidas a discreción de los bancos comerciales. Sin embargo, por las posibilidades de arbitraje, los réditos probablemente no se desviarían mucho ni por mucho tiempo de aquellas aplicables a la moneda de vinculación, excepto en el tanto en que exista un premio por riesgo que refleje ya sea la probabilidad de incumplimiento o de realineamiento.

En Hong Kong, las tasas de interés se apartan frecuentemente por arriba y por debajo de las estadounidenses, algunas veces en montos significativos, pero existe una tendencia a seguirlas en el largo plazo.

En Argentina, por ejemplo, las tasas locales tendieron a mantenerse por encima de las equivalentes en dólares durante 1991 y 1992, en parte debido a la fuerte demanda por dinero resultante del crecimiento de la economía y reflejando también algunas preocupaciones sobre la viabilidad del mecanismo, lo que desembocó en un ataque especulativo contra el peso y una pérdida de 3% de la base monetaria en tres días. La reducción de la oferta monetaria que ello generó forzó el alza de las tasas de interés al equivalente de 85% anual. Sin embargo, ese ataque falló en pocos días y las reservas fueron rápidamente restablecidas con lo que las tasas de interés retornaron a la normalidad. Con posterioridad, el premio sobre las tasas en dólares se redujo significativamente, como reflejo de la mayor confianza en el sistema cambiario, después de esa crisis.

5.3 Inflación y competitividad

Aunque las tasas de interés locales tienden a seguir a las tasas de la moneda de vinculación en el mediano plazo, la tasa de inflación podría no hacerlo. Ello en razón de que la moneda escogida como vínculo corresponde usualmente a la de una economía industrializada "madura económicamente" donde la tasa de crecimiento de la productividad y del ingreso tiende a ser menor que la de los países que adoptan las cajas de conversión. Los países de menor desarrollo, por contar con un sector de bienes no comercializables de oferta inelástica (bienes raíces y servicios), el precio relativo de esos bienes puede crecer más rápidamente que en las economías desarrolladas, fenómeno que explica por qué la inflación en Hong Kong se mantiene consistentemente por encima de la de Estados Unidos desde su establecimiento en 1983, a pesar de la vinculación a su moneda.

Sin embargo, esa razón no explica de manera tan clara el mayor crecimiento de los precios al consumidor en Argentina. En este caso, puede pesar más el mejoramiento de la confianza y por ende de los gastos en consumo con respecto al ingreso que ha conllevado la puesta en práctica del mecanismo en ese país.

En Estonia, es probable que el proceso inflacionario sea la principal causa de la subvaluación inicial de la divisa unido al crecimiento de la productividad. El régimen de tipo de cambio fijo escogido por este país, si bien ha resultado en menor inflación que otros estados bálticos, no es comparable con la de Alemania a cuya moneda se vinculó.

Usualmente, la apreciación real de la moneda hace surgir preocupaciones acerca de la competitividad y la balanza de pagos. Aunque en el caso de Hong Kong ello es causado probablemente por el crecimiento de la productividad, por lo que la preocupación no estaría bien fundamentada, en Argentina y Estonia sí lo sería. En el tanto en que el gasto excesivo presione los precios internos, puede reversar los ingresos de capitales que suplen el crecimiento del efectivo para hacer frente a esa mayor demanda. El resultado sería un aumento en las tasas de interés y una contracción de la demanda, con lo que el proceso se autocorregiría.

En todo caso, la credibilidad en la caja de conversión depende, en gran parte, de que se confíe en que se ha renunciado a la opción de devaluar o revaluar la moneda local. Cuando el tipo de cambio real se desalinea bajo una caja de conversión, se debe poner aún más atención a solucionar las rigideces de precios y de salarios que bajo un vínculo cambiario convencional, por los efectos nocivos sobre la economía real, en especial, el producto y el empleo.

6. Consideraciones finales

Si bien existe un marcado interés en el mundo en desarrollo hacia el sistema de cajas de conversión, algunos autores consideran que podría estarse confiando demasiado en un mecanismo de este tipo para solucionar o evitar situaciones de inestabilidad económica.

Ciertamente, los países que han adoptado este mecanismo lo han hecho en coyunturas muy especiales, sean crisis de inestabilidad económica o reformas estructurales importantes.

Entre las ventajas que se apuntan a las cajas de conversión pueden citarse las siguientes:

- i Aseguran la convertibilidad de la moneda local en moneda extranjera.
- ii Establecen disciplina macroeconómica al limitar los déficits fiscales y la inflación.
- iii Proveen un mecanismo que garantiza el ajuste de los déficits de balanza de pagos.
- iv Crean confianza en el sistema monetario del país.

Sin embargo, se mencionan también desventajas:

- i Puede ser difícil acopiar suficientes reservas internacionales para respaldar la base monetaria en un ciento por ciento a fin de implementar el sistema.
- ii Existe el peligro de que con un tipo de cambio fijo llegue a sobrevalorarse rápidamente la moneda nacional, en especial si la caja de conversión es implementada como un intento de detener una inflación elevada.
- iii Un tipo de cambio fijo puede hacer más costoso el ajuste ya que impide el uso de modificaciones cambiarias para facilitar el proceso, especialmente ante las rigideces de precios y de salarios usuales en las economías en desarrollo, agravando la recesión económica.
- iv La caja de conversión no puede actuar como prestamista de última instancia en el evento en que las sistema financiero enfrente crisis de liquidez.
- v A pesar de que elimina el uso de políticas monetarias activas para estabilizar la economía, la capacidad del mecanismo de lograr disciplina fiscal sigue dependiendo de manera importante de la voluntad política del gobierno de ser mesurado en ese campo.
- vi La renuncia al señoreaje es el costo de respaldar totalmente la base monetaria con la moneda extranjera, excepto en caso de que el mismo sistema persuada al público a sustituir por moneda doméstica sus tenencias de moneda extranjera. Es claro que el país renuncia a llevar a cabo una política monetaria independiente y se convierte en parte del área económica regida por el emisor de la moneda a la que se vincula, esto es, le rinde señoreaje.

En razón de las importantes ventajas y desventajas de adoptar una caja de conversión en sustitución de un banco central, la opción será preferible a otras dependiendo de las circunstancias particulares del país. Williamson, por ejemplo, identifica al menos dos situaciones en que las que las cajas de conversión son la mejor elección:

- i Cuando el colapso de la confianza en la autoridad monetaria local ha sido tan grande que sólo la renuncia de la soberanía monetaria puede restablecerla.
- ii Cuando un país está determinado a usar a cualquier costo un tipo de cambio fijo como ancla nominal para estabilizar la inflación (según parece haber sido el caso de Argentina).

En todo caso, debe tomarse en cuenta que las cajas de conversión conllevan la pérdida de un significativo número de grados de libertad al conjunto de instrumentos de las autoridades económicas. Además, requiere mecanismos que fortalezcan la posición del sistema bancario y minimicen la posibilidad de crisis, así como tomar medidas tendentes a

reducir las rigideces de precios y de salarios y otros trastornos de la economía que coadyuven al ajuste económico y eviten los efectos indeseados del tipo de cambio fijo sobre la producción y el empleo, muchas de las cuales son medidas de difícil adopción.

BIBLIOGRAFÍA

Bennett, Adam. *Currency Boards: Issues and Experiences*. PPAA/94/18. Fondo Monetario Internacional. Setiembre, 1994.

Fondo Monetario Internacional. *Currency Board Arrangements. Issues and Experiences*. (By a Staff Team led by Tomás Baliño and Charles Enoch). Occasional Paper 151. Agosto, 1997.

Judy, Richard. *Currency Boards: An Idea Whose Time Has Come?* Center for International Private Enterprise. 1995. <http://www.cipe.org/e15/guest.html>

OED. *Argentina: Country Assistance Review*. Report number: 15844. Banco Mundial. 1996. <http://www.worldbank.org/html/oed/15844>

Williamson, John. *Currency Boards Are Not The Answer*. 1995. <http://www.iie.com/cboard.htm>

Anexo 1

Elementos básicos de las cajas de conversión de Argentina, Estonia y Hong Kong

	Argentina	Estonia	Hong Kong
Fecha de establecida	<i>Marzo, 1991</i>	<i>Junio, 1992</i>	<i>Octubre, 1983</i>
Agencia administrativa	<i>Banco Central de la República Argentina</i>	<i>Banco de Estonia</i>	<i>Exchange Fund (EF) bajo la supervisión de la Autoridad Monetaria de Hong Kong</i>
Régimen previo	<i>Flotante</i>	<i>Rublo</i>	<i>Flotante</i>
Reglas cambiarias			
Moneda de reserva	<i>Dólar de USA</i>	<i>Marco alemán</i>	<i>Dólar de USA</i>
Tipo de cambio	<i>US\$ 1 = Arg\$ 1</i>	<i>DM 1 = EEK 8</i>	<i>US\$ 1 = HK\$ 7,8</i>
Acceso a convertibilidad en autoridad monetaria	<i>En principio, el público en general. En la práctica, sólo las instituciones financieras y las casas de cambio.</i>	<i>En principio, el público en general. En la práctica, sólo los bancos.</i>	<i>Bancos emisores de billetes</i>
Control cambiario	<i>Ninguno</i>	<i>Ninguno</i>	<i>Ninguno</i>
Reglas de respaldo			
Cobertura	<i>Totalidad de la base monetaria</i>	<i>Totalidad de la base monetaria</i>	<i>Totalidad de los Certificados de Endeudamiento emitidos ante los bancos emisores como respaldo por moneda</i>
Activos elegibles	<i>Activos externos, oro y títulos de deuda pública denominados en dólares.</i>	<i>Activos externos, principalmente oro y activos financieros remunerados denominados en marcos alemanes.</i>	<i>Activos externos</i>
Posibilidad de cambiar las reglas cambiarias o de respaldo	<i>Sólo por ley del Congreso</i>	<i>El Banco tiene la potestad de revaluar la moneda local. Si se requiere devaluar debe hacerse por ley del Congreso.</i>	<i>Información no disponible</i>
Transferencia de ganancias	<i>Las utilidades del banco central pueden ser usadas para constituir un fondo de reserva hasta que éste alcance el 50% del capital del banco; posteriormente éstas pueden ser transferidas al fisco</i>	<i>El señoreaje, en la forma de los intereses ganados, es traspasado al Departamento Bancario.</i>	<i>El EF retiene los intereses obtenidos de las tenencias de activos y de las fluctuaciones en el valor del oro</i>

Fuente: Fondo Monetario Internacional, 1997

Anexo 2

Reseña de la evolución económica reciente de la República Argentina

Panorama general

Durante los años ochenta, Argentina fue un muy buen ejemplo de inestabilidad económica. El déficit del sector público era descomunal y la nación estaba en mora con su deuda externa, reinaba la hiperinflación y existía una fuga masiva de capitales. En 1989, el gobierno de Carlos Menem inició una serie de reformas económicas que han continuado hasta el presente. Una de las más significativas fue la promulgación de la Ley de Convertibilidad en abril de 1991, la cual estableció un nuevo régimen de tipo de cambio fijo en el que el peso era respaldado en un 100% por moneda extranjera y lo hizo libremente convertible uno a uno en dólares de los Estados Unidos, esto es, implementó una caja de conversión. Las reformas económicas pretendieron la liberalización y la privatización de la economía, reducir el déficit del sector público y bajar la inflación. Los resultados fueron muy positivos: de un 40% mensual en 1989, la inflación se redujo de manera sostenida y fue menos del 4% para todo 1994; la tasa de crecimiento aumentó, la inversión extranjera creció y las reservas internacionales se triplicaron entre 1991 y 1995.

Sin embargo, el cuadro económico no es del todo optimista. El peso se apreció significativamente en términos reales (en más del 100% entre 1991 y 1995) y el déficit en cuenta corriente creció de manera acelerada, tanto por razones positivas: fuerte inversión extranjera directa, como no tan positivas: crecimiento acelerado de las importaciones de bienes de consumo y pérdida de la competitividad de las exportaciones. El déficit fiscal se mantiene alto e inflexible. La tasa de ahorro permanece estancada en alrededor del 15% del PIB, lo que mantiene baja la inversión y hace muy dependiente al país del exterior para financiar las inversiones de capital. Hasta 1993, la mayor parte de la inversión extranjera fue directa aunque posteriormente la inversión de portafolio la ha venido superando; cambio que incrementa la vulnerabilidad ante fugas de capitales. Además, los logros en cuanto a recuperación y estabilidad económica bajo el programa de reformas económicas se dieron a costa de elevados niveles de desempleo, caídas de los salarios reales y de un deterioro de la competitividad ante el exterior.

En la historia de la economía argentina de los últimos años pueden identificarse tres subperiodos.

1985-1989:	<i>Ambiente de extrema inestabilidad macroeconómica y financiera.</i>
1990 a 1995:	<i>Adopción de amplias y profundas reformas, estabilidad y recuperación económica.</i>
Desde 1995:	<i>"Efecto tequila" y prueba de la sostenibilidad de la política económica.</i>

1. Periodo 1985-1989: el fracaso de los planes económicos del Presidente Raúl Alfonsín

Por décadas, Argentina no logró alcanzar el crecimiento económico potencial que permitía su abundante dotación de recursos. Para 1985, el país sufría las consecuencias heredadas de una amplia e intensa intervención estatal en la economía: productividad decreciente, inflación creciente y escasez de inversión privada y de asistencia financiera externa.

Como causa más profunda de la debilidad económica yacía el descenso de la productividad, reflejo de la gran dependencia de la sustitución de importaciones, del control gubernamental sobre los precios relativos, del abultado sector público empresarial y de una ineficiente asignación sectorial de recursos. Ello culminaba en inestabilidad macroeconómica, excesivos déficit fiscales y una pesada deuda externa.

Con el propósito de revertir la pobre evolución económica, el gobierno de Alfonsín puso en marcha el Plan Austral en junio de 1985, el cual fue el primero de los tres programas de reforma económica importantes que aplicó sin éxito durante su administración hasta finales de la década.

El Plan Austral buscó mejorar las finanzas públicas (principalmente mediante medidas tendentes a incrementar la recaudación fiscal y reducir los gastos totales) y contener la espiral inflacionaria (principalmente mediante un plan no ortodoxo de controles cambiarios y de congelamiento de precios y salarios).

La causa del fracaso del Plan Austral, y de los dos programas de estabilización que lo sucedieron, fue precisamente la falta de efectividad de las medidas tendentes a reducir el déficit del sector público, fallas que llevaron finalmente a la hiperinflación de 1989.

El país requería enfrentar tres problemas urgentes como precondition para la profunda transformación económica que se requería; esas deficiencias estructurales eran:

- Un persistente desequilibrio fiscal causado por los elevados déficits del gobierno federal, las empresas públicas, los gobiernos provinciales y el sistema de seguridad social.
- Un deficiente sistema financiero caracterizado por una gran proporción de bancos insolventes y un débil sistema regulatorio, factor que llegó a ser crítico en 1989.
- Un sistema de servicios sociales deficiente (educación, salud y otros servicios de asistencia social; existían altas tasas de mortalidad infantil y de desnutrición entre la población general).

Los siguientes fueron los antecedentes próximos a la promulgación de la Ley de Convertibilidad en abril de 1991: en diciembre de 1989, Argentina cayó en hiperinflación, alcanzando en marzo de 1990 una tasa mensual de 95% y la economía colapsó conforme los residentes buscaban formas alternativas de establecer los precios, mantener el valor de los ahorros y realizar transacciones económicas; una fuerte contracción de la política monetaria y fiscal llevó la inflación a niveles mensuales del 11% en abril de 1990, pero a costa de un deterioro del producto real del 6% en 1989 y un crecimiento nulo en 1990 (ver cuadro adjunto).

2. Periodo 1990-1995: Las importantes reformas del gobierno del Presidente Carlos Menem

A mediados de 1989, la profunda recesión y la hiperinflación habían erosionado la confianza nacional en el gobierno y creado un terreno propicio para la reforma. Por esas fechas, el gobierno del presidente Menem anunció un nuevo programa económico basado en la promulgación de la Ley de Reforma del Estado en julio y la Ley de Emergencia Económica en setiembre de aquel año. Las reformas incluían la privatización generalizada y medidas de reducción de la inflación y de reforma fiscal, las cuales fueron comprendidas luego como parte del Plan de Convertibilidad del gobierno. Bajo la Ley de Convertibilidad de abril de 1991, vigente, el peso está plenamente respaldado por activos denominados en dólares de los Estados Unidos y es plenamente convertible a una tasa absolutamente fija de un peso por dólar. El programa fue adoptado como una nueva iniciativa para mejorar la credibilidad en la política del gobierno y establecer la estabilidad macroeconómica.

El plan estableció una caja de conversión con un tipo de cambio fijo establecido explícitamente por ley de 10.000 australes (luego, nuevo peso) por dólar y dispuso que cualquier modificación a ese valor podría realizarse sólo con una nueva legislación. La caja de conversión requería respaldar plenamente con dólares estadounidenses toda emisión de australes y, posteriormente el nuevo peso. Aún más, se estableció el dólar de los Estados Unidos como moneda de curso legal dentro de la República Argentina.

El propósito del programa fue establecer una estricta disciplina sobre la política monetaria y fiscal. Las reglas de la caja de conversión limitaban la capacidad del gobierno de incurrir en déficits fiscales y de financiarlos mediante la creación de nuevos medios de pago y restringía también la capacidad del banco central de llevar a cabo una política monetaria activa.

Después de un periodo de agitación económica durante el primer año de la nueva administración, el plan generó finalmente confianza en la economía y atrajo importantes ingresos de capital privado. A su vez, el mejor clima económico permitió al gobierno lograr un acuerdo con acreedores para negociar pagos atrasados y reducir el servicio de la deuda a niveles sostenibles para el fisco.

Con estas medidas, la posición macroeconómica de la Argentina mejoró de manera rápida e importante. La inflación bajó progresivamente desde una tasa mensual del 11% en marzo de 1991 hasta alcanzar un nivel anual de menos del 1% en 1996. El producto creció en forma muy acentuada no obstante la apreciación real de la moneda local que ocurrió debido a que la inflación no se detuvo frente a un tipo de cambio constante. Además, ocurrieron deterioros de la balanza comercial y de la cuenta corriente de la balanza de pagos, resultados potencialmente problemáticos que se observan comúnmente en los programas de estabilización basados en el tipo de cambio.

3 El plan de convertibilidad y la sostenibilidad de la política económica después del “efecto tequila”

En el proceso se detectaron dos problemas: i) a pesar del éxito del Plan de Convertibilidad en abatir la inflación, su adopción incrementó la vulnerabilidad ante una súbita reversión de los flujos de capitales externos y ii) las inflexibilidades de los precios y de los salarios bajo el régimen de tipo de cambio fijo hacían más profunda la recesión necesaria para el ajuste.

Aunque los resultados del Plan de Convertibilidad basado en la privatización y en la política monetaria seguida eran evidentes, el déficit fiscal estructural (aquel que prevalece después de ser ajustado por factores transitorios sobre los ingresos y los gastos del gobierno) continuaba siendo el obstáculo más importante para asegurar su sostenibilidad. Por otra parte, era urgente aumentar la competitividad del sector privado, elemento de la mayor importancia para el desarrollo económico en el largo plazo, para lo cual se debían realizar acciones como: consolidar las reformas al sistema financiero, reducir las inflexibilidades del mercado laboral y el desempleo, mejorar la infraestructura de apoyo al sector privado y el débil marco regulatorio al poder . de las empresas privatizadas.

En resumen, el plan ha jugado un importante papel en el establecimiento de la credibilidad en la estabilidad macroeconómica. Las consecuencias derivadas de la crisis financiera mexicana de diciembre de 1994, principal reto enfrentado por la política de ese país, pusieron a prueba las medidas. En efecto, en lugar de revertir el plan, el gobierno adoptó políticas contractivas y un paquete de endeudamiento de emergencia que permitió superar la crisis que provocó la reversión de los ingresos de capitales previamente atraídos, que se temía. Pero, aunque la Argentina ha tenido éxito en superar las principales consecuencias de los eventos externos, la economía sigue siendo altamente vulnerable a choques de ese tipo y muestra los efectos usuales de una política de fijación cambiaria durante un periodo prolongado frente a niveles de inflación superiores a los internacionales. Las rigideces de precios y salarios que aún persisten en el sistema hace que el ajuste ocurra en el sector real de la economía: recesión y desempleo; además, la sobrevaluación real del peso puede estar provocando distorsiones importantes en la asignación de los recursos, en la estructura de la producción y del consumo que le imprimen gran fragilidad al sistema económico. Sin embargo, la opción de ajustar el tipo de cambio parece no estar en la agenda política de Argentina.

Argentina, principales indicadores económicos (porcientos)

	<i>1985-1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>
<i>Crecimiento PIB real</i>	-0.3	-0.1	9.5	8.4	5.3	6.7	-4.6	3.5
<i>Tasa de desempleo</i>	6.1	7.5	6.5	7.0	9.6	11.5	17.5	17.2
<i>Inflación</i>	261.7	1343.9	84.0	17.5	7.4	3.9	1.6	0.4
<i>Aumento salario real</i>		4.7	1.3	1.3	-1.3	0.7	-1.1	-0.1
<i>Aumento tipo de cambio real</i>		5.6	-16.7	-7.0	-4.5	6.0	11.0	2.3
<i>Saldo fiscal/PIB</i>		-3.8	-1.6	-0.1	1.4	-0.1	-0.4	-2.0

mendezqe@bccr.fi.cr

F:\...IEC\EC97\EC2297.DOC