

## La calidad del dinero

Por Domingo F. Cavallo<sup>1</sup>  
Universidad de París 1 – Pantheon Sorbonne  
París, Marzo 1999

### La cantidad de dinero

“El dinero importa”, pero: “lo que realmente importa es la *cantidad* de dinero”. Estas dos expresiones originadas en el trabajo académico de los monetaristas eran muy populares cuando comencé a estudiar teoría monetaria a principios de la década del ‘70<sup>2</sup>.

La inflación endémica, que por varias décadas había azotado a las economías latinoamericanas, y que, desde finales de los ‘60 y a lo largo de los ‘70, comenzaba a aparecer en los EE.UU. y en la mayoría de las economías industrializadas, se explicaba por el persistente aumento en la cantidad de dinero en las respectivas economías nacionales. Y aquellas que lograban evitar la inflación, como las economías alemana y suiza, eran las que controlaban mejor el crecimiento de la oferta monetaria.

Durante los ‘80 en América del Norte, Europa, el Este Asiático y Oceanía, y durante los ‘90 en América Latina, se observó un generalizado proceso de desinflación que los monetaristas atribuyen a un menor ritmo de crecimiento de la oferta monetaria en las respectivas economías nacionales. Las crisis de las monedas europeas en 1992, así como la mexicana de 1995, la de los países del sudeste asiático en 1997, la de Rusia en 1998 y la de Brasil en 1999, son atribuidas a la práctica de políticas macroeconómicas demasiado expansivas, tanto en materia monetaria como fiscal, en el contexto de regímenes cambiarios poco flexibles<sup>3</sup>.

Quienes adhieren a la teoría cuantitativa del dinero y tienen esta interpretación de los principales fenómenos de inflación y estabilización de las últimas décadas, formulan una recomendación simple en materia de sistema monetario internacional: cada país debería tener una moneda controlada por su Banco Central, de tal manera de asegurar estabilidad en el nivel general de precios, y el tipo de cambio de esa moneda debería surgir de un régimen de libre flotación. No se necesitarían ni coordinación de políticas monetarias ni restricciones al movimiento de capitales. Estaría asegurada la estabilidad de los precios en cada economía nacional y por ende en la economía mundial. No existirían crisis monetarias.

### Política monetaria

---

<sup>1</sup> Documento preparado en ocasión de la Ceremonia de Entrega del Doctorado Honoris Causa de la Universidad de París 1 – Pantheon Sorbonne

<sup>2</sup> Ver Friedman (1968, 1969, 1970, 1971, 1972) y Allais (1957, 1962, 1965, 1969, 1970, 1972).

<sup>3</sup> Ver I.M.F. (1996).

Mi primer trabajo académico sobre teoría monetaria se transformó en mi tesis doctoral presentada en abril de 1977 en la Universidad de Harvard. Era la época en la que en el mundo occidental se hablaba de la *estanflación*: la combinación de estancamiento económico con inflación. Me propuse entender por qué las políticas de estabilización basadas en una reducción drástica del ritmo de crecimiento de la oferta monetaria, solían producir efectos inicialmente estanflacionarios, algo que había sido observado en varias oportunidades en Argentina.

Mi análisis mostró que si bien la drástica reducción del crecimiento de la oferta monetaria pone en marcha fuerzas estabilizadoras por el lado de la demanda de bienes y servicios, al mismo tiempo, produce un fuerte aumento del costo del capital. Este es provocado por el aumento de las tasas de interés que sigue a la contracción monetaria. El encarecimiento del costo del capital de trabajo, que es un factor variable de la producción aún en el corto plazo, produce una reducción de la oferta de bienes y servicios. El efecto sobre el nivel de actividad económica es claro e intenso: una fuerte caída, provocada tanto por la contracción de la demanda como por la contracción de la oferta. Pero el efecto sobre los precios es incierto. Puede incluso inducir un aumento inmediato en el nivel de precios, si la caída de oferta supera a la caída de la demanda<sup>4</sup>.

La intensidad de estos efectos va variando en el tiempo, y de mantenerse la política monetaria restrictiva por períodos suficientemente largos, se produce eventualmente la estabilización de los precios. Pero, en el ínterin, el Banco Central debe resistir las presiones en pro del relajamiento de la política cuantitativa que emergen de los costos recesivos asociados a la desinflación.

La relevancia de este efecto estanflacionario inicial de las políticas monetaristas de estabilización no es universal. Reflexiones y observaciones posteriores a la presentación de mi tesis doctoral me llevaron a la conclusión de que este fenómeno sólo se producía en economías cerradas al movimiento de capitales.

Cuando la economía es financieramente abierta, la contracción monetaria y el aumento inicial de la tasa de interés induce una entrada de capitales que provoca una apreciación de la moneda, con lo que cobran intensidad las fuerzas estabilizadoras del nivel de precios y se evitan los efectos estanflacionarios iniciales.

Desde finales de la década del '70 y durante la década del '80, muchas economías del mundo comenzaron a remover las restricciones al movimiento de capitales, es decir, se transformaron en economías financieramente más abiertas. El fenómeno de la *estanflación* dejó de ser una preocupación importante y el control cuantitativo del dinero se transformó en la prescripción prácticamente universal para la lucha contra la inflación y la conquista de la estabilidad del nivel general de precios.

---

<sup>4</sup> Este fenómeno de aceleración inflacionaria acompañado por una caída en el nivel de actividad económica era similar al que por entonces estaba produciendo el aumento del precio del petróleo que había sucedido a la creación de la OPEC. A ese fenómeno se lo había comenzado a conocer como estanflacionario, de ahí que yo usara esa terminología en mi tesis doctoral. Ver Cavallo (1977).

Sin embargo, la recesión originada en la suma de los efectos contractivos de demanda y oferta de bienes y servicios, con el consiguiente efecto sobre el desempleo, siguió constituyendo el costo social de las políticas monetaristas de estabilización, al menos en las economías con larga historia de inflación originada en el financiamiento monetario de altos déficits fiscales<sup>5</sup>.

Un balance de los logros de las economías nacionales en materia de estabilización hacia finales de la década del '90 muestra la conquista de la estabilidad en dos de las economías nacionales más grandes, EE.UU. y Alemania; en las economías nacionales de Europa Occidental; Canadá, Panamá y la Argentina en América; y Singapur, Hong Kong, Taiwan, Australia y Nueva Zelandia en Asia y Oceanía.

En todo el resto de las economías de cierto tamaño, excepto Japón, se mantienen tasas de inflación superiores al 3% anual. Algunos países como Chile, Israel, Colombia y Bolivia consiguieron mantener en el tiempo sus políticas de estabilización, sin grandes sobresaltos, desde mediados de los '80. Lo mismo ocurrió con Perú, Polonia y Hungría desde principios de los '90. Pero en ninguno de estos casos se logró crear un clima de estabilidad permanente en el nivel general de precios y, por consiguiente, la inflación sigue siendo un problema a resolver. Otras naciones, que por algunos años habían logrado avances en la lucha contra la inflación, desembocaron en crisis monetarias y financieras que reintrodujeron esos flagelos en sus economías nacionales y soportan hoy tasas de inflación bastante más elevadas. Entran dentro de esta categoría México, Tailandia, Filipinas, Malasia, Corea, Indonesia, la República Checa, Rusia y Brasil. Queda finalmente otro grupo de economías emergentes que no lograron en la década del 90 implementar planes duraderos de estabilización, tales como Turquía, Venezuela y Ecuador.

En el otro extremo, y como excepción a lo ocurrido en estos dos grupos de naciones, Japón está viviendo un fenómeno de deflación que no se conocía desde la década del 30.

La pregunta que naturalmente emerge de este balance de la experiencia estabilizadora de las últimas dos décadas se refiere a las causas principales del diferente resultado en estos grupos de países. Los monetaristas tienen una respuesta muy simple: "Los países que lograron estabilizar perseveraron en el control cuantitativo del dinero. Los otros no." Yo tengo una interpretación diferente: lo que separa a estos dos grupos de países es un rasgo institucional.

Los exitosos lograron manejarse con una moneda de *calidad*, esto es, una moneda que logró remover expectativas de inflación en el largo plazo y le permitió a su economía nacional mantener una relación comercial y financiera eficaz con la economía global.

---

<sup>5</sup> En el caso de las economías emergentes, con mercados de capitales poco desarrollados y larga historia de inflación, la implementación de políticas basadas en el control cuantitativo del dinero debía ser acompañada por reformas fiscales enderezadas a reducir el déficit presupuestario y reformas financieras que alentaran el ahorro y contribuyeran a aumentar la dimensión del mercado de capitales. Los planes de estabilización apoyados por el FMI incorporaron normalmente estos dos tipos de reformas.

El segundo grupo de países basó sus políticas de estabilización en el control de monedas de menor calidad, esto es, monedas cuyos usuarios siguieron considerando propensas a permitir una cierta tasa de inflación en el largo plazo y cuyas fluctuaciones se constituyeron en un factor de perturbación de las relaciones comerciales y financieras con el resto del mundo.

En el caso de Japón la moneda no conlleva expectativas de inflación, pero sus fluctuaciones frente al resto de las monedas asiáticas que siguieron atadas al dólar, no facilitaron el funcionamiento eficaz del sistema industrial y comercial estructurado alrededor de la economía japonesa.

La combinación de mis investigaciones académicas con la experiencia desarrollada como conductor de la política económica de mi país, me ha convencido que en las economías nacionales, como en la economía global, conseguir la estabilidad del nivel de precios no tiene tanto que ver con la *cantidad*, sino más bien con la *calidad* del dinero. Y este énfasis en la calidad del dinero, lleva a conclusiones diferentes a las tradicionales en materia de sistema monetario internacional.

### **Hacia una teoría monetaria más completa**

La teoría monetaria que yo estudié en los '70 y que aún hoy se enseña en las universidades no presta gran atención a los aspectos institucionales del dinero. Es decir, no asigna importancia a la *calidad* del dinero.

Parte del supuesto de que en toda economía existe un dinero y un Banco Central que lo emite y lo administra. El grueso de la atención se pone en la política monetaria y en el manejo que realiza el Banco Central de la *cantidad* de dinero o de las tasas de interés y del tipo de cambio. Mi experiencia práctica me lleva a concluir que la teoría monetaria debería comenzar con una discusión sobre cómo consigue una economía contar con una moneda de alta calidad.

Esta discusión debe preceder a la de la política monetaria, porque para contar con un dinero de alta calidad, la economía deberá dejar de lado, al menos por un tiempo, la posibilidad de hacer política monetaria.

Será precisamente en el capítulo del dinero como institución y no en el de la política monetaria, en el que se encontrarán las respuestas a la mayor parte de los problemas de inestabilidad económica que hoy afectan al mundo.

### **La moneda como institución**

La moneda es una institución económica muy importante, tanto para la economía de mercado como para las finanzas públicas. Los precios de los bienes y servicios se miden en dinero. Los presupuestos públicos se aprueban y controlan en términos monetarios.

La mayor parte de los derechos de propiedad de las personas se definen y se hacen cumplir en valores dinerarios.

Cuando una moneda pierde valor, es decir, cuando el nivel de precios aumenta, la economía de mercado desmejora su funcionamiento porque los que compran y venden bienes y servicios no pueden distinguir fácilmente entre cambios en los precios relativos y cambios en los precios absolutos. En otros términos, una moneda de valor inconstante reduce la calidad informativa del sistema de precios de la economía. La formulación y el control de los presupuestos públicos, y en particular la recaudación de los impuestos, se hace mucho más incierta y compleja en economías inflacionarias. Cuando la moneda cambia de valor de manera errática, se produce una alteración arbitraria en los derechos de propiedad definidos en términos monetarios.

En síntesis, una moneda que no es capaz de mantener un valor constante desmejora el funcionamiento de los mecanismos fundamentales de coordinación económica en las economías modernas: el mercado y el presupuesto, y torna más inseguros los derechos de propiedad.

La calidad de una moneda reside en la capacidad que la misma posee de asegurar estabilidad del nivel de precios en el largo plazo y en el grado de aceptabilidad que la moneda genera entre los agentes económicos relevantes para la concreción de sus transacciones comerciales y financieras.

El mejor indicador sobre la calidad de una moneda es la tasa de interés en que se pactan los contratos de préstamos para plazos largos. Mientras más cerca esté la tasa de interés a la tasa de crecimiento de la economía, mayor calidad de la moneda. Esto es así por una razón simple: la desaparición de expectativas de inflación o deflación se ve reflejada en tasas de interés que aseguran el equilibrio de largo plazo de la economía con nivel general de precios estable. Complementariamente, otro indicador de la calidad de la moneda es la intensidad de su uso en transacciones externas a la propia economía nacional.

La calidad de una moneda se deteriora cuando el gobierno usa y abusa de la misma para financiar el déficit fiscal o para aumentar la competitividad externa de la economía. Si en lugar de sujetarse a una regla cuantitativa, como la que proponen los monetaristas, y dejar que la tasa de interés y el tipo de cambio se determinen libremente en el mercado, el gobierno decide utilizar la política monetaria para influir reiteradamente sobre la tasa de interés o la competitividad externa de la economía, los agentes económicos comenzarán a esperar tasas de inflación más altas.

Ellos advertirán que el gobierno sólo logrará producir transferencias reales hacia los deudores y los productores de bienes comerciables, si consigue recolectar el impuesto inflacionario. Paradójicamente, la tasa de interés real de largo plazo terminará aumentando como consecuencia de la creciente incertidumbre sobre los derechos de propiedad definidos en términos monetarios, lo que también se denomina: "aumento de riesgo país". En el mediano y largo plazo, la posición relativa de deudores y de

productores de bienes comerciables, al menos de aquellos que usan intensamente el capital, desmejorará de forma permanente.

Cuando en una economía nacional la utilización de un cierto grado de discrecionalidad en el manejo de la política monetaria desencadena estos movimientos divergentes entre los resultados de corto plazo y los de mediano y largo plazo sobre las tasas de interés y la competitividad externa, se debe concluir que esa economía ya no cuenta con una moneda de alta calidad. Cuando se llega a esa conclusión la preocupación fundamental pasa a ser cómo recuperar la credibilidad en la moneda.

Los monetaristas insisten: es cuestión de abandonar la discrecionalidad y adoptar en forma permanente una regla cuantitativa. Mi análisis y experiencia me llevan a otra conclusión: se debe aprovechar la existencia de otras monedas de alta calidad para recuperar la confianza en la moneda propia. En realidad, los dos enfoques son alternativos sólo durante el período en que la moneda local ha dejado de ser confiable y hasta que el problema se supere.

Una vez que los agentes económicos vuelvan a confiar en la moneda, es decir, cuando ésta logra recuperar su calidad, pasarán a ser relevantes las prescripciones monetaristas, porque la economía habrá recuperado la posibilidad de implementar una política monetaria independiente. En el ínterin, para recuperar la calidad de su moneda, el gobierno deberá abstenerse de hacer política monetaria y convivir con lo que haga el país de la moneda que se utiliza como respaldo.

### **Cajas de Conversión y Bancos Centrales**

Una Caja de Conversión es una institución que tiene por objetivo asegurar la convertibilidad de una moneda en términos de otra, a la que se considera moneda patrón, o moneda de respaldo. No puede implementar una política monetaria independiente. Un Banco Central es una institución que crea y administra una moneda fiduciaria y tiene la capacidad de implementar una política monetaria independiente.

La secuencia institucional normal en la organización monetaria de una economía abierta es una Caja de Conversión exitosa que se termina transformando en un Banco Central. Esto ocurre cuando la moneda convertible se aprecia frente a la moneda de respaldo. Si esta apreciación tiene su origen en la pérdida de calidad de la moneda de respaldo, suele mantenerse la Caja de Conversión con cambio de moneda patrón. Pero si la apreciación tiene su origen en un aumento de productividad de la economía nacional persistentemente mayor a la de la economía cuya moneda se usa como patrón, lo más probable es que finalmente la moneda nacional comience a flotar libremente y la Caja de Conversión deba transformarse en un Banco Central para administrar una política monetaria independiente.

La libra esterlina y el dólar estadounidense fueron monedas convertibles en oro desde 1821 y 1879 respectivamente. El Banco de Inglaterra funcionó en la práctica como una Caja de Conversión hasta que la libra se hizo inconvertible en 1913. El régimen de

convertibilidad del dólar a paridad fija con el oro se mantuvo durante la Primera Guerra Mundial y sólo se abandonó en 1933, en medio de la Gran Depresión. En los períodos en los que la libra esterlina fue utilizada como base de política monetaria activa, se produjeron frecuentes crisis monetarias severas y fue esta característica la que le hizo perder el papel de moneda de reserva. Fue precisamente la acumulación de oro a que dio lugar la política monetaria activa del Banco de la Reserva Federal, lo que llevó a que el dólar se constituyera en el ancla del sistema monetario creado en Bretton Woods al final de la Segunda Guerra Mundial. Por consiguiente, tanto la libra esterlina como el dólar atravesaron por las dos etapas, Caja de Conversión y Banco Central. En la segunda etapa, el dólar no fue afectado por tantas crisis como las que forzaron frecuentes devaluaciones de la libra, y por ello fue adquiriendo mayor importancia como moneda de reserva<sup>6</sup>.

La historia del yen y la del marco alemán desde el final de la Segunda Guerra Mundial puede ser mirada también en términos de esta secuencia institucional típica. Bajo el Acuerdo de Bretton Woods, todas las monedas nacionales, incluidas naturalmente el yen y el marco alemán, tenían un valor fijado en términos del dólar, pero podían ser ajustados ante un “desequilibrio fundamental” en sus Balanzas de Pagos. Los alemanes y los japoneses nunca devaluaron sus monedas y avanzaron hacia la convertibilidad de sus cuentas corrientes, con lo que hacia el final del Sistema de Bretton Woods sus monedas eran prácticamente convertibles en dólares a una paridad fija y las respectivas autoridades monetarias eran virtuales Cajas de Conversión.

Durante más de veinte años ambas economías experimentaron aumentos de productividad más altos que los de la economía norteamericana, y, gracias a ello, cuando el dólar debilitado por las políticas expansivas de los ‘60 abandonó su rol de ancla en el sistema de Bretton Woods, el yen y el marco alemán comenzaron a flotar libremente, con clara tendencia a la apreciación. Fue a partir de ese momento que el Banco de Japón y el Bundesbank alemán comenzaron a operar como bancos centrales responsables de las respectivas políticas monetarias independientes<sup>7</sup>.

Los ejemplos más claros de la secuencia institucional Caja de Conversión – Banco Central lo constituyen las economías de Singapur y Malasia.

La Caja de Conversión de la Federación Malaya dejó de existir en junio de 1967, luego del rompimiento entre Singapur y Malasia. Singapur estableció su propia Caja de Conversión usando la libra esterlina como moneda de reserva. En Malasia, el Banco Negara Malaysia cumplió la misma función. Las monedas de estos dos países fueron libremente intercambiables durante este período.

En 1972, luego de que la libra entrara en libre flotación, Malasia y Singapur fijaron sus monedas al dólar. Intentaban así mantener la paridad con el oro y evitar la depreciación de sus monedas a la par de la libra esterlina.

---

<sup>6</sup> Ver Eichengreen (1996).

<sup>7</sup> Ver Mc Kinnon (1996).

En 1973, el dólar comenzó a devaluarse. El ringgit y el dólar de Singapur lo acompañaron, lo que aceleró el proceso de “inflación importada”. Los gobiernos de Singapur y Malasia dejaron que sus monedas flotaran libremente, a lo cual siguió una inmediata apreciación. Las expectativas de apreciación y la sólida posición de las dos economías permitieron que la salida del sistema fuera exitosa y no traumática<sup>8</sup>.

### **Cambio fijo y Caja de Conversión**

Muy frecuentemente, las economías emergentes han elegido fijar el valor de sus monedas a una moneda patrón, aún sin plena convertibilidad y, por ende, sin que funcione una Caja de Conversión. La fijación del valor de la moneda es un arreglo institucional más imperfecto que la Caja de Conversión, porque no otorga a quienes van a usar la moneda local seguridad total de que en cualquier circunstancia podrá adquirirse la moneda patrón al precio fijado. Las restricciones a la convertibilidad y al movimiento de capitales dan lugar normalmente a la aparición de un mercado paralelo en el que se transan informalmente las monedas a un valor diferente al de la paridad fija.

El Banco Central cree conservar cierto margen para hacer política monetaria independiente y, de hecho, las restricciones al movimiento de capitales permiten que las tasas de interés para transacciones en la moneda doméstica puedan diferir bastante de las tasas de interés externas. Por consiguiente, al menos en el corto plazo, variaciones en el ritmo de expansión del crédito interno dan lugar a cambios en la tasa de interés doméstica, aún cuando el tipo de cambio está fijado<sup>9</sup>.

Cuando las restricciones al mercado de capitales y a la convertibilidad de la moneda comienza a relajarse, sea porque los agentes económicos encuentran formas más eficientes de evadir las normas o porque las autoridades deciden remover las restricciones, si el Banco Central trata de asegurar la paridad fija mediante una política monetaria suficientemente restrictiva, las tasas de interés internas aumentan significativamente, reflejando una expectativa de inflación y de devaluación elevada. Esto significa que la simple fijación del tipo de cambio de una moneda no convertible no contribuye a mejorar la calidad de esa moneda.

No ocurre lo mismo cuando la fijación del tipo de cambio se hace acompañada de una Caja de Conversión y la economía funciona en la práctica con dos monedas: la local y la moneda patrón. Con este arreglo institucional, la diferencial de tasas de interés en las dos monedas tiende a desaparecer, porque queda eliminada la posibilidad de hacer política monetaria independiente y, por ende, los agentes económicos dejan de esperar inflación diferente a la de la moneda patrón.

---

<sup>8</sup> Ver Bercuson (1986).

<sup>9</sup> Ver Honohan (1994).



En síntesis, no es la fijación del tipo de cambio sino la convertibilidad de la moneda local, y el carácter bimonetario de la economía los factores que permiten recuperar la calidad de la moneda local. El éxito final de un régimen de Caja de Conversión radica precisamente en que el tipo de cambio pueda dejar de ser fijo, pero sin crisis monetaria, esto es, a través de la apreciación cuando la moneda comienza a flotar.

A diferencia de las Cajas de Conversión bimonetarias, la simple fijación del tipo de cambio, con la posibilidad de que el Banco Central siga haciendo política monetaria independiente, casi siempre termina en una crisis monetaria.

### **Prestamista de última instancia**

La principal razón por la que las naciones prefieren omitir la etapa de Caja de Conversión y pasar directamente a la de Banco Central, aún cuando desean mantener un tipo de cambio fijo, es porque consideran imprescindible contar con un prestamista de última instancia que pueda actuar ante crisis financieras.

Pero si la moneda es de baja calidad, cuando se inicia una crisis bancaria, la moneda que los depositantes demandan no es la local sino oro o una moneda extranjera que les ofrezca seguridad. En ese caso, el Banco Central no puede actuar como prestamista de última instancia, de manera efectiva, porque lo único que puede emitir es moneda doméstica. Aumentar la emisión de moneda local llevará a una crisis monetaria que lejos de revertir a la crisis bancaria, terminará agudizando la fuga de capitales hacia el exterior.

La observación de este fenómeno permite enriquecer la interpretación tradicional de la crisis de los años '30 como resultado del error del Banco de la Reserva Federal de no haber evitado la contracción de la oferta de dólares en los Estados Unidos. Después de la experiencia del período 1913-1926 con monedas flotantes inconvertibles, la única moneda que había logrado mantener altos niveles de reservas de oro era el dólar.

Al desatarse la crisis en 1929, países como Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Austria, Hungría, Alemania y la propia Gran Bretaña, trataron de que sus bancos centrales auxiliasen a los bancos comerciales. Pero como la gente demandaba oro o monedas fuertemente respaldadas en ese metal, los gobiernos debieron aplicar estrictos controles cambiarios o permitir que sus monedas nacionales se desvalorizaran fuertemente. Estas dos consecuencias desarticulaban todo el sistema comercial de la época.

La historia hubiera sido distinta si la liquidez hubiera provenido tempranamente del Banco de la Reserva Federal, que era el único capaz de emitir moneda sin correr el riesgo de perder todas sus reservas de oro. Lamentablemente, el Banco de la Reserva Federal comenzó a inyectar liquidez recién en 1933 cuando la crisis había alcanzado una gran profundidad y el mundo había entrado en depresión<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Ver Eichengreen (1996).

La pérdida de liquidez sólo puede neutralizarse con emisión de moneda de alta calidad. El intento de hacerlo desde bancos centrales que controlan monedas poco creíbles termina agravando la crisis.

### **Moneda común<sup>11</sup>**

La creación de una moneda común luego de un período de paridades relativamente fijas entre las monedas nacionales fue el método utilizado por Europa para conseguir una moneda de alta calidad. En la práctica el Sistema Monetario Europeo creado en marzo de 1979 fue un esquema de anclaje de las monedas europeas en términos de aquella que había logrado inspirar más confianza: el marco alemán. El Sistema Monetario Europeo no estuvo exento de crisis monetarias porque la fijación de las paridades cambiarias no fue acompañada por Cajas de Conversión. Por el contrario, algunos bancos centrales nacionales continuaron haciendo política monetaria independiente de la del Bundesbank alemán y, a causa de ello, hasta 1992 las tasas de interés no tendieron a converger, reflejando expectativas de devaluación que finalmente se hicieron realidad en julio de 1992.

El Tratado de Maastrich, en diciembre de 1991, decidió crear el euro y estableció un conjunto de criterios que las naciones debían cumplir para poder ingresar al área monetaria común. Impulsadas por el deseo de ingresar a Eurolandia en la primera hora, once naciones enderezaron sus políticas monetarias y fiscales hacia ese objetivo y el euro hoy es una realidad, con tasas de interés iguales a la del marco alemán.

Los beneficios del reemplazo de monedas nacionales débiles por una moneda de más alta calidad son particularmente claros para naciones como España o Italia, quienes apenas cuatro años atrás tenían tasas de interés que duplicaban a las alemanas y hoy han conseguido condiciones financieras prácticamente iguales a las de aquella nación. Para Italia, la moneda común ha significado la reducción del gasto público, por menores costos financieros del estado del orden del 4% del ingreso nacional.

### **Cajas de Conversión y moneda común**

La experiencia reciente de Europa y la Argentina permiten presagiar una interesante complementariedad de las Cajas de Conversión y de la moneda común, como arreglos institucionales capaces de contribuir al mejoramiento de la calidad de las monedas nacionales. Cuando en un área monetaria potencial existe ya una moneda de alta calidad, la primera etapa hacia la creación de una moneda común podría consistir en el establecimiento de Cajas de Conversión para cada moneda nacional en términos de la moneda de mayor calidad. Luego del período necesario para acordar los términos de la futura moneda común y de su Banco Central, todas estas monedas atadas entre sí serían reemplazadas por la moneda común, la moneda de reserva del sistema, u otra nueva, se

---

<sup>11</sup> Ver Mundell (1961).

transformaría en la moneda común, pero administrada no por el Banco Central nacional sino por el Banco Central regional.

La gran ventaja de combinar las cajas de conversión con la futura moneda común, radica en la eliminación del riesgo de crisis monetarias en la transición entre el sistema de monedas nacionales independientes y la moneda común.

### **Japón y el este de Asia**

El yen es una moneda de alta calidad si uno la juzga por las expectativas de inflación a largo plazo reflejadas en sus tasas de interés. Los monetaristas siguen sugiriendo al Banco de Japón una política monetaria mucho más expansiva que la de los últimos años, de tal forma de revertir el clima de deflación y depresión económica que se ha instalado en esta economía. Sin embargo, los japoneses y los chinos temen que la puesta en circulación de más yenes sólo lleve a la depreciación de esa moneda y no a una recuperación de la demanda interna del Japón, la cual se encuentra deprimida por el temor que los japoneses muestran sobre el futuro de sus ingresos. La depreciación del yen podría desatar una nueva ola de devaluaciones competitivas, comenzando con la del renminbi chino. Esta nueva ola de devaluaciones sólo agravaría la crisis que vive el Este asiático.

Si en el análisis de la situación se incorporan las cuestiones relativas a la calidad de las monedas asiáticas y del sistema de pagos regional, aparece una solución institucional a la crisis. Japón podría aumentar la emisión de yenes para prestar a cada una de las naciones del Este asiático las reservas que necesitan para poner en funcionamiento Cajas de Conversión de cada una de las monedas nacionales, de tal forma de crear un sistema monetario regional anclado en el yen. El comercio intra-asiático se vería impulsado por la desaparición de la incertidumbre sobre los cambios entre las monedas de la región. Así mismo, la productividad media de los factores de la producción se beneficiaría del mejor uso de las complementariedades de la estructura productiva regional. La recuperación de la demanda de bienes y servicios japoneses comenzaría con la expansión de sus vecinos, beneficiados por la estabilidad monetaria y las menores tasas de interés. La demanda interna de Japón comenzaría a aumentar cuando la nueva realidad revierta el pesimismo hoy generalizado de los japoneses.

Hacia el futuro, Asia podría acordar la creación de una moneda común. Ello sería el resultado natural si los líderes japoneses asumieran con relación a sus vecinos la misma actitud que los líderes alemanes asumieron respecto de las otras naciones europeas. Las dificultades geopolíticas derivadas de la historia de guerras y ocupaciones no son mayores en Asia que lo que eran en Europa.

### **Rusia y las ex Repúblicas Soviéticas**

Desde que comenzó a transformarse en una economía de mercado, Rusia tuvo una primera etapa en la que el Banco Central no trepidó en imprimir rublos para financiar los

gastos del Estado y como resultado se produjo un fuerte proceso inflacionario. A partir de 1994 el Banco Central comenzó a controlar la emisión de rublos, y su valor se estabilizó pero a costa de altísimas tasas de interés.

Cuando el problema de la deuda interna, que crecía aceleradamente, entre otras cosas, por el elevado costo financiero del estado, se hizo insostenible, las autoridades decidieron declarar una moratoria unilateral y dejaron de sostener el rublo. Desde entonces la inflación ha aumentado sin que se cayera en la hiperinflación porque el Banco Central sigue controlando la emisión de rublos, aún a costa de la acumulación de atrasos en los pagos del estado a sus empleados, pensionistas y proveedores. Aparentemente, la política monetaria está evitando la hiperinflación, pero la economía rusa funciona básicamente como una economía no monetaria, es decir, basada en el trueque. La intermediación financiera ha prácticamente desaparecido, y la población mantiene sus ahorros en bienes o en monedas extranjeras. Como es natural, el sistema impositivo recauda muy poco, porque en una economía de trueque las vías de evasión se multiplican.

La economía rusa no va a resolver sus problemas con un cambio de política monetaria. Lo que necesita es un cambio de moneda, es decir, crear una moneda de calidad, capaz de inspirar confianza en el mantenimiento de su valor permitiendo la intermediación financiera y el crédito. Ello se consigue con una Caja de Conversión que transforme al rublo en una moneda convertible, por ejemplo en euros, a una paridad fija. El uso del euro en lugar del dólar como moneda patrón tendría lógica política y económica. Además se debería dar a los ciudadanos rusos la posibilidad de utilizar otras monedas: el euro, el marco alemán, o el dólar, al menos para las transacciones financieras, de tal manera que la libertad de elección ayude a recrear la confianza en la convertibilidad del rublo.

Con un sistema monetario de estas características es altamente probable que en forma gradual la economía se monetice y se recree la intermediación bancaria. Si al mismo tiempo se reconstruye el sistema impositivo y la administración presupuestaria, la estabilidad monetaria y de precios puede ser una realidad, por primera vez desde la desintegración de la Unión Soviética. Con estabilidad monetaria y de precios, es posible que Rusia pueda crear y respetar un sistema de derechos de propiedad y una economía de mercado. Sin moneda y sin crédito, ello es imposible. Éste es el único cambio institucional que debe merecer un nuevo apoyo financiero de occidente, porque sin instituciones monetarias y financieras de calidad, la economía rusa no podrá avanzar en la solución de sus problemas y seguirá constituyendo una amenaza para la economía global.

En mayor o menor medida, la realidad monetaria y fiscal de las ex repúblicas soviéticas no es muy diferente a la de la rusa, por lo que la vía de recreación de sus monedas y de la intermediación financiera debe ser similar.

Hacia el futuro, Rusia y sus vecinos pueden negociar su ingreso a Eurolandia, o reemplazar las monedas nacionales por una moneda regional. Esta última alternativa se dará cuando al menos el rublo convertible se haya transformado en una moneda de suficiente calidad como para abandonar la paridad fija frente al euro sin crisis monetaria,

es decir, con tendencia a la apreciación. Ello sólo ocurrirá cuando la economía rusa haya logrado un período suficientemente largo de crecimiento sostenido, como resultado de un riguroso proceso de aumento de la productividad.

### **Brasil y América Latina**

Sólo dos naciones de América Latina, Panamá y Argentina, lograron erradicar la inflación de sus economías. Ninguna otra nación ni siquiera Chile, luego de dos décadas de reformas hacia la economía de mercado con notable disciplina fiscal, ha logrado llegar a una tasa de inflación menor al 3% anual. Y ello se explica porque aún en las naciones latinoamericanas más ordenadas la historia de inflación pasada, unida a la propensión de los grupos de interés a presionar para que la política monetaria genere una distribución del ingreso a su favor, ha impedido que se eliminen las expectativas de inflación a mediano y largo plazo.

Las dos únicas excepciones aparecen explicadas por la ausencia total de política monetaria independiente. En Panamá, porque utiliza el dólar como moneda, y, en Argentina, porque desde 1991 tiene una Caja de Conversión para el peso con una relación fija frente al dólar y permite el uso indistinto de las dos monedas<sup>12</sup>.

Brasil acaba de caer en una crisis monetaria luego de un intento de erradicar la inflación que se denominó Plan Real. Consistió en el anuncio de un esquema de deslizamiento preanunciado y acotado del valor del real con relación al dólar, pero sin resignación completa de la política monetaria que exigiría un régimen de Caja de Conversión. A pesar de que la tasa de inflación disminuyó rápidamente, a un ritmo incluso mayor al de la economía argentina al comienzo del Plan de Convertibilidad, los ahorristas brasileños y los inversores extranjeros fueron exigiendo tasas de interés más elevadas para mantener sus ahorros dentro de Brasil. El aumento de la tasa de interés provocó aumentos del déficit fiscal al incrementar los costos de la deuda pública interna.

En enero de 1999, el Banco Central no pudo resistir la sucesión de ataques especulativos en contra del real, precipitándose su desvalorización a través de un proceso desordenado que culminó con la libre flotación de la moneda a las tres semanas del inicio de la crisis monetaria. Para evitar el efecto inflacionario en la devaluación, el Banco Central ha comunicado que controlará los agregados monetarios para asegurar una inflación no mayor al 10% anual. Frente a estos anuncios las tasas de interés se han mantenido a niveles más elevados que las observadas en el período previo a la crisis monetaria.

De continuar la política monetarista, las perspectivas de Brasil son una recesión prolongada y, en el mejor de los casos, una inflación bastante más alta que la que prometía el Plan Real. La experiencia de México luego de la crisis que se inició en 1994 y que fue seguida de anuncios de políticas semejantes a los que ahora hace Brasil, no deja margen para el optimismo. Luego de una caída de más de 6% del PBI, después de

---

<sup>12</sup> Para una descripción de la experiencia Argentina, ver Cavallo (1992, 1995, 1996, 1997<sup>a</sup> y 1997<sup>b</sup>).

cuatro años del inicio de la crisis, la tasa anual de inflación es todavía del 18%, habiendo alcanzado un pico del 52% en 1995.

Si las autoridades brasileñas pusieran énfasis en la calidad del dinero antes que en la cantidad, podrían salir de la crisis en forma casi instantánea. La solución es exactamente la misma que puso en marcha Argentina el 1° de abril de 1991, y Brasil cuenta con condiciones iniciales aún más favorables que las de Argentina en el primer trimestre de aquel año.

Brasil tiene las reservas suficientes para respaldar toda su base monetaria a un tipo de cambio de alrededor de entre 1,5 a 2 reales por dólar<sup>13</sup>. Su sistema financiero es solvente y más desarrollado que el de Argentina a comienzos de 1991. El uso generalizado de la informática por parte de los bancos facilitaría el uso inmediato de ambas monedas.

Otra ventaja de Brasil frente a la Argentina del '91 es la importante cantidad de ahorros en el sistema bancario. La convertibilidad impediría que estos ahorros huyeran del país. Brasil debe evitar el error cometido por la Argentina en 1990 cuando produjo una reestructuración forzosa de la deuda pública doméstica. Eso destruiría su riqueza financiera<sup>14</sup>. Bajo la convertibilidad, Brasil conservaría esos activos permitiéndoles una dolarización voluntaria.

Una vez que la moneda fuera convertible, el presupuesto podría equilibrarse ya que las leyes de ajuste fiscal ya aprobadas por el Congreso definen el objetivo de un superávit primario del 2,5% del PBI. Con convertibilidad, el costo de la deuda pública caería de más de 8% del PBI a alrededor del 4%. Este corte en el gasto podría ser logrado mediante un cambio en el financiamiento del sector público de reales (ahora a una tasa de interés del 40% anual) a dólares (de 10 a 12%). Con este drástico recorte, el déficit fiscal total descendería a un nivel manejable de 1,5% del PBI, y podría caer más aún después de un plan masivo de privatizaciones. Adicionalmente, la experiencia de Argentina, y así mismo de Brasil con el Plan Real, demuestra que la reducción de expectativas inflacionarias y la estabilización de la moneda llevan inmediatamente a la recuperación de la actividad económica y la recaudación impositiva.

La adopción por Brasil de un régimen monetario como el argentino seguramente terminaría de convencer a todos los demás países de América Latina sobre los méritos de contar con un dinero de alta calidad.

México, por ejemplo, es el país que más se beneficiaría de un régimen semejante, dada su fuerte integración comercial con los Estados Unidos el fenomenal aumento en la

---

<sup>13</sup> La tasa de cambio estaba a 2,20 el 2 de marzo.

<sup>14</sup> El 1ro de enero de 1990, el gobierno argentino enfrentaba una situación similar a la que padece actualmente Brasil, y el entonces Ministro de Economía, Erman González, implementó el llamado Plan Bonex que consistió en la transformación forzosa de los depósitos bancarios a 30 días en bonos en dólares a 10 años de plazo. Este canje no voluntario que afectó la confianza de los ahorristas en el sistema financiero con fuertes pérdidas para los que necesitaban liquidez, pudo haberse evitado con el Plan de Convertibilidad que como Ministro instrumenté a partir del 1ro de abril de 1991.

competitividad mexicana que se derivaría de la disminución del costo del capital. En una segunda etapa, las naciones de América Latina, en conjunto o por subgrupos regionales (América del Sur, América Central) tendrían dos posibilidades para continuar mejorando la calidad de sus monedas: avanzar hacia una o dos monedas comunes regionales o negociar una unión monetaria con los EE.UU.<sup>15</sup>.

### **El futuro del Sistema Monetario Internacional**

La discusión precedente sugiere que hacia el futuro, la transformación del Sistema Monetario Internacional será impulsada por la búsqueda de monedas de calidad por parte de los países.

Que el diseño del futuro Sistema Monetario Internacional surja de esta forma, no será un episodio histórico inédito. En un libro reciente se explica la transformación del sistema bimetálico en el régimen de patrón oro entre 1880 y 1914 de la siguiente forma<sup>16</sup>:

“El creciente número y tamaño de las transacciones internas e internacionales que resultaron de la revolución industrial dio una ventaja al oro con respecto a la plata. Desde que el valor unitario del oro era 15 veces mayor al de la plata, el oro se transformaría naturalmente en un medio de pago más importante en un medio ambiente donde el tamaño y la frecuencia de las transacciones y los ingresos estaban creciendo. La creciente internalización de las economías de Europa y los Estados Unidos hizo que el patrón utilizado por el Reino Unido resultara el más atractivo dado que el mercado internacional de deuda comercial estaba dominado por la libra esterlina. Finalmente, el espectro político interno cambió significativamente en el mundo desarrollado del siglo XIX. El surgimiento de la ideología liberal fue una manifestación del ascenso político de una clase urbana-industrial y la declinación de la clase agrícola más tradicional. Con el cambio concomitante de preferencias se pasó de un patrón metálico pesado e inflacionario (la plata) a uno basado en un metal liviano y no inflacionario (el oro)”.

Si el razonamiento que he presentado a lo largo de esta conferencia es correcto, se puede predecir que los países, en la búsqueda de monedas de más alta calidad, decidirán una fuerte reducción del número de políticas monetarias independientes y, eventualmente, del número de monedas.

Mientras dure el proceso de formación de las grandes áreas monetarias, el FMI debería ser la institución encargada de dictaminar cuándo un país está en condiciones de transformar su Caja de Conversión en un Banco Central. Esto significa que en la práctica el FMI sería el evaluador de la calidad de las monedas. El acceso a una ventanilla de préstamos en última instancia mientras sus monedas no hayan aprobado la prueba de calidad, debería ser el incentivo para que los países no intenten prematuramente conducir políticas monetarias independientes. En definitiva, se trata de

---

<sup>15</sup> Ver el caso de la East Caribbean Currency Association en Nascimento (1994).

<sup>16</sup> Ver Gallarotti (1995).

un rol muy parecido a aquel para el que fue creado al comienzo del Sistema de Bretton Woods<sup>17</sup>.

Para que puedan recordar más fácilmente el contenido de esta conferencia, a modo de conclusión me permito sugerir la siguiente síntesis: “El dinero importa”, pero, “lo que realmente importa es la calidad del dinero”.

---

<sup>17</sup> No es descartable que, aún con un número más reducido de monedas de mejor calidad y con perseverancia de los respectivos bancos centrales en la implementación de políticas monetarias enderezadas a la estabilidad de los precios en cada área monetaria, se mantenga la inestabilidad de cada moneda frente a las demás. Si ello ocurriera, es probable que las mismas fuerzas que hoy están provocando el aumento del tamaño de las áreas monetarias, impulsen la creación de una única moneda mundial en el futuro. Para entonces, los bancos centrales de las grandes áreas monetarias y el FMI deberían ser reemplazados por un Banco Central Mundial. De todas maneras, al nivel del desarrollo actual de los acontecimientos, esto constituye apenas una conjetura.



## Referencias bibliográficas

- Allais, Maurice, *Economie et interet*. París, Imprimerie Nationale, 1957.
- Allais, Maurice, *The influence of the capital account ratio on real national income*. *Econometría* 30, October, 700-28, 1962.
- Allais, Maurice, *Reformulation de la theorie quantitative de la monnaie*. Bulletin SEDEIS, No. 928, Supplement, 1965.
- Allais, Maurice. *A restatement of the quantity theory of money*. *American Economic Review* 56, 1123-57, December, 1966.
- Allais, Maurice, *Growth And Inflation*. *Journal of Money, Credit and Banking* I (3), 355-426, August, 1969.
- Allais, Maurice, *A reply to Michael R. Darby's comment on Allais restatement of the quantity theory*. *American Economic Review* 60 (3), 447-56, June, 1970.
- Allais, Maurice, *Forgetfulness and interest*. *Journal of Money, Credit and Banking* 4 -19, Part I, 40-73, February, 1972.
- Bercuson, Kenneth, ed., *Singapore: A Case Study in Rapid Development*, IMF Occasional Paper 119. Washington. February 1995.
- Boiteux, Marcel, et al. , *Marches, capital et incertitude: Essais en l'honneur de Maurice Allais*. Economica, París, 1986.
- Cavallo Domingo F. , *Stangflationary effects of monetarist stabilization policies*, Harvard University, Cambridge Massachusetts, 1977.
- Cavallo, Domingo F., *Economic reorganization as a prerequisite to growth*, en "Symposium on Policies for long-run economic growth", Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 1992.
- Cavallo, Domingo F. (in collaboration with Guillermo Mondino), *Argentina's Miracle? From Hyperinflation to Sustained Growth*, in Annual World Bank Conference on Development Economics (edited by Michael Bruno and Boris Plesnovic), Washington DC, 1995.
- Cavallo, Domingo F., *Lessons from the stabilization process in Argentina (1990-1996)*. Prepared for the "Symposium on Achieving Price Stability", sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29th - 31st, 1996.
- Cavallo, Domingo F. (in collaboration with Joaquín A. Cottani), *The role of monetary policy in emerging economies*. Joseph Lubin Memorial Lecture, Stern School of Business, New York University, 1997<sup>a</sup>.
- Cavallo, Domingo F. (with the collaboration of Joaquín A. Cottani), *Argentina's Convertibility Plan and the IMF*. *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 87 n°2, May 1997<sup>b</sup>.
- Eichengreen, Barry, *Globalizing Capital - A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton New Jersey, 1996.
- Friedman, Milton, *The role of monetary policy*, *American Economic Review*, vol. LVIII, 1-17, March, 1968.
- Friedman, Milton, *The Optimum Quantity of Money*, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine, 1-50, 1969.
- Friedman, Milton, *A theoretical framework for Monetary Analysis*. *Journal of Political Economy* 78 (March/April 1970): 193-238.
- Friedman, Milton, *A Monetary Theory of Nominal Income*. *Journal of Political Economy* 79 (March/April 1971): 323-337.
- Friedman, Milton, *Comments on the Critics*. *Journal of Political Economy* 80 (September/October 1972): 906-950.
- Gallaroti, Giulio M, *Anatomy of an International Monetary Regime - The Classical Gold Standard 1880-1914*, Oxford University Press, Oxford, 1995.

- Honohan, Patrick, *Currency Board or Central Bank?. Lessons from the Irish Pound's Link with Sterling, 1928-79*. Center for Economic Policy Research Discussion Paper No. 1040. October 1994.
- International Monetary Fund (I.M.F.), *World Economic Outlook*, Chapter 6, Washington DC, October 1996.
- McKinnon, Ronald I., *The Rules of the Game - International Money and Exchange Rates*, The MIT Press, Cambridge Massachusetts and London England, 1996.
- Mundell, Robert A., *A Theory of Optimum Currency Areas*. American Economic Review, Vol. 1, pp. 657-65, September 1961.
- Mundlak, Yair and Cavallo, Domingo F., *Agriculture and economic growth in an open economy: the case of Argentina*. Washington, IFPRI, 1982.
- Nascimento, Jean-Claude, *Monetary Policy in Unified Currency Areas: The Case of CAMA and ECCA During 1976-90*. IMF Working Paper 94/11. Washington. January 1994.
- Rogers, James Harvey, *The Process of Inflation in France, 1914-1927*. Columbia University Press, New York, 1929.
- Samuelson, Paul A., *A Chapter in the History of Ramsey's Optimal Taxation and Optimal Public Utility Prices*. In Economic Essays in Honour of Jorgen Gelting, edited by Svend Andersen, et al. Danish Economic Association, Copenhagen, 1983.
- Sargent, Thomas J., *Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincaré and Thatcher*. In *Inflation, Debt and Indexation*, by Rudiger Dornbusch and Mario Henrique Simonsen, MIT Press, 1983.

## **Indice**

La Cantidad de Dinero .....	1
Política Monetaria.....	2
Hacia una Teoría Monetaria más Completa.....	4
La Moneda como Institución.....	4
Cajas de Conversión y Bancos Centrales .....	6
Cambio Fijo y Caja de Conversión .....	8
Prestamista de Última Instancia .....	9
Moneda Común .....	10
Cajas de Conversión y Moneda Común .....	10
Japón y el Este de Asia.....	11
Rusia y las ex Repúblicas Soviéticas.....	11
Brasil y América Latina. ....	13
El Futuro del Sistema Monetario Internacional .....	15
Referencias Bibliográficas.....	17