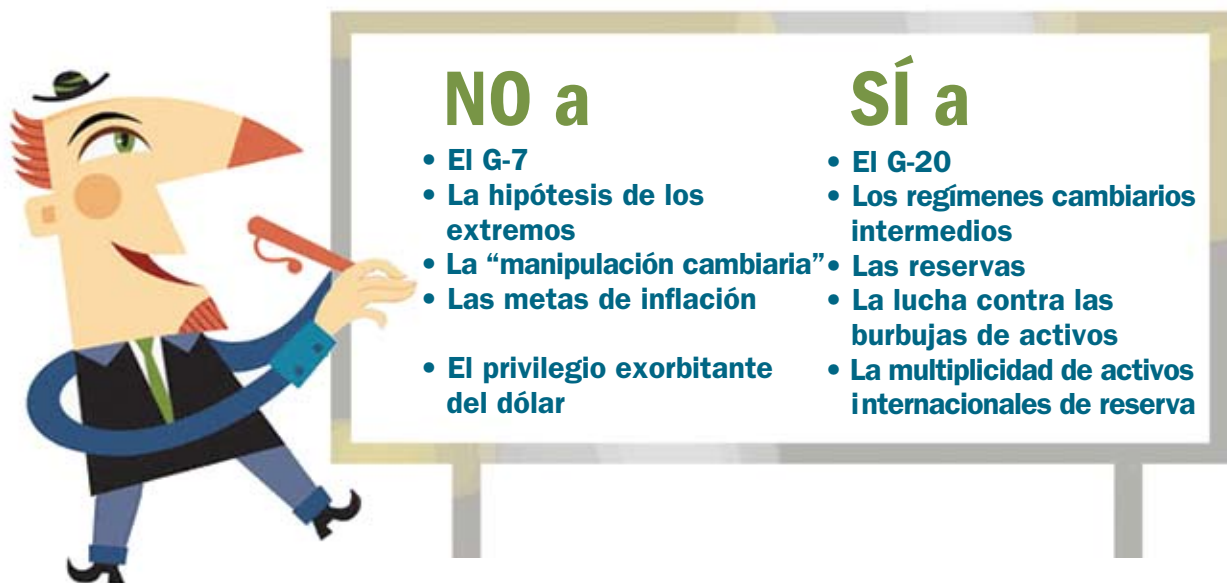


Las últimas modas del mundo del dinero

En el mundo del dinero, el “sí” de ayer es el “no” de hoy



Jeffrey A. Frankel

EN LA ECONOMÍA monetaria internacional las preguntas son siempre las mismas. Lo único que cambia, de una década a otra, son las respuestas. Propongo cinco conceptos hoy obsoletos y los que actualmente están de moda en su lugar.

1 No al G-7 Sí al G-20

No al G-7. El Grupo de los Siete se reunió por primera vez en Francia en 1975 para ratificar la adopción de facto del régimen de tipos de cambio flotantes que ocupó el lugar del sistema de Bretton Woods. Los ministros de Hacienda del G-7 colaboraron para bajar el dólar a tierra en 1985 y luego para frenar su depreciación en 1987 mediante los acuerdos del Plaza y del Louvre, respectivamente. El G-7 —Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido— solía ser el cónclave más importante del sistema monetario mundial, pero resultó cada vez más anacrónico. La entrada de Rusia en 1997 para integrar el G-8 fue tardía e insuficiente. La exclusión de China y de otros grandes países en desarrollo o de mercados emergentes lo volvió obsoleto. ¿Qué pueden lograr los ministros si debaten una moneda que no está representada?

Sí al G-20, que abarca el G-7 más otras 12 grandes economías —Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, China, Corea del Sur, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía— y la Unión Europea. La reunión de abril último en Londres produjo algunos avances significativos y algunos fracasos. Pero fue un hito porque el G-20 está tomando decisiones de fondo en las que finalmente están representadas las grandes economías emergentes.

2 No a la hipótesis de los extremos Sí a los regímenes cambiarios intermedios

No a la hipótesis de los extremos, según la cual los países se inclinan —o deberían inclinarse— hacia un régimen cambiario extremo: flexibilidad absoluta o adopción rígida de un tipo de cambio fijo a través de una caja de conversión, la dolarización o una unión monetaria. Ninguna alternativa intermedia es viable.

Esta hipótesis surgió en medio de la crisis del mecanismo de tipos de cambio (MTC) de 1992–93 en Europa (Eichengreen, 1994). Gracias al MTC, los tipos de cambio de las monedas europeas podían fluctuar dentro de una banda estrecha, pero Italia, el Reino Unido y otros países se

vieron presionados a devaluar o salir del sistema, y Francia logró resistir únicamente porque se amplió la banda. Para muchos, la crisis significó que no había término medio entre un tipo flotante y uno fijo (y así pareció reafirmarlo el hecho de que la unión monetaria integral ocupara sin problemas el lugar de las bandas cambiarias amplias en 1998–99). Tras las crisis de Asia oriental de 1997–98, la hipótesis se aplicó también a los mercados emergentes. En la puja por “reformar la arquitectura financiera” y lograr que las crisis fueran menos frecuentes y graves, la dicotomía del tipo fijo o flotante se impuso rápidamente (Obstfeld y Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000).

El problema es que la hipótesis nunca quedó debidamente demostrada, ni teórica ni empíricamente. El colapso del plan de convertibilidad argentino en 2001, que había encadenado el peso al dólar, fue el principio del fin. Hoy está claro que la mayoría de los países aún se ubica a lo largo de un extensísimo espectro entre la flotación y los vínculos institucionales rígidos, y es poco común oír decir que los regímenes intermedios son de por sí una alternativa desacertada.

Sí a los regímenes cambiarios intermedios: Bandas cambiarias, paridades móviles, tipos de cambio vinculados a una cesta de monedas y combinaciones diversas. Según la clasificación del FMI, más de la mitad de sus miembros tienen un régimen cambiario intermedio. Esa proporción es aun mayor según estudios de los regímenes que los países aplican verdaderamente, a veces en contraposición a los que declaran utilizar (por ejemplo, Frankel y Wei, 2008).

3 No a la “manipulación cambiaria” Sí a las reservas

No a la “manipulación cambiaria”. En 2007, supuestamente se le encomendó al FMI la supervisión de los tipos de cambio de los países miembros, lo cual desde el punto de vista de Estados Unidos significaba decirle a China que el renminbi estaba subvalorado. La frase “manipulación cambiaria desleal” forma oficialmente parte del derecho estadounidense desde hace 20 años, y del Convenio Constitutivo del FMI desde aun antes, pese a sus dejos proteccionistas. A diferencia de la presión para que los países deficitarios devalúen, en la práctica casi nunca se hace cumplir la obligación de revalorización que supuestamente tienen los países excedentarios. Para algunos, es hora de corregir esa asimetría (Goldstein y Lardy, 2009). Personalmente, creo que es hora de reconocer dos cosas: primero, por lo general no es posible fijar con seguridad el valor correcto —y mucho menos “justo”— de una moneda y, segundo, los acreedores están y siempre estarán en una posición más ventajosa que los deudores. Dejémoslos de hablar de manipulación cambiaria desleal.

En Estados Unidos, algunos legisladores afirman que el renminbi está subvalorado y que sería beneficioso que China flexibilizara su régimen cambiario. Las dos afirmaciones son razonables, pero los políticos les dan demasiada importancia.

La insistencia constante en que China deje de intervenir en el mercado de divisas para mantener el renminbi fijo frente al dólar podría resultar contraproducente.

En 2007, haciéndose eco de esos reclamos, China abandonó el vínculo con el dólar y se apoyó sustancialmente en el euro. Pero llegada la primavera de 2008 dio marcha atrás, evidentemente en respuesta a las quejas de los exportadores de que la apreciación del euro frente al dólar ocurrida entre tanto lo había perjudicado. La expectativa en ese momento era que el regreso al dólar promovería las exportaciones chinas a expensas de Estados Unidos. Pero en el curso de 2008, el euro —sorpresivamente— se depreció frente al dólar. Si China no hubiera retomado el vínculo con el dólar, el valor del renminbi hoy sería más bajo. Competitivamente, los productores que operan en dólares estarían aún más en desventaja.

Dejémoslos de hablar de manipulación cambiaria desleal.

Con todo, la cuestión fundamental se plantea a más largo plazo. Estados Unidos depende de China para financiar sus déficits. Aunque el déficit en cuenta corriente se redujo a la mitad, la deuda interna sigue creciendo a un ritmo alarmante. Si China y otras economías asiáticas exportadoras de materias primas dejaran de comprar títulos del Tesoro estadounidense, caería el valor del dólar y las tasas de interés de Estados Unidos se dispararían. Los deseos de los legisladores estadounidenses se harían realidad, pero no con los resultados esperados.

Sí a las reservas. Si la intervención para frenar la apreciación dejó de ser pecado, acumular reservas ahora es una virtud.

El número de países con flotaciones libres y controladas ha aumentado regularmente desde 1973. Muchos mercados emergentes flexibilizaron el régimen cambiario como consecuencia de las crisis de 1994–2001.

En teoría, los países con tipos flotantes no tienen necesidad de mantener reservas, y mucho menos de usarlas. Pero las economías en desarrollo y de mercados emergentes aprovecharon el boom de 2003–07 para incrementar las reservas a niveles inauditos. En lugar de elegir entre flexibilizar el tipo de cambio y engrosar las reservas, optaron *por ambos*. Algunos economistas occidentales argumentaron persuasivamente que numerosos países tenían muchas más reservas de las que necesitaban (US\$2 billones actualmente en el caso de China), mayormente en letras del Tesoro estadounidense de bajo rendimiento (Summers, 2006; Jeanne, 2007).

Los países de mercados emergentes fueron quizá más astutos que los economistas. Las reservas de divisas les sirvieron de autoaseguro durante la crisis de liquidez mundial, y los países que las acumularon con carácter precautorio lograron evitar fuertes depreciaciones durante el pánico de 2008 (Obstfeld, Shambaugh y Taylor, 2009).

4 No a las metas de inflación (en sentido estricto) Sí a la lucha contra las burbujas de activos

No a las metas de inflación. Esta última fue la década de las metas de inflación (Svensson, 1995; Bernanke *et al.*, 1999). En un sentido estricto, los bancos centrales se comprometen a respetar metas de inflación anuales, medidas invariablemente según el índice de precios al consumidor (IPC), y a ser juzgados según las cumplan o no. Las metas “flexibles” permiten apuntar tanto al producto como a la inflación, de acuerdo con la famosa “regla de Taylor”. Según la línea ortodoxa de pensamiento, un banco central básicamente debe desentenderse de los precios de los activos, el tipo de cambio y los precios de exportación, excepto en la medida en que presagien inflación.

En mi opinión, las metas de inflación —al menos en el sentido estricto— ya perdieron lustre.

Primero, la obligación de desentenderse del tipo de cambio la cumplen como mucho una docena de países firmemente comprometidos a mantener un régimen de flotación. La mayoría de los países que proclama tener un tipo flotante en realidad siente la necesidad de intervenir para moderar las fluctuaciones de la demanda de su moneda (Calvo y Reinhart, 2002).

Segundo, se plantea el tema de los precios de los activos, el más importante para las economías avanzadas grandes. Hace una década, la mayor parte de los economistas monetaristas aceptaban la doctrina de Alan Greenspan, ex presidente de la Reserva Federal, de que es inútil intentar detectar y desactivar burbujas especulativas en los mercados bursátiles e inmobiliarios y que basta recortar las tasas de interés después de que explotan para proteger la economía. La experiencia reciente los hizo cambiar de opinión.

Salir al rescate de los mercados después de un crash crea un problema de riesgo moral que exagera las burbujas.

Tercero, usar el IPC como el índice de precios de referencia desestabiliza innecesariamente las cuentas internacionales de los países sensibles a los shocks comerciales. El índice de precios al productor o un índice de precios de exportación permitiría absorber mejor las fluctuaciones de los términos de intercambio (Frankel, 2005).

Sí a la lucha contra las burbujas de activos. Durante 30 años se pensó que la expansión monetaria excesiva era sinónimo de descontrol inflacionario y que para recuperar la estabilidad de precios se necesitaba una contracción monetaria y, generalmente, una recesión. Las recesiones de 1974, 1980, 1981–82 y 1990–91 se ajustaron a esa descripción.

Pero el siglo XX abunda en ejemplos de grandes auges de activos durante los cuales la política monetaria fue demasiado expansiva y que terminaron en colapsos devastadores, *pero sin que en ningún momento hubiera inflación*: el boom inmobiliario de Florida durante la década de 1920 y el boom bursátil de Nueva York que terminó en el crash de 1929 y la Gran Depresión; la burbuja bursátil e inmobiliaria de Japón en 1986–89 que resultó en una década de estancamiento; el auge y el colapso de Asia en la década de 1990, y la experiencia de Estados Unidos durante la última década. (Borio, 2005, hizo esta observación *antes* de que estallara la crisis financiera en 2007).

A la doctrina de Greenspan se puede responder que detectar burbujas no es más complicado que detectar presiones inflacionarias con 18 meses de anticipación; que las autoridades monetarias sí tienen herramientas para pinchar burbujas especulativas; que salir al rescate de los mercados después de un crash crea un problema de riesgo moral que exagera las burbujas, y que —como aprendimos hace poco— el costo en términos de la pérdida de producto puede ser enorme, aun cuando el banco central lanza una campaña muy expansiva.

5 No al privilegio exorbitante del dólar Sí a la multiplicidad de activos internacionales de reserva

No al privilegio exorbitante del dólar. Es natural preguntarse si Estados Unidos podrá mantener el déficit en cuenta corriente sin una depreciación profunda del dólar y conservar el privilegio extraordinario de seguir endeudándose en su propia moneda prácticamente sin límites. Y si es así, ¿se trata de un privilegio “exorbitante”, justificado solo por el tamaño de la economía y su historia, más que por un comportamiento virtuoso manifestado en disciplina presupuestaria y estabilidad de los precios y del tipo de cambio? Desde 1980, Estados Unidos acumuló US\$10 billones en deuda. Entre enero de 1973 y mayo de 2009, el dólar se depreció 30% frente al índice de grandes monedas de la Reserva Federal. Parece poco probable que la disciplina macroeconómica sea la fuente de ese privilegio.

Hay quienes piensan que la razón es que Estados Unidos puede explotar su ventaja comparativa de suministrar activos de buena calidad al resto del mundo (Caballero, Farhi y Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas y Rey, 2007; Ju y Wei, 2008; Mendoza, Quadrini y Rios-Rull, 2007).

Según esa interpretación, la causa fundamental de los desequilibrios en cuenta corriente es el exceso de ahorro en Asia y otros países que buscaban buenas inversiones. Pero a ese razonamiento hay que contraponer la baja calidad de los activos de Estados Unidos que quedó expuesta repentinamente en 2007 y la pérdida de credibilidad de sus instituciones financieras en la crisis subsecuente. (Véase “El futuro de las monedas de reserva” en esta edición).

Aunque los argumentos más exóticos sobre la calidad inigualada de los activos *privados* estadounidenses perdieron atractivo, persiste la idea fundamental del privilegio

exorbitante: el dólar es la moneda de reserva mundial debido al tamaño de la economía estadounidense y su historia. Lo que no está claro es si lo seguirá siendo eternamente o si un trecho suficientemente largo de déficits y depreciaciones podría desviar a los inversionistas hacia otros horizontes.

Sí a la multiplicidad de activos internacionales de reserva. ¿Hay otra moneda que pueda desbancar el dólar? El yen y el marco alemán, los dos contrincantes de los años setenta y ochenta, resultaron demasiado débiles. El euro, sin embargo, es una alternativa viable. También hay otros activos de reserva nuevos o que inspiran renovado interés, como los derechos especiales de giro (DEG) del FMI. Lo más probable es un sistema con varios activos de reserva internacionales, en lugar de la primacía abrumadora del dólar.

Lo que le confiere a una moneda el carácter de moneda de reserva es el tamaño de la economía, la profundidad de los mercados financieros, la tasa de rentabilidad y la inercia histórica. Eurolandia y Estados Unidos tienen un tamaño parecido. Tras la crisis, los mercados financieros estadounidenses por primera vez no parecen tan ilimitados, profundos, líquidos y seguros. Además, el dólar no ha podido mantener su valor con el correr del tiempo, medido según el nivel o la volatilidad del tipo de cambio.

Efectivamente, vivimos tiempos parecidos a los años sesenta con el sistema de Bretton Woods, cuando los bancos

centrales extranjeros compraban dólares que no necesitaban para impedir que se apreciara su propia moneda. Pero estamos más cerca del fin que del principio, como en 1971, cuando la expansividad de la política monetaria y fiscal de Estados Unidos empujó a la baja la balanza comercial y la

Tras la crisis, los mercados financieros estadounidenses por primera vez no parecen tan ilimitados, profundos, líquidos y seguros.

balanza de pagos global, colapsando el sistema. No hay razón para esperar que esta vez el resultado sea diferente. Estados Unidos no puede depender necesariamente del apoyo de gobiernos acreedores.

El cambio de moneda de reserva es lento, pero llega un momento en que es inevitable. El precedente más vívido es la libra esterlina, que entre 1931 y 1945 quedó desplazada por el dólar. Junto con Menzie Chinn estimamos (2008) que para 2022 el euro le podría tomar la delantera al dólar. Pero esa simulación no se debe tomar con demasiada literalidad;



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu

lo más probable es que el mundo unipolar del dólar se vea reemplazado por un sistema de reservas múltiples.

Este año, los bancos centrales empezaron a comprar otros activos internacionales de reserva, además del euro. Primero, DEG, un remedio que llegó demasiado tarde a fines de la década de 1960 para combatir el rápido desfallecimiento del sistema de Bretton Woods. Los DEG emitidos a comienzos de los años setenta se afirmaron como activo de reserva internacional, pero su volumen era demasiado pequeño como para tener peso. Llegados los años noventa, prácticamente habían desaparecido del sistema monetario mundial (Eichengreen y Frankel, 1996).

Los DEG revivieron con bombos y platillos en la cumbre de abril del G-20, que decidió no solo triplicar el tamaño del FMI sino también hacer una emisión nueva por primera vez en años. Posteriormente, China sugirió reemplazar el dólar por DEG como moneda internacional. Como ningún país ni región de peso lo usa como moneda nacional, los DEG no tienen mucha chance frente al euro o al yen, y menos frente al dólar. Pero parece probable que vuelva a ser una alternativa seria en un sistema de monedas de reserva múltiples, sobre todo si el FMI adopta las propuestas para una “cuenta de sustitución” que les permita a los miembros canjear dólares por DEG.

Segundo, tras décadas de ortodoxia que consideraba un anacronismo apilar lingotes para que los bancos centrales los vendieran de a poco, el oro nuevamente está de moda. Según información que circuló este año, el Banco Popular de China incrementó drásticamente las tenencias de oro, en lugar de adquirir volúmenes ilimitados de dólares.

Tercero, el yen últimamente se considera un refugio seguro.

Y luego está el renminbi. Aunque requeriría un desarrollo y una apertura sustancial de los mercados financieros chinos, el renminbi podría transformarse en una moneda internacional en el curso de una década y posiblemente una de las más importantes dentro de las tres próximas décadas. Pero sería parte de un sistema que abarcaría también el dólar, el euro, el yen, la libra, el franco suizo, el DEG y, quizás, el oro.

Un sistema de múltiples monedas de reserva es ineficiente en el mismo sentido en que un sistema de trueque es ineficiente. Pero protegería al resto del mundo de una potencia que explota su predominio acumulando un exceso de deuda y luego la disuelve a través de la inflación o la depreciación. ■

Jeffrey Frankel es Profesor de la Cátedra Harpel en la Universidad de Harvard.

Referencias:

- Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin y A. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- Borio, Claudio, 2005, “Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?”, *National Institute Economic Review*, vol. 192, No. 1, págs. 84–101.
- Caballero, R., E. Farhi y P. Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 358–93.
- Calvo, Guillermo, y Carmen Reinhart, 2002, “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2, págs. 379–408.
- Chinn, Menzie, 2005, “Getting Serious About the Twin Deficits”, *Council Special Report No. 10* (Nueva York: Council on Foreign Relations).
- , y Jeffrey Frankel, 2008, “Why the Euro Will Rival the Dollar”, *International Finance*, vol. 11, No. 1, págs. 49–73.
- Eichengreen, Barry, 1994, *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington: Brookings Institution).
- , y Jeffrey Frankel, 1996, “The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System”, en *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, M. Mussa, J. Boughton y P. Isard, compiladores (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Forbes, Kristin, 2008, “Why Do Foreigners Invest in the United States?”, *NBER Working Paper 13908* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Frankel, Jeffrey, 2005, “Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 27, No. 4, págs. 495–508.
- , y Shang-Jin Wei, 2008, “Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights”, *IMF Staff Papers*, vol. 55, págs. 384–416.
- Goldstein, Morris, y Nicholas Lardy, 2009, *The Future of China’s Exchange Rate Policy* (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, y Hélène Rey, 2007, “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, en *G7 Current Account Imbalances*, R. Clarida, compilador (Chicago: University of Chicago Press), págs. 11–66.
- Jeanne, Olivier, 2007, “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?”, *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, *Brookings Institution*, págs. 1–55.
- Ju, Jiandong, y Shang-Jin Wei, 2008, “When Is Quality of Financial System a Source of Comparative Advantage?”, *NBER Working Paper 13984* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Meltzer, Allan, 2000, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, informe presentado al Congreso de Estados Unidos, marzo.
- Mendoza, E., V. Quadrini y J. Rios-Rull, 2007, “Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances”, *NBER Working Paper 12909* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Obstfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, 1995, “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, No. 4, págs. 73–96.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh y A. Taylor, 2009, “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008”, *American Economic Review*, vol. 99, No. 2, págs. 480–86.
- Summers, Lawrence, 1999, *Testimonio ante el Subcomité de Relaciones Externas del Senado sobre política económica internacional y fomento del comercio*, enero.
- , 2006, “Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation”, *L.K. Jha Memorial Lecture*, Banco de la Reserva de India, 24 de marzo.
- Svensson, Lars, 1995, “The Swedish Experience of an Inflation Target”, en *Inflation Targets*, L. Liederman y L. Svensson, compiladores (Londres: Centre for Economic Policy Research).