



RONALD I. McKINNON

The Dollar Standard  
and Its Crisis-Prone Periphery:  
New Rules for the Game

---

El Patrón Dólar  
y su Periferia Propensa a las Crisis:  
Nuevas Reglas de Juego

Address delivered on the occasion of CEMLA's fiftieth anniversary

---

Conferencia conmemorativa del cincuentenario del CEMLA

Complimentary copy. Not for sale

---

Distribución gratuita. Prohibida su venta

**El Patrón Dólar y su Periferia Propensa a las Crisis:  
Nuevas Reglas de Juego**

Septiembre 9, 2002

Ronald I. McKinnon  
Stanford University

**The Dollar Standard  
and Its Crisis-Prone Periphery:  
New Rules for the Game**

by

**Ronald I. McKinnon**  
Stanford University

September 9, 2002



After the financial debacles in Argentina and Brazil, commentators of all political stripes have criticized Paul O’Neill, the U.S Secretary of the Treasury, and the International Monetary Fund. Alan Meltzer of the no bailout school, whose report for reforming the International Monetary Fund was submitted to the U.S Congress in 2000, is predictably critical [*WSJ*, 7 Aug 2002]. But also critical is Ricardo Hausmann of the traditional IMF “let us consider each distressed country on its merits” school [*FT*, 14 Aug 2002].

In order to forestall losses of confidence in troubled international debtor economies, Hausmann and others want the IMF to intervene earlier rather than later—with much of the money given up front to prevent interest rates on domestic debt from rising to impossible levels. But Meltzer and company counter with the standard moral-hazard argument: First, if foreign creditors know that an agency like the IMF will provide new money in a crisis to make repayment more likely, they are more likely to overlend. Second, within developing countries, poorly regulated domestic banks—with deposit insurance and privileged access to their central bank—are more likely to overborrow internationally. By gambling at the government’s expense through accepting dollar deposits to finance domestic loans, the banks can expose the whole economy to undue foreign exchange risk.

While their opinions seem to be in conflict with one another, both Meltzer and Hausmann are of course “right”. They should be thanked for sharpening the terms of the debate. Nevertheless, a serious philosophical impasse remains: how should the IMF and the United States cope with currency crises in developing economies? We need better guidelines for when IMF or American interventions are warranted, and on how to minimize moral hazard in future official lending. Secretary O’Neill also needs to be reassured that American taxpayers’ money won’t be wasted in far away places. But in order to resolve the current philosophical impasse, let us first consider the special role of the U.S. dollar in international finance.

### **Definitive and Provisional Monies in International Exchange**

Europe and the euro aside, the world is on a dollar standard. International trade and capital flows in Asia, Africa, the Americas, and

Australasia are mainly invoiced in dollars, governments hold their official foreign exchange reserves in dollars, and private foreign exchange markets are organized using the dollar as the vehicle currency. Thus, in order to preserve the purchasing power and international attractiveness of their domestic monies while minimizing foreign exchange risk, developing countries try (not always very successfully as in Latin America currently) to smooth fluctuations in their dollar exchange rates. The resulting currency asymmetry, a strong dollar as “definitive” money at the center and a fragile periphery, unbalances the world’s monetary system.

On the crisis-prone periphery, developing countries which are debtors live on sufferance: their domestic monies are only “provisional”. Apart from debts to international agencies such as the IMF and World Bank, their foreign debts are very short term and largely dollar denominated. Any economic or political disturbance at home provokes the suspicion that these foreign debts may not be repayable, and that the domestic currency will depreciate against the dollar. The resulting run into dollars then forces an increase in domestic interest rates: both on internal domestic-currency debt to slow the run, and, because of default risk, on dollar-denominated debt held both externally and internally.

As in Argentina and Brazil in the past year, such an increase in interest rates throws the public finances into deficit for two reasons: economic growth falls and so reduces current tax collections, and the interest costs of carrying public sector debt increase almost immediately because the debt is so short term. This fiscal double whammy further undermines confidence in the provisional domestic money: capital flight intensifies and normal bank lending to domestic industry dries up. In the worst case, as in Argentina, output falls sharply and the economy collapses.

But what about the biggest international debtor of all? After running trade deficits for more than 20 years, the United States is a net debtor: its liabilities exceed its claims on the rest of the world by about \$3 trillion. At about 25 percent of US GNP, America’s net international indebtedness is higher than that of any other industrialized country—and higher than, say, Brazil’s which is only 12 percent of Brazilian GNP. Yet, unlike Latin American currencies today, and unlike East Asian currencies in the great crisis of 1997-98, the dollar is not threatened by a loss of confidence. As long as its purchasing power is seen to be stable, i.e., as long as the Federal Reserve Bank keeps ongoing price inflation very low, the dollar cannot be attacked in the usual sense. Why?

In the 21<sup>st</sup> century, the dollar is definitive money—much like gold was in the 19<sup>th</sup> century. When frightened by events at home, foreigners have no more fundamental monetary asset into which they want to fly. In this sense, the dollar standard now is stronger than it was during the Bretton Woods period of the 1950s and '60s with fixed exchange rates. While other countries (outside the communist bloc) had fixed dollar parities, the United States still had a residual commitment to convert dollars into gold at \$35 per ounce. Although the foreign exchanges then as now were organized around the dollar as the vehicle currency, gold was the more fundamental asset. The dollar could be attacked (and was on occasion) as foreigners, speculating that the dollar price of gold might increase, rushed to convert their official dollar holdings into gold. However, this gold convertibility commitment has long since lapsed, and the dollar today is not only the world's vehicle and reserve currency but also its most fundamental monetary asset.

Consequently, the US *alone* can go deeply into debt to the rest of the world in its *own currency*. Private foreigners happily build up their dollar deposits in American banks—Latin Americans particularly like Florida banks!—and purchase dollar-denominated industrial bonds and equities. Foreign central banks have accumulated, and continue to acquire, huge stocks of U.S. Treasury bonds. Indeed, almost half of those outstanding outside of U.S. government agencies are in official foreign exchange reserves. If the dollar depreciates, say 10 to 20 percent against the euro or the yen, the creditworthiness of American banks is not impaired because their assets and liabilities are both denominated in the same currency, i.e., dollars. And the US Treasury's capability of servicing its foreign dollar debts remains unchanged. Thus the dollar can fluctuate more or less randomly against the currencies of other industrial economies—as it has since 1971—without provoking a banking or currency crisis.

In contrast, when developing countries—such as Argentina or Brazil—allow their domestic currencies to depreciate, the value of their banks' peso-denominated assets falls relative to their dollar-denominated international liabilities, which are generally very short term. Thus, when exchange rates fluctuate, peripheral countries are more vulnerable to bank runs than is the center country. Similarly, a depreciation of the peso impairs the ability of the government of Argentina, whose tax revenues are in pesos, to service its dollar debts.

Thus it is not surprising that developing countries the world over exhibit “fear of floating”, as neatly shown by Calvo and Reinhart [2002]. In

noncrisis periods, they peg “softly” to the dollar. Even though most no longer have official dollar parities, they remain anxious to smooth fluctuations in their dollar exchange rates.

### **The United States as Lender of Last Resort?**

Because of this financial asymmetry, the United States is the natural lender of last resort to debtor economies in Asia, Latin America, and elsewhere on the dollar’s periphery. Only the United States has the power to create “international base money” and is itself invulnerable to an attack on its currency. Consequently, financial crises the world over potentially land on America’s doorstep. True, the IMF remains the immediate crisis manager—the world’s crisis lender of first resort. The Fund’s own dollar-based resources are sufficient to deal with smaller crises. But really big rescue operations such as for Mexico in early January 1995 and for Brazil in August 2002 require supplemental funds from the American Exchange Stabilization Fund or, at the very least, American acquiescence before the program can go through. Indeed, officials from the U.S. Treasury often accompany, or closely follow, IMF missions to financially stricken developing countries—as in the East Asian crisis of 1997-98.

Although this asymmetry between the dollar and the currencies of developing countries is just an accident of post World War II history, it is neither widely understood nor accepted. Indeed, political correctness in international treaty organizations—including in the IMF itself—requires that all members be treated pro forma as equals. In order not to appear to be in thrall to the United States, the majority of developing countries which peg to the dollar to some degree or other tend to classify themselves as “managed floaters” or “freely floating” if only to placate the IMF.

But the country most in denial of how the world dollar standard works is the United States itself. Apart from an isolationist fringe, mainstream American politicians and economists (except specialists in international finance of course!) see the United States as a very large economy by world standards, but they do not see it as one with special monetary characteristics. Instead, the US is simply seen as having the most successful form of market capitalism. This common view has it that the U.S. can easily attract capital from the rest of the world sufficient to cover its ongoing trade deficits because investment opportunities within the American economy are so much better than elsewhere. Insofar as a currency crisis in a developing country results in capital flight to the United States, Americans see this mainly as a fault within the country in question.



From this mainstream perspective, it is not surprising that incoming presidents continually vow “no more bailouts”, as with George W. Bush and the Meltzer report. Yet when some great crisis on the periphery occurs, as with Mexico in late 1994 or Brazil this August, a reluctant America is finally dragged in to make emergency loans—perhaps too little and too late. Meanwhile, many financially fragile developing economies in Latin America and elsewhere are becoming even more fragile.

My contrarian view holds that it is America’s central monetary position that permits it to attract such immense amounts of capital from the rest of the world at very low interest rates. Foreigners demand international dollar liquidity—whether it be individuals holding dollar bank accounts or foreign governments holding US Treasury bonds. Over the last 20 years, the United States has chosen to use its privileged access to foreign capital to run very large trade deficits. (In the 1950s and 1960s, the US ran trade surpluses while still providing the rest of the world with the monetary liquidity it demanded.) The upshot is that America’s unique capacity to attract capital from the rest of the world makes it the natural lender of last resort to other countries not so favorably situated. Much of this lending would simply recycle the capital flying into dollars from recurrent financial crises in the peripheral countries.

### **Fragility on the Periphery**

In contrast to the United States, why are peripheral countries so much more financially fragile? And whose fault is it? True, many have completely inadequate domestic fiscal processes: they are incapable of raising taxes and resort to the printing press to finance fiscal deficits. But, in my contrarian view, even responsible countries are victimized by the “system”. International currency asymmetry makes even well conceived economic policies much more difficult to implement on the periphery than at the center. Because their monies are only provisional and not definitive (see page 2), developing countries usually run with risk premia in their interest rates (making them higher than on dollar assets) and so strain their government budgets. In addition, within trade connected regions—such as East Asia or Latin America—a currency attack and devaluation in any one country upsets the fragile financial equilibria of the others. In short, being minister of finance in Argentina, Brazil, Thailand, or Indonesia, is much more difficult than being the US Secretary of the Treasury!

## **New Rules for the Dollar Standard Game**

Suppose that the American government finally recognizes its central position in the world monetary system and the “unfair” asymmetry in current financial arrangements. It also becomes determined to reduce financial fragility on the American periphery—looking at the periphery as being a *collectivity* of developing countries whose regional fortunes interact. The IMF as lender of first resort would stay as crisis manager, but the US itself would formally agree to be the residual source of finance—the lender of last resort. The combined IMF-U.S. entity would have sufficient resources to act sooner and more assuredly to limit financial crises on the periphery.

What then would be appropriate rules for this new relationship between the United States and developing countries on its periphery? What is the appropriate conditionality on which crisis lending should be based? Recognizing the underlying currency asymmetry, consider first a set of rules for the developing countries. Then follow with complementary rules governing the position of the United States itself.

In the accompanying Box, rules 1 through 4 apply to the developing countries. These rules are intended to be guidelines for policy makers there and for professional advice-giving financial-support organizations such as the IMF or World Bank—or even the U.S. Treasury.

Rules 5 through 8 in the Box apply to the center country. Besides identifying the role of the United States as lender of last resort, these rules restrain American behavior. Their success depends mainly on the United States’s understanding the underlying currency asymmetry in the world economy, and then of its own volition doing something about it. International agencies have very little leverage over American behavior.

These eight rules are hardly all encompassing. Yet they go some distance to resolve the philosophical impasse over the dangers of moral hazard in international rescue operations versus the need to take collective action to prevent a financial breakdown in one country from spreading to neighboring ones.

## **New Rules for the Dollar Standard Game**

### *Developing Countries*

- Rule 1.** Recognize that the greater fragility of financial systems on the periphery requires prudential financial regulations more stringent than those appropriate within the industrial economies. To supplement domestic regulatory restraints on foreign exchange exposure by banks, capital controls may be needed.
- Rule 2.** Recognize that “soft” pegging to the dollar helps reduce risk in peripheral countries whose domestic financial markets are incomplete—and becomes absolutely necessary in the presence of capital controls or severe limits on net foreign exchange exposure by banks. Desist from advising them to float their exchange rates against the world’s dominant money, and against their neighbors.
- Rule 3.** Aim for mutual exchange rate stability within natural economic regions such as South America or East Asia. Lend collectively through regional stabilization funds as well as to individual distressed economies. Using the dollar as the anchor currency, set long-term exchange-rate objectives for the group to limit contagion from beggar-thy-neighbor devaluations.
- Rule 4.** Restrict short-term private borrowing by countries under IMF or World Bank programs. Private and sovereign debt contracts must provide for the deferral of repayment should that country be declared in crisis.

### *United States*

- Rule 5.** Conduct an independent monetary policy to limit inflation and stabilize the purchasing power of the dollar. Provide a stable nominal anchor for the price levels of developing countries.
- Rule 6.** Supplement the resources of the IMF in major crises and, if necessary, act as lender of last resort—subject to the conditionality laid out in Rules 1 through 4.
- Rule 7.** In noncrisis periods, remain passive in the foreign exchanges without exchange rate targets. Allow foreigners to transact freely in dollars. No capital controls for the center country.
- Rule 8.** Do not force developing countries to open their financial markets—and cease pushing the entry of American banks and other financial institutions into their domestic economies.

## Moral Hazard

Rules 1 and 4 deal with both sides of the moral hazard problem. Because banks in developing countries have some type of deposit insurance (often informal) and face higher interest rates on accepting deposits in the domestic currency, Rule 1 curbs their instincts to gamble and *overborrow* by accepting lower cost dollar deposits from foreigners to finance domestic loans. Then Rule 4 reduces moral hazard to *overlend* by international banks and other short-term creditors. Should there be a general attack on the domestic money, suddenly they would become long-term lenders. (Something like Rule 4 has been mooted by the IMF for restructuring sovereign debt, but Rule 4 would cover private foreign debts as well.) Rules 1 and 4 would nudge peripheral countries away from short-term borrowing in favor of longer-term sources of finance.

## Beggar-thy Neighbor Devaluations

Rules 2 and 3 address the pressing need to achieve exchange rate security on the periphery. After the breakdown of the original Bretton Woods system of fixed dollar parities in 1971-73, prevailing doctrine in the industrial countries swung in favor of floating exchange rates. In 1976, Article IV of the IMF charter was amended to eliminate any obligation of member countries to maintain official exchange rate parities. For industrial countries with complete domestic financial markets, floating is tolerable and was even desirable in the great inflation of the 1970s. In contrast, developing countries where domestic financial markets are incomplete and their domestic monies are only provisional, find that the risk of a free float is too great. The resulting “fear of floating”, where they try to key on a major currency usually the dollar to smooth fluctuations in their exchange rates, has been well documented by Calvo and Reinhart [2002].

In good times, this informal keying on the dollar is sufficient to maintain mutual exchange stability, as in East Asia before the crisis of 1997-98. In bad times, however, we now know that this informality in exchange rates is insufficient to prevent currency contagion and a round of inadvertent beggar-thy-neighbor over devaluations. Before spreading throughout the region, the East Asian crisis began with an attack on, and over devaluation of, the Thai baht.

In South America, mutually destabilizing devaluations go on continually—rather than being so obviously bunched as in East Asia in 1997-98. In 1991 in a much praised experiment, Argentina successfully stabilized the peso against the dollar as the anchor for ending near

hyperinflation. After 1997, Argentina's international competitiveness was undermined by currency depreciations in Brazil, Chile, and Uruguay. Even more distant neighbors such as Australia and Russia, which produce competing primary products, also managed to get themselves undervalued in the late 1990s. The result was the attack on the "overvalued" peso and a collapse in Argentina's economy in late 2001.

But the story is not yet finished. In 2002 Brazil itself is in trouble—in part because of Argentina's example and also from the steep depreciation of the Argentine peso. Chile is the one country that seems relatively unscathed from the turmoil in the Southern Cone. However, it only managed this by allowing the dollar value of the Chilean peso to drift downward by about 40 percent from mid 1999 to mid 2001—thus increasing the pressure on its neighbors. Because of these negative spillover effects, Latin America seems to be entering a new "lost decade" paralleling that of the 1980s.

### **Recapturing the Spirit of Bretton Woods?**

It was not supposed to be this way. After all, the IMF was set up in 1945 with all countries adhering to formal exchange rate parities. The idea was to prevent beggar-thy-neighbor depreciations of the kind that wracked the industrial countries under the international gold standard in the 1920s and 1930s. The chain probably began with the Poincaré devaluation and then stabilization of the French franc in 1926 that made France "too" competitive and drained gold from the beleaguered British. The 1931 British devaluation then worsened the competitive positions of the United States and Germany—and so quickened the onslaught of the great depression in these two countries. After the United States devalued and left the gold standard in 1933, the pressure returned full circle to haunt France who was now uncompetitive and finally forced off the gold standard with a devaluation in 1936.

So, in the IMF Articles of Agreement of 1945, formal exchange rate parities that could not be changed without the IMF's permission were seen as bulwarks against untoward changes in exchange rates. "Never again" would adverse cross-country spillover effects rule the roost. However, to recapture the spirit of the 1945 Bretton Woods Agreement today, one must first recognize the major institutional changes that have occurred.

The robust dollar standard of the new millennium differs from the dying gold standard of the 1920 and 1930s in many ways. In the earlier

era, the world's gold monetary base had become much too small to prevent deflation. In contrast, Alan Greenspan and company now have control over the American (dollar) monetary base, and have been willing to expand it vigorously if need be. So, unlike the 1930s, forced deflation in the industrial world is not a problem. There is now no need to introduce an international clearing currency such as bancor, which Keynes wanted to prop up aggregate demand in the world economy. As per Rule 5, it is sufficient for the United States to act independently to stabilize its own price level.

The current situation is also different because the industrial economies have adapted to floating exchange rates. With developed long-term bond markets, any industrial country can opt to float its exchange rate. If the euro/dollar rate moves up or down by 10 to 15 percent, this does not precipitate any domestic financial crisis—although it is of great concern to Airbus and Boeing! Therefore, one can tolerate fluctuations between the US dollar and sterling, the Swiss franc, the euro, and the Canadian dollar, and the currencies of other industrial countries<sup>1</sup>.

Instead, the IMF's main focus should be on the need for mutual exchange rate stability in the financially fragile periphery. Largely inadvertent beggar-thy-neighbor devaluations have been, and are, a highly upsetting influence. But what form should new parity obligations among peripheral countries's currencies take?

### **Long-term Exchange Parities (Rule 3)**

Take the easy case first. Consider a group of countries without ongoing fiscal imbalances or recurrent out-of-control inflation. The East Asian countries before 1997 pretty well satisfied this criterion—and with the recovery seem to be satisfying it once more. (The major exception is Indonesia.) Except for Japan, they have a history of softly pegging to the dollar and now three important countries are more or less formally pegged to the dollar—China at 8.3 yuan, Hong Kong at 7.8 HK dollars, and Malaysia at 3.8 ringgits. With these three forming a nucleus of stable exchange rates, other major players in the region—such as Korea, Singapore, Taiwan, and Thailand—can more easily secure their exchange rates: both the baht and won have recovered most of their dollar value since the overshooting depreciations of the 1997-98.

<sup>1</sup>The yen is a different matter and we have argued elsewhere [Goyal and McKinnon, forthcoming] that Japan's low interest liquidity trap can be attributed to fluctuations in the yen/dollar exchange rate.

What should the initial dollar parities be? As long as today's exchange rates are approximately right in the sense of purchasing power parity (PPP), then mutual pegging to the dollar at today's rates is feasible and highly desirable for the exchange rate security for the group. But the normal riposte is "suppose the fundamentals change" and today's exchange rate turns out not to be the equilibrium rate in the future. Wouldn't it then be a mistake to have fixed the exchange rate? In response to this common criticism, I would make two points:

- (1) The only "fundamental" that is important for the exchange rate is domestic monetary policy. One can show [McKinnon 2002] that so-called real shocks are better dealt with in a common monetary area where exchange rates don't change.
- (2) As long as the starting nominal exchange rate is not far from true PPP, the economy will grow into it over time.

China neatly illustrates (2). After consolidating the official exchange rate with informal regional swap rates in 1994, a unified exchange rate was set more or less accidentally at 8.3. China then proceeded to grow into it, having experienced internal inflation in 1994-95 and externally imposed deflation in 1997-98 from the Asian crisis. Luckily for the other smaller economies in the region, China did not also devalue and has kept the rate constant to the present day.

In what sense should this proposed new parity regime be long run? Unlike China with its capital controls, foreign capital flows frequently surge in countries like Korea. Of course the first best-solution is to restrict such hot money flows as per Rule 1. But failing this, what can the Korean authorities do? Suppose they announce their long-term parity rate to be 1,600 won per dollar—which, on that day, corresponds to the actual market rate. In noncrisis circumstances, the Bank of Korea (BOK) agrees to keep the rate within an informal "soft" band around 1,600 won per dollar.

But suppose Korea experiences a massive new capital inflow that puts upward pressure on the won. The BOK cannot contain it by purchasing dollars for won without losing control of its monetary base—thus threatening future domestic inflation. Then the optimal strategy for the BOK is to announce a *temporary* suspension of the official parity of 1,600 won per dollar. Simultaneously, the BOK also announces that it intends to nudge the rate, now say 1,500, back toward 1,600 within a few months—as soon as practicable. If credible, the big advantage of this strategy is that it sets up regressive expectations in the foreign exchanges.

The apparent yield to foreigners of investing in short-term won assets is reduced because of expected depreciation of the won over the next few months. Thus the capital inflow will slow and perhaps even be reversed. But for this containment policy to succeed, everybody must believe that the government (with IMF support and encouragement) is serious about maintaining its parity of 1,600 won per dollar into the indefinite future.

The argument is symmetrical. If Korea suddenly experienced a sufficiently sharp capital outflow such that the BOK could not prevent a depreciation without undue contraction of its monetary base, again it would announce a temporary suspension of the 1,600 parity rate. But the BOK's stated intention would be to nudge the won back up when the dust settles. This expected future appreciation of the won would then curb the capital outflow while limiting the extent of the initial depreciation, and also limit the necessary increase in short-term interest rates. If, as in the 1997-98 crisis, Korea's official exchange reserves are inadequate to make a credible commitment to nudge the won back up, the IMF or a suitable regional stabilization fund could then step in with the necessary loan.

From the broader point of view of stability in the whole East Asian region, long-term parity commitments have the advantage of limiting contagion in the presence of volatile hot money flows. Although others in the region would see the Korean authorities suspend their 1,600 rate as a response to the sharp capital outflow, they would not fear for their competitive positions if they saw that the moderate depreciation of the won was temporary.

Finally, collective action by East Asian countries to announce that each was establishing a long-term exchange rate parity would make such a policy more credible for any one of them. Put the matter the other way around, if only one East Asian country by itself announced a long-term dollar parity, it would be less credible because of the possibility of exchange rate shocks from other countries. But if they all declare parities, credibility all around would be high. And East Asia is fortunate that three countries already have fixed dollar exchange rates.

Although such a system of generalized dollar parities could work without Japan, fluctuations in the yen/dollar exchange rate are a disturbing influence—and indeed create a synchronized business cycle in the smaller East Asian economies [McKinnon and Schnabl 2002]. So it would be much better if Japan, necessarily assisted by the United States,



implemented a long-term parity for the yen/dollar rate. And because a credible long-term yen/dollar parity is the key to escaping from the liquidity trap, Japan itself would be the biggest beneficiary [Goyal and McKinnon, forthcoming].

Long-term nominal exchange parities for inflation-prone Latin American countries are a different story—and, unlike East Asia, are not generally feasible in the near future. In Latin America, stabilizing “real” (inflation adjusted) rather than nominal exchange rates is more relevant—and a much trickier calculation to make. However, some principles from our East Asian paradigm could still hold. Should any Latin American country experience a crisis and an uncontrolled devaluation of its currency, then establishing regressive expectations by nudging it back up is all important for that country (to prevent real interest rates from increasing) and of course for its neighbors. So the economic consequences for Argentina of sharp devaluations by Brazil in 1999-2001 could have been ameliorated by such a policy. Moreover, the IMF should monitor and then flag countries who, consciously or unconsciously, let their currencies get undervalued—as with Chile’s downward float of almost 40 percent between mid-1999 and mid 2001.

### **Conclusion**

An important reason for the great financial instability in developing countries is the doctrinal failure to come to grips with international currency asymmetry. Most of the world is on a dollar standard with a strong central money where one set of rules is appropriate, and a periphery of more fragile monies where a somewhat different set of rules and modes of operation are necessary (see Box).

One manifestation of this doctrinal failure has been the advice commonly given to developing countries “float your exchange rate and open up your domestic capital to foreign capital flows and foreign banks”. Here, I have tried to show that such advice is misplaced for most developing countries, which need to cosset their financial systems until they become industrialized and their long-term bond markets are developed. Even more serious is the failure of such advice to consider cross-country spillover effects from changes in exchange rates. On the periphery, exchange rate policy should be a collective endeavor within economic regions whose economies are linked in trade and finance.

In contrast, the capital markets for the center country, the United States, must remain open so that foreigners can freely transact in, and

hold, dollar assets at all terms to maturity. Otherwise the world's payment mechanism would be seriously impaired. So too should the United States generally remain passive in the foreign exchange markets except in major crises where its unique access to capital makes it the natural lender of last resort. Finally, the United States should not use leverage from its central position in the international monetary system (which, after all, is just an accident of history) to push the commercial interests of American commercial and investment banks in foreign markets.

## References

- Calvo, Guillermo and Reinhart, Carmen, (2002) "Fear of Floating". *Quarterly Journal of Economics* 117, 379-408. May 2002.
- Goyal, Rishi and McKinnon, Ronald, (forthcoming) Japan's Negative Risk Premium in Interest Rates and Slump in Bank Lending", *The World Economy*.
- Hausmann, Ricardo, "Baffled by Brazil", *The Financial Times*, August 14, 2002.
- McKinnon, Ronald I, (2002), "Optimum Currency Areas and the European Experience", *The Economics of Transition*, Vol 10. No 2. pp 343-64.
- McKinnon, Ronald and Schnabl, Gunther (2002) "Synchronized Business Cycles in East Asia: Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate and China's Stabilizing Role" *IMES Discussion Paper Series*, No. 2002-E-13, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- Meltzer, Alan, "Back to Bailouts", *The Wall Street Journal*, August 7, 2002.



**El Patrón dólar  
y su periferia propensa a las crisis:  
nuevas reglas de juego**

por

**Ronald I. McKinnon**  
Universidad de Stanford

Septiembre 9, 2002



Luego de las debacles financieras en Argentina y Brasil, comentaristas de todo género político han criticado a Paul O'Neill, Secretario del Tesoro de EE.UU., y al Fondo Monetario Internacional. Alan Meltzer, de la escuela del "no rescate", cuyo informe para la reforma del Fondo Monetario Internacional fuera sometido al Congreso de EE.UU. en el 2000, es, de manera predecible, crítico [WSJ, 7 Agosto 2002]. Pero también lo es Ricardo Hausmann, de la tradicional escuela del FMI, que señala: "consideremos a cada país en dificultades según sus méritos" [FT, 14 Agosto 2002].

Para evitar pérdidas de confianza en las economías deudoras internacionales que atraviesan dificultades, Hausmann y otros quieren que el FMI intervenga antes y no después - con una buena parte de los fondos desembolsados al inicio para evitar que las tasas de interés de la deuda interna suban a niveles imposibles. Pero Meltzer y compañía responden con el argumento estándar del riesgo moral: Primero, si los acreedores externos saben que una agencia como el FMI proveerá fondos frescos en una crisis con el fin de aumentar la probabilidad del repago, estarán más propensos a sobre-prestar. Segundo, dentro de los países en desarrollo, la banca local - bajo supervisión laxa, y con seguro de depósitos y acceso privilegiado a su banco central - estará más propensa a sobre-endeudarse internacionalmente. Apostando a expensas del gobierno mediante la aceptación de depósitos en dólares para financiar préstamos locales, los bancos pueden exponer a la economía entera a un riesgo cambiario desmedido.

Aún cuando sus opiniones parecen encontradas, por supuesto que tanto Meltzer como Hausmann tienen "razón". Deberíamos agradecerles que hayan delineado los términos del debate. Sin embargo permanece un serio impasse filosófico: ¿Cómo deben el FMI y EE.UU. lidiar con las crisis cambiarias en economías en desarrollo? Necesitamos mejores pautas para saber cuándo se justifican intervenciones por parte del FMI o de EE.UU., y cómo minimizar el riesgo moral en futuros préstamos oficiales. También hay que tranquilizar al Secretario O'Neill en cuanto a que el dinero del contribuyente estadounidense no será malgastado en tierras lejanas. Pero para resolver el actual impasse filosófico, consideremos primero el papel especial del dólar de EE.UU. en las finanzas internacionales.

## **Monedas definitivas y provisionales en el Intercambio Mundial**

Dejando de lado a Europa y al euro, el mundo ha adoptado el patrón dólar. Los flujos comerciales y financieros internacionales en Asia, África, las Américas y Australasia se facturan principalmente en dólares, los gobiernos mantienen sus reservas internacionales oficiales en dólares, y los mercados cambiarios privados se organizan utilizando el dólar como la moneda vehículo. De tal manera que, para preservar el poder adquisitivo y el atractivo internacional de sus monedas nacionales al tiempo que minimizar el riesgo cambiario, los países en desarrollo intentan (no siempre exitosamente como sucede hoy en América Latina) suavizar las fluctuaciones en sus tipos de cambio con el dólar. La asimetría monetaria resultante, por una parte un dólar fuerte como moneda “definitiva” en el centro y por otra, una frágil periferia, desequilibra al sistema monetario mundial.

En la periferia propensa a las crisis, los países en desarrollo que son deudores viven con resignación: sus monedas nacionales son meramente “provisionales”. Exceptuando la deuda con los organismos internacionales tales como el FMI y el Banco Mundial, sus deudas externas son de muy corto plazo y mayoritariamente denominadas en dólares. Toda turbulencia interna económica o política provoca la sospecha de que estas deudas externas puedan no ser repagadas, y que la moneda interna se depreciará frente al dólar. La corrida resultante hacia el dólar entonces obliga a un aumento en las tasas de interés domésticas: tanto para la deuda interna en moneda nacional para frenar la corrida, y debido al riesgo de incumplimiento, para la deuda denominada en dólares tanto interna como externa.

Como se vio en Argentina y Brasil durante el pasado año, tal aumento en las tasas de interés arroja las finanzas públicas hacia terreno deficitario por dos razones: cae el crecimiento económico y por tanto la recaudación impositiva corriente, y aumenta casi inmediatamente el pago de intereses sobre la deuda del sector público dado su tan corto plazo. Esta doble merma fiscal contribuye a minar aún más la confianza en la provisional moneda nacional: se intensifica la fuga de capitales y se evapora el crédito bancario normal a la industria nacional. En el peor escenario, como en Argentina, hay una fuerte caída en la producción y la economía se desploma.

¿Pero qué pasa con el mayor deudor internacional de todos? Después de incurrir en más de veinte años de déficit comerciales, EE.UU. es un deudor neto: sus pasivos exceden sus activos internacionales en el orden



de \$3 billones<sup>1</sup>. El endeudamiento internacional neto de EE.UU., en aproximadamente el 25% de su PNB, supera al de cualquier otro país industrializado - y al de, digamos Brasil, que es sólo el 12% del PNB brasileiro. Y sin embargo, a diferencia de las monedas latinoamericanas de hoy y de las de Asia Oriental durante la gran crisis del 1997-98, el dólar no se ve amenazado por una pérdida de confianza. Siempre y cuando su poder adquisitivo se perciba como estable, es decir, mientras el Sistema Federal de Reserva mantenga baja la inflación de precios corriente, el dólar no puede ser atacado en el sentido usual. ¿Por qué?

En el Siglo XXI el dólar es dinero definitivo - similar al oro durante el Siglo XIX. Cuando alarmados por eventos internos, los extranjeros no tienen otro activo monetario más sólido en el cual refugiarse. En este sentido el dólar es hoy más fuerte que durante el período de paridades fijas de Bretton Woods durante las décadas de 1950 y 60. Mientras que otros países (fuera del bloque soviético) tenían paridades fijas en dólares, EE.UU. aún asumía un compromiso residual de convertir dólares en oro a USD 35 por onza. Aunque los mercados cambiarios, ayer como hoy, se organizaban en torno al dólar como moneda vehículo, el oro constituía el activo más fundamental. El dólar podía ser atacado (y lo fue) cuando extranjeros, especulando con un alza en el precio del oro, se apresuraban a convertir sus tenencias oficiales de dólares en oro. Pero este compromiso de convertibilidad al oro hace tiempo caducó, y el dólar es hoy no sólo la moneda vehículo y de reserva del mundo, sino que también su activo monetario fundamental.

En consecuencia, solamente EE.UU. puede endeudarse fuertemente con el resto del mundo en su propia moneda. Los no-residentes alegremente acumulan sus saldos en dólares en bancos estadounidenses - ¡los latinoamericanos prefieren particularmente a los bancos de Florida! - y adquieren acciones y bonos corporativos denominados en dólares. Los bancos centrales han acumulado, y continúan acumulando, enormes inventarios de bonos del Tesoro de EE.UU. De hecho, casi la mitad del saldo circulante, exceptuando las tenencias de agencias oficiales de EE.UU., se encuentran en la forma de reservas internacionales oficiales. Si el dólar fuera a depreciar, digamos 10 o 20% frente al euro o al yen, la credibilidad financiera de los bancos estadounidenses no sufre mella ya que sus activos y pasivos están ambos denominados en la misma moneda,

<sup>1</sup> En español 1 billón es 10 a la potencia 12; equivalente en inglés de Estados Unidos a 1 trillion, que es igualmente, 10 a la potencia 12. En Inglaterra, 1 trillion es 10 a la potencia 18, o sea un trillón en español.

o sea el dólar. Y la capacidad del Tesoro de EE.UU. de cumplir con el servicio de su deuda denominada en dólares permanece sin cambio. De tal manera el dólar puede fluctuar de forma más o menos aleatoria frente a las monedas de otras economías industriales – como lo ha hecho desde 1971 – sin provocar una crisis bancaria o cambiaria.

Contrariamente, cuando países en desarrollo – tales como Argentina o Brasil – permiten que sus monedas se deprecien, el valor de sus activos bancarios denominados en pesos cae con respecto a sus pasivos internacionales denominados en dólares, que suelen ser de muy corto plazo. De tal forma cuando los tipos de cambio fluctúan, los países de la periferia son más vulnerables a las corridas bancarias que el país centro. Similarmente, una depreciación del peso debilita las perspectivas del gobierno argentino, cuya recaudación fiscal es en pesos, para el servicio de sus deudas en dólares.

Por ello no sorprende que los países en desarrollo de todo el mundo exhiban “miedo a flotar”, tal como fuera prolijamente demostrado por Calvo y Reinhart [2002]. Fuera de las épocas de crisis, buscan una paridad “blanda” con el dólar. Aún cuando la mayoría ya no tienen paridades oficiales con el dólar, siguen ansiosos de suavizar las fluctuaciones en su tipo de cambio con el dólar.

### **¿Estados Unidos como Prestamista de Última Instancia?**

Debido a esta asimetría financiera, EE.UU. es el prestamista de última instancia natural para las economías deudoras en Asia, América Latina y otros lugares en la periferia del dólar. Sólo EE.UU. tiene el poder de crear “base monetaria internacional” y a la vez ser invulnerable a un ataque a su moneda. Por lo tanto, las crisis financieras en todo el mundo potencialmente llegan a la puerta de EE.UU. Sin duda el FMI sigue siendo el administrador inmediato de las crisis – el prestamista de primera instancia en el mundo. Los recursos propios del FMI, basados en el dólar, son suficientes para manejar las crisis más pequeñas. Pero las operaciones de rescate realmente grandes, como la de México a comienzos de enero de 1995 y de Brasil en agosto de 2002, requieren recursos suplementarios del Fondo Americano de Estabilización Cambiaria o, como mínimo, el visto bueno de EE.UU. para que el programa pueda seguir avanzando. De hecho, funcionarios del tesoro de EE.UU. suelen acompañar, o seguir de cerca, a las misiones del FMI a los países en desarrollo financieramente castigados – tal como durante la crisis de Asia Oriental del 1997-98.

Aunque esta asimetría entre el dólar y las monedas de los países en

desarrollo es simplemente un accidente de la historia posterior a la Segunda Guerra Mundial, en general no es ni comprendida ni aceptada. Es más, lo políticamente correcto en organismos de tratado internacional – inclusive el propio FMI – requiere que todos sus miembros sean tratados “pro forma” como pares. Para no aparecer como subyugados a EE.UU., la mayoría de los países en desarrollo que fijan paridades de un tipo o de otro al dólar tienden a autodenominarse de “flotación administrada” o de “flotación libre”, aunque fuere sólo para aplacar al FMI.

Pero el país que más niega el funcionamiento del patrón dólar mundial es el propio EE.UU. Aparte de una minoría aislacionista, políticos y economistas representativos de la mayoría de los norteamericanos (salvo, claro está, los especialistas en finanzas internacionales) ven a EE.UU. como una economía muy grande en términos mundiales, pero no la perciben como poseyendo rasgos monetarios especiales. En vez de ello, EE.UU. es visto simplemente como dueño del modelo más exitoso del capitalismo de mercado. Según esta visión muy difundida, EE.UU. logra atraer con facilidad desde el resto del mundo suficiente capital para cubrir sus déficit comerciales corrientes, porque las oportunidades de inversión en la economía estadounidense son tanto más atractivas que en otros lados. Y en cuanto al hecho que una crisis cambiaria en un país en desarrollo resulte en una fuga de capitales hacia EE.UU., los estadounidenses ven esto como culpa del país en cuestión.

Desde esta perspectiva mayoritaria, no nos debe sorprender que los presidentes entrantes continuamente juren “no más rescates”, como en el caso de George W. Bush y el informe Meltzer. Cuando ocurre alguna gran crisis en la periferia, sin embargo, como con México a fines de 1994 o con Brasil el pasado mes de agosto, un EE.UU. renuente es arrastrado hasta conceder préstamos de emergencia – probablemente demasiado poco y demasiado tarde. Mientras tanto, muchas economías en desarrollo financieramente frágiles en América Latina y otros lados se tornan cada vez más frágiles.

Mi visión contraria sostiene que es la posición monetaria central de EE.UU. la que le permite atraer cantidades tan enormes de capital desde el resto del mundo a tasas de interés tan bajas. Los extranjeros demandan liquidez internacional en dólares – ya sea como individuos titulares de cuentas bancarias en dólares o gobiernos extranjeros tenedores de bonos del Tesoro de EE.UU. Durante los últimos 20 años EE.UU. ha optado por utilizar su acceso privilegiado al capital externo para incurrir en déficit comerciales muy fuertes. (Durante las décadas de 1950 y 1960 EE.UU.

tuvo superávit comerciales al mismo tiempo que suministraba la liquidez que demandaba el resto del mundo). La conclusión es que la capacidad única que posee EE.UU. para atraer capital desde el resto del mundo los convierte en el prestamista natural de última instancia hacia los demás países no tan favorablemente ubicados. Gran parte de estos préstamos estaría simplemente reciclando el capital fugándose al dólar proveniente de las recurrentes crisis financieras en los países periféricos.

### **Fragilidad en la Periferia**

En contraste con EE.UU., ¿por qué son tanto más frágiles financieramente los países de la periferia? ¿Y de quién es la culpa? Es verdad que muchos adolecen de procesos fiscales domésticos totalmente inadecuados: son incapaces de aumentar los impuestos, y recurren a la emisión para financiar sus déficits fiscales. Pero, en mi visión contraria, aún los países responsables se convierten en víctimas del “sistema”. La asimetría monetaria internacional hace que aún las políticas económicas sanamente concebidas sean mucho más difíciles de implementar en la periferia que en el centro. Dado que sus monedas son meramente provisionales y no definitivas (ver página 2), los países en desarrollo generalmente enfrentan primas de riesgo en sus tasas de interés (elevándolas con relación a los activos en dólares) que presionan sobre sus presupuestos públicos. Además, dentro de regiones comercialmente vinculadas - como Asia oriental o América Latina - un ataque a la moneda y devaluación de un país afecta el frágil equilibrio financiero de los demás. En resumen, ¡ser Ministro de Finanzas en Argentina, Brasil, Tailandia o Indonesia es mucho más difícil que ser el Secretario del Tesoro de EE.UU.!

### **Nuevas Reglas de Juego para el Patrón Dólar**

Supongamos que el gobierno norteamericano finalmente reconozca su posición central en el sistema monetario mundial y la “injusta” asimetría en los arreglos financieros actuales. Supongamos también que se proponga reducir la fragilidad financiera en la periferia de los EE.UU. - tomando a la periferia como una colectividad de países en desarrollo cuya suerte regional interactúa. En su calidad de prestamista de primer recurso, el FMI continuaría como administrador de las crisis, pero los EE.UU. aceptarían formalmente ser la fuente residual de financiamiento - el prestamista de última instancia. El ente combinado FMI - EE.UU. tendría suficientes recursos para actuar con mayor premura y convicción, de forma de acotar las crisis financieras en la periferia.

¿Cuáles serían entonces las reglas apropiadas para esta nueva relación entre EE.UU. y los países en desarrollo en su periferia? ¿Cuál sería la condicionalidad apropiada bajo la cual se basarían los préstamos en situación de crisis? Reconociendo la asimetría monetaria subyacente, consideremos primero un conjunto de reglas para los países en desarrollo. Sigamos luego con reglas complementarias que gobiernen la posición del propio EE.UU.

### **Nuevas Reglas de Juego para el Patrón Dólar**

#### *Países en Desarrollo*

- Regla 1. Reconocer que la mayor fragilidad de los sistemas financieros en la periferia requiere regulaciones financieras prudenciales más estrictas que las apropiadas a las economías industrializadas. Puede que sea necesario instituir controles de capital para reforzar las restricciones de la regulación local en cuanto al riesgo cambiario asumido por bancos.
- Regla 2. Reconocer que una “paridad blanda” con relación al dólar contribuye a reducir el riesgo en países periféricos cuyos mercados financieros internos son incompletos – y que se vuelve absolutamente necesaria en la presencia de controles de capital o límites severos a la exposición cambiaria neta asumida por los bancos. Desistir de aconsejarles que floten sus monedas frente a la moneda dominante en el mundo y frente a la de sus vecinos.
- Regla 3. Apuntar a la estabilidad cambiaria mutua dentro de regiones económicas naturales como América Latina o Asia Oriental. Prestar colectivamente a través de fondos de estabilización regional, así como a economías individuales en problemas. Utilizando al dólar como moneda ancla, fijar metas de largo plazo para los tipos de cambio dentro del grupo para limitar el contagio de las devaluaciones del tipo “empobrece-a-tu-vecino”.
- Regla 4. Restringir en el marco de los programas del FMI o del Banco Mundial el endeudamiento privado a corto plazo de los países. Los contratos de deuda privada y soberana deberán contemplar la postergación de amortizaciones en caso de que el país en cuestión sea declarado en crisis.

*(Continúa)*

(Concluye)

### **Estados Unidos**

- Regla 5. Conducir una política monetaria independiente enfocada a limitar la inflación y estabilizar el poder adquisitivo del dólar. Proveer un ancla nominal estable para los niveles de precios de los países en desarrollo.
- Regla 6. Suplementar los recursos del FMI en crisis mayores y, si fuere necesario, actuar como prestamista de última instancia - sujeto a la condicionalidad fijada por las Reglas 1 a 4.
- Regla 7. Permanecer pasivos en el mercado de divisas durante los períodos no-críticos, sin adoptar metas cambiarias. Permitir a los extranjeros transar libremente en dólares. El país centro no deberá imponer controles de capital.
- Regla 8. No obligar a los países en desarrollo a abrir sus mercados financieros - y dejar de presionar para el ingreso de bancos norteamericanos y otras instituciones financieras a sus economías internas.

En el Cuadro que acompaña, las reglas 1 a 4 comprenden a los países en desarrollo. La intención es que estas reglas sirvan de lineamiento para los hacedores de política en tales países, y también para los organismos de asesoramiento profesional y apoyo financiero como el FMI y el Banco Mundial - o aún el Tesoro de EE.UU.

Las reglas 5 a 8 del Cuadro son aplicables al país del centro. Aparte de identificar el papel de los EE.UU. como prestamista de último recurso, estas reglas refrenan su comportamiento. El éxito de ellas dependerá de que EE.UU. comprenda la asimetría monetaria subyacente en la economía mundial, y decida por voluntad propia hacer algo al respecto. Las agencias internacionales tienen muy poca influencia sobre la conducta norteamericana.

Estas ocho reglas distan de englobar todos los aspectos. Sin embargo logran cierto avance en la resolución del impasse filosófico acerca de los peligros del riesgo moral en las operaciones de rescate internacional, frente a la necesidad de tomar acciones colectivas para evitar que el descalabro financiero en un país se esparza hacia sus vecinos.

### **Riesgo Moral**

Las Reglas 1 al 4 tratan ambos lados del problema del riesgo moral. Debido

a que los bancos en los países en desarrollo tienen algún tipo de seguro de depósitos (muchas veces informal) y enfrentan tasas de interés más altas al aceptar depósitos en moneda nacional, la Regla 1 pone coto a sus instintos de apostar y sobre-endeudarse aceptando depósitos en dólares de no-residentes a menor costo para financiar sus préstamos locales. La Regla 4 luego reduce el riesgo moral de sobre-prestar por parte de los bancos internacionales y demás acreedores a corto plazo. En caso de un ataque generalizado a la moneda nacional, sorpresivamente se convertirían en prestamistas a largo plazo (algo similar a la Regla 4 ha sido considerado por el FMI para reestructurar deuda soberana, pero la Regla 4 también cubriría deudas privadas). Las Reglas 1 y 4 inclinarían a los países periféricos hacia las fuentes de financiamiento a largo plazo en desmedro del endeudamiento a corto plazo.

### **Devaluaciones del Tipo “Empobrece-a-tu-Vecino”**

Las Reglas 2 y 3 están dirigidas a la acuciante necesidad de lograr seguridad cambiaria en la periferia. Luego del colapso del sistema Bretton Woods original de paridades fijas con el dólar en 1971-73, la doctrina prevaleciente en los países industriales se inclinó a favor de los tipos de cambio flotantes. En 1976 se enmendó el Artículo IV del convenio constitutivo del FMI para eliminar toda obligación de los países miembros en el sentido de mantener paridades cambiarias oficiales. Para los países industriales con mercados financieros domésticos completos, la flotación es tolerable y era hasta deseable durante la gran inflación de los años setenta. En cambio los países en desarrollo cuyos mercados financieros domésticos son incompletos y cuyas monedas nacionales son meramente provisionales, se encuentran con que el riesgo de una flotación libre es demasiado alto. El “miedo a flotar” resultante, que lleva a intentar sintonizar con una de las monedas fuertes (generalmente el dólar) para suavizar las fluctuaciones en el tipo de cambio, ha sido bien documentado por Calvo y Reinhart (2002).

En los buenos tiempos esta sintonización informal con el dólar es suficiente para mantener una estabilidad cambiaria mutua, como en Asia Oriental antes de la crisis de 1997-98. En los malos tiempos, sin embargo, ahora sabemos que esta informalidad no alcanza para evitar el contagio entre monedas ni una ronda de sobre-devaluaciones del tipo “empobrece-a-tu-vecino”. La crisis de Asia Oriental, antes de esparcirse por toda la región, comenzó con un ataque al (y una sobre-devaluación del) baht tailandés.

En América del Sur las devaluaciones mutuamente desestabilizadoras se suceden continuamente - en vez de estar tan obviamente agrupadas como en Asia Oriental en 1997-98. En un experimento muy aplaudido Argentina estabilizó exitosamente en 1991 su peso contra el dólar como ancla para terminar con la casi hiperinflación. Luego de 1997 la competitividad internacional de Argentina se vio erosionada por depreciaciones de la moneda en Brasil, Chile y Uruguay. Vecinos aún más distantes como Australia y Rusia, que compiten en la producción de algunos productos primarios, también se encontraron con monedas subvaluadas a fines de los 1990. El resultado fue el ataque al peso “sobreevaluado” y el colapso de la economía argentina a fines del 2001.

Pero los eventos todavía no terminan. El propio Brasil se encuentra en problemas en 2002 - en parte debido al ejemplo argentino y a la fuerte depreciación del peso argentino. Chile es el único país que parece relativamente inmune a la turbulencia en el Cono Sur. Sin embargo esto lo logró sólo permitiendo que el valor en dólares del peso chileno se depreciara paulatinamente en aproximadamente un 40% desde mediados de 1999 hasta mediados del 2001 - incrementando de esa forma la presión sobre sus vecinos. Debido a estos negativos efectos de contagio, América Latina parece estar ingresando a una nueva “década perdida” similar a la de los años 1980.

### **¿Recuperando el Espíritu de Bretton Woods?**

No debió haber sido así. Al fin y al cabo, cuando se estableció el FMI en 1945 todos los países se adhirieron formalmente a paridades cambiarias fijas. La idea consistía en evitar las depreciaciones de tipo “empobrece-a-tu-vecino” como las que azotaron a los países industriales bajo el patrón oro internacional durante las décadas de 1920 y 1930. La cadena probablemente haya comenzado con la devaluación Poincaré y la posterior estabilización del franco francés en 1926, que hizo a Francia demasiado competitiva y drenó oro de los atribulados británicos. Luego en 1931 la devaluación británica empeoró la posición competitiva de EE.UU. y de Alemania - y de esa forma aceleró el advenimiento de la gran depresión en dichos países. Después de que EE.UU. devaluó y abandonó el patrón oro en 1933, se completó el ciclo entero hasta el punto de volver a presionar a Francia, quien ya no era competitiva y fue obligada a abandonar el patrón oro con una devaluación en 1936.



Así fue que en el Convenio Constitutivo del FMI en 1945 las paridades cambiarias formales, que no podían modificarse sin permiso del FMI, eran vistas como baluartes ante movimientos desmedidos en los tipos de cambio. “Nunca más” reinarían los adversos efectos de contagio entre los países. Sin embargo, para recuperar hoy el espíritu del acuerdo de Bretton Woods de 1945, primero hay que reconocer los grandes cambios institucionales que han tenido lugar.

El robusto patrón dólar del nuevo milenio difiere del moribundo patrón oro de las décadas de 1920 y 1930 en muchos aspectos. En la época anterior, la base monetaria mundial en oro se había tornado demasiado pequeña para evitar la deflación. Hoy, en cambio, Alan Greenspan y colegas mantienen control sobre la base monetaria (en dólares) de EE.UU., y han estado dispuestos a expandirla enérgicamente de ser necesario. De esta forma, a diferencia de los años 1930, la deflación obligada en el mundo industrial ya no es un problema. Ya no existe la necesidad de introducir una moneda internacional de compensación de saldos como el bancor, que Keynes quería utilizar para sostener la demanda agregada en la economía mundial. Con referencia a la Regla 5, alcanza con que los EE.UU. actúen en forma independiente para estabilizar su propio nivel de precios.

La situación actual también es diferente debido a que las economías industriales se han adaptado a los tipos de cambio flotantes. Con un mercado desarrollado de bonos a largo plazo, cualquier país industrial puede optar por flotar su tipo de cambio. Si el arbitraje euro/dólar sube o baja en 10 o 15% no se precipita ninguna crisis financiera interna – ¡aún cuando sea de gran preocupación para Airbus y Boeing! Por lo tanto se pueden tolerar fluctuaciones entre el dólar de EE.UU. y la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el dólar canadiense, y las monedas de otros países industriales<sup>2</sup>.

El enfoque primordial del FMI debería ser, en cambio, la necesidad de estabilidad cambiaria mutua en la frágil periferia financiera. Devaluaciones del tipo “empobrece-a-tu-vecino”, en su mayoría sin intencionalidad, constituyen una influencia altamente desestabilizadora. Pero, ¿cuál forma deberían asumir las nuevas obligaciones de paridades entre los países de la periferia?

<sup>2</sup>Con el yen el tema es distinto, y hemos argumentado en otros trabajos (Goyal y McKinnon, por publicarse) que la trampa de liquidez de las bajas tasas de interés en Japón puede atribuirse a las fluctuaciones en el tipo de cambio yen/dólar.

### **Paridades Cambiarias de Largo Plazo (Regla 3)**

Primero tomemos el caso fácil. Consideremos un grupo de países sin desequilibrios fiscales corrientes ni recurrencia de inflación descontrolada. Los países del Asia Oriental cumplían bastante bien este criterio previo a 1997 – y con la recuperación parecen estar cumpliéndolo nuevamente (la principal excepción es Indonesia). Salvo Japón, poseen un historial de paridades blandas con el dólar y hoy día existen tres países importantes que mantienen una paridad más o menos formal con el dólar – China con 8,3 yuan, Hong Kong con 7,8 dólares HK, y Malasia con 3,8 ringgit. Con estos tres formando un núcleo de tipos de cambio estables, otros protagonistas en la región – como Corea, Singapur, Taiwán y Tailandia – pueden amarrar más fácilmente sus tipos de cambio: tanto el baht como el won han recuperado la mayor parte de su valor en dólares desde las excesivas depreciaciones de 1997-98.

¿Cuáles deberían ser las paridades iniciales con el dólar? El establecimiento mutuo de paridades con el dólar a los valores actuales es factible y altamente deseable para la seguridad cambiaria del grupo, siempre y cuando las paridades actuales sean aproximadamente correctas en el sentido de la paridad del poder adquisitivo (PPA). Pero la típica réplica es “supongamos que cambien los fundamentos” y que el tipo de cambio actual no sea el de equilibrio en el futuro. Entonces, ¿no habría sido un error el haber fijado el tipo de cambio? Para responder a esta crítica muy común, yo señalaría dos aspectos:

- (1) El único “fundamento” que importa para el tipo de cambio es la política monetaria doméstica. Se puede demostrar [McKinnon 2002] que los llamados “choques reales” se administran mejor dentro de un área monetaria común donde los tipos de cambio no se alteran.
- (2) Siempre y cuando la paridad cambiaria nominal al inicio no diste demasiado del verdadero PPA, la economía se ajustará a aquella con el tiempo.

China es un buen ejemplo de (2). Después de consolidar el tipo de cambio oficial mediante operaciones informales de pase en la región en 1994, un tipo de cambio unificado fue fijado más o menos accidentalmente en 8,3. Luego China procedió a acomodarse a dicha paridad, habiendo experimentado inflación interna durante 1994-95 y deflación proveniente desde afuera en 1997-98 a raíz de la crisis asiática. Afortunadamente para las otras economías más pequeñas de la región,

China no devaluó como las demás y ha mantenido su tipo de cambio constante hasta el día de hoy.

¿En qué sentido debería ser de largo plazo este nuevo régimen de paridades? A diferencia de China con sus controles de capital, los flujos de capital externo frecuentemente se desbordan en países como Corea. Claro que la mejor solución es restringir dichos flujos de dinero “caliente” en conformidad con la Regla 1. Pero si ello no es factible, ¿qué pueden hacer las autoridades coreanas? Supongamos que anuncien que su paridad de largo plazo es de 1.600 won por dólar – que en ese día corresponde al tipo de cambio vigente en el mercado. En circunstancias no críticas, el Banco de Corea (BOK) acuerda mantener el tipo de cambio dentro de una banda informal “blanda” en torno a 1.600 won por dólar.

Pero supongamos que Corea experimenta un masivo influjo de capitales nuevos que presiona el won al alza. El BOK no puede contener la presión comprando dólares con won sin perder control de su base monetaria – amenazando así con inflación interna en el futuro. Entonces la estrategia óptima para el BOK es anunciar una suspensión transitoria de la paridad oficial de 1.600 won por dólar. Simultáneamente el BOK también anuncia que su intención es de empujar lentamente el tipo de cambio, digamos que ahora en 1.500, de regreso hacia 1.600 dentro de algunos meses – tan pronto sea factible. Si goza de credibilidad, la gran ventaja de esta estrategia es que establece expectativas regresivas en el mercado cambiario. Se reduciría para el no-residente el rendimiento aparente de invertir en activos a corto plazo denominados en won, dada la depreciación esperada del won durante los meses siguientes. De tal forma se enlentecería, y quizás hasta se revertiría, el influjo de capitales. Pero para que esta política de contención sea exitosa, todos deben creer que el gobierno (con el apoyo y aliento del FMI) está seriamente comprometido a mantener su paridad de 1.600 won por dólar indefinidamente hacia el futuro.

La argumentación es simétrica. Si Corea fuera a experimentar repentinamente una salida de capitales de tal magnitud que el BOK no pudiera evitar una depreciación sin una contracción desmedida de su base monetaria, nuevamente anunciaría una suspensión transitoria de la paridad de 1.600 won. Pero ahora el BOK anunciaría su intención de empujar el won al alza cuando pase la tormenta. Esta futura apreciación esperada del won restringiría la fuga de capitales al tiempo que limitaría la magnitud de la depreciación inicial, y también limitaría el aumento necesario en las tasas de interés de corto plazo. Si se diera el caso, como

en 1997-98, que las reservas oficiales coreanas fuesen insuficientes para dar credibilidad al compromiso de gradualmente empujar el won al alza, el FMI o un fondo de estabilización regional adecuado pudiera intervenir con el préstamo necesario.

Desde el punto de vista más amplio de la estabilidad en toda la región de Asia Oriental, los compromisos cambiarios de largo plazo tienen la ventaja de limitar el contagio en presencia de los volátiles flujos de dinero “caliente”. Aunque otros en la región vieran a las autoridades coreanas suspender su paridad de 1.600 won en respuesta a la brusca salida de capitales, no temerían por su posición competitiva si percibieran que la moderada depreciación del won fuese a ser transitoria.

Finalmente, la política de establecer una paridad cambiaria de largo plazo para cualquier país del Asia Oriental tendría mucha más credibilidad en el contexto de un anuncio colectivo por parte de todos los países. Visto de otra manera, si sólo un país de Asia Oriental anunciase una paridad de largo plazo, tendría menos credibilidad debido a la posibilidad de impactos cambiarios provenientes de los demás países. Pero si todos declaran paridades, la credibilidad general sería alta. Y Asia Oriental es afortunada en que tres países ya han establecido paridades fijas con el dólar.

Aún cuando tal sistema generalizado de paridades con el dólar pudiera funcionar sin Japón, las fluctuaciones en el tipo de cambio yen/dólar son una influencia desestabilizadora – y de hecho crean un ciclo económico sincronizado en las economías más pequeñas de Asia Oriental [McKinnon y Schnabl 2002]. Sería mucho mejor si Japón, asistido necesariamente por los EE.UU., fuera a implementar una paridad de largo plazo para la relación yen/dólar. Y dado que una paridad de largo plazo yen/dólar creíble es la clave para escapar a la trampa de la liquidez, el propio Japón sería el mayor beneficiario [Goyal y McKinnon, a publicarse].

Paridades cambiarias nominales de largo plazo en los países altamente inflacionarios de América Latina son otro tema – y, a diferencia de Asia Oriental, en general no parecen factibles en el futuro cercano. En América Latina es más relevante estabilizar las paridades cambiarias “reales” (ajustadas por inflación) que las nominales – lo cual representa un cálculo mucho más difícil. Sin embargo algunos principios de nuestro paradigma de Asia Oriental podrían tener validez. Si cualquier país latinoamericano experimentase una crisis y una devaluación descontrolada de su moneda, el establecer expectativas regresivas mediante una progresiva recuperación de la moneda es de extrema importancia para tal país (para evitar un

aumento en la tasa de interés real) y por supuesto para sus vecinos. Por ejemplo, las consecuencias para Argentina de las bruscas devaluaciones de Brasil durante 1999-2001 podrían haber sido atenuadas mediante una política de este tipo. Adicionalmente, el FMI debiera supervisar, y si fuera el caso señalar, a los países que intencionalmente o no, permitiesen que sus monedas se desvaloricen – como en el caso de la depreciación chilena de casi 40% entre mediados de 1999 y mediados del 2001.

### **Conclusión**

Una causa importante de la gran inestabilidad financiera en los países en desarrollo es el fracaso doctrinario en enfrentar la asimetría monetaria internacional. Gran parte del mundo está afiliada al patrón dólar con una moneda central fuerte donde se impone un conjunto de reglas, y una periferia de monedas más frágiles donde un conjunto de reglas y modalidades operativas algo distintas se hace necesario (ver Cuadro).

Una manifestación de este fracaso doctrinario ha sido el consejo frecuentemente ofrecido a los países en desarrollo de “floten su tipo de cambio y abran su mercado de capitales doméstico a los flujos de capital foráneo y a la banca extranjera”. Aquí he tratado de demostrar que tal consejo es erróneo para la mayoría de los países en desarrollo, quienes necesitan cuidar de sus sistemas financieros hasta que la economía se industrialice y su mercado de bonos a largo plazo se desarrolle. Mas grave aún es la omisión de dicho consejo en considerar los efectos de contagio de un país a otro provenientes de modificaciones en sus tipos de cambio. En la periferia la política cambiaria debería ser un esfuerzo común dentro de regiones económicas ligadas por el comercio y las finanzas.

En cambio los mercados de capital del país centro, EE.UU., deben permanecer abiertos para que los no residentes puedan transar libremente y poseer activos en dólares en todos los plazos. De otra forma el sistema mundial de pagos se vería seriamente afectado. EE.UU. también deberían, por lo general, permanecer pasivos en los mercados cambiarios, salvo durante las grandes crisis cuando su acceso privilegiado a los mercados de capital los convierten en el prestamista natural de última instancia. Finalmente, EE.UU. no debería utilizar la influencia proveniente de su posición central en el sistema monetario internacional (que, al fin y al cabo, es un mero accidente de la historia) para promover agresivamente los intereses comerciales de su banca comercial y de inversión en mercados extranjeros.

## Referencias

- Calvo, Guillermo and Reinhart, Carmen, (2002) "Fear of Floating". *Quarterly Journal of Economics* 117, 379-408. May 2002.
- Goyal, Rishi and McKinnon, Ronald, (forthcoming) Japan's Negative Risk Premium in Interest Rates and Slump in Bank Lending", *The World Economy*.
- Hausmann, Ricardo, "Baffled by Brazil", *The Financial Times*, August 14, 2002.
- McKinnon, Ronald I, (2002), "Optimum Currency Areas and the European Experience", *The Economics of Transition*, Vol 10. No 2. pp 343-64
- McKinnon, Ronald and Schnabl, Gunther (2002) "Synchronized Business Cycles in East Asia: Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate and China's Stabilizing Role" IMES Discussion Paper Series, No. 2002-E-13, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan
- Meltzer, Alan, "Back to Bailouts", *The Wall Street Journal*, August 7, 2002.