AAP 3211

TESIS
E 2001
E7

Universidad Católica Andrés Bello

Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

Escuela de Economía

La Dolarización y su Aplicabilidad en Venezuela:

Un Estudio de las Experiencias Internacionales

Tutor: José Luis Cordeiro

Espina, Annabella

Ramírez, Laura

Caracas, octubre de 2001

Agradecimientos.

A nuestros padres y hermanos.

A José Luis Cordeiro por su paciencia, por saber orientarnos en el extenso contexto de la dolarización y enseñarnos a amarla y, sobre todo, por enseñarnos a escribir.

A Ricardo Espina, por su ayuda y apoyo.

A Omar Bello, por prestarnos un poco de su tiempo y colaborar con la elaboración de este trabajo.

A Ronald Balza, por su paciencia y su disposición a ayudarnos.

Universidad Católica Andrés Bello
BIBLIOTECA
Caracas

Prólogo *(por José Luis Cordeiro).*

Con la única excepción del período de doscientos años en que estuvo vigente el patrón oro, prácticamente todos los gobiernos de la historia han aprovechado su privilegio de emitir moneda para defraudar y robar al pueblo.
Friedrich Hayek, Premio Nobel de Economía 1974

La verdadera soberanía debe residir en los ciudadanos y no en los gobernantes. El caso de la política monetaria es uno de los mejores ejemplos. Los políticos continuamente hablan de la importancia de la soberanía monetaria para controlar la moneda y manejar la economía. Aquí habría que preguntar: ¿qué moneda y que economía? La respuesta es clara: la moneda y la economía de los propios políticos, quienes viven de imprimir dinero y utilizarlo para sus propios fines. Por eso es que los políticos prefieren tener monedas con nombres y símbolos patrióticos para poder engañar demagógicamente al pueblo. Sin embargo, si se le pregunta directamente a los ciudadanos, la gente prefiere una moneda fuerte como el dólar y no una débil como el bolívar.

Muchos economistas también merecen gran parte de la culpa por el deterioro de la política monetaria, pues ellos han creado los términos del debate que utiliza el público en general. Para el azúcar, el hierro o los zapatos, los economistas se han enfocado principalmente en el beneficio de los consumidores. Los economistas han estudiado lo que

los consumidores desean y cómo el sistema de mercado puede lograr la mejor y la mayor oferta. La preferencia de los economistas por el libre comercio y la competencia se debe al énfasis en el bienestar del consumidor. El libre comercio y la competencia permiten que los consumidores encuentren los mejores productos disponibles; así los consumidores se liberan de los productores de bienes y servicios inferiores.

En la política monetaria, sin embargo, la mayoría de los economistas se han enfocado en el bienestar del productor: el gobierno. En lugar de preguntar qué quieren los consumidores, los economistas se han enfocado en ver qué desea el gobierno. Han tratado la economía, a través de la política monetaria, como algo para ser manejado en beneficio del gobierno (el productor de dinero) y no en beneficio de los ciudadanos (los consumidores de dinero). Por eso muchos economistas han promovido (o por lo menos han aceptado como legítimos) el monopolio y las restricciones monetarias, los controles cambiarios, los privilegios legales exclusivos para la moneda local y el sistema de bancos centrales estatales. Los resultados de estas políticas monetarias equivocados han variado desde medianamente dañinos hasta casi mortales, como en el caso de varias hiperinflaciones latinoamericanas.

La desconcertante contradicción entre la política monetaria convencional y el libre mercado es una terrible inconsistencia. Una manera de manejar semejante contradicción es negar que existe, alegando que el gobierno refleja los deseos de los ciudadanos, o al menos de la mayoría de la población. Sin embargo, hasta en los países más democráticos, esa visión del gobierno es muy ingenua. Los grupos de interés siempre tratan de influenciar las políticas públicas para obtener privilegios que benefician a una minoría a costa de la mayoría. De hecho, los políticos son los primeros beneficiados como productores de dinero, además de que son el único grupo que determina su salario y luego produce el dinero para cubrir sus gastos a expensas de los demás.

El dinero es simplemente una mercancía para el intercambio de otros bienes y servicios, con sus propios productores y consumidores. Una manera mejor de resolver la disyuntiva anterior es cambiando los términos del debate para hacer énfasis en el beneficio de los consumidores en vez del beneficio de los productores de la política monetaria. La política monetaria, como cualquier otra política pública general, debe tener como objetivo beneficiar a los consumidores, quienes son evidentemente la mayoría. Los consumidores de la política monetaria son todos los que usan dinero: prácticamente casi toda la población. ¿Qué desean los consumidores de la política monetaria? La

mejor manera de saberlo es dejando que los ciudadanos utilicen el dinero que prefieran bajo condiciones de libre mercado y competencia entre monedas. Sin embargo, aún bajo las condiciones actuales en Venezuela, que están muy lejos del libre mercado y de la competencia monetaria, todos tenemos una muy buena idea de cual moneda la gente prefiere. Los consumidores quieren poca inflación y tasas de interés bajas, además de una moneda que pueda ser utilizada internacionalmente sin tener miedo a regulaciones o controles.

En Venezuela ya existe una moneda que ofrece lo que los consumidores buscan. Esa moneda es el dólar. El atractivo general del dólar se puede ver tanto en su uso extensivo dentro de todas las economías latinoamericanas (desde los vendedores ambulantes y los grandes comerciantes hasta la guerrilla y el narcotráfico) como en su importancia como moneda para el comercio internacional. El dólar no es perfecto, pero tiene el mejor récord histórico de todas las monedas del continente americano. Si los ciudadanos pudiesen elegir libremente qué moneda utilizar, la mayoría de los latinoamericanos probablemente adoptarían el dólar estadounidense. Así se protegería la gente (los consumidores) de los recurrentes errores monetarios de sus gobiernos (los productores de dinero).

En Venezuela, y en otras partes de Latinoamérica y del mundo, hay que cambiar el pensamiento sobre la política monetaria para promover el desarrollo económico de la población: lo importante es el bienestar del consumidor y no del productor de dinero. La soberanía monetaria debe ser de los ciudadanos y no de los políticos. Ningún país se beneficia con inflación alta, tasas de interés elevadas e inestabilidad cambiaria. La experiencia venezolana muestra que los perjudicados son los ciudadanos, es decir, los consumidores de dinero producido por gobiernos irresponsables.

Este interesante estudio de Annabella y Laura revisa la experiencia monetaria en Venezuela, y en otros países, para demostrar cabalmente que la dolarización sí es posible en nuestro país. De hecho, la dolarización es analizada como una salida rápida y viable de muchos de los problemas macroeconómicos actuales para estabilizar la economía y cimentar las bases del crecimiento a largo plazo. Annabella y Laura, como estudiantes, como ciudadanos, demuestran ejemplarmente que saben más de soberanía monetaria que muchos de nuestros gobernantes.

La inflación es, siempre y en cualquier lugar, un fenómeno netamente monetario.

Milton Friedman, Premio Nobel de Economía 1976

Introducción

La situación actual venezolana ha llevado a muchos de los venezolanos a buscar salidas viables a la crisis.

Nos hemos encontrado con investigaciones de nuestro pasado económico, histórico y social en la búsqueda de las respuestas a las interrogantes que se nos presentan sobre nuestro presente.

En este recorrido nos hemos topado con estudios minuciosos de los errores cometidos en el pasado, indicando que una de las posibles causas es que los que se encargaron de manejar nuestro pasado, utilizaron las medidas equivocadas, que traían bienestar a corto plazo y graves desequilibrios en el largo plazo.

Por ello, ilustres venezolanos se han encargado de mostrar nuevas caras, nuevas soluciones y nuevas vías para ir recuperando lo que hemos recibido como una herencia deshecha.

Con esa inspiración hemos tomado uno de los temas que ocasiona grandes polémicas, por su complejidad y por las grandes iniciativas que se le pueden agregar en su camino: la dolarización.

Soportados en experiencias internacionales, hemos observado que en economías anteriores a su implantación o al establecimiento de sistemas de tipo de cambio fijo, se presenta una historia similar a la

nuestra: inestabilidad en la moneda, inflación creciente, tasa de interés inestables y volátiles, etc.

Por esto y muchos aspectos adicionales buscamos hacer un análisis de nuestra economía y compararla con la de los países que ya tienen estos sistemas, para así observar sus similitudes y sus diferencias y plantear la factibilidad de su establecimiento en nuestro país, ya que la moneda en la economía es como el idioma en la comunicación. Lo que queremos decir, parafraseando a José Luis Cordeiro, es que mientras más idiomas tenemos, más complicada se vuelve la comunicación. Por lo tanto, mientras menos monedas existan, será más fácil comerciar, invertir, planificar.

Índice.

Agradecimientos.....I

Prólogo (por José Luis Cordeiro).....II

Introducción.....VII

I. Hipótesis.....1

II. Objetivos.

II.1 Objetivo general.....2

II.2 Objetivos específicos.....2

III. Marco teórico.

III.1 Dolarización.....4

III.1.1 Definición.....4

III.1.2 Modalidades.....5

III.1.3 Costos y beneficios para Estados Unidos.....9

III.1.4 Riesgos para los países que dolarizan oficialmente.....11

III.1.5 Beneficios para los países que dolarizan oficialmente..13

III.1.6 Problemas en la implementación de la dolarización oficial.....15

III.1.7 Pasos a seguir para implantar la dolarización oficial....18

IV. Análisis histórico de las economías de tipo de cambio fijo antes y después de su implantación.

IV.1 Dolarización en Ecuador.....23

IV.2 Dolarización en El Salvador.....36

IV.3 Caja de Conversión en Argentina.....47

IV.3.1 Efecto Tango.....49

IV.4 Dolarización en Panamá.....51

IV.5 Caja de Conversión en Bulgaria.....57

IV.5.1 Contexto macroeconómico y estructural.....57

IV.6 Unión Monetaria Europea.....61

IV.7 Caja de Conversión en Estonia.....65

IV.8 Caja de Conversión en Lituania.....69

IV.9 Caja de Conversión en Hong Kong.....71

V. Reseña de las crisis económicas recientes (mexicana, asiática, rusa y brasileña) y comparaciones entre países afectados con diferentes sistemas cambiarios.

V.1 Crisis mexicana "Efecto Tequila".....74

V.1.1 Elementos que profundizaron la crisis mexicana.....77

V.2 Crisis asiática.....79

V.3 Crisis rusa.....86

V.4 Crisis brasileña "Efecto Samba".....94

V.4.1 Políticas económicas de Brasil en los últimos años...97

VI. Análisis de economías con banco central y su rol como emisor de dinero y prestamista de última instancia.

VI.1 Surgimiento de la banca central.....106

VI.2 Alternativas a la banca central.....111

VI.2.1 Caja de conversión (*Currency Board*).....111

VI.2.2 Instituto Monetario.....112

VI.2.3 Banco comercial privado con monopolio en la emisión monetaria.....112

VI.2.4 Libertad Bancaria (*Free Banking*).....112

VI.2.5 Uso de la moneda extranjera (dolarización).....113

VI.2.6 Moneda de ocupación.....113

VI.2.7 El sistema de "emisión libre".....114

VI.2.8 Emisión directa por parte del gobierno.....114

VI.3 La banca central.....114

VI.3.1 Calidad monetaria: tasas de inflación.....115

VI.3.2 Inflaciones altas.....116

VI.3.3 Convertibilidad cambiaria.....118

VI.3.4 Tipos de cambio.....119

VI.3.5 El banco central como prestamista de última instancia.....120

VI.4 Cómo mejorar la calidad monetaria en países en desarrollo.....121

VI.4.1 Monedas de alta calidad.....121

VI.4.2 Bancos centrales independientes.....124

VII. Reseña de la economía venezolana (1974-1999).....131

VIII. Cómo dolarizar en Venezuela.

VIII.1 Cómo recapturar el señoreaje.....158

VIII.2 La dolarización oficial es preferible.....159

VIII.3 Cronograma de la dolarización.....160

VIII.4 Tópicos Avanzados.....164

VIII.4.1 Prestamista de última instancia.....164

VIII.4.2 El sistema de pagos.....165

VIII.4.3 Precios.....166

VIII.4.4 Salarios.....166

VIII.4.5 Reformas legales.....167

VIII.4.6 Finanzas públicas.....167

VIII.4.7 Deuda externa.....168

VIII.5 Posibles efectos de la dolarización.....169

VIII.5.1 Precios.....169

VIII.5.2 Salarios.....170

VIII.5.3 Tasas de interés.....171

Conclusiones y Recomendaciones.

Bibliografía.

Anexos.

Índice de cuadros.

Cuadro I. Países oficialmente dolarizados.....7

Cuadro II. Inflación mensual en Ecuador.....34

Cuadro III. Inflación mensual en El Salvador.....46

Cuadro IV. Inflación en Panamá.....56

Cuadro V. Indicadores macroeconómicos para Estonia.....68

Cuadro VI. Indicadores macroeconómicos para Lituania.....70

Cuadro VII. Indicadores macroeconómicos para México y Argentina en 1995.....78

Cuadro VIII. Indicadores macroeconómicos para Indonesia y Hong Kong entre 1997 y 1998.....85

Cuadro IX. Indicadores macroeconómicos para Rusia, Estonia y Lituania en 1998.....93

Cuadro X. Indicadores macroeconómicos para Brasil y Argentina en 1999.....104

Cuadro XI. Inflaciones Altas.....118

Cuadro XII. Caja de Conversión y Banco Central.....127

Cuadro XIII. Caja de Conversión y dolarización.....128

Cuadro XIV. Banco Central vs. otros sistemas monetarios.....130

Anexos.

Cuadro XV. Inflación (%) de algunos países de América Latina y Estados Unidos.

Cuadro XVI. Variables macroeconómicas de España, Grecia, Italia y Portugal (1985-1999).

Gráfico I. Comportamiento de la inflación en Ecuador (1984-2000).

Gráfico II. Comportamiento de la inflación en Ecuador (enero 2000-septiembre 2001).

Gráfico III. Comportamiento de la inflación en El Salvador (1984-2000).

Gráfico IV. Comportamiento de la inflación en El Salvador (enero 1999-julio 2001).

Gráfico V. Comportamiento de la inflación en Argentina (1984-1999).

Gráfico VI. Comportamiento de la inflación en Argentina vs. Estados Unidos (1984-1999).

Gráfico VII. Comportamiento de la inflación en Panamá (1990-2000).

Gráfico VIII. Comportamiento de la inflación en Panamá vs. Estados Unidos (1990-2000).

Gráfico IX. Evolución del tipo de cambio en Venezuela (1974-2000).

Gráfico X. Comportamiento de la inflación en Venezuela (1974-1999).

Gráfico XI. Comportamiento de la inflación en Comportamiento de la inflación en Venezuela vs. Estados Unidos (1984-1999).

Gráfico XII. Comportamiento de los precios del petróleo (1973-2000).

I. Hipótesis.

Estudiando y comparando economías de otros países, que poseen sistemas de tipo de cambio fijo, con la venezolana, encontramos similitudes y verificamos que sí es posible ejecutar el proceso de dolarización en Venezuela.

II. Objetivos.

II. 1 Objetivo General.

Análisis comparativo de economías de otros países antes y después de la implantación de sistemas de tipo de cambio fijo, como la caja de conversión y la dolarización. Los beneficios y las consecuencias que éstos han traído y su aplicabilidad en Venezuela.

II. 2 Objetivos Específicos.

Análisis comparativo de la evolución de las siguientes variables, a través de un proceso de instalación de sistemas de tipo de cambio fijo, según la experiencia internacional:

- Tipo de cambio.
- Inflación.
- Tasas de Interés.
- Producto Interno Bruto.

Estudio de los efectos de cuatro grandes crisis económicas, la mexicana, asiática, brasileña y rusa, sobre los países relacionados comercialmente que poseían tipo de cambio fijo.

Estudio de las economías con Banco Central y la posibilidad de su eliminación, como figura reguladora de la política monetaria en Venezuela.

Estudio de la sostenibilidad del proceso de dolarización, soportada en las experiencias internacionales, en una economía como la venezolana.

III. Marco teórico.

III.1 Dolarización.

III.1.1 Definición.

"La dolarización ocurre cuando los residentes de un país usan extensamente el dólar de los Estados Unidos (u otra moneda extranjera) junto a, o en vez de, la moneda local. La dolarización extraoficial se produce cuando los individuos mantienen depósitos bancarios o billetes en moneda extranjera para protegerse contra la alta inflación de su moneda local. La dolarización es oficial cuando un gobierno adopta la moneda extranjera como curso legal exclusivo o predominante."[1]

Implantar la dolarización implica la "renuncia" de la política monetaria doméstica y la adopción de la política monetaria de los Estados Unidos, hacia donde entonces convergen la inflación, la certidumbre cambiaria, las bajas tasas de interés, entre otros.

[1] SCHULER, K. (Julio 1999). *Fundamentos de la Dolarización.* Reporte del Comité de los Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos.

III.1.2 Modalidades.

La dolarización se presenta bajo tres distintas modalidades: extraoficial, semioficial y oficial, las cuales se explican a continuación.

La dolarización extraoficial sucede cuando la población mantiene parte de sus activos financieros en una moneda que no sea la del curso legal del país. Este término implica casos cuando mantener activos extranjeros es legal y cuando es ilegal. Hay países que permiten que se tengan cuentas en otra moneda dentro de un banco local, pero es ilegal mantener cuentas bancarias en el extranjero, a menos que se tenga un permiso especial.

Entre los activos que incluye la dolarización extraoficial se encuentran los bonos extranjeros y otros activos no monetarios, generalmente en el exterior, depósitos en moneda extranjera en la banca local y extranjera, además de billetes y monedas extranjeros en manos de la gente.

Es difícil definir la extensión y certificar en qué países hay dolarización extraoficial. No hay estadísticas disponibles al público; sin embargo, se han hecho evaluaciones e investigaciones por el sistema del Banco de la Reserva Federal donde estiman que entre un 55 a 70% de los billetes en dólares los tienen extranjeros. También un estudio hecho por el Banco Central de Alemania, Bundensbank, estima que los

extranjeros tienen un 40% de los marcos alemanes. Otra manera de medir la dolarización extraoficial es tomando la proporción de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario doméstico.

La segunda modalidad es la dolarización semioficial. Llamada también sistema oficial bimonetario, la moneda extranjera es de curso legal al igual que la doméstica y circula ampliamente, sin embargo, juega un papel secundario en la economía. Los países que mantienen este régimen tienen un Banco Central doméstico u otra institución monetaria. La moneda doméstica se utiliza generalmente para pagar los salarios, impuestos y gastos diarios.

La tercera modalidad y en la cual nos vamos a afincar especialmente es la dolarización oficial. En los países donde existe la dolarización oficial, el dólar (u otra moneda extranjera) circula libremente en la economía, siendo la moneda predominante. Con ella el gobierno realiza sus pagos, es la moneda de curso legal. Si existe moneda doméstica, ésta es restringida a un rol secundario.

Por lo general, la dolarización se aplica con respecto a una sola moneda. En otros casos, se acepta más de una moneda, como en Andorra que admite tanto el franco francés como la peseta española.

Actualmente hay 33 países dolarizados oficialmente; ver el cuadro I, donde se presentan los países que usan oficialmente el dólar estadounidense u otra moneda extranjera como moneda de curso legal.

A lo largo de nuestro estudio, vamos a utilizar el dólar estadounidense como moneda usada en la dolarización. Vale acotar que el nombre dolarización, no necesariamente tiene que ver con el dólar. Se llama comúnmente dolarización al sistema monetario adoptado, independientemente de la moneda que se adopte.

La dolarización oficial supone una serie de costos y beneficios para los países que dolarizan y también para el país emisor de la moneda que utilizan (en nuestro caso, los Estados Unidos).

Cuadro I. Países oficialmente dolarizados.

País	Moneda	Año
Andorra	Franco francés/ Peseta española/ Euro	1278
Bhutan	Rupla India	1948
Chipre Norte	Lira turca	1974
Ciudad del Vaticano	Lira italiana / Euro, Moneda propia	1929
Ecuador	Dólar estadounidense	2000
El Salvador	Dólar estadounidense	2001
Groenlandia	Krone de Dinamarca	Antes de 1800
Guam	Dólar estadounidense	1898
Islas Cocos (Islas Keeling)	Dólar australiano	1955
Isla de Pitcairm	Dólar estadounidense y de Nueva Zelanda	Siglo XIX
Islas Channel	Libra esterlina	1797
Islas Mariana del Norte	Dólar estadounidense	1944
Islas Marshall	Dólar estadounidense	1944
Islas Norfolk	Dólar australiano	Antes de 1900

Islas Turcas y Caicos	Dólar estadounidense	1973
Islas Vírgenes (Británicas)	Dólar estadounidense	1973
Islas Vírgenes (EE.UU)	Dólar estadounidense	1934
Kiribati	Dólar australiano, Moneda propia	1943
Kosovo	Marco Alemán	1991
Liechtenstein	Franco suizo	1921
Micronesia	Dólar estadounidense	1944
Mónaco	Franco francés / Euro	1865
Montenegro	Marco Alemán	1991
Nauru	Dólar australiano	1914
Niue	Dólar de Nueva Zelanda	1901
Palau	Dólar estadounidense	1944
Panamá	Dólar estadounidense, Moneda propia	1904
Puerto Rico	Dólar estadounidense	1899
Samoa (Americana)	Dólar estadounidense	1899
San Marino	Lira italiana / Euro. Moneda propia	1897
Santa Helena	Libra esterlina	1834
Timor Oriental	Dólar estadounidense	2000
Tokelau	Dólar de Nueva Zelanda	1926
Tuvalu	Dólar australiano, Moneda propia	1892

Fuente: Banco Mundial.

III.1.3 Costos y beneficios para Estados Unidos.

Entre los riesgos que tiene Estados Unidos al extenderse la dolarización oficial en otros países, es que mientras más países dolaricen, más difícil se hace para la Reserva Federal manejar la política monetaria debido a que de ella dependen varios países.

Otro riesgo que se presenta, es que los países oficialmente dolarizados pueden ejercer presión a los Estados Unidos para que se hagan responsables de los problemas económicos que se presenten. Sin embargo, funcionarios de la Reserva Federal y del Tesoro ya han enfatizado este punto alegando que ellos no se hacen responsables por las crisis de los países oficialmente dolarizados.

Los ingresos que provienen de la emisión de dinero se conocen como señoreaje. Un país que dolariza oficialmente, pierde ese señoreaje ya que la emisión de dinero está en manos de los Estados Unidos y no de su antiguo Banco Central. Los Estados Unidos obtienen un mayor señoreaje por la dolarización de otros países, debido a que deben emitir más dinero. De hecho, como fue mencionado anteriormente, los extranjeros mantienen entre el 55% y 70% de dólares en billetes, lo cual hace que se genere señoreaje para los Estados Unidos.

Otro beneficio de la dolarización para los Estados Unidos es la reducción del riesgo monetario (devaluación o revaluación de una

moneda) en los países dolarizados con quienes mantenga relaciones. Además, la dolarización oficial ayuda a mantener al dólar como la primera moneda internacional. Al haber más países dolarizados oficialmente, aumentará la población de la zona del dólar, haciéndola mayor a la del Euro, moneda que a partir del 2002 entra en circulación, desafiando la posición de dólar como primera moneda internacional.

III.1.4 Riesgos para los países que dolarizan oficialmente.

El costo más importante en que incurren las economías que dolarizan oficialmente es la pérdida de señoreaje. Al reemplazar la moneda doméstica por la internacional, el país que dolariza ya no emite dinero. La emisión de dinero queda en manos del otro país, ganándose éste, como mencionamos anteriormente, el señoreaje. El costo por pérdida de señoraje es relativamente fácil de calcular.

Hay otros costos que varían entre países y algunos que no son fáciles de medir.

Cuando un país dolariza oficialmente, necesita incurrir en costos tales como "convertir los precios, programas de computación, cajas registradoras y máquinas vendedoras de moneda doméstica a moneda extranjera"[2]. Estos precios son variables dependiendo del país que dolarice. Por ejemplo, Argentina, que tiene una caja de conversión con la paridad de un dólar igual a un peso, no sería necesaria la conversión de precios porque ya está hecha. Pero en el caso de Venezuela, donde ha habido alta inflación y devaluación, la conversión de precios implicaría unos costos más altos.

Se argumenta que hay un costo de perder al Banco Central local como prestamista de última instancia. Al no tener Banco Central

doméstico, los bancos, en caso de necesidad de fondos, ya no tienen quien los "salve". Para cubrir ese problema se debe hacer como en Argentina, donde se tienen arreglos para líneas de crédito con bancos extranjeros. Sin embargo, en países oficialmente dolarizados, los problemas bancarios generalizados han sido con menos frecuencia y con costos más bajos que en países con Banco Central. Si se observa desde este punto de vista, la dolarización oficial sería más que un costo, un gran beneficio.

Hay también una pérdida de flexibilidad en la política monetaria. Al dolarizar oficialmente, se "hereda" la política monetaria del otro país, por lo tanto no se puede devaluar la moneda ni financiar el déficit presupuestario mediante la creación de inflación debido a que no se emite dinero. Otra vez, esto se puede ver más como un beneficio que como un costo, porque se está heredando una política monetaria estable.

---

[2]SCHULER, K. (Julio 1999). *Fundamentos de la Dolarización.* Reporte del Comité de los Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos.

III.1.5 Beneficios para los países que dolarizan oficialmente.

Los beneficios de la dolarización oficial se generan al usar una moneda que se presume es mejor que la que el banco central doméstico puede ofrecer.

Una clase de beneficios proviene de costos de transacción más bajos: los costos de intercambiar una moneda por otra. Estos costos toman la forma de una diferencia entre las tasas de compra y de venta por convertir moneda doméstica a moneda extranjera. La dolarización oficial elimina los costos de transacción con otros países dentro de la zona unificada de la moneda. Como se reduce el riesgo monetario, se incentiva la inversión y el comercio entre ellos.

Además, sin la existencia de una moneda doméstica aparte, los bancos podrían mantener reservas más bajas, consecuentemente reduciendo su costo de hacer negocios.

Otra clase de beneficios resulta de la inflación más baja y menos riesgo de inflación futura. Al usar una moneda extranjera estable, un país oficialmente dolarizado se asegura de una tasa de inflación cercana a la del país emisor. Se confía en que la inflación del dólar, el euro y el yen continuará siendo baja, en consecuencia, estas monedas tienen tasas de interés bajas y relativamente estables.

La baja inflación aumenta la seguridad de la propiedad privada. De hecho, el dinero es la forma más difundida de propiedad privada. La inflación es un tipo de impuesto sobre el dinero, y mientras más baja y menos variable es la inflación, más asegurados están los derechos de propiedad sobre el dinero. Debido a que otros activos financieros están denominados en dinero (unidades monetarias), la inflación baja también aumenta su seguridad, lo cual a su vez estimula el ahorro y los préstamos a largo plazo.

Otro tipo de beneficio económico resulta de la mayor apertura económica y transparencia, especialmente por parte del gobierno ya que no hay moneda doméstica que necesita ser apuntalada, la dolarización oficial elimina la crisis de balanza de pagos y la discrecionalidad de los controles de cambio, tales como tienen muchos países. Eliminando el poder del gobierno de crear inflación, la dolarización oficial estimula la disciplina presupuestaria. Eso no significa necesariamente que el presupuesto del gobierno va a estar balanceado cada año, lo que significa es que si hay un déficit, éste debe financiarse a través del método más o menos transparente de impuestos mayores o más endeudamiento en vez del oscuro y politizado método de imprimir dinero.

III.1.6 Problemas en la implementación de la dolarización oficial.

Según Schuler, un país que considera la dolarización oficial necesita tomar en consideración algunos problemas, por lo tanto debemos aclarar una dificultad mayor: convertir rápidamente un sistema de banco central en uno de dolarización oficial.

Algunos observadores argumentan que los países que desean reemplazar la banca central con algún otro sistema monetario deben llenar ciertas precondiciones, tales como un alto nivel de reservas en dólares, un sistema bancario solvente, finanzas públicas sanas y salarios flexibles.

La dolarización elimina la posibilidad de financiar los déficit presupuestarios de los gobiernos mediante la inflación, y al hacerlo así, ataca el problema que es la raíz de muchos otros problemas económicos de los países en desarrollo. No es necesario tener disponibles todas las reservas en dólares para la dolarización oficial, siempre y cuando la cantidad que falta se la pueda obtener en los mercados financieros o a través de fuentes tales como el FMI.

Siempre y cuando se posean o se puedan obtener reservas internacionales suficientes, un país puede dolarizar unilateralmente, sin un acuerdo formal o aprobación informal del país emisor, como han sido

los casos recientes de Ecuador, El Salvador, Timor Oriental, Montenegro y Kosovo. Sin embargo, pueden existir ciertas ventajas económicas y políticas con un acuerdo formal.

Otros problemas pueden relacionarse a las reservas internacionales. Las reservas que mantiene un banco central típicamente no son billetes extranjeros porque éstos no pagan interés; en vez de eso, tiene depósitos en moneda extranjera en bancos en el exterior y bonos en moneda extranjera. El banco central en un país dolarizado no necesita mantener billetes en dólares en efectivo hasta el momento en que deben reemplazar los billetes de la moneda en curso circulante con billetes en dólares.

Muchos de los bancos centrales no son sólo agentes de política monetaria, sino también depositarios de dólares propiedad de otros individuos. Puede parecer que la reserva en dólares que el banco central tiene disponible para la dolarización oficial se vea reducida por esta circunstancia, pero no es así. Todas las reservas en dólares del banco central pueden estar disponibles. Así como la dolarización oficial elimina la moneda doméstica, también elimina la necesidad de mantener una canasta especial de reservas extranjeras. Estos individuos podrán recibir a cambio de sus depósitos una cantidad equivalente en bonos del

gobierno, los cuales serán ahora pagados en dólares y, por lo tanto, serán más comercializables que antes.

La cantidad de reservas en dólares necesaria depende de la tasa de cambio con la moneda de curso. La tasa de cambio que se usa para convertir la moneda a dólares no debiera ser sustancialmente sobrevaluada ni subvaluada en relación a la tasa de mercado. Una tasa sobrevaluada perjudicará a las industrias de exportación, mientras que una tasa subvaluada perjudicará a los consumidores de productos importados; ambos extremos van en detrimento del crecimiento económico.

Otro punto a analizar es la velocidad de la dolarización. Una rápida dolarización oficial es técnicamente factible. La parte mecánica de introducir billetes y monedas se puede realizar en pocos días o semanas. Además, hay que entender que si el período de implementación se hace largo, podrían nacer dudas de si el gobierno está verdaderamente comprometido a dolarizar.

III.1.7 Pasos a seguir para implantar la dolarización oficial.

Según el esquema de Schuler, los pasos que se deban seguir para implantar la dolarización oficial son los que se exponen a continuación.

1. Se debe determinar la parte del pasivo del banco central que debe ser dolarizada, como mínimo ésta debe ser igual a los billetes y monedas en circulación, y también puede incluir la entera base monetaria en bolívares.
2. Se debe evaluar la posición financiera del banco central y del gobierno. Como la cantidad de dólares necesaria depende de la tasa de cambio, la cual no será conocida con exactitud hasta que se declare una tasa de cambio fija e irrevocable con el dólar de los Estados Unidos (aunque se puede calcular en un rango de valores). Si el banco central tiene suficientes reservas internacionales netas, éste puede simplemente vender sus reservas internacionales por dólares y darle a la gente dólares a la tasa de cambio fija correspondiente a la parte de pasivos que se van a dolarizar.

   Si el banco central necesita más reservas en dólares de lo que ya tiene, puede todavía ser posible dolarizar inmediatamente mediante el préstamo por parte del gobierno u otros organismos internacionales de suficientes dólares para cubrir el déficit de

reservas. El banco central cesará de existir en su forma actual y sus activos y pasivos se transformarán en activos y pasivos del gobierno.

3. Si hay dudas sobre la tasa de cambio apropiada para la dolarización, se debe permitir flotar la moneda en curso por un período breve, preestablecido.

Hay tres tipos básicos de tasas de cambio; a un extremo las tasas fijas; en el otro extremo, las tasas flotantes; y en el medio arreglos combinados que no son fijos ni flotantes, incluyendo las tasas ancladas, mini devaluaciones y las bandas cambiarias. La tasa fija es aquella en la cual la tasa de cambio en relación a una moneda extranjera "ancla" permanece constante porque existen instituciones monetarias apropiadas que permiten que la tasa se mantenga. Los sistemas dolarizados oficialmente y las cajas de conversión tienen tasas fijas.

El mejor indicador para establecer una tasa fija de cambio apropiada, al convertir los precios en la moneda oficial a precios en dólares, es la tasa de mercado que evolucionará cuando la gente sepa que el valor de dicha moneda se fijará pronto y que entonces el dólar la reemplazará. Puede ser que su demanda aumente, en cuyo caso la tasa de cambio se apreciaría. El gobierno no debe tratar de manipular la tasa de cambio para que alcance algún nivel en

particular; debe dejar que los participantes en el mercado determinen el nivel. Manipular la tasa de cambio es costoso y contraproducente.

4. Al final del período de flotación (si éste es necesario), se debe declarar una tasa de cambio fija e irrevocable con el dólar de los Estados Unidos y anunciar que es efectiva inmediatamente, el dólar es de curso legal. La tasa fija de cambio debe estar dentro del rango de las tasas de mercado durante el período de flotación, particularmente hacia el final del período. La experiencia indica que la economía se ajustará rápidamente a una tasa de cambio que es aproximadamente correcta.

Se requerirá que el banco central cambie sus pasivos en la moneda doméstica por activos en dólares adecuados. Se declarará al dólar como nueva moneda doméstica con todos los derechos que tenía la moneda anterior como moneda de curso legal. Se permitirá que los pagos se hagan en dólares a la tasa de cambio fija.

5. Se debe anunciar que, al ser efectivo el cambio, todos los pasivos y activos en la moneda en curso serán ahora activos y pasivos en dólares a la tasa de cambio fija. El período de transición debe ser preferiblemente corto (semanas) para reemplazar cotizaciones de los salarios y precios en la moneda local con cotizaciones en dólares. Después de terminar el período de flotación y de fijar la tasa de

cambio, los depósitos y los préstamos bancarios en moneda local serán depósitos y préstamos en dólares. Los bancos no cobrarán comisión por efectuar la conversión.

6. Luego se deben congelar todos los pasivos del banco central y dolarizar los pasivos determinados en el paso 1. Una vez que el banco central empiece a redimir la base monetaria la base monetaria de la moneda doméstica en dólares, no se permitirá a los bancos comerciales cobrar comisión por la conversión. Los bancos comerciales probablemente desearán convertir sus reservas a activos en dólares inmediatamente, y esto puede hacerse, pero intercambiar los billetes y monedas en circulación a dólares es un proceso más lento. Por ellos el banco central o el gobierno deben seguir aceptando dicha moneda por un período determinado, aunque ya dejarán de ser de curso legal para pagos de mano a mano.

7. Se reorganizarán los componentes del banco central como sea necesario. El banco central dejará de ser una institución para hacer política monetaria. Sus activos y pasivos se pueden transferir al gobierno o a un banco comercial que opere como fideicomisario para el gobierno. A los funcionarios que trabajan en estadísticas financieras, regulación de instituciones financieras, análisis económicos y contabilidad se les puede transferir al ministerio de

finanzas o a la superintendencia de bancos. En forma alternativa, el banco central puede convertirse en una nueva autoridad independiente a cargo de las estadísticas financieras y de la regulación financiera, manteniendo su estructura organizacional sin mayores cambios.

IV. Análisis histórico de las economías de tipo de cambio fijo antes y después de su implantación.

IV.1 Dolarización en Ecuador.

Ecuador se encontraba en una situación desesperada en 1999, la depreciación rápida del sucre había empobrecido a los ecuatorianos y socavado la estabilidad política del país. Era necesario e indispensable crear condiciones que frenaran la permanente depreciación del sucre y que permitieran que la economía creciera nuevamente.

El desempeño del Banco Central del Ecuador ha sido pobre, tiene un mal historial tanto en el pasado como en el presente. Al establecerse en 1927, la tasa de cambio del dólar era 5 sucres por dólar de EE.UU. A principios de 1999 era 6.825 sucres por dólar; a principios del año 2000 excedía los 21000 sucres por dólar; y para el final de la primera semana del 2000 estaba entre 24.000 – 25.000 sucres por dólar. Se hubiera depreciado aún más si el Presidente Jamil Mahuad no hubiera anunciado el 9 de enero que tenía la intención de dolarizar a 25.000 sucres por dólar.

Esta situación del Ecuador y su Banco Central es una historia que nos resulta bien conocida, porque es similar a la situación en Venezuela con su Banco Central y, de hecho, ningún Banco Central en toda Latinoamérica ha demostrado un buen desempeño en el largo plazo (a excepción Panamá Y Puerto Rico que dependen del FED de Estados).

Actualmente, cada moneda de la región, con excepción del balboa panameño y el peso puertorriqueño (ambos igual al dólar), tienen menos valor con relación al dólar, del que tuvo hace veinte años.

En general, los Bancos Centrales tienen un mal historial en los países en desarrollo. Son pocas las monedas de nuestros países que se han desempeñado tan bien como las principales divisas o monedas internacionales (el dólar, el marco alemán, el yen japonés).

Las supuestas ventajas teóricas de la banca central no se han materializado en la práctica. En la teoría, se afirma que un banco central puede dirigir la política monetaria para producir un crecimiento económico más alto o más estable del que hubiera sido posible de otra manera. En la práctica, Ecuador ha sido incapaz de obtener estas ventajas. Las políticas monetarias han producido economías más inestables de las que hubiera obtenido bajo un esquema de dolarización y no han dado ningún beneficio visible en términos de crecimiento económico.

Ecuador ya estaba dolarizado extraoficialmente a gran escala, debido a la rápida depreciación del sucre, más del 80% de los activos financieros ya estaban en dólares a inicios del 2000. Lo que hace evidente que esta moneda era la principal *reserva de valor.*

Se puede notar que el dólar funcionaba también como la principal *unidad de cuenta* para rubros costosos como casas o carros, aunque sus precios estaban en sucres, sus valores eran calculados según sus precios en dólares. También ocurría con mucha frecuencia en los artículos de precios medios como la ropa y el vestido. Esto trae que haya habido un crecimiento en el uso del dólar como *medio de intercambio*, que es la tercera función teórica del dinero.

La dolarización extraoficial no es tan beneficiosa como la dolarización oficial. El problema es que los gobiernos y bancos centrales en países extraoficialmente dolarizados intentan crear una demanda artificial por la moneda local a través de la imposición de regulaciones financieras que conducen a un intercambio menos eficiente y por lo tanto impiden el crecimiento económico. Hacer oficial la dolarización es una mejora cualitativa en política económica y no solamente un pequeño cambio cuantitativo.

La dolarización no es una mera teoría, como ya hemos expuesto, la dolarización oficial existe en Panamá y en otros países. Además, todos los ecuatorianos estaban familiarizados con la dolarización extraoficial. Los precios en dólares son estables, las tasas de interés eran mucho más bajas y más predecibles en dólares que en sucres, además de que el dólar fluctúa menos en relación con otras monedas internacionales que

el sucre. El dólar es sin ninguna duda una mejor moneda que el sucre. Tanto es así, que el sólo anuncio de la dolarización fue suficiente para estabilizar la tasa de cambio y reducir la tasa de interés interbancaria del 200% al 20% en un día, cuando ninguna otra medida había funcionado.

La dolarización oficial funciona porque fortalece los derechos de propiedad del dinero y hace más eficientes los intercambios. Este sistema monetario garantiza que el gobierno nacional no le robará a la gente su dinero creando dinero inorgánico y alta inflación. La inflación es un tipo de impuesto, y al reducirlo se genera un gran estímulo para el crecimiento económico real.

La tasa de cambio flotante administrada (en efecto hasta el 8 de enero del 2000) había fracasado. Tampoco ha funcionado bien en los países en desarrollo en general. Un país con este sistema de tasa de cambio debe tener un consenso político fuerte a favor de una inflación baja, porque el sistema de tasa de cambio por si mismo no constituye un freno.

Otro problema que se presenta con la tasa de cambio flotante, es que cuando hay una dolarización extraoficial, y la moneda nacional fluctúa bruscamente, se ven realmente afectadas aquellas personas que han obtenido préstamos en dólares y reciben sus ingresos en moneda

nacional. Estas sucesivas fluctuaciones pueden llevar a masivas quiebras y recesión. Muchos bancos centrales adoptaron el sistema de bandas, entre las cuales puede fluctuar el tipo de cambio.

La tasa de cambio anclada, que fue otra política anterior, también fracasó. Hay una diferencia entre una tasa anclada y una tasa fija, la fija es cualitativamente superior ya que se basa en arreglos monetarios creíbles. Otra razón a favor de la dolarización, es que ésta ofrece una verdadera tasa fija, porque el Banco Central del Ecuador, o en su defecto, la institución reguladora, no está en la capacidad de devaluar el dólar. Por lo tanto, esta tasa será creíble y confiable, no así una tasa anclada regulada.

Además, se ha visto que tasas de cambio no confiables han sido la principal causa de las crisis monetarias en Asia Oriental, Rusia y Brasil.

Los controles de cambio no resuelven problemas subyacentes, éstos sólo sostienen la moneda mientras se puedan hacer cumplir, pero por lo general, al tener muchas formas de evadirlos, la gente descubre estos métodos y este sistema pierde su efectividad, además de generar corrupción.

Ecuador tuvo numerosos controles de cambio durante el gobierno de Sixto Durán-Ballén (1992-1996). Los importadores y exportadores aprendieron a evadir dichos controles subfacturando y sobrefacturando.

Este sistema, como en otras ocasiones anteriores, creó corrupción y falta de respeto a las leyes.

En la primera semana del mes de enero del 2000, el sucre, la moneda ecuatoriana, se depreció en 17%, al acelerarse las expectativas acerca del advenimiento de una hiperinflación en este país. Igualmente circulaba el rumor de un plan de sustitución del sucre por el dólar estadounidense. Ambas noticias estaban profundamente enlazadas y resumían, en lo económico, los problemas de un gobierno que venía confrontando dificultades para llevar adelante un plan de reformas en el plano fiscal, que le diera viabilidad económica y política a lo largo de un año de ejercicio.

La imposibilidad de lograr un acuerdo crediticio con el FMI, debido a la falta de apoyo parlamentario, llevó a que surgiera la propuesta de dolarización como salida a la crisis.

El plan de dolarización se presentó como una "Ley de Estabilización y Transformación Económica", en la cual se pretendía un cambio profundo del Estado, a través de la privatización de empresas públicas, el redimensionamiento del sector bancario con miras a su fortalecimiento, la eliminación del financiamiento público al Estado, la creación de fondos de estabilización macroeconómica, el establecimiento de límites legales al déficit fiscal, la flexibilización laboral a fin de

permitir la contratación por horas y la unificación salarial, entre otras medidas.

Las propuestas de leyes presentadas por el gobierno del presidente Jamil Mahuad para darle forma al plan de dolarización no pudieron materializarse, debido a la enorme resistencia de algunos sectores, impedidos por la ola de especulación que se desató al empezar la sinceración de los precios de los bienes de consumo, luego de la devaluación que significó fijar el cambio del dólar a 25.000 sucres. El abandono del sucre, como moneda oficial, fue rechazado por la comunidad de pueblos indígenas y, con un apoyo militar parcial, llevó a su final es gobierno de Mahuad antes de terminar el mes de enero. Al día siguiente del levantamiento, las presiones externas, especialmente de Estados Unidos, permitieron una salida constitucional que llevó a la presidencia al vicepresidente en ejercicio, Gustavo Noboa.

Los respaldos del FMI, el BID, el Banco Mundial y del gobierno de Estados Unidos. también propiciaron un ambiente a favor de una rápida aprobación del plan propuesto, lo cual se hizo a finales de febrero; sin embargo, la ley entró en vigencia el 13 de marzo del año 2000.

De igual manera, se introdujo el contrato por hora y se inició la unificación salarial, medidas que flexibilizaron el mercado laboral. Se creó un fondo de estabilización a fin de atenuar el impacto de la

volatilidad de los precios del petróleo sobre los ingresos fiscales. Asimismo, se aumentó el porcentaje de las acciones de las empresas eléctricas y de telecomunicaciones sujetas a ser vendidas al sector privado y se empezó a formar un fondo de liquidez para servir de prestamista de última instancia al sector bancario. Además de contar con créditos stand-by proveídos por el FMI, entre otras medidas.

Las expectativas asociadas al plan de dolarización reflejaban una suma de costos y beneficios dependientes de las condiciones políticas y económicas con las cuales se dio comienzo a su aplicación. La perspectiva del gobierno ecuatoriano era de confianza sobre la estabilidad de precios en el corto plazo y la rápida tendencia descendiente de las tasas de interés. A diferencia del poder ejecutivo, el FMI tenía una concepción más pesimista sobre el proceso recién instalado, por depender en gran medida de un fuerte apoyo político que apoyara las reformas fiscales necesarias para garantizar su sostenibilidad en el largo plazo. Por otra parte, los estratos más bajos de la población se percibían menos optimistas, debido a los grandes costos sociales implícitos en la estricta disciplina fiscal que debe acompañar a dicho proceso.

Vislumbrando los resultados obtenidos hasta ahora, podemos nombrar un gran beneficio, que ha sido la posibilidad de que se

comenzara a normalizar la relación con los acreedores, luego de la moratoria bancaria del año anterior. Éste fue un paso fundamental para volver a los mercados financieros internacionales y ello se pudo materializar en agosto, cuando el gobierno llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos Brady y de Eurobonos, sustituyendo esos bonos por nuevos instrumentos, con vencimientos en el 2012 y el 2030. Gracias a esta operación, la deuda pública externa se redujo de US$ 13.800 millones a US$ 11.200 millones en corto tiempo.

En cuanto a la inflación, el control que se esperaba iba a traer la dolarización, los resultados estuvieron por debajo de los esperado y en ello influyó el fuerte efecto que causó la devaluación (23,5%) con la cual arrancó el plan, al pasar del tipo de cambio de 20.243 sucres/US$ en diciembre a 25.000 sucres/US$ en enero, llevando a la depreciación de los últimos 12 meses a 244,44%. Un impacto semejante ocasionó el ajuste en las tarifas de los servicios públicos, que era imperativo sincerar ante los requerimientos fiscales. Asimismo, el recorte de algunos subsidios incidió en el incremento de los precios.

No se han podido completar algunas reformas importantes, como las de privatizar empresas públicas, por lo cual las expectativas inflacionarias no han podido ceder mucho más. Aunque, al menos, el gobierno ha recobrado parte de la confianza de los agentes económicos.

Como se esperaba, una vez que se implementó la dolarización, el ritmo de incremento de la inflación mensual comenzó a descender, siendo 10% en febrero y 7,6% en marzo. A partir de mayo cayó a 5,1% aunque tuvo un aumento en junio, a 5,3%, incidiendo en estos dos meses el alza de algunos combustibles, las tarifas de electricidad y un aumento salarial en el sector público de 60% promedio. El descenso se estuvo dando, hasta que en diciembre se cerró el año 2000 a 2,5%.por mes.

A pesar de las expectativas inflacionarias, el gobierno espera una inflación anual en el 2001 menor a 30% para compensar la gran devaluación inicial.

Aunque el incremento del precio del petróleo le permitió al gobierno culminar el año 2000 sin déficit fiscal, la gran volatilidad que acompaña al ingreso de naturaleza petrolera no permite sustentar, de manera continuada, un plan de estabilización fiscal.

El menor descenso observado en la inflación mensual se reflejó en la evolución de las tasas de interés. Igual efecto en el precio del dinero produjo el riesgo país que, sigue siendo muy elevado, aún cuando el riesgo cambiario desapareció con la dolarización. Impacto similar tuvo el riesgo asociado a la debilidad del sistema financiero.

La evolución de las tasas activas a 84-91 días para operaciones de libre contratación en dólares, antes y después de oficializarse la dolarización, revela que el costo del dinero sigue bajando.

El gobierno estima, que luego de implantar el sistema de dolarización, las tasas activas se aproximarán a sus similares en dólares, y ello será posible cuando la inflación disminuya a niveles internacionales.

La recuperación mostrada por la economía, gracias al impulso de la actividad petrolera, permitió un crecimiento del PIB cercano al 2% en el 2000 y 5% en el 2001, estos resultados era mejores de lo que se esperaba. Gracias al aumento significativo de los salarios, que aumentó de 40$ al cambio, a 114$, la devolución de los depósitos bancarios congelados, entre otros factores, se vio incrementado el consumo de los hogares, lo cual también contribuyó en esta mejora del producto interno bruto.

La tasa de desocupación abierta ha bajado a lo largo del 2000, pasando de 14,4% en 1999 a 9,1% en el 2000 gracias al crecimiento económico.

Si resumimos el impacto de la dolarización sobre la actividad económica, el empleo, el comercio externo y el balance fiscal, se tendría que exponer que el mismo fue facilitado por el incremento de los precios

petroleros, al incidir esto en el crecimiento del PIB, el saldo superavitario de la balanza comercial y permitir que se lograra un equilibrio en las cuentas públicas.

Gracias a la dolarización, se han visto cambios impresionantemente positivos y como también la recuperación de la economía ha sido favorable, ya que se espera que en los próximos tres años, crezca a una tasa del 6%.

Cuadro II. Inflación mensual en Ecuador.

(enero 2000-agosto 2001).

Mes	Inflación %
Ene-00	78,1
Feb-00	90,8
Mar-00	80,9
Abr-00	88,9
May-00	96,9
Jun-00	103,7
Jul-00	102,4
Ago-00	104
Sep-00	107,9
Oct-00	104,9
Nov-00	96,8
Dic-00	91
Ene-01	78,7
Feb-01	67,2
Mar-01	58,8
Abr-01	46,6
May-01	39,6
Jun-01	33,2
Jul-01	30,4
Ago-01	29,2
Sep-01	27,2

Fuente: Banco Central de Ecuador.

En el cuadro anterior podemos ver la evolución de la inflación mensual en Ecuador entre enero del 2000 hasta septiembre del 2001. Como habíamos verificado en el análisis, cuando el sucre lo devalúan a 25.000 sucres por cada dólar estadounidense, esto acarrea una inflación que busca compensar la devaluación. Al estarse cerrando este ciclo, hemos observado como a partir de octubre del año 2000 ha estado en descenso esta variable, esperando que converja hacia los valores de las inflaciones mensuales estadounidenses.

IV.2 Dolarización en El Salvador.

El Salvador ha mantenido un tipo de cambio fijo por varios años, por ello, es considerado como uno de los países con mayor estabilidad cambiaria de Latinoamérica. Trataron de entrar en una caja de conversión, similar a la de Argentina entre 1994 y 1995, lo cual fue pospuesto, para luego volver a intentarlo en 1999. Con un tipo de cambio fijo, desde 1993, se podía ver como El Salvador estaba tomando grandes pasos para darle comienzo al proceso de permitir la libre circulación, a la par de la moneda local, del dólar.

Es una motivación entender que, gracias a la cercanía geográfica y económica que tienen con los Estados Unidos, El Salvador era un muy buen candidato para tener una moneda común con este país, que ciertamente no sería el colón, sino el dólar.

Durante el año 2000, la economía de El Salvador creció un 2%. El comportamiento de la actividad económica durante este año reflejó el drenaje de recursos que ocasionó el deterioro en los términos de intercambio, particularmente, el aumento en los precios del petróleo y la caída en los precios del café, así como la caída en la inversión pública. El crecimiento fue impulsado, por el lado de la demanda, por un aumento significativo de las exportaciones, en 16,5% y por la moderada

expansión de la inversión, en un 5,2%. Las importaciones también aumentaron y absorbieron buena parte de del aumento de la demanda.

La eficiencia mostrada por la industria manufacturera se tradujo en un crecimiento en el sector del 4,5%, mientras que los sectores agropecuarios y de construcción decrecieron un 0,8% y un 2,3% respectivamente.

El desempleo disminuyó levemente durante el 2000, para ubicarse en 6% en el último trimestre, en relación con 6,6%, del último trimestre de 1999. A pesar de haber disminuido, la tasa de subempleo se mantuvo a niveles sumamente elevados (29,4% de la fuerza de trabajo). Esta situación es una manifestación del decreciente dinamismo de la economía formal en los últimos años.

El Salvador se vio azotado por dos terremotos, en enero y febrero del 2001. Estos terribles fenómenos naturales afectaron los sectores vivienda, educación, infraestructura y la capacidad productiva de diversos sectores.

La pérdida en el acervo de capital ocasionada por los dos sismos ha sido estimada en 12,1% del PIB, de la cual dos tercios corresponden al sector privado.

El Salvador ha sido uno de los países de América Latina que durante la década de los 90 ha mostrado mayor estabilidad de precios.

Durante el año 2000, la inflación anual, enero a diciembre, alcanzó 4,3%. Ello representa una aceleración considerable con respecto a 1999, cuando la economía experimentó una caída de precios de 1%. A pesar de que la cifra para el 2000 pudiera considerarse elevada, y de hecho supera la meta de inflación establecida por el Gobierno en su programa monetario (2 a 4%), el aumento en el índice de precios al consumidor refleja efectos transitorios y de una sola vez, tales como el incremento en los precios de los derivados del petróleo, la eliminación de ciertas exenciones al impuesto al valor agregado y la reducción de los subsidios al consumo de energía eléctrica.

Las exportaciones crecieron en un 19%, impulsado por el aumento registrado en el valor de la maquila y en el volumen de ventas de café, compensando una fuerte caída en el precio. Las importaciones tuvieron un incremento de 21,4% con relación al valor de las importaciones del año anterior. La balanza de pagos amplió su déficit en US$349,1 millones para ubicarse en 12,9% del PIB (US$1,7 mil millones).

Por su parte, el déficit de la balanza de bienes y servicios representó 14,5% del PIB, el cual no pudo ser neutralizado por el aumento del 27,4% registrado en las remesas de trabajadores, que se situaron en US$1,8 mil millones (13,2% del PIB).

En consecuencia, la cuenta corriente amplió su brecha durante 2000, llegando al 3% del PIB (US$402,8 millones). Las reservas internacionales netas, en poder del Banco Central, disminuyeron en US$48,6 millones, pero aún son elevadas (US$1,9 mil millones), representan 4,5 meses de importaciones, e incluso superan a la base monetaria.

El tipo de cambio real efectivo registró una apreciación de casi 3% durante el 2000. Con el elevado nivel de remesas que entran al país, es difícil evitar la apreciación, ya que ésta refleja la forma en que la economía acomoda el ingreso de divisas por concepto de remesas. Esta es una de las razones que han llevado a las autoridades a adoptar un nuevo sistema monetario basado en la dolarización.

Los terremotos incidirán significativamente sobre las cuentas externas de El Salvador. Las exportaciones tradicionales agropecuarias salvadoreñas registrarán una merma que podría durar varios años, especialmente en el sector cafetalero y pesquero. Por otra parte, el aumento en la demanda impulsado por el programa de reconstrucción generará un aumento en las importaciones.

Otro problema que enfrentan las autoridades económicas salvadoreñas es la baja carga tributaria, que en el 2000 fue sólo de 10,2% del PIB, uno de los niveles más bajos de América Latina. Esto

En consecuencia, la cuenta corriente amplió su brecha durante 2000, llegando al 3% del PIB (US$402,8 millones). Las reservas internacionales netas, en poder del Banco Central, disminuyeron en US$48,6 millones, pero aún son elevadas (US$1,9 mil millones), representan 4,5 meses de importaciones, e incluso superan a la base monetaria.

El tipo de cambio real efectivo registró una apreciación de casi 3% durante el 2000. Con el elevado nivel de remesas que entran al país, es difícil evitar la apreciación, ya que ésta refleja la forma en que la economía acomoda el ingreso de divisas por concepto de remesas. Esta es una de las razones que han llevado a las autoridades a adoptar un nuevo sistema monetario basado en la dolarización.

Los terremotos incidirán significativamente sobre las cuentas externas de El Salvador. Las exportaciones tradicionales agropecuarias salvadoreñas registrarán una merma que podría durar varios años, especialmente en el sector cafetalero y pesquero. Por otra parte, el aumento en la demanda impulsado por el programa de reconstrucción generará un aumento en las importaciones.

Otro problema que enfrentan las autoridades económicas salvadoreñas es la baja carga tributaria, que en el 2000 fue sólo de 10,2% del PIB, uno de los niveles más bajos de América Latina. Esto

hace más difícil, para el gobierno, realizar inversiones para mejorar el bienestar de la población e impulsar el crecimiento. El reto será aún mayor en el 2001, para aumentar la carga tributaria, luego de los sismos de comienzo de año.

El perfil de deuda de El Salvador es muy favorable. La deuda del sector público alcanzó los US$4,1 mil millones (31% del PIB) a fines del 2000. De este número, US$2,8 mil millones corresponden a deuda externa. El servicio de la deuda externa representó 10,6% de las exportaciones en el 2000. El saldo de la deuda pública de corto plazo es de sólo US$456 millones.

En el año 2000, las tasas de interés, en moneda local, mostraron tendencia a la baja. Este descenso se acentuó con la aprobación de la Ley de Integración Monetaria (dolarización). Las tasas pasivas bajaron a 7,1% en la última semana de diciembre. Las tasas activas de corto plazo siguieron esa tendencia.

Las tasas pasivas en dólares, para los depósitos a 180 días, estuvieron alrededor del 6,5% durante el año, en tanto que las tasas activas de corto plazo se ubicaron en 10,6%, en promedio, a finales de diciembre.

El programa económico de El Salvador para el año 2000 tenía como objetivo reactivar el crecimiento de la actividad económica y

mantener la estabilidad de precios. La evolución de la economía, que ha sido descrita más arriba, indica que el segundo objetivo se logró de manera más completa que el primero.

Como habíamos expuesto anteriormente, la gran cantidad de divisas recibidas por concepto de remesas familiares, han causado la apreciación de la moneda y esto ha traído problemas de competitividad internacional. Debido a esto, las autoridades económicas deben intensificar sus esfuerzos por crear un marco económico favorable, para reducir los costos de producir en este país.

Definitivamente, la medida de política económica más relevante del año fue la aprobación del nuevo sistema monetario, que entró en vigencia el 1° de enero de 2001. A través de la Ley de Integración Monetaria, se da curso legal al dólar como unidad de cuenta y medio de cambio, en un esquema bimonetario, en el cual circularán el colón y el dólar de manera irrestricta a un tipo de cambio fijo de 8,75 colones por dólar; el dólar pasa a ser la unidad de cuenta del sistema financiero; y se otorga a los agentes económicos la libertad para contratar en cualquier moneda, conjuntamente con la obligación de pagar en la moneda contratada.

Se espera que la dolarización de la economía permita reducir las tasas de interés; aumente la competencia en el sistema financiero e

incentive el crecimiento de los flujos de comercio internacional, por cuanto disminuirán los costos de transacción al eliminarse el riesgo cambiario. De hecho, como ya expusimos, las tasas de interés descendieron hacia fines del 2000, en anticipación a la dolarización. Efectivamente, con la dolarización desaparece el riesgo cambiario y hace que caigan las tasas de interés. Sin embargo, las tasas en El Salvador están aún por encima de las estadounidenses, reflejando una percepción de riesgo país relativamente elevada.

La política fiscal estuvo dirigida a evitar que las necesidades de financiamiento del sector público se ampliaran, para lo cual se tomaron algunas medidas tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos.

Por el lado de los ingresos, las exenciones al IVA fueron eliminadas, como también se redujo, gradualmente, el subsidio al consumo de energía eléctrica.

A finales de año se aprobó el Código Tributario que entró en vigencia el 1° de enero de 2001. Su puesta en práctica contribuirá a mejorar la recaudación, al contarse con un marco legal definido que permita sancionar a los infractores.

El Banco Central de la Reserva (BCR) condujo una política monetaria restrictiva, a través de sus operaciones de mercado abierto. A

finales de año, a fin de facilitar el proceso de integración monetaria, el BCR redujo la colocación de títulos (Certificados de Absorción Monetaria, CAM-D). Parte de los recursos liberados, fueron utilizados por la banca, para financiar la adquisición de divisas al BCR.

Se ha reforzado el marco legal en dos áreas importantes. El 1° de enero de 2001, entró en vigencia la Ley de Intermediarios Financieros no Bancarios, que contribuirá a regular el sector. Asimismo, la transparencia en el sector público mejorará a través de la aprobación de la Ley de Adquisiciones y Contrataciones de la Administración Pública.

El desempeño de la economía salvadoreña en el corto y mediano plazo estará vinculado al Plan de Reconstrucción de los daños causados por los sismos, el cual será impulsado en su mayor parte por el sector público. El monto total de la inversión, contemplada en el plan de reconstrucción, se estima en US$2 mil millones, de los cuales las tres cuartas partes corresponden a inversión pública, a ser ejecutada en un período de seis años. Este programa generará presiones adicionales sobre las finanzas públicas, las cuentas externas y el perfil de deuda de la economía salvadoreña.

A pesar que las actividades de reconstrucción ayudarán a dinamizar la actividad económica, las pérdidas de potencial productivo a causa de los sismos redundará en una tasa de crecimiento de sólo 3%

en el 2000, inferior a la proyectada antes de los terremotos (3,5 a 4,5%). Los sectores agropecuario y de la pequeña y mediana empresa, mostrarán cierto rezago durante los primeros años de la reconstrucción.

Sabemos que los problemas de transporte podrían generar algunas presiones en los precios, se ha mantenido la meta de inflación en 3%, al considerar la capacidad ociosa existente en el sector construcción.

La disciplina fiscal adquiere mayor relevancia si se consideran las obligaciones del fisco provenientes del esquema vigente de seguridad social.

Como ya se indicó, la brecha de balanza comercial será mayor en 2001, que la anticipada antes de los sismos. El aumento en las remesas continuará contribuyendo a mejorar los resultados de la cuenta corriente. El financiamiento externo permitirá mantener una posición de activos externos que sea compatible con la estabilidad del sistema monetario.

"La importancia de la 'dolarización', 'integración monetaria' o 'bimonetarismo' es que permitirá que los salvadoreños decidan libremente en qué moneda quieren pagar, cobrar o hacer cualquier otra transacción comercial. Los ciudadanos serán, por primera vez, soberanos para decidir la moneda que prefieren utilizar. Pero los

beneficios van mucho más allá de la simple elección de la moneda.

La eliminación completa del riesgo de devaluación traerá una enorme confianza en la economía local, que se manifestará en el rápido aumento de la inversión extranjera, y en la repatriación de capitales salvadoreños. Adicionalmente, las tasas de interés caerán a niveles internacionales y se reactivará, e incrementará todo el aparato productivo. Los ciudadanos podrán pedir préstamos a tasas muy bajas y con plazos muy largos (como las hipotecas a tasas de 8% y 30 años que existen en Panamá). ¡Hasta los más pobres tendrán acceso al crédito, y 'barato', por primera vez en su vida!"[3].

Seguidamente, podemos ver en el cuadro II el comportamiento de la inflación mensual en El Salvador. En un breve análisis, estos datos nos confirman lo expuesto previamente, sobre la estabilidad de precios que ha caracterizado a este país desde la década de los 90.

[3] CORDEIRO, J. L. ¡Viva la dolarización!. El Universal, Enero 2001.

Cuadro III. Inflación mensual en El Salvador. (enero 1999- julio 2000).

Mes	Inflación %
Ene-99	0,18
Feb-99	-0,24
Mar-99	-0,21
Abr-99	-0,56
May-99	-0,66
Jun-99	-0,08
Jul-99	0,58
Ago-99	-0,02
Sep-99	0,26
Oct-99	0,57
Nov-99	-0,45
Dic-99	-0,38
Ene-00	0,66
Feb-00	0,5
Mar-00	0,08
Abr-00	0,08
May-00	0,6
Jun-00	1,12
Jul-00	-0,13
Ago-00	0,43
Sep-00	0,18
Oct-00	-0,01
Nov-00	0,22
Dic-00	0,47
Ene-01	1,81
Feb-01	-0,18
Mar-01	0,2
Abr-01	0,14
May-01	0,16
Jun-01	0,13
Jul-01	-0,03

Fuente: Banco Central de la Reserva de El Salvador.

IV.3 Caja de Conversión en Argentina.

Argentina, antes de implantar la caja de conversión en 1991, estaba viviendo una grave crisis económica. En 1982, se ve inmersa en una gran crisis por su deuda externa y su deficiencia en el manejo de la política monetaria y fiscal. Asimismo, el plan Austral de 1985 – 1986, cuya meta principal era la estabilización macroeconómica, logró reducir la inflación pero no alcanzó una consolidación fiscal. Luego de 1986, Argentina siguió viviendo altas inflaciones, lo que promovió un intenso proceso de sustitución monetaria (los agentes económicos prefieren utilizar el dólar que la moneda doméstica) lo cual a su vez suscitó una fuga de capitales. Durante los años 1989 y 1990, Argentina sufrió procesos hiperinflacionarios, con una absoluta falta de credibilidad en la moneda local y sus autoridades económicas. A finales de los 80, la inflación en Argentina alcanzó más de 5.000% anual.

Ante un entorno de hiperinflaciones y macrodevaluaciones, a principios de los 90, los gobernantes se vieron en la necesidad de adoptar una caja de conversión, que limita la emisión de dinero a la cantidad de reservas internacionales en dólares. Por cada dólar en reserva, el gobierno puede emitir un peso argentino. La caja de conversión impidió al gobierno seguir emitiendo millones y millones de pesos que causó la alta inflación sufrida en los años anteriores. La

medida fue una camisa de fuerza para contribuir a la disciplina fiscal y monetaria del país. No se podía gastar irresponsablemente, sencillamente, porque no habría más dinero disponible.

La Caja de Conversión de Argentina no es del estilo "ortodoxo", es decir, no se eliminó el Banco Central, sino que éste opera paralelamente. Sin embargo, el Banco Central no puede dar préstamos al gobierno de Argentina ni a otras empresas no financieras del gobierno.

Cuando se implantó el Plan de Convertibilidad, la inflación argentina disminuyó drásticamente. En los años 1989 y 1990 la inflación llegaba hasta cuatro dígitos, pero en los años subsiguientes registraron bajas hasta llegar en 1993 a una inflación de un solo dígito.

En 1991, la reducción de las tasas de interés y la recuperación de la confianza entre los consumidores hizo que aumentara el consumo de los agentes y hubo un gran crecimiento económico. En los años siguientes, el crecimiento redujo su ritmo de expansión pero, de todas maneras, se observó un crecimiento económico autosostenido.

A pesar de estas consecuencias muy positivas, la implantación de una caja de conversión en este país produjo la quiebra de muchas empresas que no eran competitivas y esto llevó al alza del desempleo. El desempleo aumentó considerablemente durante los años siguientes y llegó a estar en casi un 19%, para luego disminuir al 15% actual.

IV.3.1 Efecto Tango

Ante la crisis del peso mexicano (1995) se dio una fuga de capitales en Argentina de 4.000 millones de dólares para el primer trimestre de 1995, lo que provocó que el Banco Central perdiera reservas por la brecha causada de casi 6.000 millones de dólares.

Como dentro de una caja de conversión hay un estrecho margen de maniobra, para salir de la crisis, el Banco Central tuvo que cambiar su ley orgánica. Se modificó la Ley Orgánica del Banco Central para flexibilizar el redescuento y liquidar bancos en problemas, también ingresa ayuda externa (FMI, BM, BID), se redujeron los requerimientos de encaje para no estrechar la base monetaria, se procuraron políticas de mayor recaudación impositiva, se creó un seguro de depósitos limitado, se crearon fondos fiduciarios para financiar la privatización de bancos provinciales y promover funciones bancarias en el sistema privado. Así salió Argentina del Efecto Tango, pero tuvo mucha suerte por la ayuda internacional rápida y por el período relativamente corto de la contracción de sus reservas que se recuperaron en unos meses.

El problema con Argentina es que los gobernantes olvidaron un ajuste fundamental: el déficit presupuestario. Aunque el gobierno ya no podía financiar su déficit con la emisión monetaria, lo hizo mediante el endeudamiento, lo que además de mantener altas tasas de interés

generó una creciente deuda, que actualmente asciende a 130 mil millones de dólares.

Ahora Argentina se enfrenta a un déficit presupuestario de cerca del 3% del PIB, que tiene que ser abatido mediante reducciones del gasto, privatizaciones adicionales y aumentos de impuestos al consumo, a la vez que buscan bajar las tasas de impuestos a las empresas para hacerlas competitivas.

Toda esta emergencia económica, tiene su origen en no haber equilibrado las finanzas públicas a tiempo y no haber dolarizado oficialmente para eliminar completamente el riesgo cambiario y reducir las tasas de interés a niveles en dólares.

IV.4 Dolarización en Panamá.

Panamá fue hasta hace poco la economía más grande oficialmente dolarizada, con casi 100 años de experiencia con este sistema.

"Un sistema de moneda unificada como el de Panamá facilita lograr la integración financiera, y por esta razón debe ser considerado como el sistema preferido cuando sea posible."[4]

En 1904, el dólar se declaró moneda de curso legal en Panamá. Pero es sólo a partir de 1970 que una nueva ley bancaria permitió integrar el sistema a los mercados financieros internacionales, por medio de la participación de gran número de bancos internacionales. Los bancos extranjeros se establecieron para hacer operaciones "*offshore*", pero muchos también operan en el mercado local.

El sistema monetario de Panamá cuenta con la siguiente característica fundamental: se usa el dólar como circulante. El balboa, la moneda nacional, es una unidad de cuenta y sólo existe en monedas fraccionarias. Los mercados de capital son libres, no hay intervención del gobierno, o restricciones a transacciones bancarias, o a los flujos financieros, o a las tasas de interés. Hay una gran cantidad de bancos internacionales, además no hay un Banco Central como tal.

---

[4] MORENO-VILLALAZ. (1998). *Lecciones de la experiencia* .monetaria panameña: Una economía con integración financiera. Panamá.

Los indicadores macroeconómicos de Panamá han mostrado una impresionante estabilidad económica, habilidad para ajustarse a grandes movimiento de capital, a choques sin importantes desequilibrios y sin distorsiones en los precios.

Adicionalmente, la experiencia panameña no ha presentado crisis macroeconómicas inducidas por las políticas monetarias seguidas, ni ha habido crisis en el sistema bancario, tampoco la necesidad de un Banco Central como prestamista de último recurso.

El uso del dólar y la gran cantidad de bancos han creado un mercado financiero muy competitivo, además, con bajo riesgo país y ningún riesgo por devaluación. Las tasas de interés en Panamá son determinadas por los niveles en los mercados internacionales, ajustados por costos de transacción y riesgo. Las tasas de interés han sido históricamente bajas si se comparan con las de América Latina, donde las tasas equivalentes en dólares para préstamos, están alrededor del 20% al año o más (con pocas excepciones), y los diferenciales de interés entre el 9% y el 18%, mientras que en Panamá es sólo alrededor de los 4 puntos porcentuales.

La inflación en Panamá ha sido baja y estable. El promedio de aumento de los precios ha sido ligeramente superior al 1% desde 1960,

y menos del 1% en 1998 (la inflación en Panamá excedió el 10% sólo en 1974 y 1980, debido a la inflación mundial producto del aumento del precio de petróleo). En Panamá, los cambios en el nivel de precios provienen principalmente de cambios en la inflación internacional, ajustados por factores de política económica interna (impuesto y nivel de protección). La inflación en Panamá se compara muy favorablemente con la inflación en América Latina, donde tasas de inflación anual mayores al 10% son comunes. En Argentina, Brasil, Nicaragua, Bolivia y Perú la inflación ha excedido 1.000% en ciertos años.

En Panamá, la tasa de crecimiento del PIB ha sido alta y estable desde el inicio de la integración financiera internacional. En los períodos entre 1960-1971 y 1978-1981 el promedio de crecimiento anual fue de 8.1%, 2.5% en otros años, y recientemente sobre 4%. Panamá creció todos los años desde fines de los 50, con excepción de 1983 y durante la crisis de 1987-1989 (producto de sanciones impuestas por los Estados Unidos).

La estabilidad económica de Panamá es consecuencia de su sistema monetario y de la estabilidad de su ingreso por exportaciones de servicios relacionados a su posición geográfica, que son un alto porcentaje de la economía.

Existe un límite presupuestario al gasto público al haber ausencia de emisión de dinero. Cuando hay la necesidad de reducir el déficit se reducen los gastos, particularmente de inversión, y ocasionalmente se aumentan los impuestos.

Panamá ha podido ajustarse eficientemente a choques sin la necesidad de manipular las reservas internacionales ni el tipo de cambio.

A pesar de que Panamá "adoptó" al Banco de la Reserva Federal (FED) como su banco central, el FED no determina la política monetaria panameña ni interfiere con su soberanía. Las acciones del FED afectan a Panamá por medio de cambios en la tasa de interés internacional, inflación, y disponibilidad de crédito, en la misma forma que afectan a todos los países, alterando la oferta mundial de dólares (la moneda de reserva internacional), o la tasa global de interés.

La estabilidad económica de Panamá, permite que se consigan préstamos al comercio al 9%; se obtengan hipotecas de 30 años al 9%, se financien automóviles a 6 años al 10%. Estas son condiciones inusuales en países subdesarrollados, resultado de que no existe riesgo de cambio, no hay reservas legales en depósitos, bajo riesgo de crisis financieras, y amplios fondos externos.

El costo operativo del sistema monetario panameño, aún usando el dólar como circulante, es menor que el costo de un sistema monetario autónomo. El costo del sistema dolarizado ha sido estimado por el señoreaje y el impuesto inflacionario que se paga a Estados Unidos.

Esto tiene que ser comparado con el costo de oportunidad de un sistema monetario autónomo. Una compensación al costo del señoreaje es que en el caso panameño se necesita mantener menos reservas internacionales, las que se estiman en 8% del PIB, 5% menos que las reservas que Panamá tendría en un sistema autónomo. A su vez, no hay costo de mantener un Banco Central" (Moreno-Villalaz, 1998).

La dolarización produce estabilidad de precios, bajos intereses y un mercado de capital moderno pero esto no garantiza un alto crecimiento. Una economía competitiva también necesita un entorno microeconómico sin barreras al comercio, con poca regulación, bajos impuestos, así como precios libres y un mínimo estado-productor. Esto es necesario para aumentar la productividad y usar recursos más eficientemente.

Cuadro IV. Inflación en Panamá.
(1990-2000).

Año	Inflación %
1990	0,8
1991	1,3
1992	1,8
1993	0,5
1994	1,3
1995	0,9
1996	1,3
1997	1,2
1998	0,6
1999	1,4
2000	1,4

Fuente: Contraloría General de la República De Panamá.

IV.5 Caja de Conversión en Bulgaria.

Bulgaria estableció una caja de conversión el 1 de julio de 1997 tras varios intentos fallidos de estabilización. La razón más importante para su implantación fue hacerle frente a una crisis sistémica del sector bancario y también afrontar la alta inflación que vivía el país a fines de 1996.

IV.5.1 Contexto macroeconómico y estructural.

La crisis macroeconómica era muy profunda. La tasa anual de inflación había llegado a cerca del 500% en enero de 1997 y sobrepasó el 2.000% en tan sólo tres meses. El rápido incremento de la inflación fue debido a las frecuentes inyecciones de liquidez hechas para respaldar al sector bancario así como también el continuo financiamiento del déficit fiscal por parte del banco central y el creciente deterioro de la confianza en el lev búlgaro, que redujo la demanda interna de dinero. El Banco Nacional de Bulgaria (BNB) prácticamente agotó sus reservas internacionales para hacerle frente a la depreciación del lev búlgaro, el cual había pasado de lev 487 a lev 1.588 por dólar en el primer trimestre de 1997. Para financiar el déficit fiscal, el Gobierno emitió letras del Tesoro con plazos de vencimiento cada vez más cortos y tasas de interés cada vez más altas. El producto real, que había aumentado en 1994 y 1995, disminuyó más del 10% en 1996.

Alrededor de 1995, una crisis bancaria comenzó a gestarse. De los diez bancos estatales, que representaban más del 80% de los activos del sector bancario, nueve tenían un nivel de capital negativo, y más de la mitad de las carteras de los bancos estatales consistían en préstamos en mora. La mitad de los bancos privados estaban también técnicamente en quiebra.

En mayo de 1996, se cerraron los bancos más débiles pero eso no fue suficiente, y en septiembre de 1996 el BNB intervino otros nueve bancos. Se cerró un total de bancos que representaba un tercio del sistema bancario de Bulgaria. Encontrándose el BNB con las manos atadas, al intensificarse los problemas del sector bancario, se inyectó liquidez y se recompraron bonos del Estado, medidas que estimularon la inflación.

El Estado estaba cada vez más consciente de que se tenían que aplicar políticas para estabilizar la economía, medidas para prevenir la indisciplina fiscal y aumentar la confianza de la moneda.

En noviembre de 1996, una misión del Fondo Monetario Internacional inició las primeras discusiones con las autoridades búlgaras y los principales grupos de interés sobre los méritos de una caja de conversión. Con la implantación de la caja de conversión, la tasa de inflación y las tasas de interés bajarían a los niveles del país emisor

de la moneda que se adopte, además de estabilizarse la economía como se había visto en las experiencias internacionales como Argentina, Hong Kong, Estonia y Lituania. Al principio parecía que Bulgaria no cumplía con las condiciones iniciales para implantar la caja de conversión. Tenía un muy bajo nivel de reservas internacionales y tenía que "renunciar" a que el banco central fuera el prestamista de última instancia, a pesar de la crisis bancaria en que estaban viviendo.

Se hizo una evaluación del sector bancario encaminada a reducir al mínimo las posibles perturbaciones que podía causar un empeoramiento de la crisis bancaria y se fortaleció la capacidad del Banco Central de supervisar los bancos comerciales.

Luego se realizaron discusiones sobre la elección de la moneda ancla. Con el dólar norteamericano había un amplio uso en transacciones informales y como reserva de valor, pero el marco alemán era una moneda más compatible con la estructura comercial del país, que además facilitaría la integración del país en la Unión Europea. La decisión final, en favor del marco alemán, se adoptó al cierre del segundo trimestre de 1997.

Finalmente, se implantó la caja de conversión en Bulgaria en julio de 1997 a un tipo de cambio de lev 1.000 por marco alemán.

Los resultados de la caja de conversión fueron positivos como se esperaba. Se redujo la tasa de inflación anual al 13% a mediados de 1998 y al 1% al final de 1998. La tasa de interés básica del BNB, la cual se encontraba alrededor del 200% antes de la implantación de la caja, se redujo al 5,2% a finales de 1998. También se vio una reducción substancial en las tasas de interés de los bancos comerciales, las cuales se situaron en muy poco tiempo al mismo nivel que las tasas de interés en Alemania.

Otro factor importante fue que la crisis rusa no afectó a la economía de Bulgaria a pesar de tener estrechos vínculos comerciales, gracias a la fijación del tipo de cambio del lev búlgaro con una moneda fuerte como el marco alemán.

IV.6 La Unión Monetaria Europea.

Europa, a raíz del colapso del sistema de Bretton Woods, a principios de la década de los 70, creó el ECU (European Currency Unit), una unidad de cuenta cuyo valor referencial reflejaba el valor de la canasta de países europeos, pero que nunca fue de curso legal. En esta moneda se denominaban grandes volúmenes de deuda pública y privada, se utilizaba como medio de pago entre empresas, en el comercio exterior y, a escala muy pequeña, en transacciones de cheques y cuentas de ahorros de personas físicas.

El ECU fue sustituido por el euro el primero de enero de 1999. El euro es una moneda común para 12 de los 15 países de la Unión Europea, la cual fue establecida en el tratado de Maastricht en 1992. "El área económica del tratado establece la unión irreversible de las monedas europeas y la creación del euro como moneda libre de circulación en los países miembros de la Unión".[5]

Actualmente, los países que conforman la zona del euro son: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Portugal. Estos países fueron incorporados a comienzos del año 1999, con la excepción de Grecia que fue admitida el 1 de enero de 2001, debido a que antes no había

cumplido con los requerimientos macroeconómicos básicos. Los países incorporados en la zona del euro, tuvieron que cubrir unos criterios mínimos de convergencia:

- Estabilidad de precios: un máximo de tasa de inflación de 1,5% sobre la tasa de los tres miembros con la menor inflación.
- Finanzas públicas: un déficit fiscal menor al 3% del PIB y una deuda pública menor al 60% del PIB.
- Estabilidad del tipo de cambio: dentro de los límites de fluctuación del euro de 2,25% para las monedas fuertes y 6,0% para las monedas débiles.
- Tasas de interés a mediano y largo plazo: inferiores al 2% sobre las tasas de interés de los tres miembros con menor inflación.

A partir del 1 de enero de 2002, el euro comenzará a circular libremente por los países arriba mencionados como la nueva moneda de curso legal.

El nuevo banco central para los países miembros es el Banco Central Europeo, creado siguiendo los lineamientos del banco central de Alemania, el Bundensbank. Este nuevo banco central, no estará bajo la presión gubernamental de imprimir dinero ni de cambiar las tasas de interés de acuerdo a las necesidades fiscales públicas de un país, al

[5] CORDEIRO, J. L. *La segunda muerte de Bolívar ... y el renacer de Venezuela.* Caracas: Ediciones CEDICE.

igual que el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Los bancos centrales de cada país, pasarán a ser bancos regionales del nuevo sistema federal.

Es impresionante ver que economías tan grandes como la de Alemania, con la tercera moneda más fuerte del mundo, y Francia, cuya economía es más grande que la de toda América Latina, se hayan unido al euro. La razón de la unión fue para hacerle frente a los retos de la globalización del futuro.

Entre los principales beneficios que trae la unión monetaria para los Estados miembros se encuentran: la eliminación de costos de transacción, eliminación del riesgo de los tipos de cambio del comercio con otros miembros de la zona euro, una mayor eficacia en los mercados financieros y monetarios, transparencia de precios de productos y servicios, una mejor distribución de los recursos y, en general, una mayor integración económica de los socios europeos.

La unión monetaria ha sido muy beneficiosa sobretodo para países pobres como España, Portugal, Italia y Grecia. Antes del euro, estos países se encontraban con niveles económicos mucho más bajos que el resto de los países miembros. Con la unión, se han convertido en países con economías más fuertes, cada día más comparables con

---

1998

economías mucho mayores como la de Alemania y la de Francia, como podemos verificar en el cuadro XVI que encontrarán en los anexos..

IV.7 Caja de Conversión en Estonia.

Estonia, al independizarse de la Unión Soviética en 1990, fue el primer país de las repúblicas de la antigua Unión Soviética en buscar pasar a una economía de mercado, reemplazando el rublo por su propia moneda, la corona, bajo un acuerdo de convertibilidad con el marco alemán. Se implantó la caja de conversión a mediados de 1992, donde 8 coronas igual a 1 marco alemán.

Como en Argentina, Estonia conservó el Banco Central pero reduciéndole las funciones debido a que ahora sólo se encarga de las operaciones del sistema bancario.

La caja de conversión de Estonia no es considerada como ortodoxa, según S. Hanke, L. Jonung y K. Schuler: Estonia tiene un banco central que hace la función de una caja de conversión. En vez de una caja de conversión ortodoxa, la de Estonia puede ser clasificada más bien como *estricta.* Una caja de conversión estricta, significa que es menos que ortodoxa, por ejemplo, acepta depósitos bancarios comerciales cuando los bancos intercambian sus tenencias en moneda extranjera por moneda doméstica.

El 20 de junio de 1992, Estonia abandonó el rublo e introdujo su propia moneda, la corona. Poco tiempo después, Lituania y Latvia también introdujeron sus propias monedas. Entre las razones para

abandonar el rublo se encuentran: la posibilidad de una política económica más independiente, una protección contra la crisis del rublo debido a la hiperinflación de la moneda, la oportunidad de generar señoreaje al tener su propia moneda, entre otras.

Entre 1990 y principios de 1992, Estonia comenzó su transición a una economía de mercado. A principios de 1990, había un desequilibrio macroeconómico entre la oferta de dinero y la demanda de bienes. Los problemas económicos de Estonia eran muy similares a los de otros países de Europa del Este en transición: producto decreciente, necesidad de una reestructuración de la economía, creciente desempleo y consecuencias negativas sufridas debido a la caída de los mercados de Europa del Este y de la antigua Unión Soviética.

Los precios de los productos de Estonia eran muy altos para el mercado ruso y a su vez, la calidad de los productos no era lo suficientemente buena para exportarlos a los países de Europa Occidental.

A finales de 1992, el PIB seguía disminuyendo debido a una relación de comercio muy complicada con la antigua Unión Soviética; pero a principios de 1993, el PIB comenzó a disminuir a una tasa menor, debido a una expansión de las exportaciones. En 1992, se eliminaron las distorsiones que habían en las importaciones y

exportaciones, y la actual ley de comercio internacional de Estonia es considerada como una de las más liberales del mundo.

En ese mismo año, la inflación era muy alta a pesar de la política monetaria restrictiva y la introducción de la nueva moneda. Entre los factores que contribuían a la alta inflación se encontraban: la liberación de precios, antes de 1992, estaban controlados los precios de la mayoría de los productos pero a principios de 1992 menos del 10% estaban controlados. Otra razón que contribuyó a la alta inflación fue la eliminación de los subsidios soviéticos en la importación de materia prima y la subvaluación de la corona.

Con el fin de hacer reformas en materia fiscal, se introdujo el impuesto sobre la renta empresarial, el IVA con una tasa del 10% reemplazando el impuesto a los negocios soviéticos. La estabilidad de la nueva moneda trajo capitales al país y se expandió la oferta monetaria, disminuyó la inflación y la tasa de interés y se estimuló el crecimiento de la economía. En los últimos años, la inflación ha disminuido hasta llegar a cifras de un dígito.

En 1993, la inflación disminuyó drásticamente (de 1.053% en 1992 a 35,6% en 1993). La inflación ha seguido disminuyendo año tras año, ubicándose en 1996 en 23,1%, en 1997 en 11,2% y en 1998 8,2%.

La transición a la economía de mercado ha influenciado la tasa de desempleo. Al principio, se desarrollaron nuevas empresas, las cuales demandaban mano de obra, así en 1994, la tasa de desempleo era baja ubicándose en 2,3%. Sin embargo, las compañías comenzaron a buscar una mano de obra mejor preparada y educada pero el mercado de trabajo de Estonia no estaba acostumbrado a trabajar bajo condiciones de una economía de mercado. El desempleo fue entonces estructural, el cual resulta del hecho de que la oferta de trabajo no compagina con la demanda de trabajo porque el mercado de trabajo reacciona lentamente a los cambios estructurales de la economía.

A continuación, en el cuadro II, podemos ver la evolución de los indicadores más importantes para Estonia.

Cuadro V. Indicadores macroeconómicos para Estonia.

ESTONIA	% PIB	Des	Infl	P	CC
1992	-14,2	5,5	953,5	-0,3	1
1993	-9	6,5	35,6	-0,7	1,3
1994	-2	7,6	42	1,3	-7,3
1995	4,3	9,7	29	-1,2	-4,7
1996	4	10	23,1	-1,5	-9,2
1997	11,4	10,5	11,2	2,3	-12

Fuente: Banco Europeo para Reconstrucción y Desarrollo.

% PIB= Cambio porcentual en PIB (%).
Des= Tasa de desempleo como porcentaje de fuerza de trabajo (%).
Infl= Tasa de inflación (%).
P= Razón de balance de presupuesto a PIB (%).
CC= Razón de balance de cuenta corriente a PIB (%).

IV.8 Caja de Conversión en Lituania.

La Caja de Conversión se aprobó mediante una ley en 1993, llamada Ley de Estabilidad del Litas, pero comenzó operaciones en 1994.

El arreglo fue muy parecido al de Estonia con la diferencia de que se hizo la paridad con el dólar norteamericano, donde 4 litas equivales a 1 dólar.

Se ha podido observar un crecimiento económico estable desde la implantación de la Caja de Conversión en 1994 y la inflación también se redujo notablemente a cifras de un dígito en los últimos años. Lituania ha tenido una de las mejores inflaciones de los países en transición durante los últimos años, pasando de una hiperinflación en 1992, a una inflación de menos del 1% en 1999. La baja inflación fue el resultado de una disminución en los precios de los alimentos debido al cierre del mercado ruso, la apreciación de las litas y una baja demanda por parte de los consumidores.

El desempleo, aumentó de un 3,5% en 1994 a un 7,1% en 1997. Dentro de la actual política económica de Lituania, se ha visto un equilibrado manejo de las cuentas fiscales.

Las litas continuarán estando fijadas al dólar hasta el inicio del año 2002, cuando cambiará su moneda ancla al euro. La razón de este

cambio se debe a los crecientes flujos de capital con los países de Europa Occidental y el objetivo de Lituania, a largo plazo, de formar parte de la Unión Europea.

Seguidamente, podremos ver los principales indicadores macroeconómicos para Lituania, en el cuadro III.

Cuadro VI. Indicadores macroeconómicos para Lituania.

LITUANIA	% PIB	Des	Infl	P	CC
1992	-21,3	1,3	1.161,1	0,5	10,6
1993	-16,2	4,4	188,8	-4,3	-3,2
1994	-9,8	3,8	45	-5,4	-2,2
1995	3,3	6,2	35,5	-4,5	-10,2
1996	4,7	7,1	13,1	-4	9,2
1997	5,7	5,9	8,5	-2,4	-10,3

Fuente: Banco Europeo para Reconstrucción y Desarrollo.

% PIB= Cambio porcentual en PIB (%).
Des= Tasa de desempleo como porcentaje de fuerza de trabajo (%).
Infl= Tasa de inflación (%).
P= Razón de balance de presupuesto a PIB (%).
CC= Razón de balance de cuenta corriente a PIB (%).

IV.9 Caja de Conversión en Hong Kong.

Hong Kong poseía una caja de conversión donde la moneda ancla era la libra esterlina, hasta que colapsó Bretton Woods (1971-1973), cuando comenzó un proceso de flotación de su moneda contra la libra esterlina.

Luego de haber dejado flotar su moneda durante algunos años, Hong Kong restableció la operación de su caja de conversión en octubre de 1983. La razón de este cambio se debió a la crisis monetaria originada por la incertidumbre creada por de las intenciones de China con este país. Esto llevó a un movimiento especulativo, que culminó con la depreciación del dólar de Hong Kong. Como respuesta, las autoridades monetarias decidieron restablecer la plena convertibilidad de su caja de conversión, para así asegurar la estabilidad de su moneda. Este caso es desarrollado por Hanke y Schuler (1994), Bennett (1994) y Williamson (1995).

El dólar de Hong Kong, es emitido por tres bancos privados, hasta un monto igual a los dólares norteamericanos que ellos envían como reservas a la Caja de Conversión, a cambio de certificados de depósito, que no les produce intereses.

La Caja de Conversión no tiene depósitos de encaje de los bancos, sino sólo reservas iguales a las emisiones de los billetes y monedas en circulación.

Aunque la Caja de Conversión de Hong Kong es presentada como una de las más ortodoxas, gradualmente ha ido adquiriendo características similares a las de un banco central. A partir de 1988 se autorizó a la Caja de Conversión a realizar operaciones de mercado abierto. En 1990, adquirió la capacidad de comprar "bonos del tesoro" de tres meses, y a partir de 1993, se abrió una ventanilla de descuento para poder proveer liquidez a los bancos.

El mejor esquema para calcular el tipo de cambio, visto hasta ahora en las experiencias internacionales, es sin duda el optado por Hong Kong, donde se fijó según la tasa de mercado. Fue establecido en 1993, a pesar de encontrarse en una crisis, en 7,75, que aunque pareciera un número extraño, sugería ser el más adecuado y el más justo.

La economía de Hong Kong estaba dolarizada indirectamente y quien conducía la política monetaria de este país era, en ese entonces, el Banco de la Reserva Federal norteamericano. Podía afirmarse que hacían un *outsourcing* de su política monetaria. Es decir, consideraban

que el Fed puede cumplir con el objetivo de la política monetaria más eficientemente que si dependiera de una política monetaria doméstica.

V. Reseña de las crisis económicas recientes (mexicana, asiática, rusa y brasileña) y comparaciones entre países afectados con diferentes sistemas cambiarios.

V.1 Crisis mexicana "Efecto Tequila".

A finales de 1994, México se enfrentó a una de las más terribles crisis económicas de su historia. La crisis surgió sólo tres semanas después de que el gobierno de Ernesto Zedillo comenzara su mandato presidencial. La moneda mexicana, el peso, se desplomó. El dólar pasó de 3,40 pesos a casi 6 en un día. Cayó la Bolsa y los inversionistas internacionales se retiraron.

El origen de esta crisis data de las políticas monetarias erradas implantadas por el presidente mexicano anterior, Carlos Salinas de Gortari.

Esta política tuvo importantes efectos sobre la economía mexicana, entre ellos se encuentran los sucesivos y crecientes déficit de la balanza comercial. Habiendo existido en 1988 un superávit de 1.667 millones de dólares, a partir del primer año del gobierno salinista los desequilibrios comerciales determinaron que la cuenta corriente de la balanza de pagos registrara déficit crecientes y recurrentes durante todo el sexenio, registrando un acumulado en cuenta corriente del orden de los 104.677,6 millones de dólares.

Entre las causas más destacadas que dan inicio a esta crisis se encuentra el gran déficit por cuenta corriente que vivía la economía mexicana y el abuso de la financiación exterior para corregirlo. Tras 6 ó

7 años de apertura comercial, el crecimiento de las exportaciones aún continuaba muy por debajo del crecimiento de las importaciones, llevando a un déficit en balanza comercial de 8% del PIB promedio anual entre 1992 y 1994. También ocurrió una masiva fuga de divisas a lo largo de 1994.

Adicionalmente, el alzamiento de Chiapas y los asesinatos políticos aceleraron el problema. La estrategia de financiamiento del Banco Central también colaboró, en particular en sus operaciones en el mercado cambiario, el cual tuvo que emitir bonos públicos (Tesobonos) a mayor descuento, con el consiguiente aumento en la tasa de interés para contrarrestar el exceso de liquidez generado por la compra de las abundantes divisas provenientes de la entrada de capitales.

A mediados de marzo de 1995, la tasa de interés anual implícita en los bonos del Banco Central alcanzaba a 85%, con una predicción de inflación anual que se ubicaba en torno al 45%. Estas altas tasas de interés tuvieron como efecto el progresivo deterioro de la situación financiera de la banca, el creciente desincentivo para la inversión productiva y la concentración de la deuda externa en capitales especulativos de corto plazo. Otro elemento que causó el deterioro de la economía mexicana fue la incapacidad que tuvo para crecer a un ritmo adecuado con posterioridad al proceso de reforma económica y apertura

comercial. Entre 1987 y 1993, el PIB mexicano por habitante creció a tan solo 0,7% por año.

El 20 de diciembre de 1994, después de un prolongado período de especulación respecto a la capacidad de la economía mexicana de mantener la paridad cambiaria, el Banco Central se vio en la necesidad de devaluar su moneda. En las siguientes semanas, el tipo de cambio siguió devaluándose hasta alcanzar un nivel de más de 7 pesos por dólar, en tanto que la tasa de interés nominal se elevó a 85% anual, y la bolsa de valores tuvo una caída real del orden del 50%. El 3% de crecimiento del PIB de los años anteriores se convirtió en un -7%. El 4% de inflación se transformó en un 52%. El gasto público se redujo y los tipos de interés se situaron por encima del 30%.

Las reservas internacionales fueron las primeras en sufrir durante el comienzo de la crisis mexicana. Durante el último año del gobierno de Salinas, las reservas internacionales se redujeron en 23.400 millones de dólares y mientras las primeras tres semanas del gobierno de Zedillo, se redujeron en 11,104 millones de dólares. Las reservas fueron utilizadas para amortiguar el impacto de la enorme demanda de dólares, primero, para financiar las cuantiosas importaciones de bienes y servicios, después para mantener la política cambiaria y contener la fuga de

capitales. Luego de prácticamente agotar las reservas internacionales del Banco de México fue que se recurrió a la devaluación.

La crisis mexicana tuvo repercusiones tan lejos como el Este Asiático, provocando la caída de las bolsas de valores de Filipinas, Hong Kong, Tailandia, Malasia, Taiwán, Singapur, Corea del Sur e incluso la japonesa. Estos efectos fueron denominados como "el efecto tequila". El peso filipino y otras monedas asiáticas se devaluaron frente al dólar.

En América Latina las bolsas de valores de Brasil, Argentina y Chile también sufrieron ciertos quebrantos. En Europa la crisis mexicana fue la causa del cierre de algunas empresas en Alemania, Holanda, Italia y España.

George Soros, un financista estadounidense de origen húngaro, advirtió que si se dejara que México se hundiera, se desplomaría el mercado mundial de capitales y las repercusiones a escala global amenazarían con la desintegración del sistema financiero y comercial internacional.

V.1.1 *Elementos que profundizaron la crisis mexicana.*

Un elemento que restó credibilidad al gobierno fue el anuncio de planes de emergencia claramente faltos de realismo. Otro elemento que restó credibilidad a la propuesta del gobierno fue la inestabilidad política

y social que siguió a la crisis. El gobierno, debilitado políticamente por rencillas internas, devaluó sin negociar con los sindicatos un plan que limite la expansión de salarios, posibilitando así un espiral inflacionario.

En el cuadro IV, a continuación, podemos comparar México y Argentina en el año 1995, en algunos de sus indicadores macroeconómicos.

Con este esquema, podemos verificar cómo la crisis mexicana afectó a México, que poseía tipo de cambio flotante y cómo no se vio afectada Argentina, que poseía una caja de conversión.

Los argentinos tuvieron un año difícil en 1995, pero no tuvieron ni devaluación, ni inflación, ni pérdida de reservas internacionales y recesión menos severa que la presentada por México.

Cuadro VII. Indicadores macroeconómicos para México y Argentina en 1995.

Año	**1995**	
País (tipo de cambio)	**México** (flotante)	**Argentina** (fijo)
Tipo de cambio (por US$)	3 → 8	1
Inflación (%)	52%	1%
Var. Reservas (MMM US$)	-25	0
Var. % PIB	-7%	-4%

Fuente: Basado en estadísticas oficiales, FMI y Merril Lynch.

V.2 Crisis asiática.

El Sureste de Asia fue considerado el milagro económico del mundo de los últimos 30 años. Primero Corea del Sur, Hong Kong, Taiwán y Singapur, luego Malasia, Tailandia, Indonesia y las Filipinas han logrado significativas tasas de crecimiento, y han construido industrias manufactureras de altísima calidad dedicadas a todos los ramos, desde ropa hasta computadoras.

¿Por qué estos tigres económicos han estado batallando con el colapso monetario y con la caída de sus bolsas de valores? La respuesta es simple: las deudas. Las compañías establecidas en los países más golpeados, Corea del Sur, Indonesia y Tailandia, adquirieron créditos de vastas sumas de dinero, así como sus economías iban creciendo. Aún peor, muchos de esos préstamos eran en dólares, ya que las tasas en esta moneda eran bastante más bajas que en sus propias monedas. Las tasas de cambios en moneda local estaban sujetas al valor del dólar, por lo tanto, los empresarios no se preocupaban que sus ingresos fueran en moneda local y luego tener que pagar los créditos en dólares.

Esto funcionó bien mientras las economías estaban creciendo. Pero, desde mediados de 1995, el dólar comenzó a aumentar su valor en contra la mayoría de las monedas del resto del mundo. Por su política

de fijación del valor de sus monedas, las exportaciones asiáticas se volvieron más caras y menos competitivas en los mercados mundiales.

Desde mayo de 1997, los bancos internacionales llegaron a la conclusión de que las monedas asiáticas tendrían que abandonar el anclaje al dólar y devaluar, para así poder reavivar las exportaciones. Los gobiernos asiáticos trataron de resistirse, sabiendo que la devaluación lesionaría a las firmas que habían contraído inmensas sumas de dólares en créditos y que ahora tendrían que ganar mucho más en moneda local para así pagar dichas obligaciones.

Parece acertado decir que nadie anticipó nada parecido a la crisis que sufrió Asia. Es verdad, habían algunos escépticos asiáticos, que vieron las peticiones de un milagro en la economía asiática como exageradas, y discutían que Asia estaba limitada, eventualmente, a moverse hacia retornos decrecientes.

Algunas personas izaron banderas de advertencia, un año o dos antes de la crisis tailandesa, notando que los déficit en cuenta corriente de los países del Sureste Asiático fueron tan o más altos que aquellos de América Latina en 1994, y argumentando que las economías asiáticas no poseían una inmunidad especial contra las crisis financieras. Pero aún así, los más pesimistas, esperaban algo en la línea de las crisis

cambiarias convencionales, seguida de un letargo del crecimiento en el largo plazo.

Lo que se dio fue algo mucho más drástico y complejo. Colapso en los mercados de activos domésticos, una caída de la banca en general, bancarrotas por parte de muchas firmas, lo que parecía un revés económico mucho más severo de lo que se esperaba.

Sorprendente ha sido, además, la vulnerabilidad de algunas (aunque no todas) de las economías asiáticas al contagio de la crisis.

Las experiencias similares que tuvieron las economías "MIT" (Malasia, Indonesia, Tailandia) pueden ser, quizás, comprensibles en términos de los lazos de exportación y comercio que las une. Pero, Corea del Sur se encuentra bastante alejada del sureste de Asia, posee menos vínculos económicos con estos países y es estructuralmente diferente.

Entonces, ¿cómo se vio contagiada Corea del Sur por la crisis del sureste asiático? De hecho, ¿cómo esta "enfermedad" mutó y se convirtió en una más destructora para cuando alcanzó al noreste asiático?

Las economías asiáticas experimentaron una crisis monetaria, y los canales usuales de especulación fueron operativos, como es común. Sin embargo, la crisis monetaria fue sólo un fragmento de una crisis financiera mucho más amplia, la cual tenía poco que ver con la moneda

o con los problemas monetarios en sí. Tampoco tuvo mucho que ver con problemas fiscales. En realidad, para entender qué estuvo mal hay que analizar dos aspectos, normalmente poco estudiados, de las crisis cambiarias: el rol de los intermediarios financieros (y del riesgo moral asociado a este tipo de intermediario cuando se encuentran pobremente regulados), y los precios de los activos reales como el capital y la tierra.

Definitivamente cada crisis es diferente, pero la crisis asiática parece diferir de los modelos teóricos de crisis en muchos aspectos fundamentales.

En vísperas de la crisis, todos los gobiernos mantenían balances fiscales regulares; no estaban irresponsablemente comprometidos con créditos o en una expansión monetaria repentina. Además, sus tasas de inflación, en particular, eran bastante bajas.

Por otra parte, aún cuando hubo un letargo en el crecimiento en 1996, las tasas de desempleo no eran muy elevadas cuando la crisis comenzó.

Se puede decir que para ese momento no parecía existir ningún tipo de incentivo para abandonar el tipo de cambio fijo persiguiendo una política monetaria más expansiva, que es generalmente tomada como la causa de las crisis europeas en 1992.

Finalmente, en todos estos países, los intermediarios financieros parecen haber tenido jugadas fundamentales. En Tailandia, un rol crucial fue tomado por las llamadas "compañías financieras" que eran intermediarios no bancarios que contraían préstamos a corto plazo, a menudo en dólares, y luego prestaban ese dinero a inversionistas especuladores. En Corea del Sur la mayoría de los bancos convencionales estaban involucrados en este tipo de estrategia.

Esta crisis, puede decirse, fue traída por un exceso financiero que degeneró luego en un colapso financiero.

En una primera apreciación, monedas y tasas de cambio pueden haber tenido influencia en esto, pero la verdadera historia de la crisis asiática indica un colapso de los valores de los activos en general, donde la crisis cambiaria es un síntoma, más que una causa.

En resumen, el problema comenzó con los intermediarios financieros, instituciones cuyos pasivos se creían protegidos por el gobierno, pero que fueron poco regulados y, en consecuencia, objeto de grandes problemas de riesgo moral. Los excesivos y riesgosos préstamos que ofrecían crearon inflación, no de bienes, pero si en los precios de los activos.

El sobreprecio de los activos fue sostenido, en parte, por el proceso mismo, en el cual la proliferación de préstamos riesgosos

incrementó los precios de los activos, haciendo que la condición financiera de los intermediarios pareciera más resonante de lo que era.

Y luego la bomba explotó. El mecanismo de crisis llevó ese mismo proceso circular en reversa: la caída de los precios de los activos hizo visible la insolvencia de los intermediarios, forzándolos a cesar operaciones, llevando a una deflación en los activos.

La forma circular del ciclo puede explicar tanto la remarcada severidad de la crisis, como la aparente vulnerabilidad de las economías asiáticas a auto-realizar la crisis, lo cual ayuda a entender el fenómeno de contagio entre economías con pocos eslabones económicos visibles.

A continuación, podemos ver en el cuadro VIII la comparación entre Indonesia y Hong Kong, luego de la crisis asiática, y cómo las variables macroeconómicas se vieron perjudicadas severamente en Indonesia, el cual no poseía tipo de cambio fijo.

El efecto de la crisis asiática llamado el "monzonazo" que ocurrió después de la devaluación de Tailandia, nos enseñó una lección importante: los países que más devaluaron fueron los que sufrieron las recesiones más graves, generaron más inflación y empobrecieron más a

sus habitantes. Hong Kong no devaluó su moneda y pasó el 'monzonazo' mejor que los otros países vecinos."[6]

También podemos aprender "que la volatilidad se combate mejor defendiendo la estabilidad de la moneda. La devaluación es una gran injusticia e inmoralidad que afecta a los más pobres."[7]

En Asia verificamos que Indonesia perdió y Hong Kong ganó.

Cuadro VIII. Indicadores macroeconómicos para Indonesia y Hong Kong entre 1997 y 1998

Año	**1997-1998**	
País (tipo de cambio)	**Indonesia** (flotante)	**Hong Kong** (fijo)
Tipo de cambio (por US$)	2M → 8M	7,75
Inflación (%)	62%	3%
Var. Reservas (MM US$)	-5%	0
Var. % PIB	-18%	-3%

Fuente: Basado en estadísticas oficiales, FMI y Merril Lynch.

[6] CORDEIRO, J. L. (1999). *La Segunda Muerte de Sucre. y el Renacer del Ecuador.* Guayaquil, Ecuador: IEEP. Pág. 165.
[7] Idem. Pág.166.

V.3 Crisis rusa.

En marzo de 1998, Boris Yeltsin, quien era el presidente, anunció que las reformas estaban avanzando muy lentamente y despidió al gabinete entero del primer ministro Viktor Chernomyrdin. Nombró para ese cargo al virtualmente desconocido Sergei Kiriyenko. Luego de un mes, y de variadas discusiones, el parlamento aprobó este nombramiento.

Los mercados, ya inseguros con el desorden causado por Asia y los reducidos precios mundiales del petróleo, estaban conmocionados por los cambios. Muchos inversionistas se retiraron.

Ya entre mayo y abril de 1998, un nuevo gabinete pro-reforma fue gradualmente nombrado. Los mercados crecieron ligeramente, pero la mayoría de los inversionistas se mantuvieron al margen.

También en ese mes se dieron protestas de muchos tipos, como la de los mineros, a causa de incumplimiento en pagos. Los mercados cayeron en picada a causa de la violencia vista en Indonesia.

Yeltsin firmó un paquete de austeridad para estabilizar el presupuesto y reducir los gastos. En junio de 1998, el Fondo Monetario Internacional retrasó una porción de $670 millones de un préstamos

para Rusia, citando problemas fiscales. A raíz de esto, Rusia se vio en la necesidad de pedir un préstamo adicional por un monto entre $10 y 15 miles de millones al FMI y a otros prestamistas.

En este mismo mes, Yeltsin y Kiriyenko presentan un plan anticrisis al parlamento, que consistía principalmente en leyes fiscales. Yeltsin anunció que la crisis había comenzado y advirtió al parlamento que debía aprobar dichas leyes rápidamente.

El FMI aprobó la liberación de la porción de $670 millones.

El agosto de ese mismo año, el Banco Central de Rusia insinúa que el mayor déficit de liquidez podría paralizar el sistema bancario, y se ve obligado a decretar medidas urgentes.

El financista internacional George Soros acenseja a Rusia a devaluar el rublo. Las participaciones se precipitaron a los niveles más bajos vistos en más de dos años. Kiriyenko decía que no existía una base económica para la caída y que su gobierno podía responder a sus obligaciones.

A mediados de dicho mes, Yeltsin promete que no habrá devaluación. Las participaciones ascienden ligeramente y el mercado de la deuda se estabiliza luego de haberse precipitado. Pero, varios de los

bancos más importantes fallaban en el cumplimiento de sus pagos interbancarios.

El 17 de agosto de 1998 el gobierno de Rusia anuncia un paquete de medidas drásticas. Aumentan el límite donde el rublo puede fluctuar en contra del dólar, permitiéndole devaluarse. El gobierno ordena 90 días de mora en los pagos de algunas deudas externas contraídas por los bancos, y anuncia una reestructuración de la deuda denominada en rublos. El máximo consejero económico de Yeltsin, Alexander Livshits, renuncia. Los rusos comienzan a comprar dólares desesperadamente.

Luego de dichos anuncios, como se esperaba, los mercados y el rublo siguieron hundiéndose. Para finales de ese mismo mes, el parlamento se reúne en sesiones de emergencia, y llama a Yeltsin a renunciar y critican a Kiriyenko.

Ante esto, Yeltsin remueve todo el gobierno de Kiriyenko y sugiere a Chernomyrdin para que actúe como primer ministro.

El 25 de agosto del mismo año el rublo sufre la peor caída en los últimos cuatro años. Yeltsin y Chernomyrdin firman el tan pospuesto plan para reestructurar alrededor de $40 miles de millones considerables de deuda doméstica en papeles de largo plazo, dirigidos a reducir los costos del servicio de la deuda.

El Banco Central suspende el intercambio entre el dólar y el rublo y anuncia que no puede soportar el gasto de sus reservas monetarias para proteger el rublo. El rublo perdió más de un tercio de su valor frente al dólar.

A consecuencia de esto, muchas tiendas cerraron parea remarcar sus mercancías a precios más altos. Los medios de comunicación rusos se hacían eco, cada vez más a menudo, que el presidente era incapaz de manejar al país por más tiempo.

Luego de que fuera rechazado Chernomyrdin como primer ministro, para septiembre de ese año, fue nombrado el veterano ministro Yevgeny Primakov como el primer ministro. Esta elección de Yeltsin fue vista como la mejor esperanza de unificar la línea comunista y los reformistas liberales en un mismo propósito, un programa de emergencia para lidiar con la crisis financiera.

Para mayo de 1999, Primakov, cuya popularidad repuntaba, aún con el fallo de Yeltsin, fue despedido. El nuevo candidato de Yeltsin para primer ministro, Sergei Stepashin es aprobado por el parlamento.

En agosto de ese mismo año, Yeltsin despide a Stepashin y a todo su gabinete y anuncia que el nuevo primer ministro es el hombre que él quería fuera presidente el año siguiente. Yeltsin nombra a Vladimir

Putin, la cabeza del Servicio Federal de Seguridad, el principal sucesor de la KGB, como el nuevo primer ministro.

La decisión del gobierno ruso de ceder ante las peticiones de Yeltsin causó, sorpresivamente, pocas fluctuaciones en el mercado cambiario. Esto pudo ser, en parte, porque el mercado ya había comprado dólares, anticipándose a los problemas.

Estaba claro que el impacto iba a ser mayor que la reacción inicial. Esto afectaría el riesgo de los países que tienen bancos y empresas establecidas en Rusia, como Estados Unidos de América. Pero, aunque muchos de los bancos estaban prevenidos y protegidos ante estos riesgos y que dichos montos eran pequeños en términos macroeconómicos, en términos relativos eran fuertes y el impacto mayor era sobre los países de Europa, especialmente Alemania.

El posible impacto negativo sobre Alemania y sobre el marco alemán había sido opacado por la posibilidad de que la "enfermedad" se diseminara por América Latina y se intensificara la presión en Asia.

A través del tiempo, la devaluación rusa se convirtió en una caída financiera y en una crisis económica profunda. Todo salió mal desde la devaluación, desde el plan de la reestructuración de la deuda doméstica, hasta las medidas destinadas a apoyar el sistema bancario, las cuales incentivaron la venta del rublo.

Los ciudadanos rusos han ido perdiendo la poca confianza que quedaba en la moneda y en el sistema bancario, a medida que la inflación iba en aumento.

Bajo estas condiciones, pelear por el diferencial de las negociaciones y la dolarización de la economía se ve extremadamente difícil. Además de que la creación de una caja de conversión ya no era una opción, por lo menos no en el corto plazo, ya que eso requiere confianza en las autoridades monetarias, que definitivamente escaseaba.

El contagio financiero estaba previsto, el contagio económico vendría como el sureste de Asia había mostrado; aunque mientras que el contagio financiero se disemina rápida y viciosamente, el contagio económico tiende a manifestarse más lentamente.

Sin embargo, una vez que la producción y el flujo comercial ha respondido al colapso en monedas y activos financieros, la caída económica de las crisis cambiarias de la región se considera altamente dañino. Se había discutido que para Europa Central y Europa del Este se vislumbraba más serio el contagio financiero que el contagio económico, debido al hecho de que Estados Unidos ha sido, a la final, un socio comercial más importante para esos países que lo que es

Rusia. Además, es importante destacar que monedas más débiles acarrean riesgos inflacionarios más grandes.

Los "anticuerpos" de Europa del Este se consideraban relativamente fuertes, pero no se creía que pudieran aguantar un próximo contagio, que sería significantemente peor que el ruso y acarrearía una recesión global.

Por eso, se comenta que es el mejor momento para que los principales bancos centrales del mundo den el paso hacia un proceso que facilite las condiciones de liquidez y así detener el pánico en los mercados financieros globales. Por otra parte, los países pertenecientes a Europa Central y Europa del Este debían evitar cualquier política errónea que pudiera agravar su situación.

A continuación, podemos comparar, con el cuadro adjunto, economías como la de Rusia, con tipo de cambio flotante, con la de Estonia y Lituania, con tipo de cambio fijo, luego de la crisis rusa. Veremos como Rusia se ve afectado severamente por su crisis al poseer un tipo de cambio flotante y Lituania y Estonia se mantuvieron estables en sus variables macroeconómicas.

Cuadro IX. Indicadores macroeconómicos para Rusia, Estonia y Lituania entre 1998.

Año	**1998**		
País (tipo de cambio)	**Rusia** (flotante)	**Estonia** (fijo)	**Lituania** (fijo)
Tipo de cambio (por US$)	6 → 21	8*	4
Inflación (%)	28%	8%	5%
Var. Reservas (MMM US$)	-5	0	0
Var. % PIB	-4%	+4%	+5%

* La caja de conversión en Estonia utiliza el marco alemán como moneda ancla.
Fuente: Basado en estadísticas oficiales, FMI y Merril Lynch.

V.4 Crisis brasileña "Efecto Samba".

Durante la crisis asiática de 1997, algunos países de ese continente se vieron forzados a devaluar sus monedas. En América Latina, los sistemas financieros se vieron afectados por este hecho extendiéndose bruscamente el costo del endeudamiento externo para la región, mientras que algunos países sufrían ataques especulativos contra sus monedas.

Brasil también se vio afectado por este suceso, siendo este el primer país en reaccionar, guiándose a través de políticas monetarias y fiscales contractivas del Fondo Monetario Internacional. A mediados de 1998, el único hecho importante que todavía se percibía desde la crisis asiática de 1997, era la contracción en la tasa de crecimiento de Brasil, como resultado de las altas tasas de interés con que se había hecho frente a la crisis.

En agosto de 1998 ocurrió otro suceso que afectó a la economía del Brasil: Rusia realiza una devaluación y declara una moratoria.

Estos dos sucesos unidos, provocaron que en agosto de 1998 hubiera en Brasil una vertiginosa fuga de capitales que en algunos momentos llegó a los 2.000 millones de dólares por día. Para principios de 1999 esa disminución en las reservas internacionales llegó a los

38.500 millones de dólares, amenazando el equilibrio de la moneda creada por el presidente Fernando Enrique Cardoso en 1994: el "real".

Brasil hace un acuerdo con el FMI, el cual le dio acceso a un paquete de ayuda internacional de 41.500 millones de dólares para defender su moneda. Todos estos acontecimientos mencionados anteriormente, trajeron como consecuencia que se encareciera el crédito externo además de una caída de la demanda de exportaciones y de los precios de los productos básicos de exportación (café, productos derivados del acero, minerales metálicos, etc.).

El 6 de enero de 1999, el gobernador del estado Minas Gerais, Itamar Franco, proclamó una moratoria de la deuda de su estado con el gobierno federal por 90 días, derrumbándose así la Bolsa de Sao Paulo un 5,1%. La deuda de Minas Gerais era de 18.500 millones de reales (1dólar=1,20 reales -en aquel momento-). La moratoria de Franco reavivó la desconfianza en la solidez de la economía brasileña y despertó temores sobre la capacidad del gobierno de Cardoso, para cumplir con las metas de ajuste fiscal que se propuso en 1998 y adoptó como compromiso ante el FMI.

Las dudas de los inversionistas sobre el futuro de la economía brasileña hicieron tambalear a los mercados bursátiles. El retroceso se

debió a insistentes rumores relativos a la posible renuncia del ministro de Hacienda y a la devaluación de la moneda brasileña.

Los inversionistas encendieron sus alarmas ante la posibilidad de un colapso financiero en Brasil, debido a que tenían miedo de que la moratoria afectara negativamente el programa de ajuste fiscal adoptado por esa economía, a fin de impedir que se materializara el riesgo de una grave crisis financiera.

El día 15 de enero de 1999, fueron interrumpidas las operaciones de las bolsas de valores de Sao Paulo y Río de Janeiro a consecuencia de una caída del orden de 10% en sus principales índices. La caída libre de las bolsas fue provocada por la rebaja de la clasificación de riesgo de Brasil de la agencia Standard & Poor's, y por la renuncia del director de Fiscalización del Banco Central, Claudio Mauch.

Ese mismo día, Brasil se vio obligado a permitir la libre flotación de su moneda al abandonar sus esfuerzos en pro de una devaluación controlada frente al dólar después de una semana en que se registró una creciente fuga de capitales. Los altos volúmenes de divisas que salieron del país en días anteriores sumaron 2,9 millardos de dólares, cifra que era comparable con las de la crisis rusa en agosto y septiembre del pasado año cuyas pérdidas eran de 1,5 millardos de dólares diarios.

El real cayó inmediatamente a 1,60 por dólar, pero luego se recuperó y cerró en 1,50 por dólar lo que implica una devaluación de 20%. Los días posteriores el real se continuó devaluando.

A fin de reducir la presión sobre los precios, el Banco Central aumentó la tasa de interés interbancaria luego de un incremento en la tasa activa, en un esfuerzo por calmar las mercados y controlar la inflación. El aumento de la tasa contribuyó a reducir la volatilidad de los mercados financieros de Brasil.

V.4.1 Políticas económicas de Brasil en los últimos años.

La economía brasileña se ha caracterizado, en los últimos años, por una profunda transformación que se ha desenvuelto favorablemente hacia la recuperación y el crecimiento, acompañada de un importante descenso en la tasa de inflación y el desempleo, gracias, principalmente, a la implementación de la nueva moneda, el real.

Esta recuperación ha sido alterada temporalmente por las crisis financieras internacionales, mas específicamente la crisis mexicana y la asiática, pero las diferentes medidas adoptadas por el gobierno de Brasil han logrado mantener esta tendencia favorable en el transcurso del tiempo. Luego, mas allá de solventar problemas ocasionados por las crisis externas, la aplicación del plan real ha seguido tres objetivos

principales relacionados a la inflación, el crecimiento económico y la reducción de los desequilibrios sociales.

En los períodos anteriores al "plan real", la inflación en Brasil era una de las mas elevadas del planeta, alcanzando en términos acumulados 3.500.000%, en los cuatro años anteriores al establecimiento de la nueva moneda. Luego de su aplicación, la variación de los precios disminuyó significativamente, alcanzando 3,12% en los 12 meses completados en mayo de 1998, siendo esta la menor tasa verificada desde noviembre de 1949; un gigantesco avance al compararlo con el 5.200% registrado en los 12 meses anteriores a la aplicación del plan real.

El gobierno brasileño está comprometido con el objetivo de mantener la inflación bajo control principalmente por razones económicas y sociales. Para lograrlo, se ha debido hacer énfasis en la liberación comercial, la desindexación, el aumento de la productividad, las privatizaciones (el programa de privatización más amplio en ejecución en el mundo actual), restricciones monetarias y esfuerzos en la consolidación fiscal. El control inflacionario no ha sido un fin en sí mismo, pero se hace necesario para conseguir dos objetivos fundamentales: el crecimiento permanente y la justicia social.

La economía brasileña creció constantemente en los últimos años. Entre 1993 y 1998, el crecimiento real alcanzó un 25%, lo que equivale a un crecimiento anual del 4%. En contraste, los cuatro años que precedieron al real, el crecimiento promedio del PIB fue negativo en 0,2%. Este último período se caracterizó por vaivenes del ciclo económico, con dos años de tasas positivas de crecimiento (1991 y 1993) y otros dos años de recesión (1990 y 1992), lo que refleja la tendencia mantenida en la década de los 80 y principios de los 90. Hasta el año 1998, el PIB creció constantemente en los seis años anteriores, un hecho que no se registraba desde la década de los 70. El PIB real per cápita también experimentó un constante crecimiento, promediado en un 2,6% al año. Este crecimiento sostenido ha sido acompañado con una profunda reforma estructural que busca mantener el crecimiento en el futuro.

El empleo es una de las variables menos afectadas por el plan real. En los últimos años el desempleo se ha mantenido entre 5% y 6%, permaneciendo como uno de los países con menos desempleo en América latina.

Gracias a las diferentes políticas sociales de los últimos cinco años se ha logrado reducir significativamente el número de jóvenes menores de 17 años, sobre todo niños, que trabajan en las zonas

urbanas del país. Aunque el nivel de pobreza en Brasil sigue siendo elevado, las políticas adoptadas por el gobierno en los últimos cinco años han encaminado a la economía hacia el franco mejoramiento del nivel de vida y el desarrollo.

En agosto de 1998 y en enero de 1999 los mercados financieros brasileños fueron severamente golpeados: en agosto por la incertidumbre derivada del proceso electoral y por la crisis en Rusia, y en enero por el efecto "Minas Gerais".

Para la mañana del 28 de agosto, el valor de las acciones de la Bolsa de Sao Paulo había bajado, en lo que iba de mes, un 30%, considerando que el día anterior éste había descendido en 9,94%. En enero, también se registraron notables disminuciones.

La Bolsa de Valores de Sao Paulo es la más volátil y la más arriesgada de América Latina debido a su liquidez y elevado volumen de negocios. Otro problema de las bolsas brasileñas es la concentración de negocios en un solo papel, como es el caso de Telebras (privatizada en 1998), que representa el 42% del índice.

Desde que los mercados comenzaron a caer a principios de agosto, cerca de 7,6 millardos de dólares abandonaron Brasil a través del mercado monetario. Esta fuga de capitales fue compensada por la inversión foránea directa.

Las reservas internacionales disminuyeron, entre agosto y noviembre de 1998, aproximadamente de 75 miles de millones a 43 miles de millones de dólares. Para enero de 1999, las reservas se encontraban en aproximadamente 35 miles de millones de dólares.

En agosto de 1998, el "real" brasileño se encontraba fijado con respecto al dólar a una tasa aproximada de 1,2 reales/US$. Para el 30 de enero de 1999, pasados varios días desde la decisión tomada por Cardoso de devaluar la moneda, el real perdió un 78% de su valor.

La economía brasileña es, sin duda alguna, la de más relevancia de América latina. A los ojos del mundo, al analizar económica o financieramente el mercado latinoamericano, el principal marcado es Brasil, luego México, y luego Argentina.

Dada la acelerada globalización de los mercados en todo el mundo, las economías de los diferentes países se ven cada vez más afectadas por lo que sucede en otras economías, principalmente en la de sus socios comerciales. En el caso venezolano, Brasil representa (luego de Colombia) uno de los principales socios, y su economía reviste una gran importancia para nuestro país. Como se pudo ver el 12 de enero de 1999, la bolsa de valores de Caracas cayó un 6,5% por el efecto Minas Gerais. Las acciones de la Electricidad de Caracas perdieron 15

bolívares de su valor y el tipo de cambio aumentó en 0,75 céntimos. Además, todos los mercados de América Latina registraron pérdidas.

Una devaluación del real, como sabemos, sería devastadora en un primer plano para la economía Argentina, ya que al ser Brasil su principal socio comercial las importaciones desde este país aumentarían significativamente restando competitividad a la industria Argentina y atentando contra su sistema de caja de conversión. Luego, serían afectados los socios comerciales de Argentina, y así sucesivamente, al igual que Venezuela y el resto de América latina (llamado "Efecto Dominó").

Como consecuencia de la devaluación brasileña, se registran fuertes temores en toda la región acerca de sus efectos de contagio sobre el resto de América Latina, particularmente en países integrantes de Mercosur, incluyendo a sus miembros asociados (Chile y Bolivia). Es importante aclarar que hasta fines de febrero de 1999 esos efectos habían sido mucho menos traumático de lo esperado. Mientras tanto, Argentina y México, las dos mayores economías latinoamericanas después de Brasil, han realizado esfuerzos dirigidos a diferenciarse de este país frente a los inversionistas internacionales. La principal medida en ese aspecto fue el lanzamiento de nuevas emisiones de deuda

pública, Argentina por 510,5 millones de dólares y México por 1.000 millones de dólares.

La crisis financiera que sufrió Brasil, el principal productor de café del mundo, creó "pánico" en el mercado cafetero y llevó el precio del grano de Honduras a menos de 100 dólares el saco, lo que tuvo un fuerte impacto en la economía de este país centroamericano.

Venezuela, a través de su extensa frontera con Brasil, mantiene importantes rutas de comercio que se verían afectadas por la crisis de la economía carioca, al igual que diferentes convenios y contratos como el reciente establecimiento de líneas eléctricas entre los dos países. Además, la percepción del riesgo hacia América Latina en general se vería afectada por una prolongada crisis en Brasil, empeorando las perspectivas de inversión extranjera y la posición en los mercados internacionales de los países latinoamericanos.

En el cuadro VII, podemos contrastar la economía de Brasil, con la de Argentina, luego de la crisis brasileña.

Mientras el real brasilero colapsó e hundió en pobreza a todo el país, Argentina no devaluó gracias a su caja de conversión.

Cuadro X. Indicadores macroeconómicos para Brasil y Argentina en 1999.

Año	**1999**	
País (tipo de cambio)	**Brasil** (flotante)	**Argentina** (fijo)
Tipo de cambio (por US$)	1,2 → 1,8	1
Inflación (%)	9%	-1%
Var. Reservas (MMM US$)	-35%	0
Var. % PIB	-1%	-3%

Fuente: Basado en estadísticas oficiales, FMI y Merril Lynch.

VI. Análisis de economías con banco central y su rol como emisor de dinero y prestamista de última instancia.

" La política monetaria hoy en día en la mayoría de los países subdesarrollados se asemeja a la antigua industria bananera en Islandia [Islandia solía cultivar sus propias bananas en invernaderos, a pesar del pésimo clima para esta actividad]: genera producto de baja calidad a un costo innecesariamente altos para los consumidores... Muy pocas monedas de países subdesarrollados con bancos centrales han tenido un desempeño comparable al de las monedas de los principales países industrializados. Este pobre desempeño monetario ha presentado un costo muy alto en términos de crecimiento económico. No obstante, la mayoría de los economistas y funcionarios públicos consideran que cada nación independiente debería contar con su propio banco central a fin de poder conducir su propia política monetaria independiente. Basados en esta premisa, muchos países en vías de desarrollo han establecido bancos centrales –los casos más recientes son los de la extinta Unión Soviética.

Aunque la mayoría de las naciones independientes poseen en la actualidad bancos centrales, la banca central es sólo uno de los muchos posibles tipos de sistemas monetarios. Otros sistemas monetarios han sido más exitosos que el de la banca central en la provisión de monedas de alta calidad para países en desarrollo. Las características de los sistemas exitosos han sido:

- un tipo de cambio verdaderamente fijo respecto al oro, o respecto a la moneda de un país desarrollado;
- convertibilidad plena o parcial en términos de esa moneda; y
- reglas estrictas que desalientan al gobierno el uso del sistema monetario para el financiamiento de déficits fiscales.

La experiencia histórica sugiere que los países en desarrollo que desean monedas de alta calidad deberían abolir sus bancos centrales.

La gente sigue pensando que cada país independiente debería tener su propio banco central, en parte porque la experiencia histórica de la banca central en los países en desarrollo nunca ha sido estudiada en detalle."[8]

VI.1 Surgimiento de la banca central.

La banca central es común hoy en día, aunque es un fenómeno relativamente reciente, en especial en los países en desarrollo. Los bancos de depósito existían en la antigüedad; la emisión de billetes circulantes (papel-moneda) por parte de los bancos empezó alrededor del año 1000 en China, y en el siglo XVII en Europa y Japón. Decenas de países desarrollaron sistemas bancarios sofisticados (para la época) que

[8] SCHULER, K. y HANKE, S. (1998). *¿Banco central o caja de conversión?* Buenos Aires:Fundación República.

funcionaron bien durante muchos años, e incluso siglos, sin bancos centrales.

Ya desde el siglo XVII, algunos gobiernos concedían privilegios especiales a algún banco particular en su país, tales como la custodia exclusiva de los depósitos del gobierno. Sin embargo, usualmente se acepta que la banca central moderna generalmente empezó en 1844. En ese año el parlamento británico concedió al Banco de Inglaterra un monopolio en la emisión de billetes de Inglaterra y Gales, y prohibió a los bancos de emisión ingleses y galeses la operación de sucursales en Londres.

Estas leyes británicas de 1844-1845 fueron una victoria para los economistas de la llamada "Escuela Monetaria" y una correspondiente derrota para las escuelas rivales ("Escuela Bancaria" y "Escuela de Libertad Bancaria"). Los partidarios de la Escuela Monetaria, que estaban a favor de un estricto control de la emisión de billetes, propusieron centralizar esa emisión en el Banco de Inglaterra, ya que la regulación de la emisión por parte de un solo banco sería más fácil que regular las emisiones de cientos de bancos.

Ya desde 1847, los economistas empezaron a abandonar algunas de las ideas básicas de la Escuela Monetaria, cuando el gobierno británico suspendió temporalmente el requisito de reservas para las

emisiones de billetes del Banco de Inglaterra durante un pánico financiero. Sin embargo, el principio de emisión centralizada se mantuvo, y se convirtió en una tradición.

Se pensaba que lo ocurrido en Inglaterra no implicaba que otros países tuvieran necesariamente que establecer sus propios bancos centrales, pero de hecho lo hicieron, a veces hasta adoptando leyes que copiaban la ley británica de 1844, hasta en el más mínimo detalle. Al parecer, los gobiernos extranjeros pensaban que si la banca central en Gran Bretaña había contribuido al desarrollo del sistema financiero más avanzado del mundo, entonces a ellos los beneficiaría también.

En muchos países europeos, el debate en torno al establecimiento del banco central fue una repetición del debate británico previo al año 1844. En vísperas de la Primera Guerra Mundial, casi todos los países europeos ya tenían bancos centrales.

En otras regiones del mundo, los bancos centrales eran poco comunes, con las importantes excepciones de Japón y los Estados Unidos de América, que establecieron sus bancos en 1882 y 1914, respectivamente. No obstante, entre economistas y políticos se estaba formando un consenso mundial a favor de los bancos centrales.

Durante la Primera Guerra Mundial, los gobiernos contendientes y algunos otros suspendieron el patrón-oro, y sometieron sus sistemas

monetarios al control político de sus ministerios de finanzas. En la práctica, muchos no resultaron mejores.

Al estallar la Segunda Guerra Mundial, todos los países desarrollados, contaban con sus propios bancos centrales, al igual que la mayoría de los países subdesarrollados entonces independientes. Sin embargo, las colonias, que entonces incluían a la mayor parte de los países en desarrollo, no tenían bancos centrales. Con la excepción de India, que estableció un banco central en 1935, las colonias tenían otros tipos de sistema monetario, típicamente manteniendo un tipo de cambio fijo respecto a la moneda de algún país desarrollado, lo que proporcionaba una especie de unión monetaria con esa moneda.

Después de la Segunda Guerra Mundial, se establecieron bancos centrales en casi todos los países en desarrollo que no los tenían.

Hasta los años sesenta, el desempeño de los bancos centrales en los países en desarrollo no fue mucho peor que el de otros sistemas monetarios, ni mucho peor que el de los bancos centrales en los países desarrollados. Hubo, sin embargo, excepciones impresionantes, como el caso de Brasil. Diversas variantes del patrón-oro o patrón-plata, que proporcionaban algún tipo de disciplina externa, eran débiles. La más reciente (y más débil) de estas variantes fue el sistema monetario de Bretton Woods, que empezó en 1946 y se desmoronó entre 1971 y 1973.

Este colapso eliminó un elemento de disciplina externa contra la inflación, y dio lugar a la situación actual, históricamente sin precedentes, en que ningún país del mundo tiene un patrón-oro, ni existen posibilidades de un retorno a ese sistema.

Desde 1973, las monedas de los principales países desarrollados han flotado unas contra otras. Los países miembros del Sistema Monetario Europeo son una excepción parcial: han tratado de mantener sus monedas, en efecto, ligadas al marco alemán, con resultados positivos.

Los países en desarrollo no adoptaron la flotación tan rápidamente; más bien, muchos mantuvieron tipos de cambio fijos contra la moneda de algún país desarrollado, a veces, con devaluaciones poco frecuentes respecto a la moneda de referencia. Con el tiempo, sin embargo, más y más de estos países adoptaron tipos de cambio flotante, o tipos fijos "*pegged*" con devaluaciones frecuentes.

Esto ha resultado en altas tasas de inflación. Entre 1973 y 1982, hubo casos de inflación de dos dígitos tanto en países desarrollados como en países en desarrollo, pero después de 1982 la mayoría de los países desarrollados regresaron a inflaciones de un dígito; mientras que en muchos países en desarrollo con bancos centrales, la inflación aumentó a tres o más dígitos en algunos años.

VI.2 Alternativas a la banca central.

Incluso hoy en día, existen sistemas monetarios alternativos a la banca central. Cada uno de estos sistemas, que se describen brevemente a continuación, ha funcionado en por lo menos un país durante alguna parte del período entre 1950 y 1993.

VI.2.1 Caja de Conversión (*Currency Board*).

El sistema monetario alternativo más frecuente, especialmente en las colonias británicas, era la junta monetaria o caja de conversión. Se trata de una autoridad monetaria que emite billetes y monedas plenamente respaldados por activos denominados en una moneda de referencia, y totalmente convertibles en la moneda de referencia a un tipo de cambio fijo y contra demanda. Una caja de conversión convencional mantiene por ley activos externos. No tiene facultad de realizar operaciones de mercado abierto, ni de imponer requisitos de encaje para bancos comerciales, ni de realizar ningún tipo de política monetaria discrecional.

Han existido cajas de conversión en cerca de 65 países en desarrollo, pero hoy en día son menos los países con caja de conversión.

En 1991, Argentina estableció un sistema que se asemeja a una caja de conversión, pero que permite más discreción en la política

monetaria que lo que sería posible bajo una caja de conversión convencional.

VI.2.2 Instituto Monetario.

Un sistema frecuente, especialmente en las colonias francesas, era el instituto monetario, que es un sistema intermedio entre una caja de conversión y un banco central. Se trata de preservar un rígido vínculo cambiario con una moneda de referencia, al tiempo que se permite algún grado de discrecionalidad en la política monetaria. Un instituto monetario típico puede realizar operaciones de mercado abierto, siempre que sus reservas de moneda extranjera excedan el típico legal.

VI.2.3 Banco comercial privado con monopolio en la emisión monetaria.

Muchos países tuvieron bancos comerciales privados, algunos con participación del gobierno como accionista minoritario, que gozaban de privilegios monopólicos en la emisión monetaria, asumiendo de esta manera algunas funciones como autoridad monetaria. Se esperaba de estos bancos que mantuvieran un tipo de cambio fijo entre su moneda y una moneda de referencia.

VI.2.4 Libertad Bancaria (*Free Banking*).

Algunos países gozaban de completa libertad bancaria, es decir, un sistema de emisión competitiva de billetes y depósitos por parte de

bancos comerciales, con pocas barreras legales para la entrada en el negocio bancario, y pocas restricciones legales sobre las operaciones bancarias. Un sistema de libertad bancaria (*free banking*) carece de autoridad monetaria, pero típicamente cuenta con un tipo de cambio fijo.

VI.2.5 Uso de la moneda extranjera (dolarización).

Algunos países pequeños usaban oficialmente una moneda extranjera, prescindiendo de esta manera de una emisión monetaria doméstica, y por lo tanto de la necesidad de una autoridad monetaria. Cuando la moneda es el dólar estadounidense, el sistema se conoce como "dolarización". Panamá está dolarizado actualmente y es una país independiente. Liberia, que estuvo dolarizado por muchos años, empezó a emitir su propia moneda en 1988, aunque el dólar estadounidense sigue siendo ampliamente utilizado como moneda no oficial. Puerto Rico también está dolarizado, pero no es un país independiente, sino un territorio libre asociado de los Estados Unidos de América.

VI.2.6 Moneda de ocupación.

Durante poco después de la Segunda Guerra Mundial, algunos países usaron monedas de ocupación, a menudo vinculadas informalmente con la moneda de la potencia ocupante, pero no necesariamente convertibles en términos de esa moneda.

VI.2.7 El sistema de "emisión libre".

Entre 1973 y 1983 Hong Kong cambió, casi inadvertidamente, de un sistema *currency board* a un sistema de "emisión libre", que tiene un tipo de cambio flotante y carece de autoridad monetaria. Este sistema causó un alto grado de variabilidad en la masa monetaria, y llevó eventualmente a una crisis cambiaria. Para restaurar la confianza, este país retornó al sistema anterior, que ha mantenido desde entonces.

VI.2.8 Emisión directa por parte del gobierno.

En algunos países los gobiernos emitían dinero directamente, sin bancos centrales o institutos monetarios, en estos casos la autoridad monetaria era el ministerio de finanzas. La emisión directa por parte del gobierno es casi lo mismo que un sistema donde el banco central carece por completo de independencia política.

VI.3 La Banca Central.

Se trata de una autoridad monetaria, hoy en día típicamente 100% estatal (aunque existen privadas como en Suiza) que es, en teoría, independiente del ministerio de finanzas y que goza por ley de una alto grado de poder monopólico y discrecional sobre la base monetaria. Control discrecional significa la capacidad de conducir una política

monetaria sin fuertes restricciones en la forma de reglas monetarias o consideraciones de rentabilidad.

Los bancos centrales enfrentan hoy en día menos restricciones que nunca: la mayoría no están obligados por ley a mantener reservas mínimas de moneda extranjera, ni a mantener un determinado tipo de cambio respecto a una moneda de referencia. Además, cuando nos referimos a control discrecional, nos referimos al control sobre la masa monetaria y sobre el tipo de cambio, no a la ausencia de influencia política.

VI.3.1 Calidad monetaria: tasas de inflación.

Una moneda de buena calidad puede fomentar el crecimiento económico, aunque el crecimiento económico no es en sí el índice de la calidad de una moneda. Por calidad o desempeño monetario entendemos el grado en que una moneda satisface las funciones clásicas del dinero que se enumeran en los libros de texto: medio de intercambio, unidad de cuenta y reserva de valor.

El indicador de calidad monetaria más ampliamente utilizado es la tasa de inflación. La inflación impide que una moneda funcione bien como reserva de poder adquisitivo, y en los casos extremos tampoco

puede funcionar bien como unidad de cuenta o como medio de intercambio.

Se utiliza como medida de la inflación el cambio anual en el índice de precios al consumidor (IPC). Otras medidas ampliamente utilizadas son el índice de precios al productor (IPP) y el deflactor del PIB. El IPC incluye sólo bienes de consumo, mientras que el IPP incluye únicamente precios de insumos, el deflactor del PIB incluye tanto bienes de consumo como insumos productivos. El IPC es más fácil de obtener para más países y para más años que las otras medidas.

En el período post-Bretton Woods, luego del año 1971, los casos de alta inflación se hicieron más frecuentes para los países en desarrollo con bancos centrales, como por ejemplo Argentina.

Argentina tuvo una inflación de 2.315% en 1990; su sistema semi-*currency board* redujo la inflación a 10,6% hacia 1993, y a 1,6% hacia 1995, manteniendo al mismo tiempo un tipo de cambio de un peso por dólar estadounidense durante este período.

VI.3.2 Inflaciones altas.

Las inflaciones muy altas merecen consideración aparte, ya que provocan distorsiones muy intensas en el sistema de precios, alterando las bases del cálculo económico. Las inflaciones "altas" en sentido amplio, se definen como aquellas que superan el 20% anual. Inflaciones

por debajo del 20% anual a menudo no son responsabilidad de la autoridad monetaria.

Las inflaciones altas no se deben a cambios en los precios de algunos bienes con una masa monetaria o un tipo de cambio constante, sino que casi siempre son el resultado de una decisión activa de la autoridad monetaria en el sentido de incrementar la masa monetaria, sin importar las consecuencias para el tipo de cambio.

Según la definición expuesta, las inflaciones altas fueron poco comunes en los países desarrollados: ocurrieron en menos de uno por ciento de los años-país en el período 1951-1970, y, en cerca de uno por ciento de los años-país en el período 1971-1993. Incluso en el peor de los casos, la inflación nunca llegó al 30% anual.

En los países en desarrollo con otros sistemas monetarios, la incidencia de inflaciones altas aumentó de 2,4% de los años-país en 1951-1970, a 11,2% en el período 1971-1993.

Cuadro XI. Inflaciones Altas.

	Países desarrollados (todos con bancos centrales)	Países en desarrollo – bancos centrales	Países en desarrollo – otros sistemas monetarios
1951-1970	19 países (389 años-país)	80 países (1.184 años-país)	55 países (610 años-país)
Alta	1 (1 año-país)	21 (96 años-país)	10 (13 años-país)
Muy alta	0 (0 años-país)	6 (14 años-país)	0 (0 años-país)
Hiperinflación	0 (0 años-país)	1 (1 años-país)	0 (0 años-país)
1971-1993	19 países (437 años-país)	127 países (2.257 años-país)	46 países (241 años-país)
Alta	5 (6 años-país)	93 (494 años-país)	7 (7 años-país)*
Muy alta	0 (0 años-país)	39 (114 años-país)	11 (15 años-país)*
Hiperinflación	0 (0 años-país)	20 (35 años-país)	4 (5 años-país)*

**La mayoría de estas inflaciones altas ocurrieron en repúblicas de la extinta Unión Soviética que continuaron usando por un tiempo el rublo ruso, antes del establecimiento de sus propios bancos centrales.*
Inflación alta: entre 20% y 99% anual.
Inflación muy alta: entre 100% y 999% anual.
Hiperinflación: más de 1.000% anual.
Fuente: SCHULER, Kurt. (1998). *¿Deberían los países en desarrollo tener bancos centrales?* México: Centro de Estudios de Economía y Educación.

VI.3.3 Convertibilidad cambiaria.

La inflación es un buen indicador de la calidad monetaria, pero no es el único. Otra medida es la convertibilidad externa, es decir, la posibilidad de comprar (legalmente) con una moneda, bienes y servicios extranjeros, incluyendo activos financieros. Restricciones a la convertibilidad de una moneda reducen su capacidad para funcionar como medio de intercambio.

Una moneda plenamente convertible puede ser empleada legalmente, sin necesidad de permiso especial, para cualquier tipo de pago al exterior.

El progreso hacia un mayor grado de convertibilidad ha sido mixto en los países en desarrollo con bancos centrales. Por un lado, desde 1989, las monedas de muchos países ex comunistas, previamente inconvertibles, han pasado a ser parcial o plenamente convertibles por primera vez en muchas décadas. Por otro lado, algunos países que antes pertenecían al área monetaria de la libra esterlina o del franco francés, gozando sus monedas por tanto de convertibilidad parcial, ahora no pertenecen a área monetaria alguna y tienen monedas inconvertibles.

VI.3.4 Tipos de cambio.

Otro índice de calidad monetaria es la tendencia a largo plazo en el tipo de cambio, lo cual refleja la eficacia de una moneda como reserva de poder adquisitivo. El punto de referencia más conveniente es el dólar estadounidense, ya que ésta era la moneda más importante bajo el sistema de Bretton Woods, y aún es la moneda más negociada en los mercados de divisas.

Al igual que con la tasa de inflación, los gobiernos muchas veces pueden manipular el tipo de cambio oficial para aparentar una imagen

más favorable. Sin embargo, la existencia de restricciones cambiarias y el consiguiente diferencial en las transacciones de mercado negro crean incentivos para evadir las restricciones. A fin de reducir estos incentivos para la evasión, los gobiernos eventualmente devalúan sus monedas de modo que incluso cuando existen restricciones, en el largo plazo los tipos de cambio oficiales tienden a reflejar las tendencias del mercado.

VI.3.5 El Banco Central como prestamista de última instancia.

Según un argumento ampliamente aceptado, los bancos centrales son necesarios en los países en desarrollo porque los sistemas financieros requieren de un "prestamista de última instancia". Un banco central podría justificar su costo (en términos de un menor grado de calidad monetaria) si produce un sistema financiero más estable. Por otro lado, la experiencia de muchos países sugiere que la existencia de un prestamista de última instancia crea más problemas que los que soluciona. En tiempos de paz, e independientemente del grado de desarrollo económico, las crisis financieras suficientemente grandes como para debilitar la confianza en el sistema financiero han sido más frecuentes en sistemas de banca central que bajo otros tipos de sistema monetario. Lo mismo sucede en el caso de quiebras significativas por

parte de bancos comerciales, quiebras que afectan más del uno por ciento del total de los depósitos bancarios.

La lista de países con bancos centrales que experimentaron significativas quiebras cambiarias, o que tuvieron que recurrir a subvenciones para evitar quiebras significativas, incluye a Argentina, Finlandia, México, Japón, Suecia, Estados Unidos de América, Rusia y Venezuela. Por otro lado, debemos resaltar la importancia que reside en el hecho de que países como Panamá y Hong Kong, por ejemplo, que no tienen banco central, nunca han sufrido crisis bancarias generalizadas.

VI.4 Cómo mejorar la calidad monetaria en países en desarrollo.

VI.4.1 Monedas de alta calidad.

Entre 1950 y 1993, 149 países desarrollados y menos desarrollados tuvieron bancos centrales en algún momento; 145 tenían bancos centrales en 1993. Muy pocos de estos bancos produjeron monedas de alta calidad. Se considera que un país tiene una moneda de alta calidad si su tasa de inflación, promediada sobre una década, fue menos de diez por ciento anual, si la tasa de inflación nunca llegó a 20% anual en un año particular, si la moneda era parcial o plenamente

convertible al final de cada década, y si no ocurrieron confiscaciones monetarias.

La mayoría de las monedas de alta calidad emitidas por bancos centrales corresponden a países desarrollados.

Casi dos tercios de los países en desarrollo con sistemas alternativos tuvieron monedas de alta calidad; sin embargo, casi todos eventualmente adoptaron el sistema de banca central, con el consiguiente deterioro en la calidad de sus monedas. Sólo cinco% de los países en desarrollo con bancos centrales tuvieron monedas de alta calidad, un desempeño realmente deplorable.

Después del colapso de Bretton Woods (1971-1973), el desempeño comparativo de la banca central en los países en desarrollo se deterioró aún más. ¿Por qué, entonces, se siguió adoptando la banca central en estos países, y por qué son tan pocos los países que han remplazado sus bancos centrales con otros sistemas monetarios más estrictos?

El principal factor que explica esta tendencia fue el predominio, entre economistas y políticos, de un consenso de opinión a favor de los bancos centrales. Este consenso se basó en una mezcla de argumentos teóricos, un deseo de reafirmar la importancia nacional mediante una imitación de los países desarrollados que ya contaban con bancos centrales, y oportunismo político, dado que era bien sabido que un

banco central estaría mucho más dispuesto a financiar déficit fiscales que otros sistemas monetarios más estrictos.

Hoy en día este consenso de opinión a favor de los bancos centrales continúa siendo fuerte. A pesar de los numerosos problemas que se plantean en la práctica, los economistas aún aceptan la teoría de que los bancos centrales pueden reducir las perturbaciones económicas, y muchos siguen convencidos de que los sistemas financieros necesitan prestamistas de última instancia (y que los bancos centrales son las instituciones más idóneas para este efecto).

Muchos economistas y políticos siguen convencidos de que la mayoría de los países deben gozar de "soberanía" monetaria, aspecto que los bancos centrales pueden ayudar a alcanzar.

Incluso cuando el desempeño de los bancos centrales ha sido pobre, las personas se han acostumbrado tanto a ellos que se les dificulta imaginar que existen alternativas. Aun en aquellos países donde se han considerado las alternativas, el debate ha sido significativamente aceptado por consideraciones políticas. Además de tener cierto atractivo como símbolos de soberanía económica, los bancos centrales son, en sí, un formidable grupo de presión. Los gerentes y directores de los bancos centrales son personas importantes, y sus opiniones tienen gran peso; naturalmente, la mayoría de ellos desean

conservar su poder, que se vería reducido sin ellos o bajo sistemas monetarios menos discrecionales. Aquellos grupos que se benefician de las políticas de los bancos centrales también se opondrían a su reemplazo por otro sistema monetario.

VI.4.2 Bancos centrales independientes.

Dado el consenso a favor de la banca central, y el hecho de que la mayoría de los países tienen actualmente bancos centrales, las más recientes propuestas antiinflacionarias se han concentrado en la posibilidad de otorgar a los bancos centrales un mayor grado de "independencia" política. La mayoría de las investigaciones empíricas recientes concluyen que la independencia del banco central ayuda a reducir la inflación y estimula el crecimiento económico, o por lo menos no perjudica. La banca central ha demostrado ser mucho más susceptible a presiones inflacionarias que otros sistemas monetarios.

Gran parte de la discusión reciente sobre este tema se ha centrado en la idea de que los bancos centrales deben comprometerse a alcanzar una meta inflacionaria fijada por ley.

En Nueva Zelanda este sistema ha funcionado muy bien desde su establecimiento en 1989, pero Canadá es el único otro país que lo ha imitado parcialmente. Al parecer, este sistema no tiene precedentes en la historia de la banca central, y en países en desarrollo podría afrontar

las mismas dificultades que otros intentos de disciplinar las facultades inflacionarias de los bancos centrales.

En la práctica, muchos bancos que en teoría gozan de independencia has sido objeto de presión política. Un caso relevante es el del Banco de México, que obtuvo en teoría un mayor grado de independencia en abril de 1994, pero que luego adoptó políticas inflacionarias que resultaron desastrosas para la economía mexicana. Un sistema tipo neozelandés quizá lo hubiera evitado, pero incluso un banco central al estilo neozelandés es menos transparente y disciplinado que una caja de conversión (*currency board*), o un instituto monetario, o el uso de una moneda extranjera. Más aún, a diferencia de la mayoría de los países en desarrollo con bancos centrales, Nueva Zelanda tiene una moneda plenamente convertible.

Hasta ahora, la independencia del banco central ha sido intentada en muchas ocasiones en países en desarrollo, y son aún más contados los casos exitosos. En cambio, la estabilidad cambiaria proporcionada por cajas de conversión, institutos monetarios, o el empleo de una moneda extranjera resultó en monedas de alta calidad en muchos países en desarrollo y estos sistemas siguen siendo exitosos donde quieran que existen hoy en día.

Seguidamente, podremos observar unos cuadros comparativos que señalan las características más comunes entre un sistema con banco central y uno con caja de conversión, y otro en el que contrasta la caja de conversión con la dolarización.

Adicionalmente, mostraremos un cuadro donde podemos ver el comportamiento de algunas variables económicas en los países desarrollados con banco central y en los países en desarrollo, con éste y con otros sistemas.

Cuadro XII. Caja de Conversión y Banco Central.

Caja de Conversión	Banco Central
Por lo general sólo suministra billetes y monedas	Suministra billetes, monedas y depósitos
Tipo de cambio fijo con la moneda de reserva	Tipo de cambio vinculado o flotante
Reservas internacionales de 100% de los pasivos emitidos	Reservas internacionales variables
Convertibilidad total	Convertibilidad limitada
Política monetaria sujeta a reglas	Política monetaria discrecional
No es prestamista de última instancia	Prestamista de última instancia
No regula bancos comerciales	Suele regular bancos comerciales
Transparente	Opaco
Protegida de presiones políticas	Politizado
Alta credibilidad	Baja credibilidad
Gana monedaje sólo de intereses	Gana monedaje sólo de inflación
No puede crear inflación	Puede crear inflación
No puede financiar gastos gubernamentales	Puede financiar gastos gubernamentales
No requiere de "condiciones previas" para la reforma monetaria	Requiere de "condiciones previas" para la reforma monetaria
Reforma monetaria rápida	Reforma monetaria lenta
Poco personal	Personal abundante
Limitaciones presupuestarias fuertes	Limitaciones presupuestarias ligeras
Pequeños choques económicos	Grandes choques económicos
No crea problemas de balanza de pagos	Crea problemas de balanza de pagos
Sistema financiero liberal	Represión financiera
Baja inflación	Alta inflación
Bajas tasas de interés	Altas tasas de interés

Fuente: HANKE, S. y SCHULER, Kurt.

Cuadro XIII. Caja de Conversión y dolarización.

Característica	Caja de conversión	Dolarización
Señoreaje	Retiene el señoreaje	La dolarización pierde el señoreaje
Venta Política	Es a menudo más fácil de vender políticamente, pues no se da un reemplazo de moneda.	Es más difícil de vender. A veces es interpretado como perdida de Soberanía. Es importante hacer énfasis en la libertad monetaria.
Credibilidad	La caja de conversión genera credibilidad, pero el sistema puede ser abandonado con limitada dificultad. Un Gobierno suspende la convertibilidad a la tasa predefinida. Se dan presiones como la que sufrió Argentina en 1999.	La credibilidad es muy alta y se obtiene muy deprisa. El sistema puede ser abandonado en algún momento pero sólo con el consentimiento de los agentes económicos, prácticamente en forma voluntaria. Abandonarlo también toma tiempo por lo que el interés que pudiera tener un gobierno disminuye.
Integración Financiera	Promueve la integración financiera por reducir los riesgos cambiarios. Pero es un proceso más lento que va avanzando conforme crece la credibilidad en la caja de conversión. Argentina, en 1999, después de 7 años, aún no iguala tasas de interés en pesos con tasas en dólares.	La integración financiera internacional es promovida con más fuerza. ¡La base de captación de los bancos está en la moneda financiera internacional 100%! Aún sin la presencia de bancos internacionales, se les abren líneas de crédito más grandes a los bancos locales. Riesgo cambiario 0, permite crecimiento

		más rápido en mercado de capitales y de deuda.
Ajuste a Choques externos	Se da el caso que un choque externo genera desconfianza y especulación en cuanto a si el Gobierno va a mantener o no la convertibilidad actual o va a devaluar. Esto ocasiona un alza en la tasa de interés en los momentos en que la economía sufre una contracción, empeorando la situación.	Los choques externos afectan poco la tasa de interés, que depende más de la tasa de interés internacional. El choque afecta a la economía en proporción inversa a la internacionalización de su sistema financiero. La tasa de interés no empeora la situación.
Libertad de Moneda	Aún con una legislación que permita transar en cualquier moneda, el Gobierno para mantener las ganancias por el señoreaje, tenderá a no promover o permitir pagos en monedas diferentes a la moneda oficial.	La propuesta de dolarización per se es acompañada de una libertad de moneda de curso legal. El Gobierno ya renunció al señoreaje por lo que no busca protegerlo. Los individuos más probablemente utilicen el dólar para realizar sus transacciones por ser la moneda del comercio internacional, pero pueden cambiarse en cualquier momento según les parezca.

Fuente: ESTRADA DOMINGUEZ, J.H.

Cuadro XIV. Banco Central vs. otros sistemas monetarios.

Sistema monetario	Países desarrollados (con banco central)	Países en desarrollo (con banco central)	Países en desarrollo (con otro sistema monetario)
Crecimiento económico medio per cápita (1971-92)	2,3%	1,5%	2,4%
Ha tenido inflación > 20% anual (1971-93)	26%	84%	28%
Ha tenido inflación > 100% anual (1971-93)	0%	35%	26%*
Tuvo control un de cambio en 1993	11%	89%	43%
Tasa de cambio se depreció con respecto al dólar 1971 vs. 1993	63%	90%	50%

* Todas estas inflaciones ocurrieron en las repúblicas ex soviéticas que usaban el rublo ruso hasta que comenzaron a emitir sus propias monedas, o como parte de una desaceleración a una menor inflación en países que reemplazaron al banco central con otros sistemas monetarios.
La data incluye a los 152 paises del mundo que tenían por lo menos un millón de habitantes en 1993 ,más Alemania Oriental, Vietnam del Sur y Yemen del Sur.
Fuente: SCHULER, Kurt (1998).

VII. Reseña de la economía venezolana (1974-1999).

Venezuela durante muchos años se caracterizó por tener precios bajos y estables, lo cual suena difícil de creer hoy. Durante un largo período de tiempo, junto con Alemania y Suiza, fue el país con menor inflación del mundo. Para 1974 el bolívar se caracterizaba por ser uno de las monedas más sólidos y estables del mundo entero. El país gozaba de una absoluta libertad cambiaria y su balanza de pagos era ampliamente superavitaria. Esta bonanza no duró mucho tiempo más. A finales de 1973, estalla la "Guerra del Yom Kippur" entre Israel y sus países vecinos. Los precios del petróleo subieron de 2 a 12 dólares por barril (ver gráfico XII). En 1974 los ingresos ordinarios del Estado aumentaron 165% con respecto al año anterior, ubicándose alrededor de los 40.000 millones de bolívares (9.302 millones de dólares) anuales entre 1975 y 1977. Asimismo, los ingresos ordinarios consolidados no financieros del sector público aumentaron en 1974 alrededor de un 130%, ubicándose en esos mismos años en 54.000 millones de bolívares (12.558 millones de dólares). No conforme con eso, a partir de 1975, el Estado comenzó a endeudarse situándose sus ingresos totales en 126.347 millones de bolívares para 1978. Los altos ingresos percibidos durante esos años, permitieron estatizar la industria del hierro y la del petróleo. Esto se hizo luego de indemnizar a las empresas concesionarias que hasta ese momento venían actuando en el país.

El aumento de la oferta monetaria proveniente del aumento en los precios del petróleo a una tasa mayor que el crecimiento económico, unido a políticas fiscales expansivas que por el lado de la demanda propició el gobierno, desembocó en una subida en el nivel de los precios a tasas hasta ese momento desconocidas en el país.

En 1974 se promulgó la tercera ley del Banco Central de Venezuela, donde pasó de tener miles de accionistas privados a tener uno sólo: el Estado. A consecuencia de esta ley, el bolívar perdió su respaldo en oro y el BCV tomó bajo su control absoluto la emisión de monedas y billetes en Venezuela. A partir de ese momento el bolívar ya no es convertible en oro, de hecho cambió su nombre oficial de bolívar de oro a bolívar pero mantiene su convertibilidad con el dólar hasta febrero de 1983 cuando llega el llamado "viernes negro".

La balanza de pagos, después de haber sido superavitaria entre 1974 y 1975, experimentó una contracción en 1978. A finales de 1977 ya se veía que el país tendría que pagar por los excesos cometidos durante los años de bonanza petrolera. El mercado petrolero también mostraba crecientes signos de debilidad ya que había otros productores en nuevas zonas explotadas internacionalmente y, al haber mayor oferta que demanda, los precios estaban a la baja. En 1978 las reservas internacionales disminuyeron 16.7% a 7.599 millones de dólares; sin

embargo, el gobierno de Carlos Andrés Pérez, para evitar que cayeran aún más, recurrió a un alto endeudamiento externo. Hasta 1977 las reservas internacionales excedían a la deuda pública externa pero la deuda externa del país creció aceleradamente hasta que en 1978 la proporción de deuda con respecto a las reservas internacionales se invirtió (había 2,2 veces más deuda que reservas internacionales).

En 1979 se produjo otro aumento de los precios del petróleo a raíz del derrocamiento del Sha de Irán. En tan sólo 11 meses, el precio del barril de petróleo aumentó de 12 dólares a 41 en el mercado spot. El barril de petróleo venezolano aumentó aproximadamente 280%, de 13,77 dólares por barril a 38,21 dólares. Este nuevo shock contribuyó a corregir de nuevo el déficit en la balanza de pagos, también ayudó a mejorar el déficit fiscal y propició un crecimiento en la economía venezolana. Sin embargo, el aumento en los precios de petróleo se tradujo en un estancamiento de la economía mundial, afectando también a la venezolana.

El gobierno de Luis Herrera Campins, instalado a partir de 1979, adoptó un conjunto de medidas por el lado de la oferta para disminuir los controles que había sobre las actividades productivas, procuró estimular la competencia en el sector financiero, liberó los precios y en general, implantó políticas del corte monetarista con el objeto de frenar

el gasto público. Como objetivo fundamental de las políticas implantadas estuvo la lucha contra la inflación.

El gasto público fue muy difícil de frenar debido a que durante el periodo anterior se habían realizado grandes inversiones en múltiples empresas del Estado que exigían continuos gastos. De hecho, el gasto público aumentó a una tasa aproximada del 9% interanual entre 1979 y 1980. Entre 1979 y 1983 la deuda pública aumentó en 145% concentrándose el 52% en el corto plazo para 1983.

En 1981 hubo de nuevo un aumento en los precios del petróleo. Con este aumento, el gobierno decidió no enfocarse tanto en la reducción del gasto público y abandonar la estrategia monetarista sino que se dedicó a implantar políticas de demanda para estimular el crecimiento económico. El gasto por parte del gobierno se incrementó nuevamente y fue financiado en parte con los aportes fiscales provenientes del aumento del precio del petróleo y con endeudamiento externo. La razón para las altas erogaciones públicas en 1981 fue el estímulo de la demanda agregada. Sin embargo, los objetivos expansivos no se lograron debido a la incertidumbre que existía en el sector privado con respecto al sector público. Entre 1979 y 1983, el crecimiento el ahorro privado se contrajo de manera significativa y la inversión privada se redujo, debiéndose, en parte, a una fuga de capitales. La fuga de

capitales sucedió debido principalmente a la incertidumbre que se vivía en el país, las bajas tasas de interés activas locales, los altos intereses pagados en el exterior, el temor a la implantación de un control de cambios, entre otros.

La bonanza petrolera no duró mucho, en 1982 se derrumbaron los ingresos del petróleo de nuevo, sufriendo una caída aún más fuerte en 1983, donde los ingresos aportados al fisco por parte este sector cayeron más abajo que en 1980.

La emisión monetaria durante el período de Luis Herrera Campins, al no estar acompañando de una reactivación de la economía, se tradujo en un aumento de las presiones inflacionarias, encontrándose la inflación en 1980 en 21.6% comparada con un 12.3% registrado el año anterior.

A raíz del aumento de los precios del petróleo, la economía mundial cayó en crisis. En los Estados Unidos la inflación alcanzó un 15%, en América Latina, la inflación promedio fue de 80% y en Europa occidental, alcanzó por tercer año consecutivo niveles de 13%. En esta época surge un nuevo fenómeno económico el cual combina recesión económica con altos niveles de inflación. Este fenómeno fue denominado "estanflación", la cual se vio en prácticamente todo el mundo.

La caída de los precios del petróleo lleva al gobierno de Venezuela a tomar una serie de medidas económicas de emergencia, a comienzos de 1983. Las exportaciones petroleras cayeron de 19,3 millardos de dólares en 1981 a 13,5 millardos en 1983. Los dos años precedentes se habían caracterizado por la fuga de divisas. En 1983, el gobierno reconoce la insolvencia ante la banca internacional, debido a que el 52% de la deuda externa del sector público venezolano vencía en ese mismo año. El país se encontraba en la necesidad de renegociar el pago de su deuda, pero se encontró con una "resistencia inesperada por parte de la banca internacional."[9] Al encontrarse el país en la situación de no poder cumplir sus obligaciones, el viernes 18 de febrero de 1983, el gobierno se vio obligado a adoptar un control de cambios, el cual había sido evitado a toda costa hasta este momento. Esa fecha se conoce históricamente en Venezuela como el "viernes negro".

Toro Hardy (1993) cita un informe del Banco Central de Venezuela: "Después de 19 años con un sistema de tipo de cambio fijo y libre convertibilidad del bolívar, que hacía de la economía venezolana un caso singular en el sub-continente de América Latina, el 20 de febrero de 1983 fue cerrado el mercado cambiario, al tiempo que se inició una

[9] TORO HARDY, J. *Un análisis de la política económica venezolana.* Caracas:Editorial PANAPO.Pág.631,1993.

semana después, un régimen regulatorio fundamentado en un control de cambios."[10]

"Se establecen cuatro tipos diferenciales de cambio: a) el de Bs. 4,30 por US$ (fijado por la administración de Herrera Campins) se prorroga hasta diciembre de 1985, otorgado para el pago de cuotas de capital de las deudas externas, para los estudiantes en el exterior y para medicinas y alimentos especificados en resolución del Ministerio de Hacienda; b) el de Bs. 6 por US$ para la venta de divisas de los sectores petrolero y del hierro; c) el de 7,50 para las transacciones comerciales y financieras, privadas o públicas; y d) el dólar fluctuante", cuyo tipo de cambio será fijado por el libre juego de la oferta y la demanda."[11]

En una entrevista hecha cinco años después por *El Nacional* al ex-presidente del Banco Central de Venezuela, Leopoldo Díaz Bruzual, dice:

"Fueron tres las causas sumadas que provocaron esa situación en febrero de 1983: la sobrevaluación del bolívar frente al dólar norteamericano en el orden de 35 por ciento; el cobro abusivo de 13.000 millones de dólares de deuda ilegal externa por parte de la banca acreedora; y la caída de los precios de nuestro petróleo de 32 dólares el barril a 25 dólares el barril. Esto, como usted comprenderá, hacía

10 TORO HARDY, J. Un análisis de la política económica venezolana. Caracas: Editorial PANAPO. Pág. 634. 1993.

imposible mantener un tipo de cambio a 4,30 bolívares por dólar y la libertad cambiaria en Venezuela." [12]

Ante estas circunstancias el Presidente decidió recurrir al control de cambios. Para esto, se creó la Oficina de Régimen de Cambios Diferenciales (RECADI) la cual era encargada de autorizar la compra de dólares. RECADI constituía una modalidad de control cambiario que incluía dos tipos de cambios con mercados a paridad fija preferencial (Bs. 4,30 y Bs. 6,00 por dólar respectivamente) y un mercado libre a paridad variable. La mayoría de los insumos requeridos por las industrias se podían seguir importando a una tasa de 4,30 Bs. por dólar.

También se implantó el Sistema Administrado de Precios que implicaba un regreso a la política de control generalizado de los precios. El control de precios consistió originalmente en una congelación de precios transitoria en todo el país para los bienes y servicios a los niveles vigentes al 18 de febrero de 1983.

Debido a que la economía del país se encontraba en una situación crítica, con ayuda del Fondo Monetario Internacional (FMI) se modificaron las tasas de cambio preferenciales otorgadas por RECADI.

---

[11] Beroes, Agustín. *RECADI* la gran estafa: versión electrónica ilustrada. *1998. Disponible en:* www.geocities.com/Athens/Oracle/5870

[12] BEROES, Agustín. *RECADI la gran estafa: versión electrónica* ilustrada. 1998. *Disponible en:* www.geocities.com/Athens/Oracle/5870

Se redujeron la cantidad de insumos que se podían comprar a la tasa de Bs. 4,30 por dólar, se fijó una tasa de cambio de Bs. 6,00 por dólar para las operaciones de compra-venta de divisas correspondientes a la industria del hierro y petróleo y se estableció un tipo de cambio de Bs. 7,50 por dólar para la mayor parte de las importaciones de bienes y servicios. Asimismo, se mantuvo el mercado paralelo, dónde se podían adquirir divisas a un tipo de cambio flotante para operaciones no prioritarias.

También se aplicaron medidas para reducir el déficit fiscal, reduciendo entonces el gasto público. Estas políticas de austeridad aplicadas hasta 1985, hicieron que se contrajera el producto interno bruto per capita y se tradujo en un aumento del desempleo y del subempleo.

Frente a la gravísima situación del Medio Oriente (la mayor región productora de petróleo del mundo), Venezuela se perfilaba como la única alternativa de abastecimiento seguro. De hecho, se estimaban ingresos por exportaciones petroleras alrededor de los 16.000 millones de dólares por año. El gobierno pensaba que la etapa de ajustes había dado resultados satisfactorios y comenzó una política para reactivar la economía. Sin embargo, para 1986, los mercados petroleros internacionales se encontraban en total deterioro, y esto, unido a las

políticas económicas implantadas en el país, llevaron a Venezuela a una verdadera situación de crisis.

Se acordó el refinanciamiento de la deuda pública externa. Según el Presidente Jaime Lusinchi (1984-1989), se había logrado el mejor acuerdo de refinanciamiento del mundo. El refinanciamiento acordado fue el siguiente: un pago inicial de 750 millones de dólares y un plazo de 12 años y medio para cancelarla. Los pagos iban a ser crecientes y escalonados y con una tasa de interés equivalente a la tasa LIBOR más el 1,125%. Este acuerdo fue altamente criticado por la Academia Nacional de Ciencias Económicas, debido a que no se había establecido un período de gracia y no había compromisos de nuevos préstamos al sector público por parte de la comunidad financiera internacional. De hecho, en algunos países de América Latina, los cuales tenían deudas mayores que Venezuela, se les refinanció la deuda hasta alrededor de 20 años y con período de gracia de alrededor de 7 años.

El gobierno venezolano se dio cuenta que ese plan de refinanciamiento no podía ser cumplido, ya que se habían sobreestimado los precios del petróleo, los cuales estaban en una fase de declive. Se acordó un segundo refinanciamiento, en el cual extendieron el plazo a dos años más y se redujeron los pagos de capital entre 1987-1990.

A pesar de la caída de los ingresos petroleros, el país adoptó una serie de medidas expansivas. El gasto público tuvo un crecimiento interanual de 38%, durante esa época se conocieron los peores déficit fiscales que tenido tener el país en la historia reciente. Como consecuencia de los déficit fiscales, el gobierno recurrió a la devaluación de la moneda, donde el tipo de cambio pasó en diciembre de 1986 de Bs. 7,50 por dólar a Bs. 14,50 por dólar, sufriendo una devaluación de 93,33%. Esta devaluación fue vista más bien como un impuesto indirecto aplicado a los ciudadanos para cubrir el déficit fiscal. Mientras la tasa de cambio era mayor, el gobierno obtenía mayor cantidad de bolívares por dólar pudiendo así cubrir el déficit.

Como consecuencia de las devaluaciones, la oferta monetaria se expandió de una manera significativa. Esta expansión se debió en gran parte a una elevada inyección de recursos que se produjo por la vía del gasto público deficitario, el cual fue inicialmente financiado con los recursos acumulados en los años anteriores, producto de los altos superávits registrados en 1984 y 1985.

Adicionalmente, para reactivar la economía, el gobierno decidió congelar las tasas de interés a partir de 1985. Con esto, la demanda de créditos por parte del público incrementó. El público se endeudaba para comprar bienes y comprar divisas específicamente por lo que esta

política trajo como consecuencia una inmensa fuga de capitales y una devaluación en el mercado paralelo, ubicándose el tipo de cambio para finales del año 1988 en 39,90 bolívares por dólar.

Las políticas de reactivación de la economía trajeron como consecuencia un crecimiento en el PIB real de 1,7%. Adicionalmente, la tasa de desempleo disminuyó de 13,06% en 1985 a 7,32% en 1987. Asimismo, se decretó un aumento de sueldos y salarios en 1986 el cual trajo un incremento en la inflación. En 1987, la inflación se ubicó en un 28,1%, mientras que un año atrás se ubicaba en un 11,6%.

Las políticas expansivas aplicadas por el gobierno de Lusinchi, trajeron también como consecuencia un fuerte crecimiento en las importaciones disminuyendo así las reservas internacionales. Las reservas internacionales disminuyeron drásticamente durante este período, ubicándose en alrededor de los 7.081 millones de dólares en 1988, mientras que en 1985 se encontraban en 15.498 millones de dólares.

Toro Hardy (1993) resume las causas de los desequilibrios macroeconómicos que en general se manifestaban en la economía venezolana en una serie de factores que se presentan a continuación: (i) La extrema dependencia de la economía venezolana en los precios del petróleo. (ii) Los errores cometidos en la renegociación de la deuda

externa venezolana en 1986 pues las condiciones obtenidas por Venezuela fueron sin duda menos ventajosas que las que lograron muchas otras naciones latinoamericanas. (iii) Los graves errores cometidos en materia de política económica. Entre ellos cabe destacar el déficit y la congelación de las tasas de interés a niveles negativos, cuyo resultado final fue el de propiciar una fuerte fuga de capitales y presionar sobre el tipo de cambio en el mercado paralelo. (iv) Los controles y la intervención a todo nivel.

En 1989, Carlos Andrés Pérez toma la presidencia por segunda vez. El país que le tocó gobernar a Pérez fue muy difícil debido a la situación económica en que se encontraba. La crisis que estaba viviendo Venezuela se podría resumir en los siguientes indicadores, los cuales fueron los más afectados durante esos años:

- La deuda externa había aumentado significativamente. Por cada dólar de reservas internacionales, existía alrededor de 3,80 dólares de deuda. Además, el gobierno anterior había firmado un acuerdo de refinanciamiento que era imposible de cumplir.

- La inflación se encontraba en el nivel más alto alcanzado históricamente, cerca del 30%. El aumento de la inflación se debió principalmente al rígido control de precios impuesto y la gran cantidad de subsidios otorgados durante el período anterior.

- Las reservas internacionales se encontraban en unos niveles bajísimos. lo cual trajo como consecuencia sucesivas devaluaciones (520% entre 1983-1989), haciendo que una de las monedas más fuertes del mundo en la década de los 70, se convirtiera en una moneda débil y sin credibilidad. Para finales de 1988 el tipo de cambio se encontraba cerca de 40 bolívares por dólar.

Para ese entonces en el mundo se estaban comenzando a implementar políticas económicas orientadas por el lado de la oferta, inclinándose hacia una economía de mercado. Las políticas económicas dirigidas hacia el lado de la demanda quedaron en el olvido. Las políticas implementadas por el gobierno de Pérez fueron denominadas el "paquete económico".

"El denominado 'paquete económico' no era otra cosa que un conjunto de medidas dirigidas a la superación de los profundos desequilibrios macroeconómicos en los que había caído Venezuela en 1988. El objetivo fundamental era el de orientar la economía por cauces que le permitieran no sólo recuperarse de la grave crisis en la que se hallaba sumida, sino también orientar sus potencialidades hacia la meta de un crecimiento sostenido."[13]

[13] TORO HARDY, J. *Un análisis de la política económica venezolana.* Caracas:Editorial PANAPO. Pág.669. 1993.

El 'paquete' fue un híbrido de políticas orientadas simultáneamente por el lado de la oferta y por el lado de la demanda. La mayoría de las políticas estaban orientadas por el lado de la oferta, las cuales eran como una actuación tendiente a eliminar los obstáculos y las rigideces que imposibilitaban el funcionamiento fluido del sistema económico, entre ellas se encontraba la eliminación del control de cambio. Entre las políticas orientadas por el lado de la demanda, la más importante fue el crecimiento del gasto público.

Una de las medidas tomadas por el gobierno de Pérez fue la eliminación del control de cambios. Se estableció un nuevo esquema cambiario el cual estaba basado en las fluctuaciones de la moneda, determinado por la oferta y la demanda de divisas en el mercado intercambiario. Este nuevo esquema tuvo un gran impacto en el nivel de precios ya que al no existir el tipo de cambio preferencial de 14,50 bolívares por dólar, sino una tasa nominal igual para todos los bienes y servicios, que comenzó a partir de Bs. 39,50 por dólar, todos los bienes tuvieron que importarse al cambio vigente en el mercado.

En Venezuela, el déficit fiscal tiende a ser cubierto con devaluaciones de la moneda. Puesto que los ingresos fiscales de Venezuela son fundamentalmente en dólares y provienen de la venta del petróleo, la política de devaluaciones progresivas del signo monetario

produce como resultado que con un mismo número de dólares se transforme en mayor número de bolívares, con lo cual cubre el déficit. Este procedimiento deja como secuela una enorme expansión monetaria la cual agrava el nivel general de precios. La razón de lo anterior es que ese incremento en la masa monetaria no proviene de un crecimiento en la actividad económica debido a que la mayoría de ese aumento proviene de las exportaciones del petróleo que se encuentra en manos del Estado. "En efecto, mientras la depreciación de la moneda sea utilizada con fines fiscalistas, el final será un crecimiento de los volúmenes de dinero en circulación, que al no estar compensados con uno paralelo en la producción de bienes y servicios que se producen y se prestan en el país, se traducirá simplemente en un desequilibrio entre ambas variables que presionará los precios al alza."[14]

Otra de las medidas adoptadas fue la liberalización de los precios y la flexibilización simultánea del tipo de cambio y de las tasas de interés. Esto trajo consecuencias nefastas para la inflación la cual se ubicó alrededor del 81% para fines de ese mismo año. El Banco Central de Venezuela destaca los siguientes factores como los determinantes de la alta inflación registrada en 1989:

---

14 TORO HARDY, J. *Un análisis de la política económica venezolana.* Caracas: Editorial PANAPO. Pág.679.1993

"- Desmantelamiento de un esquema que permitía la vigencia de precios artificialmente bajos, mediante el otorgamiento de subsidios, incluyendo el vinculado a la aplicación de un régimen diferencial.

- Incrementos rezagados de precios de un número importante de bienes y servicios para los cuales se autorizaron aumentos de acuerdo con el anterior sistema de precios administrados.

- Problemas de abastecimiento atribuibles a manejos de oferta, insuficiencia de insumos y deficiencias en el proceso de comercialización.

- Compras anticipadas de productos, principalmente alimenticios, ante expectativas de desabastecimiento y alzas de precios.

- Incrementos de costos asociados a las medidas de unificación cambiaria y de aumento en el precio de los combustibles, tarifas públicas y salarios, así como la reducción en los subsidios."[15]

En los años siguientes, la inflación siguió estando en niveles altísimos, sin embargo, significativamente más bajos que en 1989. Para 1990, se ubicaba en 36,5% disminuyendo a 31% en 1991 y luego en 1992 aumentó a 32%. Entre los factores que contribuyeron a estos altos niveles de inflación se encuentran: (i) el aumento en los ingresos del sector petrolero debido a la crisis en el Medio Oriente, los cuales se

[15] TORO HARDY, J. *Un análisis de la política económica venezolana.* Caracas:Editorial PANAPO. P.674. 1993.

convirtieron en un aumento de la masa monetaria, (ii) los aumentos en los sueldos y salarios generalizados, (iii) altas tasas de interés, (iv) aumentos en los precios de bienes y servicios públicos, (v) la expansión del gasto público y (vi) la progresiva devaluación de la moneda.

A partir de 1990, las reservas internacionales comenzaron a aumentar de nuevo. De hecho, en 1990 aumentaron 55,83% con respecto al año anterior. Sin embargo, como consecuencia de las intentonas golpistas en febrero y noviembre de 1992, se sembró un ambiente de desconfianza y junto a ello una fuerte salida de divisas. A raíz de esto, la moneda se devaluó un 29,2% durante ese año y en 1993 se devaluó un 33,24% ubicándose en Bs. 106 por dólar.

A finales de 1990, el gobierno, con el fin de controlar los excedentes de liquidez monetaria existentes en la economía producto de las devaluaciones sucesivas de la moneda, colocó Bonos Cero Cupón a través de las operaciones de mercado abierto y luego con mecanismos de subastas. La función de los Bonos Cero Cupón era la de controlar los niveles de circulante y proteger a las reservas internacionales. Los Bonos Cero Cupón resultaron ser muy costosos para el Banco Central de Venezuela, sin embargo, tuvieron efectos positivos sobre la inflación, la cual, sin duda fue alta pero hubiera sido mayor si no hubiera sido por la colocación de los Bonos. Asimismo, gracias a las políticas restrictivas

implementadas por el Banco Central de Venezuela, el crecimiento de la liquidez monetaria igualmente fue menor que si no se hubieran colocado los bonos.

Durante el segundo gobierno de Carlos Andrés Pérez, también se llevó a cabo un programa de privatización de varias empresas del Estado.

"El Estado venezolano había llegado a transformarse en un monstruo bobalicón y torpe, que cargando con el peso de las pérdidas arrojadas por las empresas públicas, no era capaz de cumplir eficientemente ni siquiera las más fundamentales de las funciones que le correspondían. Sus actuaciones no pasaban de ser una serie de medidas incoherentes, que no hacían más que agravar día a día la situación económica y social del país."[16]

Durante el proceso de privatizaciones, el cual se vio abandonado luego de la intentona golpista del 4 de febrero de 1992, se privatizaron bancos como el Banco Occidental de Descuento y el Banco Italo Venezolano, también se privatizó la administración de los puertos, el manejo de almacenes y los silos agrícolas. De la línea aérea nacional, VIASA, se vendió el 60% a Iberia y el Banco Provincial y de CANTV se vendió el 40% de las acciones al consorcio ganador que estaba

[16] TORO HARDY, J. *Un análisis de la política económica venezolana.* Caracas:Editorial PANAPO. P.707.1993

conformado por General Telephone and Electronics (GTE), AT&T, Telefónica de España, el Banco Mercantil y la Electricidad de Caracas.

Con este proceso de privatizaciones el gobierno tuvo más de 2.000 millones de dólares en ingresos y se desprendió del compromiso de inversiones mayores a 1.000 de dólares, indispensables para mantener en pie aquellas empresas. Adicionalmente, alrededor de 70.000 trabajadores fueron transferidos al sector privado.

También durante este período presidencial, se logró de nuevo la renegociación de la deuda, la cual según el plan de financiamiento anterior era imposible de pagar.

En los años siguientes a 1992, la inflación comenzó a acelerarse debido a los desbalances en las cuentas públicas y las distorsiones que se presentan en el área monetaria y financiera. La inflación promedio para 1993 alcanzó 45,9%, aumentando en 1994 a 70,9% y disminuyendo a 56,8% en 1995.

1994 fue el año de la crisis financiera, la mayor que ha sufrido Venezuela y también una de las mayores, proporcionalmente, ocurrida en el mundo. Comenzó con la intervención del Banco Latino y el desplome de más de una docena de instituciones. Pero no se contiene: febrero de 1995 comienza con la estatificación de tres entidades más: Principal, Ítalo y Profesional.

Las instituciones auxiliadas y luego intervenidas en junio de 1994 fueron el Banco Amazonas, Bancor, Banco Barinas, Banco de la Construcción, Banco La Guaira, Banco de Maracaibo, Banco Metropolitano y Sociedad Financiera Fiveca. Más tarde fueron estatificados el Banco de Venezuela (9 de agosto) y el Banco Consolidado (11 de septiembre). Como escribe Pedro Palma: "Al fin del proceso, un tercio de la Banca Comercial había sido afectada. Trece bancos, representantes del 37% de los depósitos totales del sistema, habían desaparecido, mientras otros, tradicionalmente percibidos como los bancos más sólidos, experimentaron un crecimiento de grandes proporciones al ser los receptores de buena parte de los depósitos de los bancos afectados".[17]

En los años 1994 y 1995, recayó todo el peso de la crisis financiera. El Estado tuvo que asumir un alto costo en auxilios financieros otorgados a las instituciones insolventes y el Banco Central de Venezuela tuvo que emitir bonos a corto plazo para absorber los excesos de liquidez generados por esa política. A raíz de esta crisis, las reservas internacionales, el tipo de cambio y la inflación se vieron severamente afectados.

[17] *Historia de Venezuela en imágenes digital.* (2000). Caracas: Fundación Polar y C.A. El Nacional. Disponible en: http://www.enlaceong.org.ve/encarte/fasciculo27/fasc2709.html

A finales de junio de 1994, el gobierno tuvo que declarar al país en estado de emergencia y se aplicó un control de cambio a una tasa fija de Bs. 170 por dólar que duró hasta diciembre de 1995. Adicionalmente se impusieron controles en los precios y se redujeron las tasas de interés. Estos hechos son la razón de la alta inflación de 70,8% en 1994.

El Presidente Caldera fue reelecto bajo la promesa de que nunca acudiría al Fondo Monetario Internacional (FMI). Sin embargo, en abril de 1996, el gobierno y el FMI lanzan un programa llamado "Agenda Venezuela". Este programa tenía el objeto de restablecer los equilibrios macroeconómicos y clarificar la preocupación desatada por una inflación creciente. Entre las medidas aplicadas por la agenda estaban: el aumento del precio de la gasolina, el aumento del Impuesto al Consumo Suntuario y a las Ventas al Mayor, la creación de una entidad destinada a administrar y recaudar estos impuestos (el Seniat), el aumento en los precios de los servicios públicos, la liberación del control de cambio y eliminación de los subsidios indirectos, un aumento en las tasas de interés, la protección para la banca mediante un fondo de contingencia, programas sociales, privatizaciones y eliminación de los controles de precios.

Con el control de cambio impuesto en 1994, no se logró combatir la alta inflación, por lo que en abril de 1996 se hizo un programa de

ajustes donde se devaluó la moneda un 62% pasando de Bs. 290 por dólar a Bs. 470 por dólar.

Los resultados obtenidos durante 1996 fueron satisfactorios en algunas áreas, particularmente las cuentas externas. Sin embargo, no se logró controlar la inflación, la cual cerró en diciembre de 1996 en 103,2%. Las razones de este aumento fueron, principalmente, la liberación del mercado cambiario y la consecuente nueva devaluación en abril de 1996, un aumento de 400% en promedio de los precios de la gasolina y el diesel, aumentos en las tarifas eléctricas, telefónicas, de agua, aseo urbano, gas doméstico, entre otras.

Durante 1996, Venezuela pasó por tres sistemas de cambio distintos. Primero, hasta abril, mantuvo el esquema de control de cambio a una tasa fija de Bs. 470 por dólar. En el mes de abril, se eliminó el control de cambio y se dejó que la moneda fluctuara libremente de acuerdo al libre juego de la oferta y la demanda. Por último, en julio de ese mismo año, se adoptó un sistema de bandas cambiarias. Ahí se establece que el tipo de cambio puede fluctuar dentro de una banda de 7,5% por debajo y por arriba de la paridad central establecida para dicha fecha de Bs. 470 por dólar, con un incremento del 1,5% intermensual. Sin embargo, el tipo de cambio cerró en diciembre de 1996 en Bs. 476,5 por dólar, 6,2% por debajo de la tasa

central. La devaluación del tipo de cambio promedio del año fue de 133,9%, la cual aunada con el incremento de los precios del petróleo, de 14,84 dólares por barril a 18,39 dólares, permitió tener altos ingresos fiscales durante 1996, registrando un superávit en el sector público de 6% del PIB.

En 1997, se mantuvo el tipo de cambio entre Bs. 470-500 por dólar como una medida de ancla antiinflacionaria. La medida funcionó aparentemente, pues la inflación para 1997 cerró en 37,6%, su punto más bajo en los últimos 5 años. Sin embargo, al no devaluar, el gobierno no pudo financiar esta vez su déficit fiscal (a pesar de que hubo ingresos petroleros inesperados). El déficit resultante fue de 1,4% del PIB. El año 1997, en general, fue un año mejor para la economía venezolana.

El año 1998 tuvo un mal comienzo. Los precios del mercado bursátil cayeron 24% en tan sólo las primeras tres semanas del año, como una combinación de la crisis asiática y del hecho de que era año de elecciones. Hubo una violenta caída en los precios del petróleo y en el volumen producido de petróleo.

Para hacerle frente a la caída de los ingresos fiscales producto de la debilidad del mercado petrolero, el gobierno venezolano aplicó una serie de medidas restrictivas, las cuales trajeron como consecuencia un

descenso en el ritmo de la actividad económica, la caída de las reservas internacionales e inflación.

El 6 de diciembre de 1998 fueron las elecciones presidenciales, con las cuales resultó electo el candidato del Movimiento V República, Hugo Chávez Frías.

Durante 1999 se percibieron ingresos petroleros extraordinarios de 6.000 millones de dólares generados gracias a la recuperación de los precios del petróleo (de 9 dólares por barril en enero a 22,7 dólares en diciembre). Sin embargo, durante ese mismo año, el PIB se contrajo en un 7,2%. Como respuesta a esta contracción, Veneconomía indica que fue causa de una mala gerencia. "Una demanda bruscamente menor, una moneda sobrevaluada en alrededor de 50% y las elevadas tasas de interés, han obligado a miles de compañías a cerrar sus puertas, mientras que otras se han ido a establecerse en otros lugares."[18]

El país estuvo sujeto a grandes cambios durante 1999. Se creó una nueva Constitución, se eliminó el Congreso, se reestructuró la Corte Suprema de Justicia, se reestructuró el Seniat, se introdujo por un año el Impuesto al Débito Bancario (IDB), se redujo en un punto el Impuesto al Valor Agregado (IVA). Además, la inflación durante 1999 fue del 20%, el nivel más bajo visto desde 1987. La disminución de la inflación se

[18] VenEconomía, *Perspectivas Económicas, Políticas y Sociales de Venezuela 2000-2005.* Pág. 10

debió a la reducción de la demanda agregada y a las empresas que cerraron o salieron del país.

Adicionalmente, en diciembre de 1999, se dieron las fuertes lluvias que desembocaron en una tragedia nacional con miles de pérdidas humanas y materiales nunca antes vistas en el país.

La economía venezolana ha sufrido en grande con sus políticas de devaluaciones. El principal generador de inflación han sido las sucesivas devaluaciones realizadas desde 1983. La impresión de dinero inorgánico, es decir, sin respaldo, trae inevitablemente el aumento de la inflación.

"La inflación es un impuesto disfrazado. Un impuesto sobre el ahorro y el salario de los ciudadanos. Los ahorros pierden valor en el momento cuando el gobierno emite más dinero. Lo mismo ocurre con los salarios, mientras más dinero hay en la calle menos vale el salario. En otras palabras, cuando el gobierno emite más dinero nos roba parte del valor de los ahorros y salarios, los cuales son el producto de nuestro trabajo. Cada vez que se imprime dinero el Estado se queda con más pero a nosotros nos da menos: el Estado se beneficia pero empobrece a la población. Las consecuencias de la inflación van desde destruir el

patrimonio de los pobres hasta generar inestabilidades sociales que pueden terminar en golpes de Estado."[19]

Es asombroso ver que la economía venezolana en 1952 presentaba mejores niveles que la de 1998. Venezuela comenzó el año 1998 con el mismo ingreso por habitante que en 1952. La economía venezolana, en vez de avanzar, pareciera que va en retroceso.

[19] CORDEIRO, J. L. *La segunda muerte de Bolívar ... y el renacer de Venezuela.* Caracas: Ediciones CEDICE. Pág.21.1998

VIII. Cómo dolarizar en Venezuela.

Un proceso de dolarización podría ser puesto en marcha en un lapso no mayor a 30 días. Como ya se ha visto en la experiencia internacional, otros países han logrado reformas monetarias similares en menos tiempo.

Según un análisis realizado por el Instituto Ecuatoriano de Economía Política, para la dolarización del Ecuador, tenemos una serie de pasos y un análisis de los mismos, que intentaremos, a continuación, adaptar a Venezuela, para así tener una perspectiva más clara sobre lo que podría ser este proceso, en la versión venezolana.

VIII.1 Cómo recapturar el señoreaje.

El señoreaje se entiende como el margen de utilidad que arroja la emisión de la moneda.

Venezuela podría dolarizar unilateralmente, esto sin el permiso de los Estados Unidos. Sin embargo, dadas las múltiples e importantes relaciones comerciales que tiene Venezuela con dicho país, sería adecuado, además de rentable, el mantener a los Estados Unidos. informado sobre la decisión y el avance de la dolarización.

Bajo la dolarización, Venezuela perdería ciertas ganancias provenientes de la emisión de bolívares.

Existe la posibilidad de recapturar parte del señoreaje perdido, bajo las provisiones de un proyecto de ley introducido por el Senador Connie Mack de Florida y el Representante Paul Ryan de Wisconsin al Congreso de los Estados Unidos. El proyecto se titula: Acta Internacional de Estabilidad Monetaria (Senado #1879 y Cámara de Representantes #3493.)

Dicha ley permitirá a los países que dolaricen retener un porcentaje alto del señoreaje extra que obtenga Estados Unidos por la dolarización. Como por ejemplo Ecuador, que le autorizaría recuperar un 85% de dicha pérdida (antes de deducir los gastos de operación del Sistema de Reserva Federal, que son aproximadamente 5%, con lo cual el gobierno estadounidense estaría ganando un 10% como beneficio neto.) Por lo tanto, así como Ecuador, Venezuela podría mejorar sus oportunidades de recobrar señoreaje manteniendo informado a Estados Unidos sobre el avance de la dolarización.

VIII.2 La dolarización oficial es preferible.

Es necesario insistir en la idea de que la dolarización oficial es preferible, lo que significaría que los billetes en bolívares dejan de emitirse y de circular, ocupando su lugar sólo billetes en dólares. Esta

es la dolarización que existe en Panamá, así como en Ecuador y El Salvador.

Este tipo de dolarización es conveniente ya que implica el compromiso de sólo utilizar el dólar como moneda oficial, además de que con esto se reducirían los temores sobre devaluación, para así permitir que las tasas de interés desciendan a los niveles más bajos posibles.

VIII.3 Cronograma de la dolarización.

La dolarización implica que el Banco Central de Venezuela deja de tener la capacidad de hacer política monetaria independiente. Esto significa eliminar los pasivos del Banco Central de Venezuela (BCV), excepto las monedas y los activos correspondientes. Si el BCV continúa siendo el custodio de los recursos que se pueden prestar a los bancos, el departamento que controla esos recursos debería estar completamente separado del que emite las monedas.

Los pasos que deben darse para implantar la dolarización son los siguientes, los cuales deben ser implantados simultáneamente o al menos a un tiempo lo menos espaciado posible:

1. *Determinar los activos y los pasivos del Banco Central.* Al 2 de enero del 2001, el BCV tenía 20.702 millones de dólares en

reservas monetarias netas, que constituyen los activos principales para implantar la dolarización.

2. *Redenominar el bolívar* de manera que el tipo de cambio que se establezca en *viejos bolívares = 1 nuevo bolívar = 1 dólar.* El nuevo bolívar podría ser el nombre local del dólar, así como el balboa es el nombre local del dólar en Panamá. Para la fijación del tipo de cambio, debería hacerse como hicieron economías como El Salvador y Hong Kong, que fijaron el tipo de cambio a la tasa de mercado. Por ejemplo, en el caso de la convertibilidad en Argentina, la moneda se encontraba sobrevaluada, por eso en estos años han tenido deflación en dólares, mientras que en Ecuador pasó todo lo contrario, la moneda estaba subvaluada y tienen inflación en dólares. Hay prestigiosos economistas venezolanos como Emeterio Gómez que dicen que el bolívar está subvaluado y otros igualmente prestigiosos como Pedro Palma que dicen que está sobrevaluado por lo menos en un 60%. La condición para la fijación del tipo de cambio, es que las reservas internacionales por lo menos igualen a la cantidad de monedas y billetes circulantes en la economía, y en Venezuela este requisito ya está cumplido debido a que las reservas internacionales exceden a M1 en casi el doble. Sin embargo, en esta investigación

no podemos plantear el tipo de cambio al cual se debe implantar la dolarización, debido a que no hay un consenso en cuál es la verdadera tasa de mercado.

3. *Retirar los controles de cambio existentes.* El dólar tiene la característica de ser una moneda totalmente convertible; es decir, con esta moneda es posible comprar (legalmente) bienes y servicios extranjeros, incluyendo activos financieros. Si todavía existen controles de cambio, se podrían eliminar en esta etapa. Además, debe existir una libertad legislativa para los venezolanos, que les permita hacer contratos y pagos en monedas distintas al dólar y al nuevo bolívar, si así lo desean. El predominio del dólar se basará no en restricciones legales, sino en el deseo de los venezolanos a usarlo.
4. *Anunciar que a partir de este momento, todos los activos y pasivos en viejos bolívares (tales como los depósitos en los bancos y los préstamos bancarios) son activos y pasivos en nuevos bolívares a la tasa fija de cambio.* Establecer un período de transición de no más de 90 días para reemplazar precios y sueldos de viejos bolívares a nuevos bolívares. Los depósitos bancarios y los préstamos en viejos bolívares serán depósitos y préstamos en

nuevos bolívares. Los bancos no cobrarán ninguna comisión por la conversión.

Durante el período de transición, los salarios podrán seguirsecotizando opcionalmente en viejos bolívares de manera que las compañías y los bancos posean tiempo para modificar su contabilidad y sus sistemas de computación. Así también los precios podrían seguirse expresando en viejos bolívares, durante dicho período, hasta que los nuevos bolívares (o dólares) los reemplacen.

Después de un período de transición, los precios y los salarios dejarán de expresarse en viejos bolívares.

5. E*mpezar a cambiar bolívares por dólares.* Esto será un intercambio de una sola vía: una vez que el Banco Central de Venezuela acepta bolívares, no los podrá emitir nuevamente. Los billetes dólar empezarán a reemplazar los billetes bolívares en circulación. Con esta medida se entrega parte de las reservas internacionales netas del BCV a la gente, por lo tanto, queda claro que las reservas no desaparecen, simplemente se transfieren al público.
6. *Reestructurar el Banco Central de Venezuela.* El BCV dejará de tener política monetaria, pero podrá emitir monedas de nuevos bolívares, recogerá estadísticas y cumplirá otras funciones que se

le asignen. Los empleados del BCV podrían continuar con su trabajo por ahora, sin embargo, con el pasar del tiempo, el personal deberá reducirse, por disminuir las funciones del BCV como ente regulador. También se puede fusionar con la Superintendencia de Bancos si se estima conveniente.

VIII.4 Tópicos avanzados.

La dolarización obliga a enfrentar ciertos problemas de reforma económica que han sido causados por la banca central. Esto acarrea soluciones difíciles de asumir, pero la misma dolarización obliga a tomar medidas inmediatamente y no dejar que la situación empeore por retrasarlas.

VIII.4.1 Prestamista de última instancia.

En un régimen como el venezolano, el BCV tiene la facultad de ser prestamista de última instancia del gobierno y del sector privado. Esto conlleva a inflaciones altas a consecuencia de la impresión de dinero para cubrir déficit fiscales.

Existen sustitutivos para el rol como prestamista de última instancia de la banca central. Los activos remanentes del BCV después

de la implementación de la dolarización podrían ser utilizados para un fondo de estabilidad financiera.

Por otra parte, el país dolarizado oficialmente podría establecer un prestamista de última instancia en la banca extranjera y utilizar las ganancias por señoreaje como colateral ante una línea de crédito de emergencia.

Adicionalmente, según el citado proyecto de ley, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos podría, si lo considera conveniente, extender líneas de créditos especiales, mientras que la supervisión de las instituciones financieras en los países dolarizados permanece bajo su responsabilidad.

En caso de una quiebra financiera, bajo dolarización, el gobierno puede aun rescatar los bancos, pero ya que los costos no pueden ser financiados por medio de la inflación, éstos tienen que ser más transparentes de lo que hubieran sido bajo la banca central.

VIII.4.2 El sistema de pagos.

En una economía dolarizada, se deben tomar consideraciones especiales para asegurar el sistema de pagos de los valores y de las obligaciones (el sistema por el cual los bancos intercambian cheques y pagos electrónicos, y ajustan las deudas resultantes entre ellos). Sin un

banco central que garantice los pagos, existe la posibilidad que la quiebra de un banco genere sucesivas quiebras de otros bancos a los que les deba considerables sumas de dinero y que no haya podido pagar. Existen dos métodos para reforzar el sistema de pagos. Uno, empleado por la Caja de Compensación de Nueva York, consiste en mantener un sistema de pagos donde los bancos compensan sus deudas una vez al día, pero requiere que los bancos miembros garanticen con bonos u otros valores colaterales los pagos ante el incumplimiento de algún banco. Existe otra forma, que es la usada por Hong Kong y Suiza, que consiste en establecer un sistema de ajuste de cuentas en tiempo real, en el cual los bancos intercambian cheques y ajustan deudas continuamente a través del día.

VIII.4.3 Precios.

Como es sabido, en Venezuela la mayoría de los precios están indexados en dólares. La indexación ha existido como una consecuencia de la depreciación del bolívar. Al dolarizar, se elimina la necesidad de indexar ya que luego de implantar este sistema, la depreciación no será una opción.

VIII.4.4 Salarios.

Generalmente los salarios están menos indexados que los precios, y en Venezuela todos estamos conscientes que los salarios que devengan

la mayoría de los venezolanos no están acordes con el nivel de los precios, están muy por debajo.

Bajo un esquema de dolarización no será indispensable la indexación. La indexación impide los cambios relativos en los salarios que son necesarios para atraer gente a nuevos puestos de trabajo donde puedan contribuir de mejor manera al crecimiento económico.

VIII.4.5 Reformas legales.

La alta inflación ha causado mucha desconfianza en el bolívar haciendo que los contratos en bolívares tiendan a ser a corto plazo. Luego de un período de transición, que debería ser breve, todos los contratos serán en dólares (nuevos bolívares). Se debe preparar una ley para determinar legalmente los cambios de contratos de bolívares a dólares.

VIII.4.6 Finanzas públicas.

Los países que han logrado eliminar altas inflaciones han comprobado que el reducir drásticamente la inflación resulta beneficioso para las finanzas públicas.

Imprimir dinero es políticamente fácil a corto plazo, pero eventualmente origina caos económico. Entonces, la inflación resulta en una gran pérdida de ingreso real del gobierno, ya que los impuestos pierden gran parte de su valor entre el tiempo en que son fijados y el

tiempo en que son cobrados. Al reducir la inflación drásticamente por medio de la dolarización, se elimina prácticamente la pérdida de valor real, y eso ayudará a reducir el déficit fiscal.

La dolarización forzará al gobierno a tener unas finanzas más disciplinadas. Cuando el gobierno tiene un déficit presupuestario, tendrá que cubrirlo a través de endeudamiento y del incremento de impuestos, los cuales son métodos de financiamiento más transparentes que la impresión de dinero. La dolarización no significa que el presupuesto estará o deba estar siempre financiado. La dolarización sólo incentiva la disciplina presupuestaria, pero no la garantiza.

Otro punto álgido de la economía son los subsidios: a nadie le gusta que éstos se vean reducidos o interrumpidos. La dolarización no implica que el gobierno deba eliminar todos los subsidios. Pero, al hacer los subsidios más transparentes, la dolarización facilita comprobar si su gasto vale la pena.

VIII.4.7 Deuda externa.

Como parte de otras reformas, la dolarización puede ayudar a que la economía crezca nuevamente. Por tanto, mejoraría la capacidad de repago de la deuda y permitirá la reapertura de líneas de crédito extranjeras para el sector privado.

VIII.5 Posibles efectos de la dolarización.

VIII.5.1 Precios.

Algunos comerciantes pueden tratar de aprovecharse de la conversión de la moneda para aumentar los precios. La estabilidad del dólar permite que estos intentos sean más transparentes y con menos posibilidades de éxito que bajo las condiciones de una moneda inestable.

La dolarización no cambia los precios de los artículos caros y muchos productos de mediano valor que ya estaban marcados en dólares o indexados a la tasa de cambio.

Bajo la dolarización, los precios de los artículos transables (bienes que pueden ser transportados fácilmente de un país a otro) en el mercado libre serán los de Estados Unidos y el resto del mundo. Al ser éstos parte primordial del índice de precios al por mayor, dicho índice tenderá a seguir el de Estados Unidos.

No hay que preocuparse de que Venezuela, luego de adoptar la dolarización, se vuelva no competitiva con respecto a los Estados Unidos, ya que los índices de precios al consumidor contienen un porcentaje, bien alto, de bienes no transables. Lo que queremos exponer, es que los salarios y los precios de muchos bienes no transables, con un alto contenido de mano de obra, tienden a subir

rápidamente en una país que crece rápidamente, sin importar el sistema monetario que tenga. Esto puede hacer que el índice de precios al consumidor aumente más rápidamente que en un país cuyo crecimiento es más lento. Esto ha pasado en Hong Kong y Argentina con sus cajas de conversión, o en Ecuador y El Salvador con sus dolarizaciones.

Otro aspecto importante para Venezuela son la exportaciones. La dolarización no las perjudica y esto es porque el petróleo es el principal producto de exportación para Venezuela y su precio ya está determinado en dólares en los mercados mundiales. Asimismo, los exportadores de productos manufacturados, importan la materia prima para elaborar sus productos. Los créditos se vuelven más accesibles, ya que, con tasas de interés más razonables, tenemos que las exportaciones se ven estimuladas por la dolarización.

Las fluctuaciones en la tasa de cambio del dólar en relación con otras monedas tendrán efecto a corto plazo en la competitividad, pero en el largo plazo la competitividad depende de una economía eficiente de manera que los intentos de mejorarla, manipulando la tasa de cambio, crean más problemas que los que resuelven.

VIII.5.2 Salarios.

Los salarios se convertirán de viejos bolívares a dólares (nuevos bolívares). Los trabajadores no serán ni más ricos ni más pobres si son

pagados en dólares o si son pagados en su equivalente en viejos bolívares; el poder de compra será el mismo en ambas monedas. La dolarización beneficia a los trabajadores, en el sentido que les asegura que no sufrirán una erosión persistente de su poder de compra causada por años de inflación de dos dígitos. Al mejorar la economía, y adoptar políticas apropiadas, los sueldos en Venezuela mejorarían con respecto a los de los países desarrollados.

VIII.5.3 Tasas de interés.

La dolarización eliminará el *premium* por riesgo cambiario que los prestatarios pagan actualmente por prestar en bolívares en vez de dólares. Las tasas de interés contemplarán otros tipos de riesgos, como el crediticio y el riesgo país, que existirán bajo cualquier sistema monetario.

Los créditos en dólares pueden estar rápidamente disponibles para el sector privado.

Bajo la dolarización, el gobierno es tratado como a cualquier ente privado, si se le percibe con un riesgo crediticio reducido, se le aplicará una tasa de interés reducida, si no, pagará la tasa más alta.

Por todo lo anterior visto es fácil hacerse una idea de cómo sería la dolarización en Venezuela, ya que cumplimos con todos los requerimientos básicos para implantar este sistema.

Conclusiones

Luego de la investigación realizada y la consecución de los objetivos, hemos podido corroborar muchas de las ideas que teníamos en mente al comenzar este trabajo. Esto resulta satisfactorio para nosotras, porque nos lleva a concluir que Venezuela tiene una salida viable para la crisis, sin ocasionar sufrimientos o padecimientos al pueblo venezolano y ésta es, definitivamente, la dolarización.

Analizamos economías dolarizadas como Ecuador, El Salvador, Panamá y con cajas de conversión como Argentina, Bulgaria, Estonia, Lituania y Hong Kong, donde verificamos la estabilidad de sus economías al poseer sistemas de tipo de cambio fijo. Además, observamos cuatro crisis económicas recientes y, una vez más, como un aspecto positivo adicional, corroboramos que las economías que poseían este tipo de sistemas cambiarios se veían menos afectadas ante contagios económicos y financieros severos.

La Unión Monetaria Europea nos presenta un buen ejemplo de la tendencia mundial a agruparse económicamente. No hay que ser un gran visionario para darse cuenta que la economía mundial se está dirigiendo a la eliminación de las monedas débiles o con reducido valor, sustituyéndolas por monedas fuertes, que faciliten el intercambio entre naciones vinculadas comercialmente. Así pudimos ver como economías grandes como la de Alemania y la de Francia dejaban sus monedas nacionales, para unirse en el Euro y como países muy pobres hasta hace

unos años como Portugal, España, Italia y Grecia, se han visto beneficiados por formar parte de esta unión monetaria, ya que les ha facilitado el crecimiento y la estabilidad económica, generándole bienestar a sus poblaciones.

La dolarización traería cambios que, como hemos podido ver, elevaría la calidad del sistema monetario venezolano y esto lo podemos concluir luego del análisis de los bancos centrales típicos y sus funciones actuales. Al verse éstas reducidas, mejoraría la eficiencia de su labor, ya no como programador de políticas monetarias, ni como prestamista de última instancia, ni como emisor de dinero, sino más bien como recolector de estadísticas, supervisor bancario u otras labores que se le pudieran asignar.

Al dolarizar desaparece automáticamente el "fantasma" de la devaluación, palabra que retumba en la cabeza de todos los venezolanos a diario. Como el gobierno no posee la capacidad de devaluar para cubrir déficits fiscales, por ejemplo, debe ejecutar políticas fiscales más transparentes y eficientes. Esto no quiere decir que la dolarización "garantice" este proceso, sino que lo facilita.

Si tenemos que enumerar todas las ventajas que nos ofrece la dolarización, podríamos seguir y seguir, pero lo que debemos destacar es que con este trabajo hemos verificado nuestra hipótesis, al poder señalar las similitudes que la economía venezolana tiene con diferentes economías previas a la implantación de la dolarización.

Recomendaciones

Muchos aspectos quisiéramos haber estudiado, pero por la extensión de la investigación, no nos fue posible, por lo tanto sentimos la necesidad de plantear uno de ellos como sugerencia para investigaciones futuras.

Venezuela está inmersa en una situación política que ocasiona sentimientos encontrados y extremos en los venezolanos. El gobierno de Hugo Chávez Frías despierta todo tipo de emociones en la población, desde los fanáticos seguidores, hasta los más duros opositores.

Es por esto y por muchas otras razones que consideramos que nuestros gobernantes y dirigentes podrían presentarse como un obstáculo para medidas progresistas y de gran magnitud, como es la implementación de la dolarización en este país.

Somos de la creencia de que no necesitamos de un "dólar bolivariano", sino de un verdadero dólar, para poder brindarle a Venezuela una economía más sana y que le brinde bienestar a la población, y es por ello, que es recomendable adentrarse en la búsqueda de nuevas vías para penetrar esta maraña política, para así promover el crecimiento y el desarrollo de esta nación que tanto se lo merece.

Bibliografía.

- Banco Central de Venezuela. (Enero 2001). *Evaluación de la dolarización en Ecuador.*
- BAPTISTA, A. (1997). *Bases Cuantitativas de la Economía Venezolana 1830-1995.* Caracas: Fundación Polar.
- BARBIERI, Ricardo. (Agosto 1998). *Russia Sinks, Contagion Spreads.* Disponible en: www.morganstanley.com
- BEROES, A. (1998). *RECADI la gran estafa: versión electrónica ilustrada.* Disponible en www.geocities.com/Athens/Oracle/5870
- BULCHANDANI, Ravi. (Agosto 1998). *Currencies: And Now Russia.* Disponible en: www.morganstanley.com
- CALVO, G., et al. (Enero 1997). *Currency Boards and External Shocks. How Much Pain, How Much Gain?* World Bank Latin American and Caribbean Studies.
- Carta Económica. (Agosto 1996). *La Caja de Conversión Monetaria o "Currency Board" y su utilización en los países en desarrollo.* Banco Central de Nicaragua. Volumen I, número 8.
- Comisión Europea (1997). *Europa: preguntas y respuestas.* Luxemburgo: Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas.
- CORDEIRO, J. L. (1995). *El Desafío Latinoamericano... y sus cinco Grandes Retos.* Caracas: McGraw-Hill Interamericana.
- CORDEIRO, J. L. (1998). *La Segunda Muerte de Bolívar... y el Renacer de*

Venezuela. Caracas: Ediciones CEDICE.

- CORDEIRO, J. L. (1999). *La Segunda Muerte de Sucre... y el Renacer del Ecuador.* Guayaquil, Ecuador: IEEP.
- CORDEIRO, J. L. (6 enero 2001) *El Salvador: ¡Viva la dolarización!* Caracas: El Universal.
- CORDEIRO, J. L. (Diciembre 2000). *To fix or not to fix: That is the question!* Copia del borrador preliminar preparado para el Banco Mundial.
- Debates IESA (Julio-septiembre 1995). *La Caja de Conversión ¿Solución o Trampa?* Caracas: Ediciones IESA.

- ESTRADA DOMÍNGUEZ, J. H. (1999). *Dolarización.* Guatemala. Versión preliminar. Disponible en: http://www.economia.ufm.edu.gt/dolarizacion/capituloiii.htm
- FARÍA, H., CORDEIRO, J. L., GÓMEZ, E., GUERRERO, A., ZULOAGA N., y SABINO, C. (1999). *6 Propuestas para Rehacer a Venezuela.* Caracas: Editorial Panapo, CEDICE.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2000). *Estadísticas Financieras Internacionales.* Washington: FMI.
- FONSECA, J. (Septiembre 1999). *Currency Boards? A Currency Board for Venezuela.* Dissertation submitted for the degree of Master of Philosophy in International Finance. University of Glasgow.
- FRANCÉS, A. (1999). *Venezuela posible siglo XXI.* Caracas: Ediciones IESA.

- GHOSH, A., GULDE A. M. y WOLD, H. (Enero 1998). *Currency Boards: The Ultimate Fix?* IMF working paper.
- GULDE, A. M. (1999). *The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization.* Documento de análisis de política económica. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- HANKE, S. (1995). *A Tale of Two Pesos: A Comparison of Currency Policies in Mexico and Argentina.* Heritage Lecture No. Washington: The Heritage Foundation.
- HANKE, S. y SCHULER, K. (1991). *¿Banco Central o Caja de Conversión?* Buenos Aires: Fundación República.
- *Historia de Venezuela en imágenes digital.* (2000). Caracas: Fundación Polar y C.A. El Nacional. Disponible en: http://www.enlaceong.org.ve/encarte/fasciculo27/fasc2709.html
- HUERTA GONZÁLEZ, A. (2000). *La dolarización, inestabilidad financiera y alternativa, en el fin del sexenio.* México: Editorial Diana.
- KRUGMAN, Paul. (Enero 1998). *What Happened to Asia?* Disponible en: http://www.stern.nyu.edu/globalmacro.
- MetroEconómica Reporte General. (Diciembre 1996). *Análisis y Perspectivas de la Economía Venezolana 1996-2000.* Caracas.
- MetroEconómica Reporte General. (Enero 1999). *La Economía Venezolana durante 1998 y Perspectivas 1999-2003.* Caracas.
- MetroEconómica Reporte General. (Julio 1997). *Análisis y Perspectivas de la Economía Venezolana 1997-2002.* Caracas.

- MetroEconómica Reporte General. (Junio 1996). *Análisis y Perspectivas de la Economía Venezolana 1996-2000.* Caracas.
- MONTANER, C. A. (Julio 2001). *¿Tiene arreglo Argentina?.* Disponible en: http://www.firmaspress.com/137.htm
- MORENO-VILLALAZ, J. L. (1998). *Lecciones de la Experiencia Monetaria Panameña: Una Economía Dolarizada con Integración Financiera.* Panamá.
- PAZOS, L. (Julio 2001). *El porqué de la crisis Argentina.* Disponible en: http://www.todito.com/paginas/contenido/fc07192001/nt9461.html
- Reuters. (Agosto 1998). *Chronology of Russian Financial Crisis.* Disponible en: www.washingtonpost.com.
- ROUBINI, Nouriel. (Septiembre 1998). *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: a Macroeconomic Overview.* Disponible en: http://www.stern.nyu.edu/globalmacro.
- ROUBINI, Nouriel. *Chronology of the Asian Currency Crisis and it's Global Contagion.* Disponible en: http://www.stern.nyu.edu/globalmacro.
- SCHULER, K. (1996). *Should Developing Countries Have Central Banks?* Research Monograph 52. London Institute of Economic Affairs. Londres.
- SCHULER, K. (1998). *So you want to Dollarize.* Disponible en: http://users.erols.com/kurrency/soyoudlr.htm.
- SCHULER, K. (1999) *The Problem with Pegged Exchange Rates.* Disponible en: http://users.erols.com/kurrency/pegged.htm.
- SCHULER, K. (Julio 1999). *Fundamentos de la Dolarización.* Reporte del Comité de los Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos.

- SCHULER, K. y HANKE, S. (1998). *¿Banco central o caja de conversión? (Central Bank or Currency Board?),* Buenos Aires: Fundación República.
- SCHWARTZ, A. (1993) *Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role.* Carnegie Rochester Conference series on Public Policy.
- SCHWARTZ, A. (1993). *Do Currency Boards Have a Future?* National Bureau of Economic Research.
- VenEconomía. (Febrero 1998). *Perspectivas Económicas, Políticas y Sociales de Venezuela 1997-2002.* Caracas.
- VenEconomía. (Junio 1992). *Perspectivas Económicas, Políticas y Sociales de Venezuela 1992-1997.* Caracas.
- VenEconomía. (Junio 1994). *Perspectivas Económicas, Políticas y Sociales de Venezuela 1994-1999.*Caracas. Actualización febrero 1995
- VenEconomía. (Junio 2000). *Perspectivas Económicas, Políticas y Sociales de Venezuela 2000-2005. Lágrimas o sudor.* Caracas.

Anexos.

Cuadro XV. Inflación (%) de algunos países de América Latina y Estados Unidos.

	Venezuela	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	El Salvador	México	E.E.U.U.
1984	12.2	550	210	19.9	16.1	31.3	11.5	65.5	4.3
1985	11.4	669	222.6	30.7	24.1	28	22.4	57.7	3.5
1986	11.6	90.8	148.5	19.5	18.9	22.9	31.9	86.3	2
1987	28.1	131.6	229.8	19.8	23.3	29.5	24.9	131.8	3.7
1988	29.5	342.7	68,208.00	14.7	28.1	58.3	19.8	114.2	4
1989	84.5	3,079.20	1,286.90	17	25.8	75.6	17.6	20	4.8
1990	4.7	2,313.70	2,937.90	27.2	29.2	48.6	24.1	26.6	5.4
1991	40.7	172	4,000.00	22	30.4	48.7	14.4	22.7	4.2
1992	34.2	24.6	1,100.00	15.6	27	54.6	11.2	15.5	3.1
1993	38.1	10.6	2,146.70	12.1	22.6	45	18.6	9.7	3
1994	60.8	4.3	2,669.40	12	23.8	27.3	10.5	6.9	2.5
1995	59.9	3.4	30.5	8.7	20.9	23	10.1	35	2.8
1996	99.9	0.2	15.8	7	20.2	24.4	9.8	34.4	2.9
1997	50	0.5	6.9	6.5	18.9	30.6	4.5	20.6	2.3
1998	35.5	0.9	3.2	5.3	20.4	36.1	2.5	15.9	1.6
1999	23.6	-0.9	3.8	2.8	10.5	44.3	0.5	15.3	1.8

Fuente: Banco Central de Venezuela.

Cuadro XVI. Variables macroeconómicas de España, Grecia, Italia y Portugal (1985-1999).

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 [2]
IPC [1]															
España	56.80	61.80	65.20	68.20	72.90	77.70	82.40	87.20	91.50	95.50	100.00	103.60	105.60	107.50	110.00
Variación %	*N/A*	*8.80%*	*5.50%*	*4.60%*	*6.89%*	*6.58%*	*6.05%*	*5.83%*	*4.93%*	*4.37%*	*4.71%*	*3.60%*	*1.93%*	*1.80%*	*2.33%*
Grecia	23.50	28.90	33.60	38.20	43.40	52.30	62.40	72.30	82.80	91.80	100.00	108.20	114.20	119.60	122.80
Variación %	*N/A*	*22.98%*	*16.26%*	*13.69%*	*13.61%*	*20.51%*	*19.31%*	*15.87%*	*14.52%*	*10.87%*	*8.93%*	*8.20%*	*5.55%*	*4.73%*	*2.68%*
Italia	59.40	62.80	65.80	69.20	73.50	78.30	83.20	87.40	91.30	95.00	100.00	104.00	106.10	108.20	110.00
Variación %	*N/A*	*5.72%*	*4.78%*	*5.17%*	*6.21%*	*6.53%*	*6.26%*	*5.05%*	*4.46%*	*4.05%*	*5.26%*	*4.00%*	*2.02%*	*1.98%*	*1.66%*
Portugal	41.30	46.20	50.50	55.30	62.30	70.70	78.70	85.70	91.50	96.00	100.00	103.10	105.30	108.30	110.80
Variación %	*N/A*	*11.86%*	*9.31%*	*9.50%*	*12.66%*	*13.48%*	*11.32%*	*8.89%*	*6.77%*	*4.92%*	*4.17%*	*3.10%*	*2.13%*	*2.85%*	*2.31%*
Tasa de depósitos															
España	10.53%	9.05%	8.97%	9.06%	9.55%	10.65%	10.47%	10.43%	9.63%	6.70%	7.68%	6.12%	3.96%	2.92%	1.85%
Grecia	15.50%	15.50%	15.33%	17.33%	17.14%	19.52%	20.67%	19.92%	19.33%	18.92%	15.75%	13.51%	10.11%	10.70%	8.69%
Italia	11.00%	8.89%	7.01%	6.69%	6.93%	6.80%	6.64%	7.11%	7.79%	6.20%	6.45%	6.49%	4.83%	3.16%	1.61%
Portugal	25.08%	17.13%	14.46%	13.21%	13.00%	13.99%	14.80%	14.59%	11.06%	8.37%	8.38%	6.32%	4.56%	3.37%	2.40%
Tasa de préstamos															
España	13.52%	12.19%	16.36%	12.43%	15.84%	16.01%	14.38%	14.23%	12.78%	8.95%	10.05%	8.50%	6.08%	5.01%	3.95%
Grecia	20.50%	20.50%	21.82%	22.89%	23.26%	27.62%	29.45%	28.71%	28.56%	27.44%	23.05%	20.96%	18.92%	18.56%	15.00%
Italia	18.06%	15.93%	13.58%	13.57%	14.21%	14.09%	13.90%	15.76%	13.87%	11.22%	12.47%	12.06%	9.75%	7.88%	5.58%
Portugal	27.29%	19.63%	18.92%	17.53%	19.59%	21.78%	25.02%	20.43%	16.48%	15.01%	13.80%	11.73%	9.15%	7.24%	5.19%
Superávit/(déficit) fiscal [3]															
España	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-4.30%	-4.50%	-4.10%	-7.00%	-6.30%	-7.10%	-5.00%	-3.20%	-2.60%	-1.10%
Grecia	-12.70%	-9.43%	-11.21%	-11.40%	-14.25%	-13.80%	-10.94%	-7.24%	-11.51%	-21.06%	-11.94%	-9.70%	N/A	N/A	N/A
Italia	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-11.10%	-10.10%	-9.60%	-9.50%	-9.20%	-7.70%	-7.10%	-2.70%	-2.80%	-1.90%
Portugal	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-5.10%	-6.00%	-3.00%	-6.10%	-6.00%	-5.70%	-3.80%	-2.60%	-2.10%	-2.00%

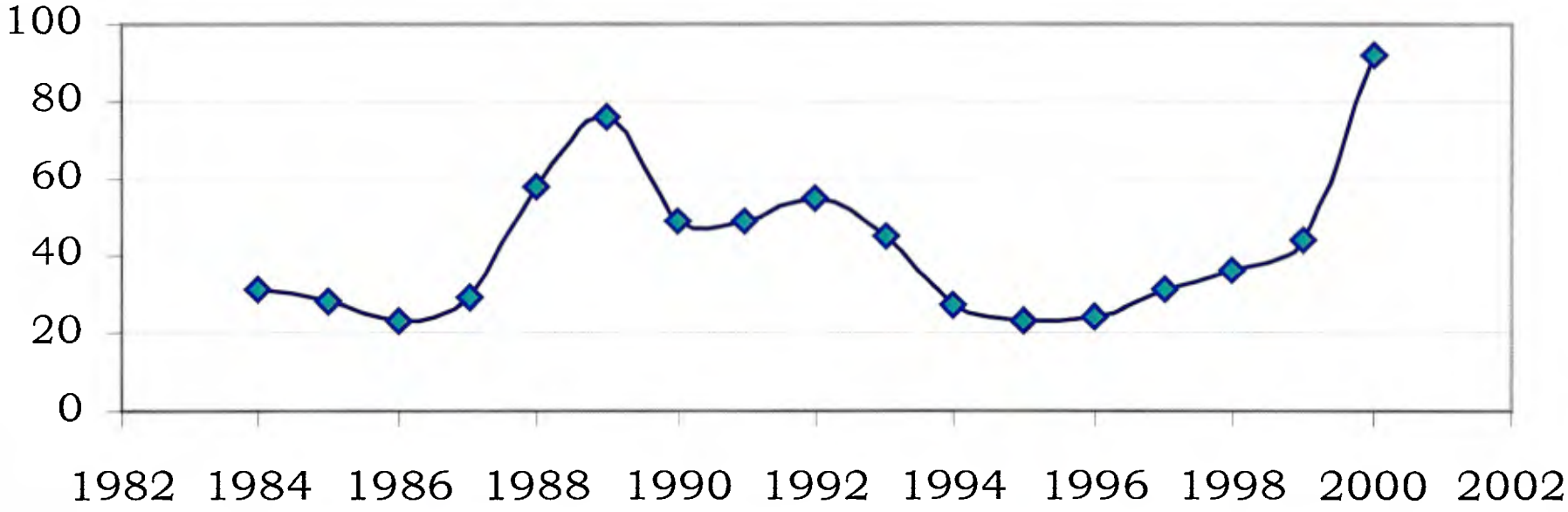
1 Año base 1995

2 Año de introducción del euro (excepto Grecia)

3 Porcentaje del PIB

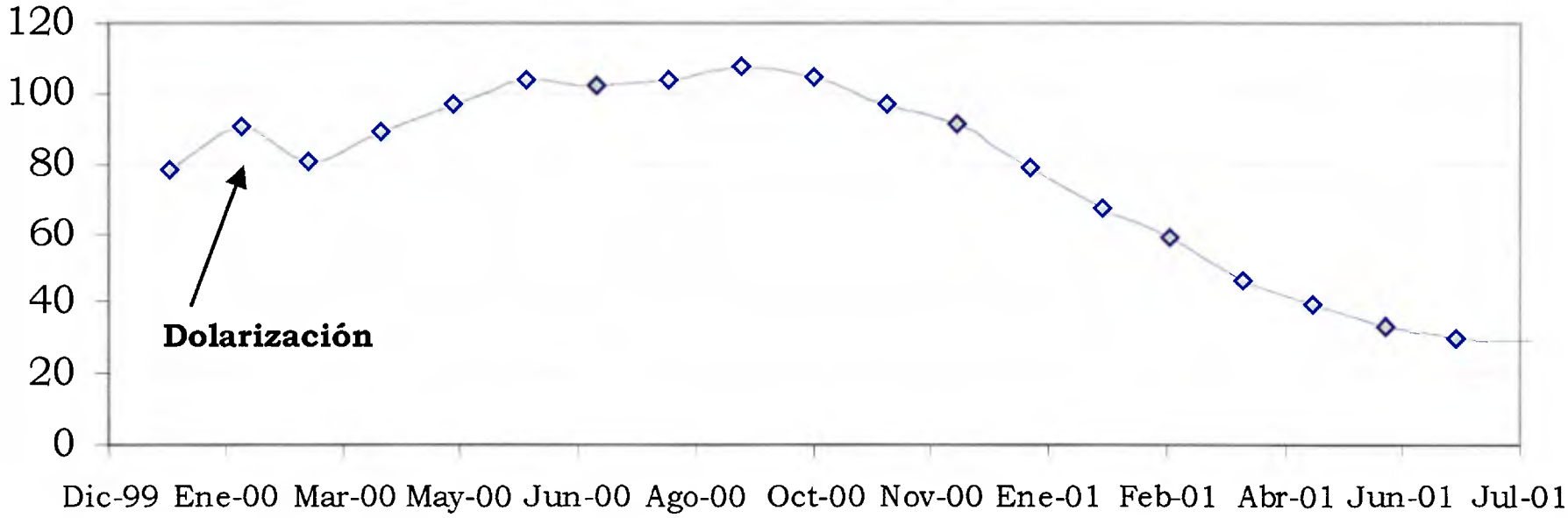
Fuente: International Finance Statistics (IMF)

Gráfico I.
Comportamiento de la inflación en Ecuador (1984-2000).



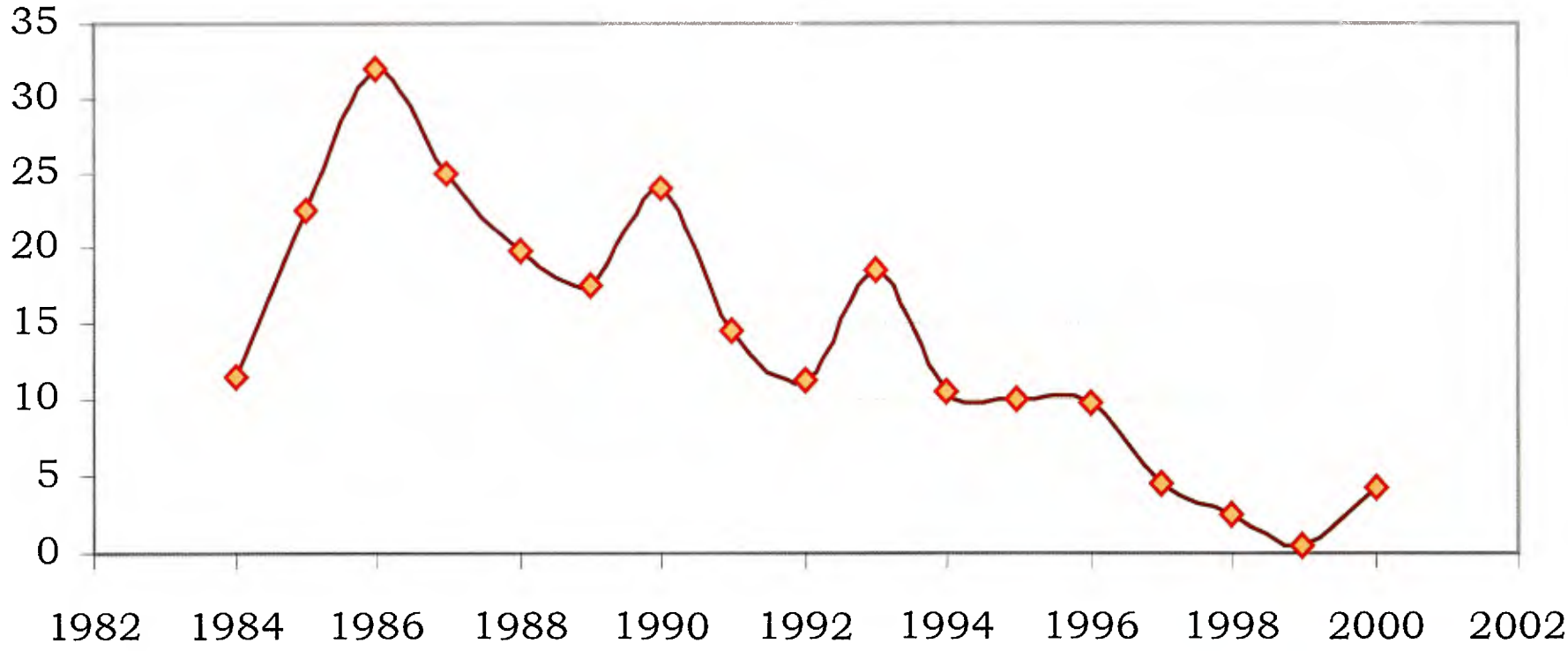
Fuente: Banco Central de Venezuela.

Gráfico II.
Comportamiento de la inflación en Ecuador
(enero 2000-septiembre 2001).



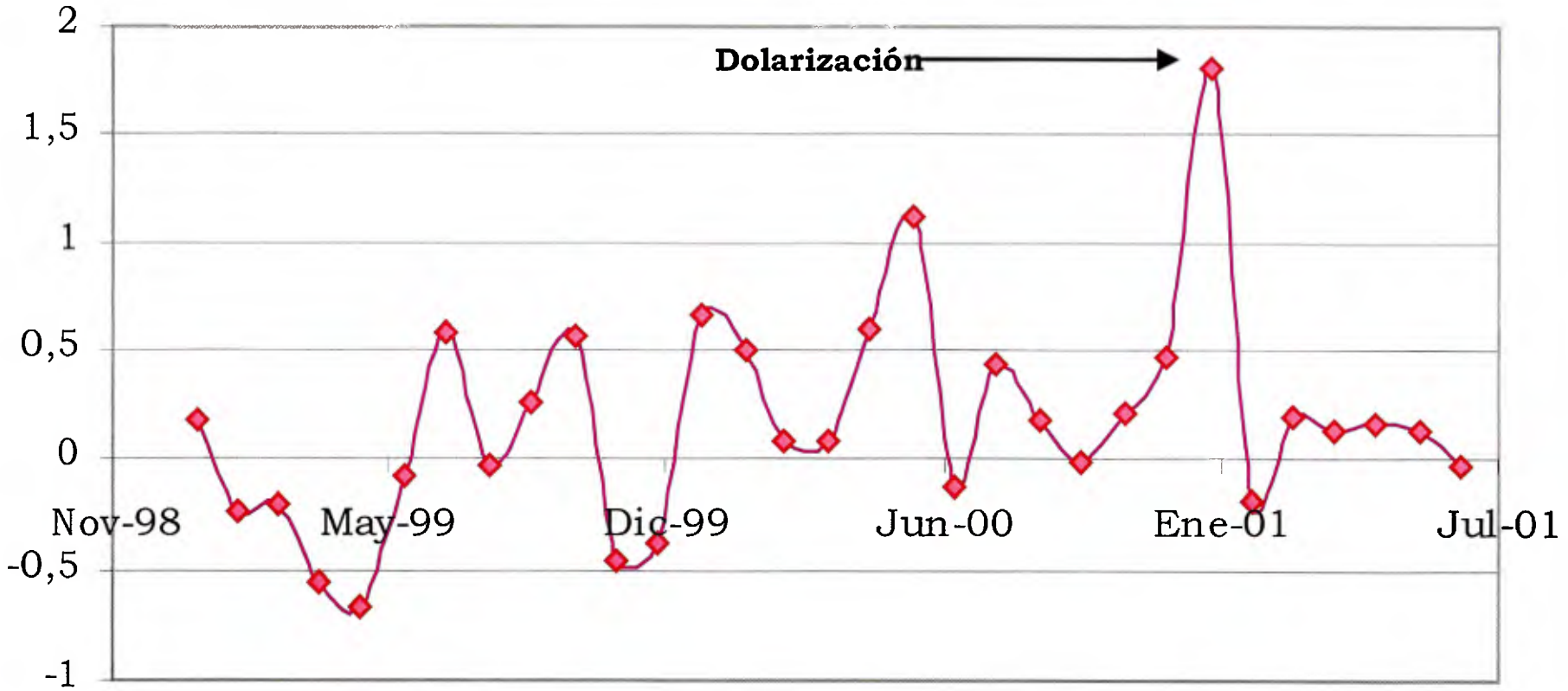
Fuente: Banco Central de Ecuador.

Gráfico III.
Comportamiento de la inflación en El Salvador (1984-2000).



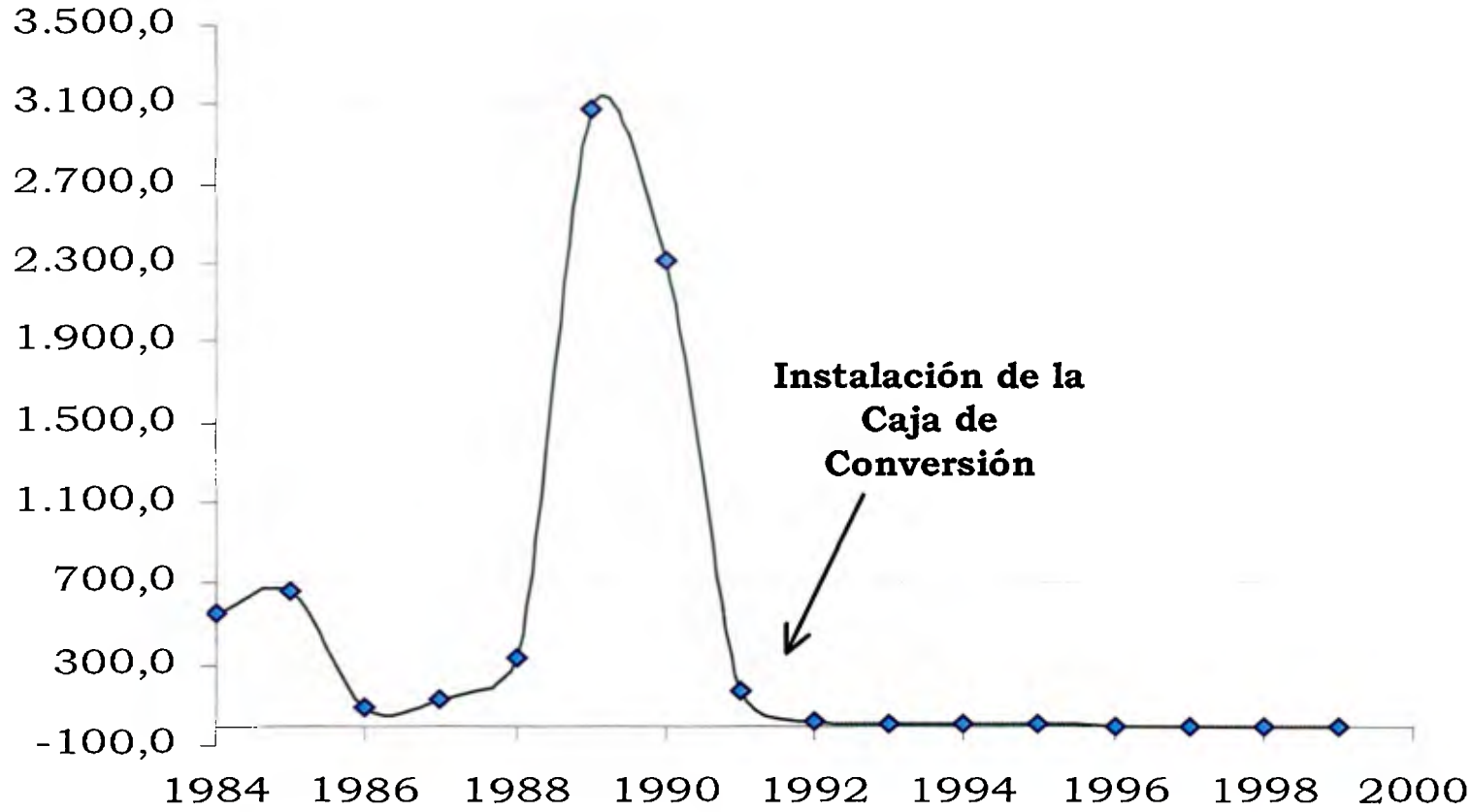
Fuente: Banco Central de Venezuela.

Gráfico IV.
Comportamiento de la inflación en El Salvador
(enero 1999-julio 2001).



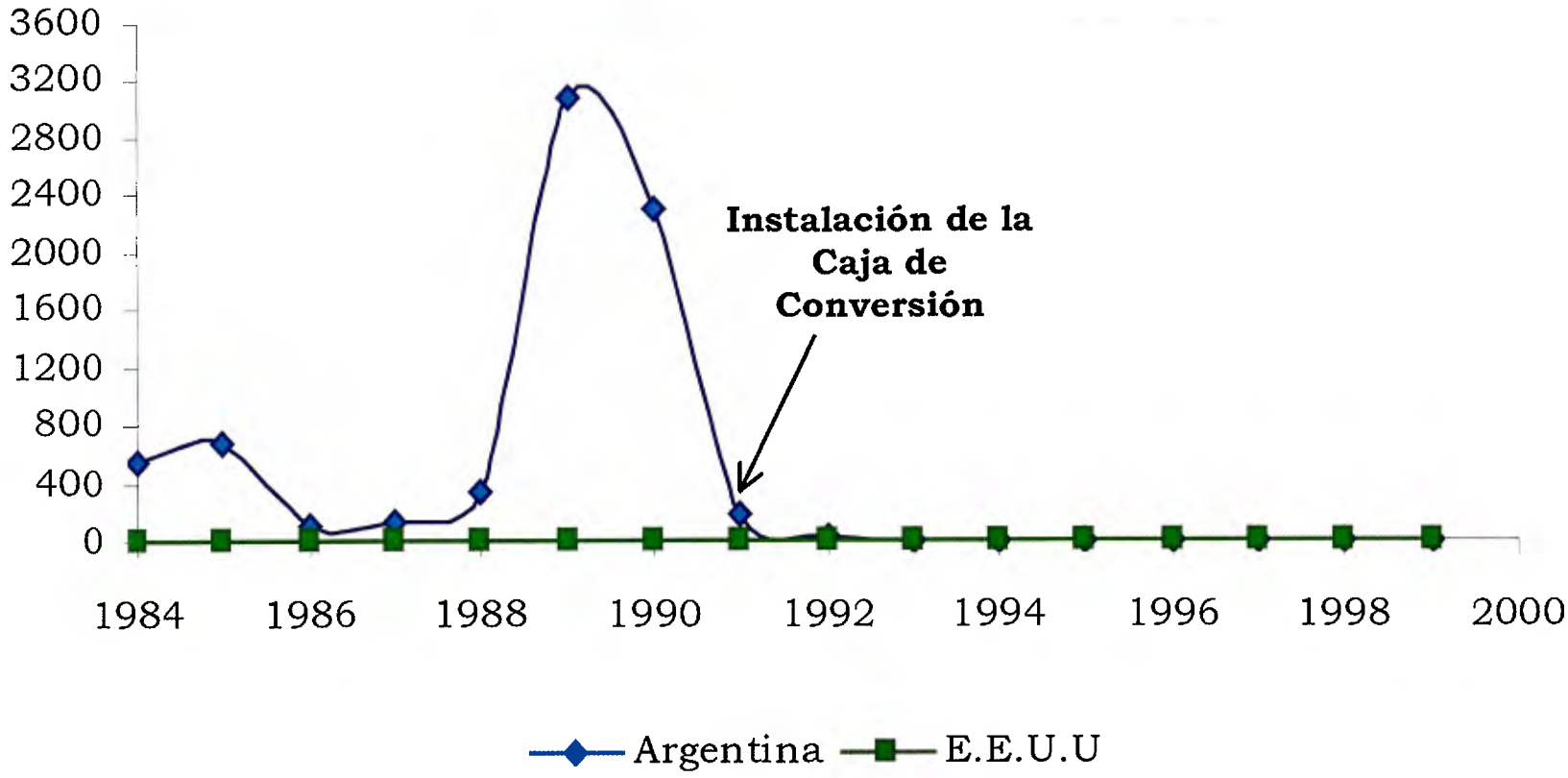
Fuente: Banco Central de la Reserva de El Salvador.

Gráfico V.
Comportamiento de la inflación en Argentina
(1984-1999).



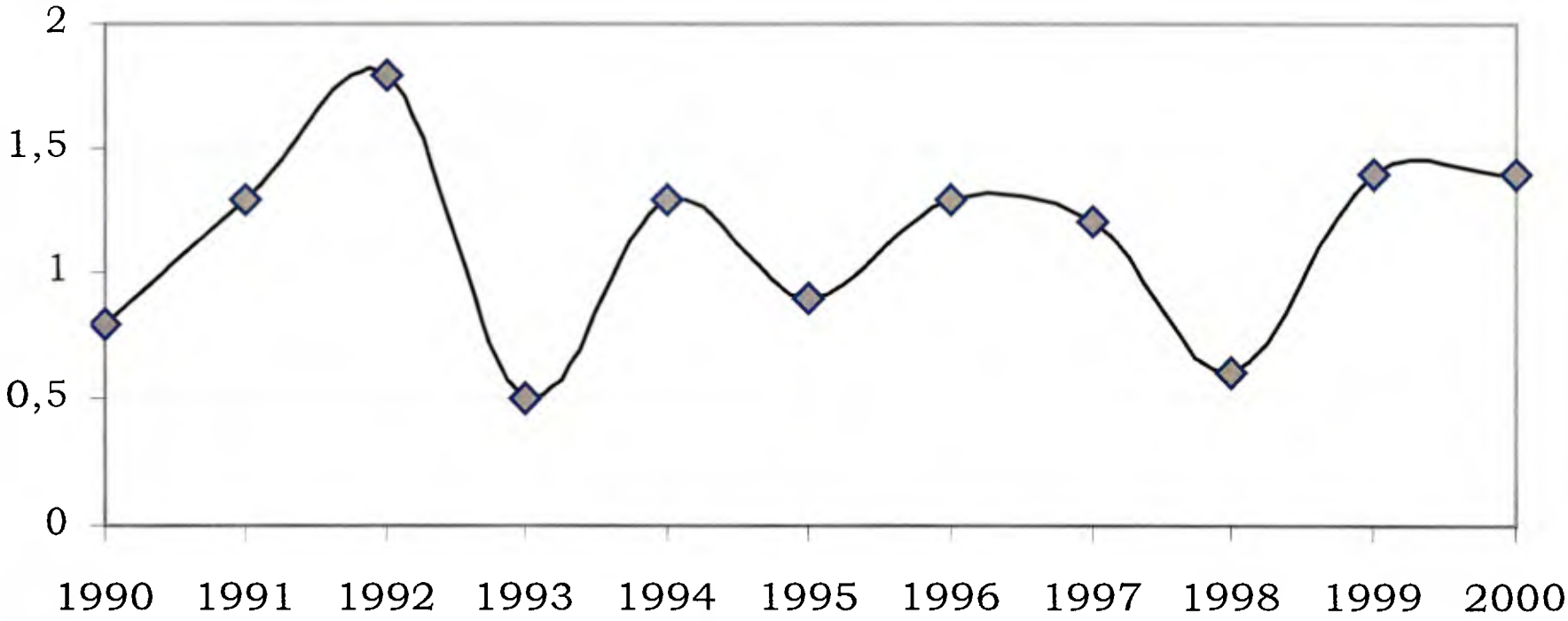
Fuente: Banco Central de Venezuela.

Gráfico VI.
Comportamiento de la inflación en Argentina vs. Estados Unidos (1984-1999).



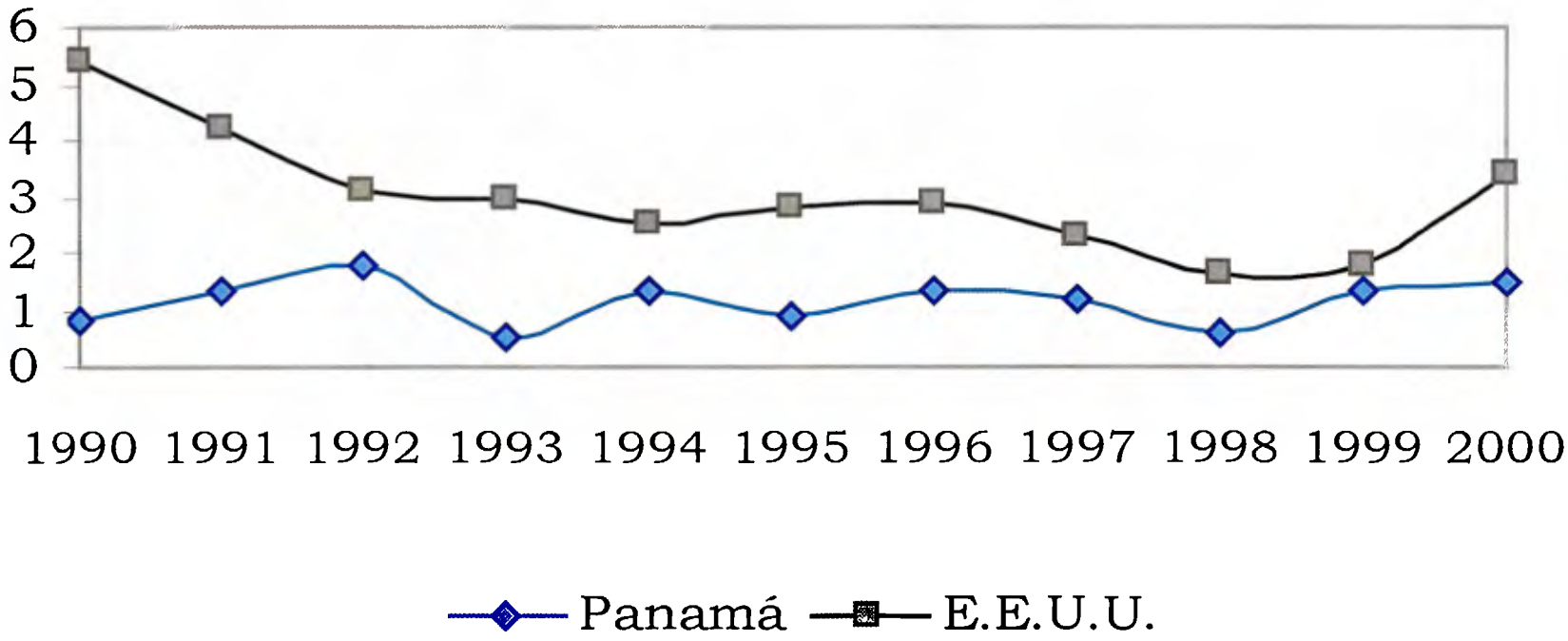
Fuente: Banco Central de Venezuela.

Gráfico VII.
Comportamiento de la inflación en Panamá
(1990-2000).



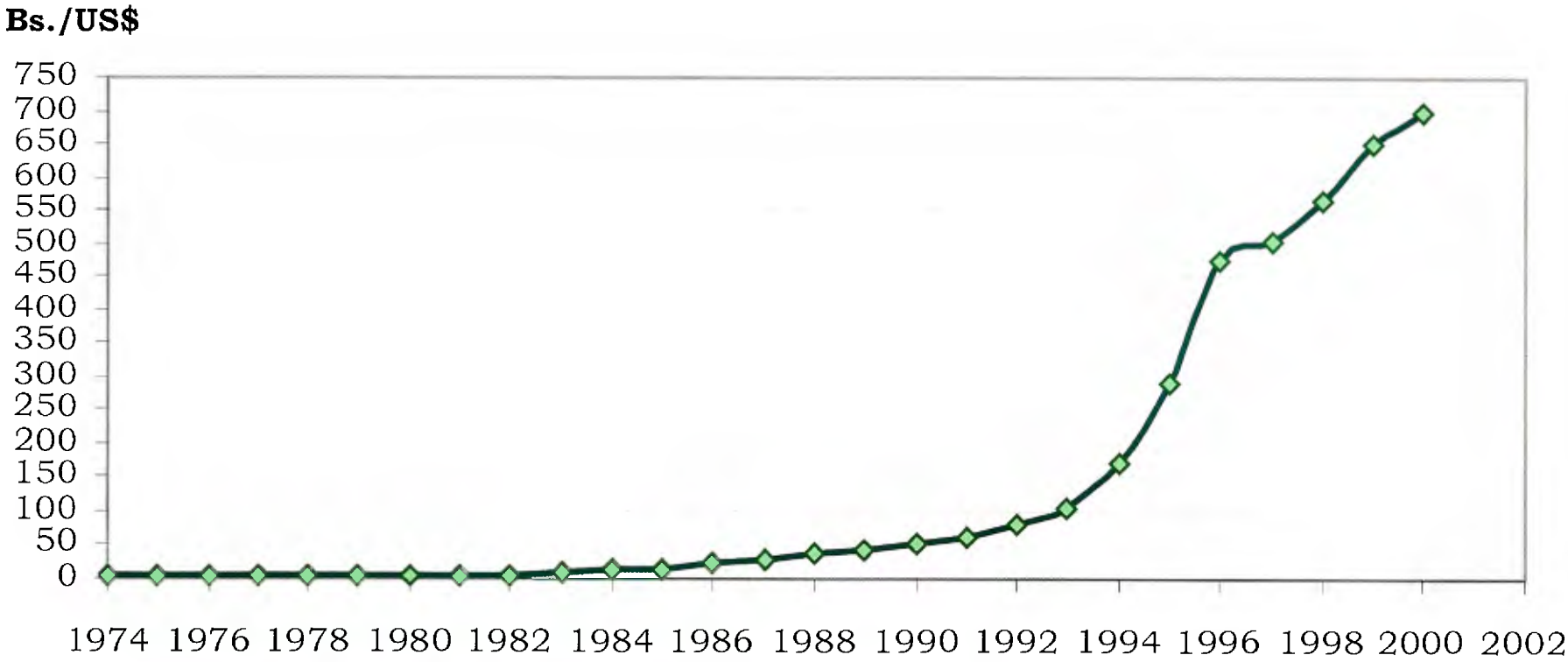
Fuente: Contraloría General de la República de Panamá.

Gráfico VIII.
Comportamiento de la inflación de Panamá vs. Estados Unidos (1990-2000).



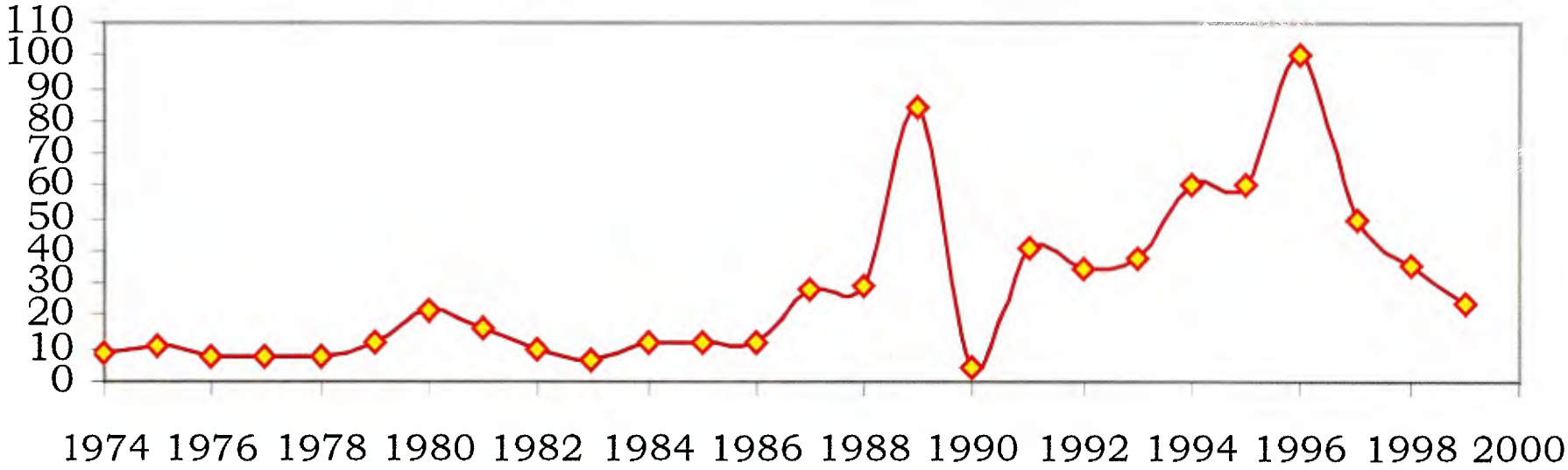
Fuente: Banco Central de Venezuela y Contraloría General de la República de Panamá.

Gráfico IX.
Evolución del tipo de cambio en Venezuela
(1974-2000).



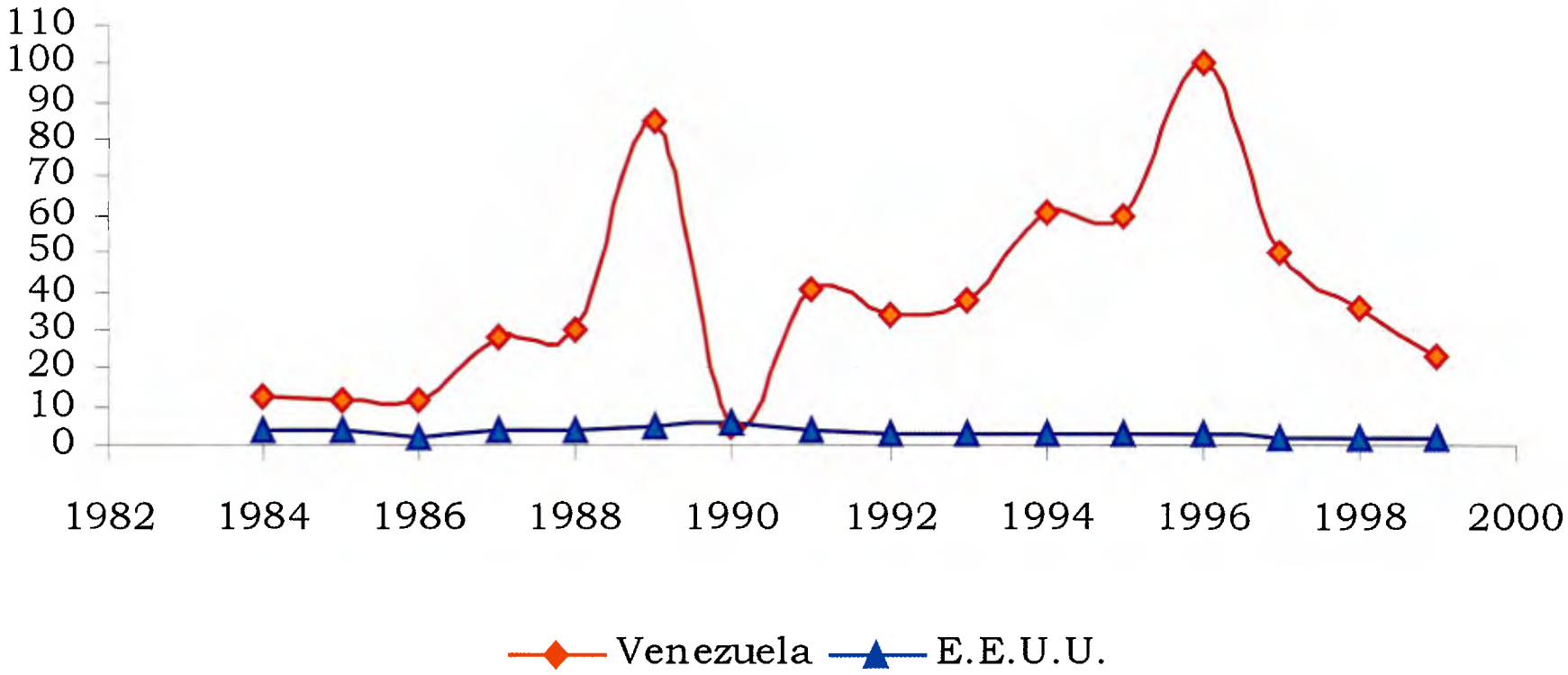
Fuente: Banco Central de Venezuela.

Gráfico X.
Comportamiento de la inflación en Venezuela (1974-1999).



Fuente: Banco Central de Venezuela.

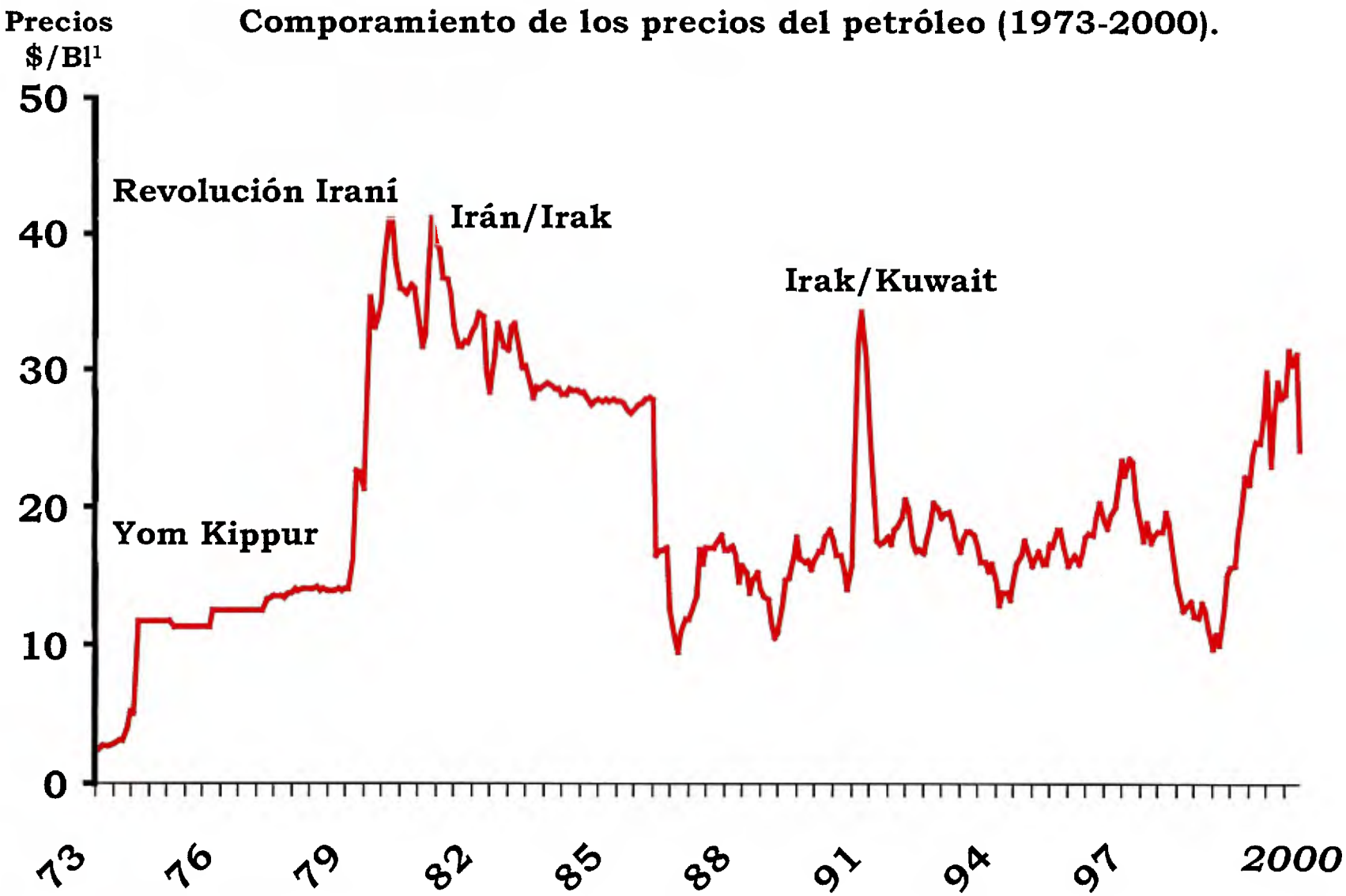
Gráfico XI.
Evolución de la inflación en Venezuela vs. Estados Unidos (1984-1999).



Fuente: Banco Central de Venezuela.

Gráfico XII.

Comporamiento de los precios del petróleo (1973-2000).



Fuente: ***PDVSA.***

1. Cesta OPEP.