

monetaria

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

VOLUMEN XXIV, NÚMERO 4, OCTUBRE-DICIEMBRE

2001

CEMLA

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

Presidente: Banco de México □

Miembros: Banco Central de la República Argentina □ Banco Central de Brasil □ Banco de la República (Colombia) □ Banco Central de la República Dominicana □ Banco Central de Trinidad y Tabago □ Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director general: Kenneth Coates □

Subdirector general: Carlos-Alberto R. Queiroz □ *Directora de Capacitación:* Jimena Carretero Gordon □ *Directora de Estudios:* Flavia Rodríguez Torres □ *Director de Relaciones internacionales:* Juan-Manuel Rodríguez Sierra

monetaria

VOLUMEN XXIV, NÚMERO 4, OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2001

Eduardo Lizano Fait

381 Reforma del sector financiero y financiamiento del desarrollo: dulces sueños y duras realidades

Diego Mancheno

Julio Oleas

Pablo Samaniego

397 Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en Ecuador

Anston Rambarran

451 El alcance del establecimiento de metas de inflación en una economía en desarrollo

Los trabajos firmados son responsabilidad de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

Eduardo Lizano Fait

Reforma del sector financiero y financiamiento del desarrollo: dulces sueños y duras realidades

INTRODUCCIÓN

La política económica ha experimentado gigantescos cambios en años recientes. Los países han abandonado el modelo de industrialización mediante la sustitución de importaciones para adoptar otro basado en la liberalización económica. En algunos países este cambio se ha producido rápidamente, mientras que en otros lo ha hecho de manera más gradual; pero en general, el cambio de modelo y paradigma es un hecho.

La aceptación de este nuevo modelo tiene implicaciones en muchos frentes: ¿En qué medida afectará las finanzas? ¿Desaparecerá el financiamiento del desarrollo como tal en el nuevo modelo? ¿Experimentará un cambio? Y en ese caso, ¿en qué dirección? ¿Qué medidas habrá que tomar en respuesta a la nueva situación? Este documento se propone examinar de cerca algunos de esos problemas desde el punto de vista de un país en

Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo elaborado por E. Lizano Fait, presidente del Banco Central de Costa Rica, presentado en el Seminario de Francfort. Cuarto Seminario sobre el Financiamiento del Nuevo Desarrollo, Universidad Johann Wolfgang Goethe y Universidad del Estado de Ohio, del 3 al 7 de septiembre del 2001.

desarrollo, y más específicamente, desde el punto de vista de un banquero central.

La primera parte del documento pasará revista a las principales características del financiamiento del desarrollo en los tiempos que antecedieron a la reforma del sector financiero. La segunda parte discutirá la reforma del sector financiero como tal. La tercera tomará en consideración las dificultades de la transición entre el mundo que precedió a la reforma y la posreforma, incluidas las necesarias condiciones y los principales obstáculos. La cuarta sección, que es la final, examina algunos puntos sobresalientes de la ayuda prestada a la reforma para que se haga realidad.

I. ANTES DE LA REFORMA DEL SECTOR FINANCIERO

Con anterioridad a la reforma del sector financiero, la política en su conjunto abordaba la promoción del desarrollo económico con base en estrategias orientadas al mercado interno. Este criterio más bien “nacionalista” buscaba el crecimiento principalmente a través de los mercados internos.

Se utilizaban dos instrumentos preferentemente. Primero, se introducía el proteccionismo como política dominante, para aislar a los productores locales de la competencia extranjera. Los mercados internos eran mantenidos en cautividad en provecho de los productores locales. Segundo, se practicaba la intervención del Estado para impulsar los niveles de producción y mejorar la distribución del ingreso. Se consideraba que el Estado era el que estaba mejor enterado y se hacía hincapié en las “fallas” del mercado.

Consecuentemente, los aranceles de importación y los impuestos a la exportación eran elevados, y eran comunes otros tipos de control, incluidas las cuotas de importación y exportación. La producción local era celosamente protegida, y la competencia en los mercados internos era muy deficiente. Los productores carecían casi de incentivos para innovar, fomentar la productividad, o volverse competitivos, y no había nada en realidad que pudiera atraerlos hacia los mercados internacionales o las actividades exportadoras. De ahí que el crecimiento de la producción local se limitara al tamaño del mercado interno.

Al mismo tiempo, el Estado se involucraba cada vez más en el proceso de determinar lo que debía ser producido, cómo producirlo, y cómo distribuir el ingreso nacional. El Estado no sólo se convirtió en un productor directo en gran escala de bie-

nes y servicios, sino que con frecuencia recurrió asimismo a muchas medidas específicas, tales como subsidios, aranceles, controles de precios, asignación de inversiones, fijación de salarios, controles de la inversión extranjera directa, y otras por el estilo. Con demasiada frecuencia, empero, todo esto tenía efectos colaterales indeseables, entre ellos inestabilidad macroeconómica, altas tasas de inflación, déficit fiscal, y crisis de balanza de pagos.

Como parte de este modelo, el sector financiero era reprimido y rígidamente controlado. En el frente externo, los tipos de cambio eran manipulados, lo que a menudo significaba la presencia de múltiples tipos de cambio, y se imponían controles a los movimientos de capitales que salían a otros países o entraban procedentes de ellos. Internamente, las tasas de interés eran controladas, las tasas de interés preferenciales eran comunes, y el crédito se asignaba por sector y actividad, todo según el sistema de límites cuantitativos. Comúnmente no se practicaba la evaluación de riesgos, y la supervisión bancaria era laxa. El Estado tendía a figurar como propietario de múltiples instituciones financieras, generalmente caracterizadas por un mediocre manejo y elevadas pérdidas.

Al tener que encarar severos controles estatales en las transacciones e instituciones financieras, los que aspiraban a obtener préstamos comenzaron a recurrir a una extensa serie de mercados financieros informales, que incluían prestamistas, proveedores de insumos, compradores de cosechas, y otros. En esta forma, el mercado aprendió a eludir obstáculos humanos a la innovación y la competencia, conocidos con el nombre de "distorsiones".

Este mismo marco político protegía estrictamente las corporaciones de negocios de la competencia extranjera. El Estado introdujo un amplio sistema de subsidios al productor y al consumidor, junto con los controles de precios (topes máximos y mínimos) para los factores (salarios, rentas, tasas de interés), así como para los bienes y servicios. Las empresas estatales se dedicaban a producir no solamente en los llamados sectores estratégicos, sino en muchas otras actividades.

Conforme a este modelo de fuerte protección de la competencia extranjera y elevados niveles de intervención paternalista por parte del Estado, el sector financiero se hallaba sumamente segmentado y tenía pocos incentivos para desempeñarse con más eficiencia o tratar de encontrar una solución de compromiso entre utilidades y riesgos. Mientras tanto, otros negocios se mostraban incapaces de evaluar los riesgos con alguna exacti-

tud, a causa de la inestabilidad macroeconómica y las distorsiones microeconómicas; y en realidad no tenían ninguna buena razón para mostrarse competitivos en los mercados internacionales.

II. DESPUÉS DE LA REFORMA DEL SECTOR FINANCIERO

La reforma del sector financiero no es más que un elemento de cambio mucho más vasto. El reacondicionamiento general del modelo de política económica se está llevando a cabo en tres niveles: en política macroeconómica, dentro del sistema financiero, y en la operación de la mayor parte de las otras empresas. De ocurrir sustanciales rezagos en cualquiera de esas áreas, se obstaculizarían seriamente los progresos en la reforma política global: el desarrollo económico exige progresos simultáneos en las tres.

El nuevo modelo se basa en la idea relativamente simple y bastante vieja de que el desarrollo económico, en gran medida, es el resultado de las oportunidades que ofrece el tamaño del mercado. Las posibilidades de promover el crecimiento económico, en consecuencia, dependen en gran medida del tamaño del mercado en el que los agentes económicos operan. De ahí, que el anterior modelo de industrialización mediante la sustitución de importaciones, combinada con el extenso intervencionismo del Estado, tuviera que ser cambiado en favor de un nuevo modelo basado en la liberalización económica. La principal característica de ese modelo es el buen funcionamiento de los mercados (factores y bienes), con énfasis no en las fallas del mercado, sino en las del gobierno, a medida que se procede a la integración de los mercados en ambos niveles, el nacional y el internacional. En esta forma se estimula la competencia en el mercado local y en los mercados internacionales, como el medio de cosechar los beneficios de la ventaja comparativa. La promoción de las exportaciones y el acceso a los mercados extranjeros son los elementos clave en este nuevo modelo. Sin embargo, ningún país puede competir con éxito, a menos que se eliminen las distorsiones derivadas de una excesiva y mal concebida intervención del Estado.

El nuevo modelo reclama ciertas medidas de política macroeconómica:

- promover la "apertura" mediante la remoción de obstáculos al comercio exterior, tales como aranceles y cuotas;

- crear mercados que funcionen bien gracias a la eliminación de las distorsiones y cuellos de botella, lo que permitirá una mejor asignación de los factores de producción y hará factible que se suministre información más confiable a los consumidores; y,
- bajar la inflación; estabilizar los indicadores macroeconómicos, tales como el tipo de cambio, salarios, y tasas de interés; y reducir el déficit financiero público, así como el déficit en cuenta corriente.

El cambio de modelo requiere asimismo una acción vigorosa en el sector financiero. Williamson y Mahar (1998, p. 2) esbozan las disposiciones principales:

- eliminar los controles al crédito;
- desregular las tasas de interés;
- ofrecer a la industria libre entrada en el sector bancario o, más generalmente, en los servicios financieros;
- garantizar la autonomía bancaria;
- hacer hincapié en la propiedad privada de los bancos; y,
- liberalizar los flujos de capital internacionales.

Otras cuestiones deberán ser incluidas, como:

- abrir la cuenta de capital de la balanza de pagos;
- establecer el régimen de tipo de cambio como medida “angular” (anclada o flotante, pero evitar tratar de “manipular” el tipo de cambio);
- promover la competencia entre todos los intermediarios financieros, obligándoles a evaluar y manejar los riesgos más eficazmente;
- establecer una política macroeconómica de banco central, con el uso de instrumentos indirectos, tales como operaciones de mercado abierto, en lugar de emplear instrumentos directos (controles cuantitativos y específicos).

En esencia, la reforma del sector financiero implica un cambio de una situación de represión financiera a otra de profundización financiera. Ese cambio puede dar entrada a mayores beneficios y constituye un factor clave para el desarrollo económico. Entre los principales beneficios que pueden esperarse, figuran:

- Disponibilidad de más recursos financieros en la economía, cuando los ahorros mantenidos en activos no productivos son transferidos a instrumentos productivos de ingresos. Sigue a esto una mayor inversión, más producción, y más consumo.
- Los recursos financieros pueden fluir de una serie de agentes económicos (ahorradores) a otros (productores, inversionistas, consumidores) mucho más fácilmente (con mayor rapidez, más baratos).
- Los costos de la intermediación financiera declinan; los ahorradores comienzan a obtener mejores precios (tasas de interés más elevadas) para sus ahorros y los usuarios de crédito pueden obtener préstamos a más bajo costo, es decir, tasas de interés más bajas.
- Muchos miembros de la sociedad cuentan ahora con nuevas posibilidades de obtener acceso al crédito, y por lo tanto consiguen mayor poder adquisitivo.
- Los intermediarios financieros se ven obligados a evaluar sus riesgos con mayor exactitud y a buscar soluciones de compromiso más ventajosas entre utilidades y riesgos.
- Los factores de producción tienen una mejor asignación, lo que conduce a más elevadas tasas de crecimiento.
- Los servicios financieros proliferan y se diversifican (mejor calidad a precios más bajos).

Estas modificaciones en el marco general de política económica obligan también, a casi todas las empresas, a cambiar las maneras en que efectúan sus negocios. Las compañías, ya sean micro, pequeñas, medianas o grandes, tienen que operar en un nuevo medio competitivo. Deben desempeñarse en mercados integrados mucho más grandes, y competir no solamente con los bienes y servicios producidos localmente, sino también con la oferta importada, dado el mayor grado de "apertura". Tienen también que comenzar a competir en los mercados internacionales si es que esperan realizar economías de escala y beneficiarse de las economías externas.

Una competencia en su cabalidad significa que subsidios, controles de precios y tarifas externas desaparecen o, al menos, son sustancialmente reducidos. En la mayoría de los casos, las empresas propiedad del Estado son privatizadas o bien sencillamente cerradas. Las empresas locales necesitan volverse más

innovadoras, más competitivas, más eficientes. Deben aprender a operar en mercados grandes, inseguros, y volátiles. Requieren nuevas habilidades para evaluar las oportunidades y riesgos, asignar los factores de producción más eficazmente, e incorporar nuevas tecnologías. Lo que es más, tienen que estar listas para cambiar la combinación entre producción, factores e insumos con muy poco tiempo de anticipación. En suma, tienen que aprender a vivir en un entorno de cambio constante (innovación, incertidumbre, y volatilidad). Estas son las reglas del juego según el nuevo modelo.

III. EL PERÍODO DE TRANSICIÓN

La reforma del sector financiero, consistente en la liberalización financiera más la profundización financiera, no cabe duda de que trae grandes beneficios a la economía en su conjunto. Esto no obstante, dicha reforma plantea también peligros y riesgos e introduce nuevas dificultades y obstáculos, todo lo cual se requiere tomar en cuenta. De hecho, si la reforma del sector financiero no trajera más que beneficios, todos los países la hubieran adoptado hace mucho tiempo; obviamente, este no es el caso. Teniendo en cuenta los sustanciales cambios que puede conllevar, la reforma no es probable que resulte un proceso fácil.

Algunas de las principales dificultades, vistas desde un banco central, son las siguientes:

- Aunque la reforma del sector financiero es un elemento clave para el desarrollo económico, no es más que una faceta del importantísimo proceso de remplazar un modelo de crecimiento con otro. La única manera en que puede tener éxito es en un escenario de ajuste estructural y liberalización económica. Dos puntos son particularmente importantes. Primero, la liberalización debe progresar a la vez que, y aproximadamente al mismo paso, en todos los sectores. De otra manera, los rezagos en algunos sectores obstaculizarán los avances en otros. Esto significa que la reforma del sector financiero depende en gran medida del progreso de la liberalización en el resto de la economía.

En segundo lugar, es importante no perder de vista nunca el hecho de que el ajuste estructural en un sector puede actuar en provecho o en detrimento de la liberalización de otros sectores. Por ejemplo, los beneficios de los mercados abiertos podrían hacer que la liberalización global de la economía pareciese más atractiva, y el apoyo resultante apresuraría a su vez la reforma

del sector financiero. Por otra parte, en caso de que los mercados abiertos susciten otros problemas, la liberalización generalizada podría encontrar muchos enemigos, y la reforma financiera podría frenarse. Junto con las políticas de apertura del comercio ya discutidas, otras cuestiones interrelacionadas incluyen la estabilidad macroeconómica, el efectivo gobierno de la ley, el desmantelamiento de los controles de precios y los subsidios a la producción y al consumo. En resumen, el éxito de la reforma del sector financiero depende en gran medida de los cambios efectuados en otros sectores de la economía.

- La reforma del sector financiero es un proceso. Se necesita tiempo para llevar a cabo los cambios legales e institucionales y asegurarse de los recursos humanos requeridos. Ningún país puede esperar moverse con rapidez de la represión financiera a la profundización financiera. Ni tampoco debería avanzar demasiado lentamente, casi imperceptiblemente, a través de una larga serie de ajustes marginales. Dar pasos demasiado pequeños son de poca ayuda, pues lo que harían es frenar los beneficios de la reforma. Las distorsiones son generalmente tan pronunciadas y profundas, que muchas veces se necesitan medidas considerables para crear una cierta masa crítica. Esto lleva inevitablemente a un dilema: la reforma financiera no puede avanzar con demasiada rapidez, pero tampoco con excesiva lentitud.

- En las primeras fases de la reforma financiera, resulta especialmente importante revisar la situación financiera y administrativa de los intermediarios financieros. Las condiciones en que se hallan demuestran ser con frecuencia insatisfactorias por varias razones. Por ejemplo, la cartera de activos puede dejar que desear, por contener una elevada proporción de préstamos dudosos, una relación poco saludable entre obligaciones y acciones totales, y costos administrativos excesivamente altos. Tales problemas, ya bastante serios antes de la reforma financiera, pueden empeorar con su implementación. Los intermediarios financieros pueden señalar ciertas condiciones financieras y administrativas sanas para hacer frente a esperados efectos negativos, sin poner en peligro la estabilidad y las operaciones, pero esto no resultará si se reportan problemas del tipo mencionado más arriba. En consecuencia, la reforma del sector financiero frecuentemente debe ir de la mano de medidas para apuntalar a los intermediarios. De ahí que a menudo se tenga que pasar de una situación de represión financiera a una fase

intermedia de moderada represión (Williamson y Mahar, 1998, p. 30), antes de avanzar a la profundización financiera.

- La velocidad con que progresa la reforma financiera no es la única cuestión importante que se debe considerar; también debe ser objeto de suma atención la secuencia de las acciones, un asunto que ha suscitado serios desacuerdos: ¿Qué es lo que debe liberalizarse en primer lugar? ¿Las tasas de interés? ¿La asignación de los recursos de crédito? ¿La reforma legal del banco central? ¿Debe la liberalización financiera llevarse a cabo simultáneamente con el establecimiento de un sistema de supervisión prudencial? Algunos argumentos se centran en la necesidad de establecer una clara secuencia de las medidas de reforma. Otros afirman que la secuencia no puede ser determinada por adelantado. En la práctica, sin embargo, son las características del sector financiero y las circunstancias peculiares de cada país las que determinan si es una medida u otra la que debe adoptarse en primer lugar.

El mundo real abarca muy diversos casos que ilustran las diferentes velocidades a que progresa la reforma financiera, así como sus diversas secuencias. Las fases de avances rápidos se superponen a menudo a los periodos de escasos progresos, e incluso se producen regresiones cuando sobreviene la fatiga de reforma. La reforma financiera es, sin la menor duda, un proceso lento y complejo. McKinnon (1991, p. x) llega al extremo de describir el proceso de reforma financiera, para todo propósito práctico, como un campo minado. Todo país, aun sabiendo que el siguiente paso de la reforma financiera puede ser el último, tiene que seguir avanzando para atravesar ese campo.

- Un serio obstáculo al cumplimiento con éxito de la reforma financiera en su totalidad es la falta de voluntad política. Esto suele ocurrir cuando se considera casi carente de sentido seguir con la reforma del sistema financiero, por considerarla más bien innecesaria y no estar muy convencido de los beneficios que traerá la reforma. El resultado puede ser un ambiente de oportunismo, en el que las acciones se toman sobre todo para complacer intereses de grupos particulares, cosechar dividendos políticos, impresionar a ciertas instituciones internacionales, o atraer recursos financieros del exterior. Nada de esto se basa en un verdadero compromiso político de abordar francamente las dificultades y complejidades que implica la reforma del sector financiero. En consecuencia las políticas necesarias están plagadas de titubeos y retrocesos, la marcha se torna len-

ta, y el progreso se vuelve errático y aun se revierte cuando surgen las dificultades. Con los agentes económicos presos de la desconfianza, se pierde una de las condiciones más críticas para obtener el éxito.

- La reforma financiera produce a la vez ganadores y perdedores. En los días que precedieron a la reforma, importantes grupos sociales (productores, burócratas, políticos) acumularon beneficios que provenían de las intermediarias financieras, especialmente de las que eran propiedad del Estado. Disfrutaron de acceso preferencial al crédito a tasas de interés subsidiadas, con muy pocos requisitos de garantía y amplias posibilidades de posponer el pago. Esa discriminación determinó consecuencias predecibles, a medida que estos grupos acumulaban riqueza y gozaban de una distribución del ingreso favorable para ellos. También dejó dividendos en cuanto a cuotas de poder político y posición social.

Así, uno de los obstáculos más eficaces a la reforma financiera es la sólida oposición por parte de los grupos de presión que se beneficiaban de la situación prevaleciente en el pasado. Los que se oponen a la reforma disponen de muchos procedimientos bien conocidos. Algunos son argumentos sutiles (se requieren más estudios, la reforma financiera debería avanzar con mayor lentitud, se requieren medidas compensatorias); otras implican maniobras mucho más obvias, como organizar a sindicatos o grupos de producción contra la reforma, o subvertir a los partidos políticos con contribuciones.

- La economía política de la reforma financiera, como en muchos otros campos donde el modelo económico debe experimentar cambios, requiere el apoyo completo de los “ganadores” (los grupos sociales que habrán de beneficiarse del nuevo modelo); de otro modo, los “perdedores” lograrán bloquear con éxito el movimiento reformista. La reforma financiera no progresará mientras los “ganadores” no se organicen y congreguen más poderes que los “perdedores”. Infortunadamente, no hay respuestas sencillas a la pregunta de cómo organizar a los “ganadores” potenciales o inducirles a crear las necesarias alianzas con unos y otros para establecer una base política que permita promover la reforma.

- Sin duda, la reforma financiera requiere recursos humanos entrenados. La necesidad es particularmente evidente en tres tipos de instituciones: intermediarios financieros, entidades su-

pervisoras, y organismos judiciales encargados de dar solución a las disputas financieras. A menos que se disponga de las personas adecuadas, ni los intermediarios financieros, ni los organismos supervisores, ni los tribunales de justicia funcionarán como debe de ser. Se precisan grandes cambios, no sólo en cuanto a las capacidades requeridas de los empleados de las diversas instituciones, sino principalmente en términos de nuevas actitudes.

Esto, claro está, es más fácil decir que hacer. A medida que las instituciones cesen de ser un “*modus vivendi*”, los empleados tendrán que volverse más productivos, lo que significa que deben:

- adiestrarse en las nuevas tecnologías y procedimientos;
- aprender a desempeñar las mismas tareas de nueva manera;
- aprender a desempeñar nuevas tareas;
- asumir responsabilidades que no tenían en el pasado y, en consecuencia, asumir también nuevos riesgos;
- comprender que su compensación será determinada según los resultados de la mejorada productividad, no mediante negociaciones laborales.

Indudablemente, los cambios de esta naturaleza es probable que susciten resistencia y oposición entre los empleados, de los cuales se espera que cesen de estar ociosos crónicamente y aprendan a vivir peligrosamente.

Habrà que hacer cambios, no sólo entre los empleados, sino también en el equipo gerencial:

- Los objetivos gerenciales no pueden ya incluir clientelismo, acumulación de poder y prestigio, o ampliación de favores políticos.
- El equipo gerencial debe rendir cuentas no sólo a los accionistas, sino también a los supervisores y al público en general.
- El equipo gerencial debe estar preparado para competir con una plétora de otros intermediarios financieros locales y extranjeros.
- El equipo gerencial debe establecer un delicado equilibrio entre la necesidad de una operación altamente lucrativa, y la necesidad de evitar asumir riesgos que vayan más allá de los límites de la prudencia.

Es evidente por qué los equipos gerenciales presentan con frecuencia una tan vigorosa oposición a la reforma financiera. La respuesta natural consiste en establecer sistemas de incentivos basados en los resultados. Incluso en presencia de tales sistemas, sin embargo, ciertos grupos gerenciales se mostrarán incapaces de adaptarse al cambio y tendrán que ser remplazados.

- Como parte integral de la reforma financiera se presenta la apremiante necesidad de modernizar los sistemas de supervisión. Los intermediarios financieros, una vez liberados de todo control en la asignación de crédito y tasas de interés, y frente a una cuenta de capital abierta, son presa de múltiples tentaciones, como:

- asumen riesgos financieros excesivamente elevados;
- sus carteras de créditos tienden a inflarse;
- incurren en riesgo o vulnerabilidad moral;
- otorgan crédito a grupos interrelacionados.

Todo esto inevitablemente abre el camino a las crisis financieras. Por consiguiente, el contagio puede fácilmente transformar un problema microeconómico en una crisis generalizada del sistema financiero.

Por lo tanto, un prerequisite esencial para asegurar una reforma financiera sana consiste en mejorar y modernizar las regulaciones y entidades supervisoras. Esto no constituye una tarea fácil, puesto que implica la adopción de toda una nueva metodología, que comprende remplazar la supervisión contable con la evaluación y gestión del riesgo financiero. En muchos casos es preciso establecer un sistema de alarma temprana para indentificar los problemas potenciales y así precaverse de las crisis, particularmente en las instituciones financieras, con lo que se hace inmune al resto del sector financiero, por así decirlo, del riesgo de contagio.

La nueva manera de abordar la supervisión no puede ser adoptada sin grandes cambios de personal, procedimientos, tecnología y sistemas de información. Todo esto puede parecer sumamente costoso, pero en último término una buena supervisión cuesta mucho menos que una crisis desatada por un deficiente sistema de supervisión.

- Cuando el sistema financiero es reformado, el volumen de transacciones se dispara vertiginosamente; esto, a su vez, inevi-

tablemente origina conflictos y quejas por parte de los agentes económicos y las instituciones financieras. En consecuencia, es de primerísima importancia establecer un marco legal apropiado, junto con un sistema judicial que funcione adecuadamente. Se requieren reglas claras para regir los derechos de propiedad y garantizar la validez de los contratos, al igual que la ejecución de las cláusulas de garantía, titularización o bursatilización de la deuda, y otras semejantes.

Muchas dificultades tienen su origen en las inadecuadas estipulaciones legales, la inexperiencia de los tribunales en cuestiones financieras, así como la falta de personal cabalmente entrenado.

- La incorporación de nuevas tecnologías plantea un gran desafío al progreso de la reforma financiera. La nueva tecnología resulta críticamente importante para reducir los costos de producción de los servicios financieros, de modo que el volumen de transacciones crezca rápidamente, sobre todo en las zonas rurales. La mayoría de las dificultades pueden atribuirse a uno de dos factores. Primero, la carencia de personal adiestrado para hacer un uso hábil de estas nuevas tecnologías. Segundo, el costo inicial del equipo de computación es elevado, a lo que se añaden los costos de mantenimiento y remplazo, así como el pago de los honorarios por uso del *software*.

- La proliferación de la información es una de las características básicas de la reforma financiera. Los intermediarios financieros y el público en general, así como las entidades de supervisión y las autoridades monetarias requieren rápido acceso a información de carácter general y de alta calidad. Sólo de esta manera pueden tomar decisiones económicas bien fundadas. Sin embargo, cuesta dinero producir, proporcionar, transmitir y diseminar esta información, y aun más analizarla e interpretarla. Ciertamente, la información es indispensable, pero persisten sin tomarse serias decisiones: ¿Qué información se necesita? ¿Para qué se la produce?

Una fuente de información particularmente importante es estar al día mensualmente acerca de la posición actual de cada intermediario financiero y de las tendencias macroeconómicas en el país. Otra información específica se enfoca en la necesidad de una instalación que incluya una base de datos central sobre los deudores y un registro de incidentes de fraude, que provea a los intermediarios financieros con la valiosa información puesta al día que requieren para tomar sus decisiones de crédito.

• Finalmente, aunque muy significativo, resulta críticamente importante un buen entorno financiero global para el éxito de la reforma del sector financiero. Entre las medidas que deben adoptarse figuran:

- refrenar el déficit fiscal;
- sujetar la inflación de modo que no sobrepase los niveles internacionales;
- establecer un régimen de tipo de cambio claro y estable;
- eliminar barreras a la entrada de nuevos competidores.

A menos de crearse este tipo de entorno favorable, el proceso de reforma financiera tropezará con muchas barreras adicionales. Aunque estos obstáculos deben ser eliminados, la reforma no puede esperar hasta que todos los problemas sean resueltos. Esta es la razón por la que la velocidad con que progresa la reforma financiera y su secuencia constituyen la principal dificultad.

IV. MIRANDO HACIA EL FUTURO

Como era de esperarse, la reforma del sector financiero ha realizado grandes avances en muchos países. Algunos han pasado de una situación de represión financiera a otra de relativa profundización financiera. Sin embargo, queda mucho por hacer en casi todos los países, y las tareas por completar son numerosas y complejas. De hecho, tendremos que dedicar gran parte de nuestro tiempo en este seminario al estudio de los problemas concretos del sector financiero, particularmente desde el punto de vista del desarrollo de las finanzas y microfinanzas, con base en el estudio de casos específicos de diversas partes del mundo.

En este momento se vuelve necesario finalizar con la mención de los más importantes puntos que deben ser considerados para hacer de la reforma una realidad:

Ciertas cuestiones merecen particular atención desde la perspectiva de la reforma financiera *per se*:

- más competencia y mayor apertura, lo que significa menores barreras a la entrada por parte de intermediarios financieros locales y extranjeros;
- mayores oportunidades para los mecanismos financieros in-

formales, incluidas las organizaciones no gubernamentales (ONG) financieras, para ingresar al mercado financiero formal; idealmente, muchos de estos intermediarios del mercado informal pueden comenzar a operar como verdaderas entidades bancarias;

- mayor confiabilidad en el mercado y menor en los controles gubernamentales para determinar las tasas de interés, la asignación de crédito y los tipos de cambio; esto significa que las autoridades monetarias deben remplazar los métodos indirectos (operaciones de mercado abierto) con instrumentos directos;
- más supervisión prudencial, con la estipulación de que una sobredosis de supervisión sería peor que la enfermedad que busca remediar, ya que empujaría
- a los intermediarios financieros hacia las operaciones de mercado informal y los mercados extraterritoriales;
- una mayor capitalización de los intermediarios financieros; este es el seguro más importante contra trastornos al sobrevenir los años de vacas flacas, como inevitablemente habrán de ocurrir de vez en cuando en todos los países;
- más y mejores recursos humanos, para responder eficientemente a la creciente complejidad y numerosos desafíos del sector financiero;
- más tecnología, junto con mejores recursos humanos, es el único medio de obtener ganancias de productividad duraderas y la diversificación de los servicios financieros;
- más información y transparencia, de alta calidad y prontamente disponible, de modo que los agentes económicos puedan tomar sus decisiones con bases más firmes;
- más estabilidad macroeconómica y, en general, un mejor entorno legal e institucional, en el que los intermediarios financieros puedan operar.

Más específicamente, las áreas de desarrollo de las finanzas y reforma de las microfinanzas tienen que tomar en consideración los siguientes puntos:

- i) La reforma global del sector financiero es una precondition necesaria, pero no por eso ni por sí misma creará un mejor sistema de desarrollo de las finanzas y microfinanzas.

- ii)* Como se ha hecho notar ya, el desarrollo de las finanzas y especialmente de las microfinanzas plantea dos distintos requisitos (González, 1994, p. 23). Primero, la voluntad: es decir, una tajante decisión política de realizar estos programas y, segundo, suficiente ventaja institucional comparativa en mercados específicos para completar la tarea.
- iii)* El desarrollo de las finanzas, y especialmente de las microfinanzas, debe estar aislado de toda manipulación política.
- iv)* Es sumamente importante incorporar a intermediarios financieros informales en la reforma financiera; estas entidades se hallan en primera línea, tienen vasta experiencia, y a menudo poseen mucha más valiosa información que cualquiera de los que operan en los mercados formales. Así, el costo de seleccionar préstamos y monitorear a clientes puede ser recortado en beneficio de todo el sistema financiero.
- v)* Las microfinanzas están sujetas a condiciones especiales específicas. Se trata de una actividad caracterizada por su alto volumen, bajos márgenes y elevados riesgos, y requiere una agresiva constitución de reservas y diferentes tecnologías de préstamo; los estándares de supervisión prudencial tienen que tomar en cuenta estas características, con la adopción de distintas maneras de abordar la cuestión, pero tomando siempre precauciones para no caer en la desgana o laxitud.
- vi)* Se tienen que adoptar serias decisiones con respecto a cuestiones como discriminación de préstamos, monitoreo de clientes, cumplimiento forzoso de contratos, y garantías muebles (cuentas por pagar, ingresos por salarios futuros, ganado).
- vii)* La expansión excesiva del crédito debe ser evitada a toda costa; sería una costosísima equivocación que creciera demasiado rápidamente.

Tomar estos puntos en consideración es la única manera de no entregarse a los dulces sueños y comenzar a enfrentar las duras realidades. Es, en verdad, el único modo en que los programas de microfinanzas pueden convertirse en la clave para promover el crecimiento económico y mejorar los niveles de vida en muchas regiones pobres del mundo.

Diego Mancheno
Julio Oleas
Pablo Samaniego

Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en Ecuador

I. INTRODUCCIÓN

La profundidad de la crisis económica del Ecuador ha centrado el debate de la política económica en la identificación de los instrumentos más apropiados para enfrentarla.

Esta controversia no es particular a la realidad ecuatoriana. La crisis mexicana (1994-95), la de los países asiáticos (1997-98), la rusa (1998) y la de Brasil (1999) han evidenciado las limitaciones de varios mecanismos utilizados en el denominado “sistema capitalista emergente”.

En el centro de este debate a nivel mundial, están los flujos internacionales de capital, sus montos, su velocidad, su estructura y sus efectos; la arquitectura del sistema financiero inter-

Publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de D. Mancheno, J. Oleas y P. Samaniego, economistas, de la Dirección General de Estudios del Banco Central del Ecuador, presentado al concurso del Premio de Banca Central Rodrigo Gómez, en el año 2000. El equipo de investigación estuvo conformado además por María Elena Vega, Verónica Poveda, Alexandra Zamora e Iván Carrión. Los autores agradecen los valiosos comentarios y sugerencias recibidos en varios foros de discusión en el banco central. Las opiniones vertidas en este documento no comprometen la política oficial del Banco Central del Ecuador. (Nota del editor: los anexos que se indican en el texto fueron omitidos por razones editoriales; sin embargo, pueden obtenerse mediante solicitud al CEMLA o al autor directamente, al correo: psamaniego@uio.telconet.net.)

nacional; la profundización y transparencia de los sistemas financieros nacionales y la gestión de cartera. Temas que son el resultado de la liberalización de las cuentas comerciales y de capitales en particular, así como de la globalización en general.

A nivel nacional, a estas condiciones se suman otras aún no resueltas: déficit fiscal y de cuenta corriente, bajos coeficientes de ahorro interno, sistemas de regulación, supervisión y control financiero débiles o precarios, cambios estructurales insuficientes, inflexibilidad laboral, mercados incompletos, entre los principales. Deficiencias que, en el último año se vieron agravadas por la presencia de choques internos y externos que han desatado contradicciones en las esferas económica, social y política, poniendo en riesgo la estabilidad y el crecimiento de largo plazo.

La reducción de los precios del petróleo, la crisis del sudeste asiático y el consecuente bloqueo de capitales frescos del exterior, los efectos del fenómeno de El Niño, la crisis del sistema bancario y las dificultades de orden político, han impedido alcanzar una solución a los problemas en los sectores financiero y fiscal. Además, esta conjunción de factores agotó el mecanismo de la banda cambiaria que venía operando con relativo éxito desde 1994. Aunque en diferentes circunstancias, esta crisis tiene similitudes con lo ocurrido en México y Brasil. La crisis originada en los países asiáticos tiene otras particularidades, pues se señala que su interpretación requiere superar el marco teórico de los modelos tanto de primera como de segunda generación.¹

En este contexto, el Banco Central del Ecuador optó (en febrero de 1999) por la flotación del tipo de cambio. Los resultados, en un ambiente de graves desequilibrios internos y externos, fueron una depreciación considerable de la moneda doméstica (39% entre enero y marzo de 1999), un repunte inflacionario (la inflación anual se incrementó en cerca de 14 puntos porcentuales entre enero y abril de 1999), una caída del producto (según previsiones del Banco Central del Ecuador, el PIB decrecería en 4.5% en 1999) y un incremento en los niveles de desempleo.

Sin embargo, un grupo de economistas sugiere que la mejor estrategia para enfrentar la crisis mundial actual no es precisa-

¹ Los modelos de primera generación consideran los desequilibrios internos (inflación) y externos (déficit en cuenta corriente), provocados por el exceso de gasto público. Los de segunda generación son los que aceptan el intercambio entre empleo e inflación y abogan por una política monetaria activa (Krugman, 1999).

mente la flotación del tipo de cambio, sino la adopción de un esquema de convertibilidad; incluso se ha llegado a proponer la dolarización como una alternativa de política (Dornbusch, 1999; Calvo, 1999).

No obstante, el éxito de la política económica a través de variables nominales, finalmente depende de la credibilidad de los agentes económicos en la responsable gestión de las autoridades monetarias.

El país no está ajeno a este debate, aunque en algunos casos, éste ha carecido de la rigurosidad deseada. Se ha sugerido como alternativa a la crisis económica actual, que se adopte de inmediato un tipo de cambio fijo con caja de conversión, sin considerar sus implicaciones y requerimientos. El propósito de este documento es analizar las circunstancias actuales, la viabilidad y las consecuencias de la aplicación de este esquema, que es una de las posibilidades que tiene la política económica para introducir un ancla nominal que establezca los precios y reduzca la inflación.²

Este análisis está dividido en tres partes. En la primera se exponen los conceptos básicos de una caja de conversión, pues este mecanismo de regulación es diferente de otros, como pueden ser la dolarización o la adopción de un tipo de cambio fijo. En la segunda, se hace una revisión de los fundamentos teóricos de la caja de conversión, contrastándolos con la realidad ecuatoriana, a fin de analizar las consecuencias de su adopción en el Ecuador. El documento termina con una síntesis crítica del esquema, un análisis de su viabilidad en el mediano plazo y las recomendaciones correspondientes.

II. CONCEPTOS FUNDAMENTALES

1. La caja de conversión

Una “caja de conversión” (en adelante CC) es un régimen monetario y cambiario que garantiza, en forma legal y explícita, el respaldo y la libre conversión de la moneda doméstica a una moneda de reserva “fuerte”, a un tipo de cambio fijo preestablecido. De esta manera, la emisión de moneda doméstica queda atada a las disponibilidades de reservas internacionales. La entidad encargada de la administración de la CC puede ser el

² Ver Nazmi y Samaniego (1999) para una discusión sobre las opciones de política económica para reducir la inflación.

banco central o una institución exclusivamente responsable de la emisión y de las reservas.

La diferencia que se obtiene por los rendimientos de la inversión de las reservas, menos los gastos operativos,³ sirve para incrementar los activos de la CC, o se entrega al ministerio de finanzas o economía.

La única función de la CC es el cambio de moneda doméstica por moneda de reserva; por tanto, su actuación es totalmente pasiva y automática. En este contexto, esta institución monetaria renuncia a su función de prestamista de última instancia y de prestamista emergente de la caja fiscal. Por ello se sostiene que, bajo este esquema, se impone un sistema de disciplina que abona el terreno para la estabilización y el crecimiento económicos.

La CC no garantiza bajo ninguna circunstancia los depósitos del sistema financiero privado que, en este caso, pasan a ser responsabilidad exclusiva de las propias instituciones. Por ello se puede suponer que se reduzcan, o eliminen, las prácticas de riesgo moral y selección adversa, situaciones típicas en un contexto de seguro implícito asumido por el banco central. Sin embargo, vale advertir que en un contexto de distribución asimétrica de la información, la insolvencia de una institución financiera particular puede acarrear la crisis generalizada de todo el sistema de pagos. Bajo estas condiciones, no se debate la eliminación o permanencia de la función de prestamista de última instancia, sino que se persigue evitar que surjan crisis en el sistema financiero.

Así mismo, la imposibilidad de financiar el gasto público –bajo cualquier modalidad– con recursos del banco central, condiciona (disciplina) la gestión presupuestaria, por lo que el fisco debe modificar cargas tributarias (incluida nueva deuda interna) o reducir el gasto, de acuerdo a la urgencia que le impongan las circunstancias.

Un banco central que actúa con un esquema distinto a la convertibilidad puede modificar discrecionalmente el nivel de reservas y el precio de las divisas. Es decir, no está obligado a mantener un determinado monto de reservas en función de sus pasivos. Por contraste, con CC el cambio entre la moneda doméstica y la divisa de referencia debe ser automático. Un importante aspecto en la credibilidad de este mecanismo consiste en la operación de una ventanilla de cambios, a la que el públi-

³ Para Calvo (1999) y Schuler (1998) ésta constituye la única fuente de señoreaje.

co tenedor de especies monetarias domésticas puede acudir en cualquier momento, a cambiarlas por divisas, a una paridad fija.

Del mismo modo, la CC tiene prohibición legal de alterar el tipo de cambio nominal. En sentido estricto, tampoco puede fijarse una meta de reservas. La oferta de dinero se ajusta pasivamente a las variaciones de las reservas internacionales, de forma tal que la relación paritaria entre los pasivos y los activos siempre se mantenga (regla de emisión).

Sin embargo, la experiencia demuestra que estas reglas no se cumplen rigurosamente; más aún, en un ambiente de crisis internacional como la actual, se ha flexibilizado la rigidez de las mismas, permitiendo realizar operaciones de regulación de la liquidez (que no deberían existir) con el “excedente de reservas” en relación a los pasivos. También se ha autorizado mantener dentro de las reservas obligaciones del Estado, e incluso papeles poco líquidos. Estas operaciones pueden llevar a cuestionar la vigencia de la CC en su versión más ortodoxa.

Un aspecto singular de las CC es la gestión del encaje o de los denominados requisitos de liquidez del sistema financiero. En teoría, los requerimientos de reserva pierden su significado clásico. La regulación de la liquidez es automática y se renuncia al papel de prestamista de última instancia. En relación a este punto, nuevamente la experiencia es contradictoria, pues bajo CC los encajes han mantenido su condición de instrumento de regulación monetaria y, en su ausencia, han sido sustituidos por requerimientos de liquidez (en moneda nacional o en divisas). Obviamente, esta modalidad es más apropiada bajo este esquema.

Es evidente que una CC no puede “crear” presiones inflacionarias de origen monetario. La oferta de dinero está determinada por la producción de bienes transables y por los ingresos de capital, sea como inversión directa o como inversiones de cartera. Es el arbitraje de las tasas de interés el que determina, en última instancia, el nivel de reservas y el nivel de la oferta de dinero en la economía, dado un margen de riesgo tolerable.

No se explica, sin embargo (Hauskrecht, 1993), por qué un cambio en el volumen de las reservas de divisas tiene que implicar un cambio sistemático y proporcional en la demanda de dinero.

El tipo de cambio fijo actúa como ancla nominal para la evolución de los precios domésticos al forzar su convergencia a la evolución de los precios del país emisor de la moneda que se utiliza como reserva. Para que esto ocurra, es necesario que opere el arbitraje entre bienes transables y no transables, lo que

exige un importante grado de movilidad de factores de la producción, que evitará que los precios de los no transables presionen el índice general e impidan la convergencia deseada. Así, la única posibilidad de que los salarios reales se incrementen, depende de que las ganancias resultantes en productividad tiendan a igualar a las del país cuya moneda se utiliza como reserva.

2. La dolarización

Es importante diferenciar los conceptos de CC y de dolarización pues –si bien no son excluyentes y hasta pueden llegar a ser parte de una sola estrategia, como se ha sugerido para los casos argentino y mexicano– no necesariamente van juntos, ni son sinónimos.

En efecto, mientras la CC espera fortalecer la moneda doméstica, la dolarización es el resultado de un proceso de pérdida total de confianza en las funciones tradicionales de la moneda, por la ausencia de credibilidad en su valor inter-temporal.

Uno de los efectos del funcionamiento de una CC consiste en la recuperación de la confianza y credibilidad de los agentes económicos en la estabilidad del valor de la moneda doméstica y, en tal virtud, se mantienen sus funciones como unidad de cambio, de cuenta, de pago y de reserva de valor (proceso típico de remonetización de las economías que han adoptado este esquema).

La dolarización, en cambio, consiste en la negación definitiva y explícita a aceptar la moneda doméstica en sus funciones por lo que se la sustituye por otra moneda más fuerte (en términos de credibilidad y confianza).

Mientras bajo una CC la emisión monetaria del país (unidad más líquida de los agregados monetarios) se respalda con reservas internacionales, expresadas en términos de la moneda escogida para tal efecto, en el caso de dolarización este respaldo no es necesario, pues el dólar desplaza a la moneda doméstica en sus funciones tradicionales.⁴

Un proceso de dolarización puede acompañarse de un empuje inflacionario temporal (por el exceso de circulante doméstico que exige su cambio) o, en el mismo sentido, por un au-

⁴ Se espera que la garantía provenga del banco central del país emisor de la moneda adoptada. Sin embargo, el Banco de la Reserva Federal se ha demostrado contrario a la constitución de un banco central multinacional, frente al deseo de Argentina de dolarizar su economía.

mento especulativo en el precio de esta divisa (explicado por el exceso de demanda). Se deben definir, además, el tipo de cambio para su conversión y un conjunto de normas y procedimientos que, acordados con las autoridades de Estados Unidos, den viabilidad a este proceso.

La dolarización puede ser el resultado de la apertura comercial y financiera (procesos naturales en el actual contexto de globalización), combinada con una pérdida de credibilidad en las autoridades monetarias a causa de un proceso inflacionario incontrolable. Por ello es necesario diferenciar la dolarización de activos (es decir, de las reservas de valor), de la dolarización del sistema pagos. La primera estaría ocurriendo en varios países de la región como resultado del proceso de internacionalización de las economías y de los potenciales riesgos cambiarios implícitos en los flujos de capital. Justamente, la posición de activos y pasivos en moneda extranjera del sistema financiero da cuenta de la importancia que ha cobrado este fenómeno. En cambio, una dolarización del circulante se produce menos espontáneamente y es el resultado de una decisión soberana de política económica, mediante la cual se renuncia a la moneda doméstica y se acepta el dólar como medio de pago.

Con dolarización se elimina el riesgo cambiario, las tasas de interés convergen a los niveles del mercado norteamericano y se pierden totalmente las posibilidades de acción monetaria soberana y de beneficiarse del señoreage; esto trae aparejado graves dificultades de no producirse una coincidencia en los ciclos productivos. Calvo (1999) propone enfrentar este problema creando un fondo de estabilización, una línea de crédito contingente para el caso de las crisis financieras y estableciendo un acuerdo con el Tesoro de Estados Unidos para compartir el señoreage.

Sin embargo, quedan sin resolver algunas interrogantes sobre la capacidad de respuesta de la economía nacional bajo un sistema monetario dolarizado. En especial, a los choques externos sobre aquellos bienes que no son producidos en Estados Unidos, a la evolución de los precios de los bienes no transables, a las fuentes de expansión monetaria para la nueva riqueza creada (logros de productividad en el sector de no transables) y a los efectos del diferencial en tasas de interés.

Si la dolarización es total, el problema del tipo de cambio es momentáneo; si este no es el caso, es necesario mantener un tipo de cambio implícito, lo que pondría en el tapete de la discusión temas de trascendental importancia, como el de la apreciación y depreciación de la moneda, el de los diferenciales en

productividad entre transables y no transables, y el de los índices de competitividad internacional y su relación con la evolución del salario.

III. ANÁLISIS CONCEPTUAL

En este capítulo se abordan los principales problemas teóricos relacionados con la CC. En particular, se trata sobre las relaciones que ella tiene con la inflación, las tasas de interés, el ciclo económico, la competitividad y los determinantes de las exportaciones e importaciones, el crecimiento económico, la fragilidad externa de la balanza comercial, la fragilidad del sistema financiero y los aspectos institucionales que debe considerar el esquema de convertibilidad.

1. Convertibilidad, tipo de cambio e inflación

Un esquema de convertibilidad supone una estricta ancla nominal que permite guiar la evolución de los precios domésticos de acuerdo con la dinámica de los precios internacionales y, más específicamente, con los precios del país con el que se mantiene el mayor volumen de flujos comerciales y financieros. Por este motivo, la liberalización del comercio exterior (reducción de las tasas arancelarias en nivel y en dispersión) es un prerrequisito para que se cumpla este objetivo con las menores distorsiones posibles.

Esta dinámica presume que los precios internos convergen a los externos, presunción definida en la teoría económica como la “paridad de poder adquisitivo” (PPA), que es una extensión de la ley de un solo precio.

Efectivamente, la PPA, o “teoría de la inflación y los tipos de cambio”, afirma que las variaciones del tipo de cambio entre dos monedas, en un período de tiempo definido, están determinadas por los cambios en los niveles de precios de los dos países a los que corresponden esas monedas. En rigor, es de esperar que si la “ley de un solo precio”⁵ se cumple, todos los productos de una cesta de referencia utilizada para calcular los niveles de precios de los distintos países tendrían el mismo pre-

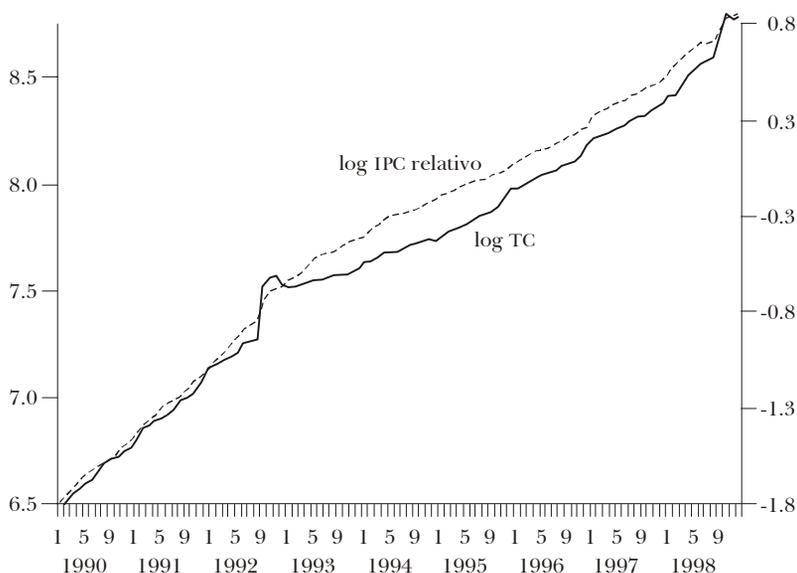
⁵ La ley del precio único establece que en mercados competitivos productos idénticos, vendidos en diferentes países, deben tener el mismo precio, al ser expresados en términos de una misma moneda. Esta ley no considera costos de transporte ni barreras comerciales de tipo arancelario.

cio medido en la misma unidad monetaria. Considérese la siguiente ecuación:

$$e = E \frac{P^*}{P}$$

que para el caso del Ecuador y de Estados Unidos e representa el tipo de cambio real bilateral, E el tipo de cambio nominal, P^* la inflación norteamericana, y P la inflación doméstica. Dada la inflación norteamericana, bajo el supuesto de la fijación del tipo de cambio nominal (con el compromiso de la autoridad monetaria por convertir sin restricción sucres por dólares a una tasa fija preestablecida, E), la convertibilidad supone descargar todo el costo de los desequilibrios sobre las variables determinantes de la evolución de los precios domésticos (P).

GRÁFICA I. TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y PRECIOS RELATIVOS ECUADOR-ESTADOS UNIDOS, 1990-98



Una proposición menos rigurosa que la PPA es la conocida como PPA *relativa*, según la cual la variación porcentual en el tipo de cambio real, a lo largo del tiempo, se explicaría por la diferencia entre las variaciones porcentuales en los índices de precios nacionales respectivos.⁶ La PPA relativa permite eludir el

⁶ En la práctica, la versión absoluta de la PPA no tiene sentido, a menos que la cesta de productos que sirve para calcular el índice de precios sea normalizada in-

problema de la necesaria homogeneidad de bienes implícito en la PPA absoluta. La diferenciación obvia de la cesta de bienes en los dos países obliga, entonces, a comparar las variaciones de los índices de precios.

Con el objeto de comprobar la validez de la PPA *absoluta* para el caso ecuatoriano se verifica la existencia de raíz unitaria para el tipo de cambio real bilateral.

Inicialmente se observó la evolución gráfica de las series de precios relativos entre Ecuador y Estados Unidos y el tipo de cambio bilateral nominal (gráfica I). Las trayectorias de las dos variables tienden a ser similares, lo que sugiere la verificación de la PPA. Sin embargo, una afirmación más confiable requiere de un análisis estadístico que permita determinar si la serie de tipo de cambio real es estacionaria.⁷

Para no descartar la presencia de PPA absoluta, se recurre a la prueba Dickey Fuller Aumentada (DFA). Los resultados de este ejercicio, que se presentan en el anexo 1, permiten concluir con holgura que e es no estacionaria o integrada de orden uno. Estos resultados son coincidentes con los obtenidos por Jácome (1996) para el período enero de 1989-marzo de 1996.

Para confirmar esto se utilizó una prueba adicional que es la de cointegración. En primer lugar se evalúa el orden de integración de las series (anexo 1), observándose que tienen efectivamente el mismo orden de integración (en este caso son $I(1)$). En consecuencia, hay la posibilidad de que entre ellas se detecte una relación estable de largo plazo, lo que se comprueba mediante el análisis de cointegración de Johansen y, entonces, se comprueba la presencia de PPA. Los resultados obtenidos se encuentran en el anexo 1 y muestran que se confirma la existencia de una relación estable en el largo plazo, contradiciendo la afirmación de Jácome (1996).⁸

Esta indefinición estadística relativa a la comprobación de la presencia o no de la PPA se enfrenta a dos limitaciones adicionales

ternacionalmente. Obviamente, la composición de la canasta de bienes y servicios del IPCU ecuatoriano (base septiembre de 1994-agosto de 1995 = 100) no es la misma que la del CPI norteamericano (base: 1982-1984 = 100). Véase Cabezas (1997), por su parte, el Bureau of Labor Statistics realiza periódicos cambios en la metodología de cálculo de los componentes básicos de los índices que publica, siendo el último de éstos el desarrollado en enero de 1999. Mayor información puede encontrarse en <http://stats.bls.gov/cpihome.htm>.

⁷ Si una variable es estacionaria, su esperanza matemática y su varianza, consideradas entre dos períodos temporales de la misma dimensión, son constantes en el tiempo. Esto implica estabilidad de largo plazo.

⁸ Ver Pérez y Fernández (1998), artículo en el que se discute el problema de identificación del orden en que está integrado el tipo de cambio real.

les. La primera tiene que ver con el nivel de precios al cual se daría la convergencia; y, la segunda, se refiere a la velocidad de convergencia en respuesta a una perturbación exógena (aspecto relacionado principalmente con la elasticidad de los precios de los bienes no transables).

Los dos efectos actúan sobre el tipo de cambio real de equilibrio y pueden, incluso, obligar a una precipitada salida del esquema de CC o de tipo de cambio fijo.

Si la PPA se cumple, la permanencia de una CC en el tiempo es factible; sin embargo, si esta condición no se cumple, la CC no tendría posibilidad de mantenerse en el largo plazo y la fijación del tipo de cambio como ancla nominal para los precios domésticos no cumpliría con su objetivo de conducirlos rápidamente al nivel de los precios internacionales.

La divergencia en precios se mantendría, entre otras razones, por: *i*) cambios en los patrones de mercado, que pueden modificar los términos de intercambio; *ii*) el crecimiento económico diferenciado, que afecta sistemáticamente los precios relativos de bienes no transables y transables; y *iii*) la presencia de precios y salarios poco flexibles, frente a los cuales cambios en los sistemas monetario y cambiario provocan desviaciones transitorias en las relaciones de precios reales y en la PPA.

Justamente, por esto es, que un mecanismo cambiario como el de la convertibilidad debe tomar en consideración dos factores: la causalidad existente entre el tipo de cambio nominal y la inflación; y, la velocidad de convergencia hacia una trayectoria de largo plazo, con el objeto de predecir la evolución del tipo de cambio real, variable que escapa al control de los responsables de la política económica (ver García y Pérez, 199)

Las relaciones entre devaluación e inflación constituyen punto central del debate en torno a la determinación del modelo cambiario. No es suficiente concluir que en el largo plazo se cumple –o no se cumple– la PPA para, a partir de esta sola afirmación, argumentar a favor o en contra de un tipo de cambio fijo y otro flexible. Es más, si una economía está expuesta a recurrentes choques nominales, la mejor elección de política cambiaria es la del tipo de cambio fijo; por el contrario, si su exposición es por lo general a choques reales, entonces será preferible un tipo de cambio flexible.

Si los flujos de comercio responden positivamente a los cambios en los precios relativos, y si el tipo de cambio nominal logra modificar la estructura de estos precios, el instrumento cambiario es una herramienta útil que no debe desecharse. Además, "... la insistencia dogmática de que la devaluación sig-

nifica inflación siempre y en todo lugar es plenamente equivocada” (Dornbusch, 1996), como equivocada puede ser una estrategia de permanente ajuste cambiario por los efectos que esta política tiene en las expectativas de los agentes. Falta, sin embargo, considerar en esta afirmación el contexto de liberalización de los flujos de capital y el efecto combinado de una estrategia cambiaria u otra, lo que se hará más adelante.

Bajo un esquema de tipo de cambio flexible existe la posibilidad de que los precios relativos demuestren desviaciones considerablemente persistentes, que responden a los movimientos propios del mercado. Bajo tipo de cambio fijo esa posibilidad no se elimina y puede incluso llegar a acrecentarse, con la dificultad adicional que estos movimientos no respondan a las condiciones del mercado y que más bien estén supeditados al ancla nominal.

Así, en presencia de dos tipos de bienes, el uno con precios flexibles, y el otro con precios rígidos o simplemente menos flexibles, se presentarán desviaciones persistentes de la PPA.

La forma en que se relacionan devaluación e inflación requiere de un análisis de correlación, el mismo que se presenta en el anexo I y del que se puede concluir que las dos series están altamente correlacionadas

No obstante, vale advertir que esta información no indica la dirección de la correlación entre esas dos variables. Para conocer esa dirección entre el tipo de cambio nominal y el índice de precios se recurrió a la prueba de causalidad de Granger, para el período 1990–98 y, efectivamente, es posible concluir que la devaluación precede a la inflación. Esta conclusión concuerda con los resultados del estudio de Rojas, Samaniego y Lafuente (1995), según el cual en el Ecuador la evolución del tipo de cambio sería un elemento clave para explicar el proceso inflacionario, especialmente luego de que se adoptó el esquema de bandas cambiarias.

La precedencia del tipo de cambio a la inflación, en un esquema como el señalado sería obvia, en un contexto de expectativas racionales; más aún si el mecanismo de bandas se acompañó de un proceso de indización de los precios de los combustibles y, en alguna medida, de los salarios. Es decir, la banda habría cumplido con su objetivo en la modulación de las expectativas de inflación (lo que no queda claro es hasta que punto se endogenizó la política monetaria y se sustituyó el objetivo antinflacionario por la defensa de la banda).

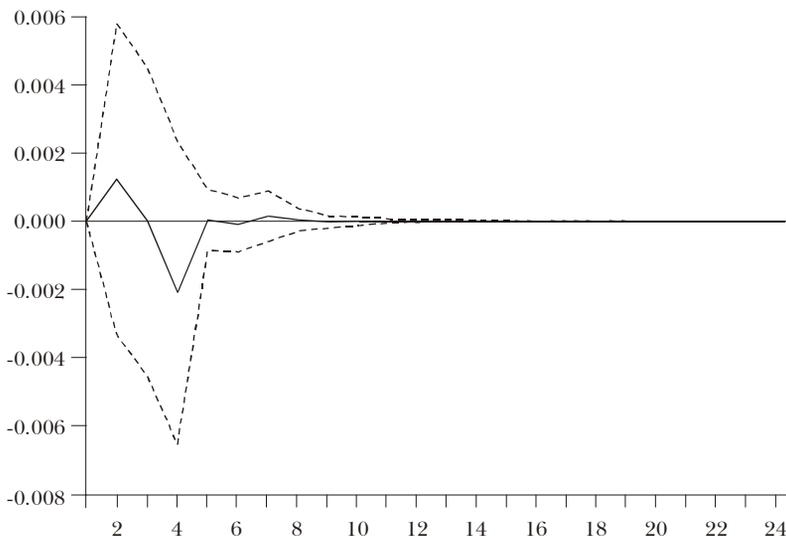
Esta indización de precios no solo obedece a la mecánica cambiaria. Mercados de bienes con estructuras oligopolísticas

influyen también en su evolución; la competencia imperfecta determina grados no óptimos de sustitución que inciden en las divergencias de la PPA.

Además la evidencia corrobora que, efectivamente, los precios de los productos primarios, negociados en mercados organizados en el ámbito mundial, están completamente arbitrados cuando –literalmente– se han realizado todos los ajustes a los correspondientes contratos (términos de embarque, lugar, madurez, etc.). Sin embargo, también sugiere que la PPA (tomada en sus acepciones estricta o débil) no se puede aplicar de la misma manera a bienes manufacturados.

La presencia de cualquier rigidez en los mercados puede “demorar” la velocidad a la que se revertiría una tendencia diferente a la de PPA, poniendo en riesgo el grado de competitividad externa de la economía. Y es que, la movilidad de factores no opera a la misma velocidad que la de los precios. A su vez, estas modificaciones implicarían pronunciadas oscilaciones en los saldos externos, en el producto y en el nivel de empleo del sector de bienes transables.

GRÁFICA II. PRUEBA DE IMPULSO RESPUESTA SOBRE EL TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL, DE UN CHOQUE EQUIVALENTE A UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR EN LA DEVALUACIÓN NOMINAL



Con el objeto de observar la velocidad de convergencia, se realizó un ejercicio estadístico mediante la introducción de un choque aleatorio por una sola vez en las variables, para calcular

el tiempo en el que volverían a su nivel de "equilibrio". La gráfica II presenta el resultado correspondiente.

Un choque de una desviación estándar en el tipo de cambio nominal causaría una depreciación equivalente a 0.45 puntos porcentuales adicionales en la variación el tipo de cambio real bilateral en el segundo mes posterior al mismo. Al tercer mes el efecto habría terminado para, inmediatamente, apreciar el tipo de cambio real bilateral durante los próximos dos meses. Al quinto mes, la distorsión casi se habría diluido. Esas depreciación y apreciación del tipo de cambio nominal dan cuenta de que, al menos en el corto plazo, las modificaciones en el tipo de cambio nominal producen los efectos esperados en el tipo de cambio real de equilibrio. Estos resultados son consistentes con los encontrados por García y Pérez (1999).

Por otro lado, luego de un breve período de depreciación, en el que las exportaciones se verían favorecidas por un tipo de cambio adelantado, se produciría una apreciación que, de ser permanente,⁹ como lo demuestra la experiencia, estimularía perversamente el sobreendeudamiento¹⁰ en moneda extranjera y provocaría el consabido *boom* de consumo, principalmente de bienes no transables, presionando sobre sus precios e impidiendo la convergencia requerida en un esquema de convertibilidad.

La convergencia entre inflación doméstica e inflación internacional ocurriría, eventualmente, más tarde de lo esperado. Si, además, la economía se encuentra abierta al mercado y se permite el libre flujo de capitales, la moneda puede estar sujeta a ataques especulativos con consecuencias para los demás equilibrios macroeconómicos (Krugman, 1996). Al final el esquema habrá colapsado, con un sector privado con significativos pasivos internacionales.

2. La convergencia en tasas de interés

En teoría, la adopción de una caja de conversión implica una tasa de devaluación nula, por lo que las tasas de interés domésticas deberían converger a las internacionales, al margen de una prima por riesgo país. Será justamente el potencial arbitra-

⁹ Si esta apreciación permanente es de equilibrio, se puede deducir que la economía habrá logrado ganancias en productividad, en cuyo caso, deja de tener una connotación perversa. Esta posibilidad constituiría el "mejor de los mundos" dentro de un esquema de cc.

¹⁰ Bajo el supuesto que los agentes consideran permanente a la apreciación del tipo de cambio real.

je que se da cuando existe un diferencial de tasas, el que determine las variaciones de la oferta doméstica de dinero. La mecánica operaría de la siguiente manera: un déficit (superávit) comercial implica necesidades (excedentes) de financiamiento; estas provocan un incremento (disminución) en las tasas de interés domésticas en relación a las internacionales; al aumentar (disminuir) la oferta de capitales externos, se incrementa (reduce) la oferta de dinero y, por consiguiente, caería el original diferencial de tasas de interés. Esta situación explicaría, entre otras razones, por qué países con tipo de cambio fijo, o alguna de sus variantes, presentan altos grados de endeudamiento e importantes niveles de apreciación del tipo de cambio real. Así funcionaría una CC.

Sin embargo, se debe advertir, que la forma en la que entró el nuevo financiamiento es decisiva. Si éste fue inversión extranjera directa, no habría problema, pues en este caso la posición de la cuenta de capitales sería sostenible (aunque la experiencia de los países asiáticos demuestra lo contrario). Por el contrario, si los capitales ingresados lo hicieron como inversión de cartera de corto o largo plazo, se pone en riesgo la estabilidad del esquema y su perdurabilidad en el tiempo, a menos que se les imponga un encaje (Krugman, 1998).

Obviamente, para que opere la convergencia en tasas de interés deberían cumplirse dos condiciones: libre movilidad de capitales, y estabilidad y eficiencia del sistema financiero doméstico.¹¹

La libre movilidad de los capitales puede restringirse por las limitaciones impuestas en los modelos de cartera y por la calificación de riesgo país (que de partida puede determinar la existencia de un importante diferencial de tasas “en favor” del país que adopta la CC, con el objeto de lograr financiamiento adicional).

También actúan en contra de la convergencia de la tasa de interés doméstica a niveles internacionales la presencia de contratos financieros indizados, convenios a largo plazo a tasas fijas y estados particularmente débiles de las instituciones del sistema financiero, como pueden ser posiciones altas en activos fijos, carteras en moneda extranjera localizadas en actividades no

¹¹ En un esquema ortodoxo de conversión no es posible que el banco central provea fondos para asegurar depósitos o aliviar problemas de liquidez del sistema financiero. Sin embargo Argentina, que inicialmente lo eliminó, ha previsto el funcionamiento de una agencia de seguro de depósitos financiada con aportes del propio sistema financiero y del gobierno. Esta modificación operó tras la crisis de 1995.

transables, entornos poco competitivos y la existencia de seguros de crédito implícitos o explícitos.

Otro aspecto que definitivamente obra en contra de dicha convergencia es la situación del sector público no financiero (SPNF). Una CC con un SPNF con altos niveles de endeudamiento interno es insostenible, por los efectos que propicia sobre las expectativas en la tasa de interés doméstica y en el tipo de cambio.

En términos de flujos, las crecientes demandas de financiamiento de un SPNF deficitario presionan las tasas de interés domésticas y les imponen una rigidez a su descenso. En términos de *stock*, un SPNF con un importante nivel de deuda verá ampliar su déficit en paralelo con el incremento de las tasas de interés, debido al servicio de intereses y también a las demandas de liquidez necesarias para servir el capital.

Si la deuda está denominada en divisas, su servicio puede implicar una reducción en las reservas internacionales y, en consecuencia, en la liquidez de la economía (oferta de dinero), cayendo en un círculo perverso que obligaría a elevar aun más las tasas de interés domésticas.

Por otro lado, el funcionamiento de una CC obliga a considerar el problema de la apreciación del tipo de cambio real, lo que haría necesaria una importante devaluación para prevenirla. Esta medida perjudicará la crítica situación del SPNF en términos de sus obligaciones en divisas; pero, no devaluar, significaría condenar a la exportación, de partida, a un tipo de cambio apreciado.¹²

En el caso del Ecuador, la deuda del Sector Público asciende a US\$ 15.100 millones, de los cuales el 99.7% está nominada en moneda extranjera y 1.3% en sucres. En 1999 el servicio de intereses representaría el 7.4% del PIB (6% por deuda externa y 1.4% por deuda doméstica). Las tasas implícitas respectivas son de 6.9% y 21%. Por cada punto adicional de intereses de la deuda interna, el costo para el fisco sería de US\$ 11 millones. Así mismo, este alto nivel de endeudamiento reduce la posibilidad de recurrir a los mercados internacionales en caso de enfrentar un ataque contra la divisa de respaldo o de una dolarización del sistema.

Por otro lado, el servicio del capital programado para este año, en caso de que no se reestructure la deuda, sería de US\$

¹² Una devaluación del 10% requeriría, en 1999, una liquidez adicional en la caja fiscal equivalente al 25% más de lo que se espera recaudar por IVA o al 60% más de lo que se espera recaudar por impuesto a la renta.

1 023 millones, es decir el 80% de la reserva monetaria en el Banco Central del Ecuador. En estas condiciones de alta iliquidez del sector público, que se acerca a una situación de insolvencia financiera, incrementos en tasas de interés o en tipos de cambio pueden ser fatales para la economía.

3. Tasas de interés y ciclo económico

Otro aspecto a considerar en la evaluación de la conveniencia de adoptar la CC, es la posibilidad de divergencias entre los ciclos económicos del país que emite la moneda de reserva y el país que la adopta, en tanto se vuelve inflexible la trayectoria de la tasa de interés a las necesidades de la economía doméstica.

Como se sabe, Estados Unidos está en una posición cercana a la de su producto potencial y, por ello, podría optar por el incremento en las tasas de interés para evitar presiones inflacionarias y “enfriar” su economía. Si la CC se respalda en el dólar, esa política contractiva tendría efectos negativos en la economía del Ecuador a la que, por atravesar una etapa recesiva, le convendría reducir sus tasas de interés para reactivar la inversión. Lo propio sucedería en el caso contrario, reducción de las tasas de interés internacionales en relación a la doméstica, afluencia de capitales al Ecuador, reducción de las tasas de interés en el momento en que el país está cerca de su producto potencial. De esta manera se concluye que la política monetaria tiene muy poca, o ninguna, posibilidad de actuar frente al ciclo económico interno,¹³ pues será dependiente del ciclo económico del exterior, con las potenciales consecuencias adversas.

Hausman (1999) sostiene que la evidencia empírica en países con tipo de cambio fijo indica que las tasas de interés domésticas actúan de manera menos pro-cíclica que en el caso de los regímenes con tipo de cambio flexible; es más, frente a choques externos la volatilidad en el primer caso sería mucho menor que en el segundo. Sin embargo, no menciona los riesgos de la divergencia en los ciclos, ni que la volatilidad de las tasas son el resultado de las fuerzas del mercado y –si bien en el caso del tipo de cambio fijo esta volatilidad es menor–, queda por investigar cuál es la variable que recibiría el choque y cómo se ajustaría (¿acaso el salario?).

Con un sistema de convertibilidad, la credibilidad de los agentes económicos en la estabilidad del tipo de cambio frente a un choque externo adverso, asegura la permanencia de sus

¹³ Véase *supra*, acápite III.5.

depósitos en el sistema financiero y, por consiguiente, mantiene la tasa de interés. Sin embargo, si se llegara a dudar de la viabilidad de la CC, la salida masiva de depósitos presionaría la tasa de interés doméstica para tratar de detener esa corrida y evitar ataques contra las divisas. De ahí que, como lo señalan Obstfeld y Rogoff (1995), la razón principal por la que los bancos centrales rompan con el compromiso de defender el tipo de cambio fijo no es por la pérdida persistente de reservas y la consecuente reducción de la disponibilidad de crédito, sino porque no están dispuestos a aceptar las consecuencias de esa defensa, en especial en lo que tiene que ver con el tiempo durante el cual se deben mantener altas las tasas de interés.

Otro factor a considerar es el encaje. Si éste no es remunerado, se impone un costo de congelamiento que tiene que reflejarse en la tasa de interés de mercado; si, por el contrario, es remunerado, se estimula un arbitraje que también puede influir en la evolución de la tasa de mercado. Por otro lado, la ausencia de un prestamista de última instancia (como sería el caso con CC), en un contexto de alto riesgo, puede introducir rigideces a la flexibilidad requerida de las tasas de interés, con lo que la convergencia se pondría en riesgo.

La experiencia práctica demuestra la imposibilidad de renunciar al encaje. En Argentina este instrumento fue utilizado para brindar seguridad y credibilidad a los depositantes, en el momento que se adoptó el esquema;¹⁴ durante la crisis mexicana (1994-95), fue igualmente de gran utilidad, como regulador de las variaciones bruscas de liquidez, para luego transformarse en un seguro de depósitos.

4. Competitividad

a) Competitividad y tipo de cambio fijo

La discusión en torno a la competitividad tiene relación con las diferencias de productividad entre países o entre actividades productivas similares de diferentes economías. Bajo un esquema de convertibilidad y en la medida en que se renuncia a la modificación del tipo de cambio como instrumento para generar ganancias en competitividad, es de suponer que sean las diferentes actividades económicas las que por sus propios medios deban alcanzar un nivel de productividad competitivo internacionalmente. Vale decir, que los rendimientos de los factores y

¹⁴ El encaje llegó a niveles del 70 y 80% de los depósitos.

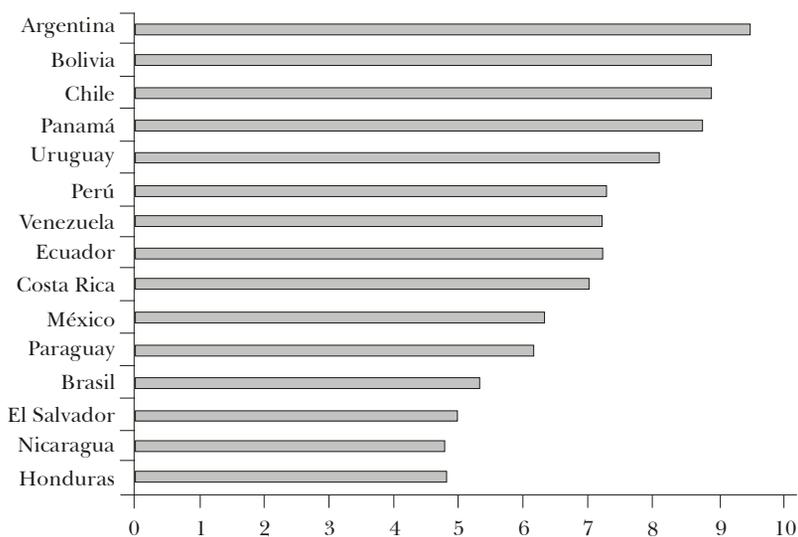
de la tasa de interés sean similares, a fin de que éstos no creen excesivas presiones sobre los costos de producción.

Con CC se espera que la relación entre precios internacionales y domésticos (tasa de interés e inflación), en la medida en que converjan, fueren a que la productividad también confluya a niveles internacionales, a través de la creación de ventajas comparativas dinámicas o por medio de un mejor uso de los factores de la producción.

La teoría del comercio internacional reconoce una competitividad basada en las ventajas comparativas naturales y otra sustentada en ventajas competitivas dinámicas o creadas. Las naturales hacen relación a la supremacía que tiene un país sobre otro en la dotación de un recurso que, por determinadas características, es abundante y barato (tierra, fuerza de trabajo, condiciones ambientales); en cambio, las competitivas son creadas y se refieren a la productividad de los factores de la producción, sean estos el capital o el trabajo.

La competitividad basada en el capital está asociada con la investigación y el desarrollo tecnológico y/o con la disponibilidad que tiene un país para invertir sus recursos en tecnología avanzada y de última generación. Sin embargo, para que dicha tecnología de punta rinda a su máxima capacidad, es necesario que el trabajo tenga altos grados de calificación. Es decir, no

GRÁFICA III. AÑOS PROMEDIO DE EDUCACIÓN PARA LA POBLACIÓN MAYOR DE 25 AÑOS



FUENTE: Banco Interamericano de Desarrollo (1998).

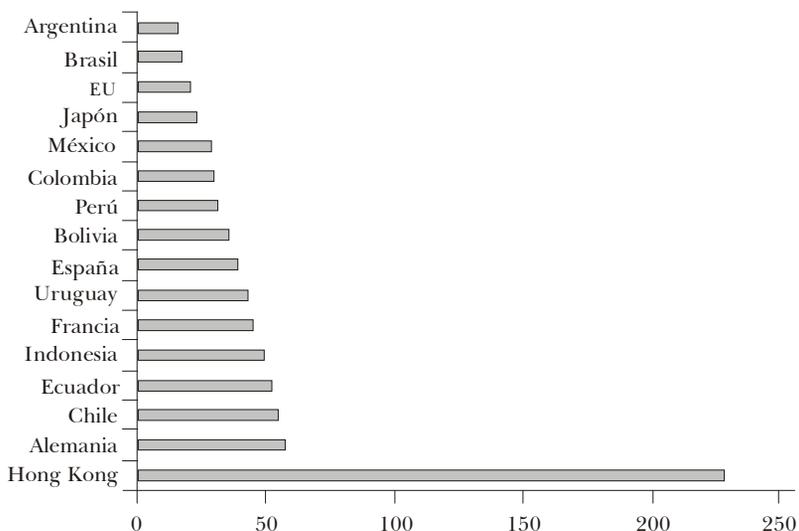
son separables alta tecnología de altas destrezas de la mano de obra. Una aproximación a las diferencias en calificación de la fuerza de trabajo entre los países de América Latina, se presenta en la gráfica III.¹⁵

En el marco de las ventajas naturales o competitivas, se deben considerar elementos que las refuerzan o las limitan.

La imposición de aranceles es una forma clara de proteger aquella producción nacional cuyos costos de producción están por encima de los internacionales. Este instrumento tiene dos problemas: la discrecionalidad y una posible asignación de factores de la producción de forma no competitiva. Una gestión activa del tipo de cambio nominal introduce distorsiones temporales en el vector de precios relativos de los bienes transables y no transables. Este último instrumento es posible de poner en práctica cuando el tipo de cambio es flexible, con un esquema de bandas cambiarias o de tipo de cambio reptante.

Por tanto, en un contexto de tipo de cambio fijo o con convertibilidad, serán importantes las ventajas comparativas naturales (dependiendo de la productividad en relación a los países

GRÁFICA IV. GRADO DE APERTURA EN 17 PAÍSES SELECCIONADOS, PROMEDIO, 1980-92



FUENTE: Penn World Tables 5.6

¹⁵ Sin embargo, es necesario anotar que la gráfica ilustra las diferencias entre los países de la región en lo relativo a la educación escolar, y no contempla información sobre formación técnica.

con que compiten esas ventajas), aunque en menor medida que las ventajas comparativas creadas o competitivas, que son dinámicas en el mediano y largo plazos.

Las ventajas comparativas (sean estas naturales o dinámicas) hacen más competitivo a un país en determinados productos. En el caso de las naturales interesa el uso eficiente de esos recursos abundantes y baratos, mientras que para las ventajas creadas o dinámicas lo importante es el grado de exposición que ha tenido la producción de un país a los bienes importados, pues descontados los aranceles y los efectos del tipo de cambio, lo que se comparan son las productividades de la producción doméstica en relación a la externa.

El Ecuador es uno de los países más abiertos del mundo, si se mide la apertura como el cociente de importaciones más exportaciones divididas para el producto interno bruto. En la gráfica IV se observa el grado de apertura en 17 países con muy variadas condiciones económicas.

Ese alto grado de apertura permite concluir que gran parte de la producción nacional está expuesta ya a la competencia internacional. Esta exposición se volvió más intensa cuando el grupo andino decidió en 1992 formar una zona de libre comercio, pues esto implicó una reducción importante en los niveles arancelarios. Según el *World Development Report 1998/99* (1999), en 1996 el grado de apertura en el Ecuador alcanzó el 57% y se ha mantenido en ese nivel hasta 1998 (BCE, IEM: 04-1999).

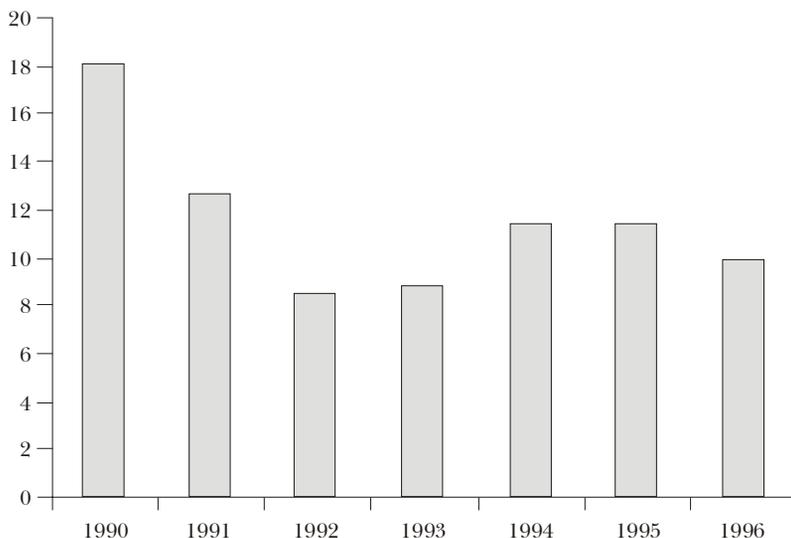
Además del grado de apertura, la mayor exposición de la economía ecuatoriana se puede observar por la drástica reducción de los niveles arancelarios y la eliminación de medidas para-arancelarias que estuvieron en vigencia hasta 1995. El arancel se redujo de un nivel promedio de 18.1% en 1990 a 10% en 1996 (Tamayo, 1997).

Dentro de este marco general, a continuación se presentan dos mediciones de competitividad basadas en fundamentos metodológicos distintos, que llegan a conclusiones particulares.

La primera se realizó con el sistema CAN¹⁶ aplicado a los principales productos de exportación. Este sistema clasifica a los

¹⁶ “La metodología del CAN se basa en la evaluación del nivel de penetración y participación de los países en un ámbito de comercio específico, sin buscar hacer referencia a los factores explicativos. La competitividad se vincula a la participación de mercado de un país en un sector dado de actividad comercial. La competitividad global del país describe la participación total en el comercio internacional, considerando un producto de la competitividad y del crecimiento de todos los sectores agregados. Así, la penetración de los países en los mercados internacionales queda determinada por su desempeño en el comercio y por su evolución. El análisis se di-

GRÁFICA V. ARANCEL EFECTIVO, 1990-96



FUENTE: Tamayo (1997).

productos en las siguientes categorías: estrellas nacientes, estrellas menguantes, oportunidades perdidas y retrocesos.¹⁷

Como se puede observar en el cuadro 1, de 196 sectores que contempla el CAN, el 24% son estrellas nacientes,¹⁸ es decir que la competitividad de la producción nacional es muy limitada.

El segundo conjunto de resultados que se presentan son los

rige hacia las relaciones participación-mercado y participación-cambio y adopta, a la vez algunos elementos de gestión empresarial." (CEPAL).

¹⁷ Estrellas nacientes: corresponden a sectores dinámicos del comercio internacional en los cuales aumenta la participación de mercado, la contribución o la especialización del país. Esta constituye la situación óptima para las exportaciones. El objetivo de un país debe ser tener la mayor parte de sus exportaciones en esta situación competitiva. Estrellas menguantes: representan sectores estacionarios en los cuales aumenta la participación de mercado, la contribución o la especialización del país. Esta corresponde a una situación de vulnerabilidad para las exportaciones, ya que el país es competitivo pero en sectores internacionales estancados. Oportunidades pérdidas: indican sectores dinámicos del comercio internacional en los cuales el país disminuye su participación de mercado, contribución o especialización. Es deseable que un porcentaje pequeño de las exportaciones se localice en este segmento. Ya que esta situación representa una pérdida de competitividad del país en los sectores de mayor dinamismo. Retrocesos: indican sectores estacionarios del comercio internacional en los cuales el país disminuye su participación de mercado, contribución o especialización. De la misma forma que la situación anterior, es deseable que un pequeño porcentaje de las exportaciones se localice en este segmento.

¹⁸ En el anexo 2 se listan los sectores que corresponden a estrella naciente.

elaborados por Pinto (1996), para el período 1970-95, basados en los siguientes indicadores: índice de especialización productiva, ventaja comparativa revelada, índice de posición competitiva revelada, descuento neto exterior y tasa de cobertura. El análisis se realiza para las actividades agrícolas y manufactureras en base a información de cuentas nacionales y del comercio mundial. Los resultados son los señalados en el cuadro 2.

CUADRO 1. DISTRIBUCIÓN DE 196 PRODUCTOS PARA ECUADOR

	<i>Número</i>	<i>Porcentajes</i>
Estrella naciente	47	24.0
Estrella menguante	43	21.9
Oportunidad perdida	59	30.1
Retroceso	47	24.0
<i>Total</i>	<i>196</i>	<i>100.0</i>

FUENTE: CAN.

El índice de especialización productiva (IEP) es el resultado del cociente de la tasa de cobertura interna y el índice de orientación exportadora.¹⁹ Los productos agropecuarios y el sector petrolero tienen niveles altos y medios del IEP debido a que la tasa de cobertura interna es cercana a uno y el índice de orientación exportadora es muy alta. En el sector manufacturero los productos agro-industriales muestran mejores niveles del IEP que los del resto de las ramas industriales, sin embargo se destaca que ramas como papel e imprenta, químicos y caucho, minerales metálicos y no metálicos, y maquinaria, equipo y material de transporte aumentaron de manera importante su índice de orientación exportadora.

La ventaja comparativa revelada (VCR), es un índice compuesto por el cociente entre el saldo neto de exportaciones por producto, dividido por la oferta total de dicho producto ponderado por su participación en las exportaciones a nivel mundial en la rama respectiva; mide la competitividad de la producción de un país. En el período 1992-95, banano,²⁰ café y cacao muestran el índice positivo más alto de la economía, seguido por carne y pes-

¹⁹ Esta parte se basa extensamente en las conclusiones encontradas por Pinto (1996).

²⁰ Sin embargo, es de notar que en 1998 la productividad por hectárea del banano fue de 34 Tm., mientras que en Costa Rica ascendió a 45 Tm., en Colombia y Honduras a 39 Tm. y en Panamá a 26 Tm por hectárea. Como 1998 puede considerarse un año atípico –fenómeno de El Niño en Ecuador y pronunciada sequía en América Central– se presentan también las cifras correspondientes para el año de

CUADRO 2. INDICADORES DE COMPETITIVIDAD, 1992-95

	<i>Índice de espe- cialización productiva</i>	<i>Ventaja com- parativa re- velada</i>	<i>Descuento neto exterior</i>	<i>Tasa de co- bertura</i>
Banano, café y cacao	n.d.	+	+	n.d.
Otros productos agrícolas	m	-	+	n
producción animal	m	-	+	n
Productos de la tala y de la corta	a	+	+	s
Petróleo crudo y gas natu- ral	a	+	+	n.d.
Refinación de petróleo	a	+	-	s
Productos minerales bru- tos	m	-	-	n
Carne y pescado elabora- do	a	+	-	s
Cereales y panadería	a	+	-	s
Azúcar	a	-	-	s
Productos alimenticios di- versos	a	+	-	s
Bebidas	m	-	+	n
Tabaco elaborado	a	+	-	s
Textiles y prendas de vestir	m	-	-	n
Productos de la madera y muebles	a	+	-	s
Papel e imprenta	b	-	-	n
Productos químicos y del caucho	b	-	-	n
Minerales metálicos y no metálicos	b	-	-	n
Maquinaria y material de transporte	b	-	-	n
Otros productos manufac- tureros	b	-	+	n

FUENTE: Pinto (1996).

NOTAS: b = especialización baja; m: especialización media; a: especialización alta / += ventaja comparativa positiva, descuento neto exterior positivo; -: sin ventaja comparativa positiva, sin descuento neto exterior positivo / s = tasa de cobertura mayor que la unidad; n: tasa de cobertura menor a la unidad.

cado elaborados, cereales y panadería, petróleo crudo y gas natural. Con índices bastante inferiores están productos alimenticios diversos, productos de la madera y muebles, refinación de petróleo, tabaco elaborado y productos de la tala y corte. De

1996: 36 Tm. en el caso ecuatoriano, 41 Tm. en Costa Rica y Honduras, 51. Tm en Colombia y 46. Tm en Panamá. Evidentemente, el reto que plantea para la exportación un programa de convertibilidad debe explicitarse extensamente. Véase <http://www.sica.gov.ec>.

las trece ramas de la industria manufacturera ocho presentan un indicador de VCR negativo. En el estudio de Pinto(1996), además se realizaron análisis de regresión para encontrar las determinantes de la VCR. En esta parte se hará referencia a los resultados obtenidos en relación al tipo de cambio real ponderado y a la productividad del trabajo.

CUADRO 3. RELACIÓN DE LA VENTAJA COMPARATIVA REVELADA CON EL TIPO DE CAMBIO REAL Y LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO

	<i>Tipo de cambio real ponderado</i>	<i>Productividad del trabajo</i>
Banano, café y cacao	0.016	
Otros productos agrícolas		
Producción animal	0.003	
Productos de la tala y de la corta		
Petróleo crudo y gas natural	0.018	
Refinación de petróleo	0.019	
Productos minerales brutos	-0.003	
Carne y pescado elaborado	0.099	41.114
Cereales y panadería		-80.421
Azúcar		67.642
Productos alimenticios diversos		33.633
Bebidas		
Tabaco elaborado	-0.054	
Textiles y prendas de vestir		
Productos de la madera y muebles		
Papel e imprenta	0.034	
Productos químicos y del caucho		
Minerales metálicos y no metálicos		24.878
Maquinaria y material de transporte		
Otros productos manufactureros		

FUENTE: Pinto (1996).

Del cuadro 3 se concluye que para la mayoría de las actividades el tipo de cambio no determina la VCR, lo hace positivamente para la mayor parte de los productos primarios y algunos agro-industriales, y tiene una incidencia negativa en solo dos casos.

Esta información concuerda con las relaciones que se detallan en el análisis de las determinantes de las exportaciones en lo que hace relación al tipo de cambio. Es decir, que la mayor parte de las actividades y en especial aquellas con ventajas comparativas reveladas positivas sí dependen de la depreciación de la moneda en términos reales.

Por su parte, el descuento neto exterior (DNE) mide aproximadamente la relación de términos de intercambio en una rama en particular. Valores superiores a la unidad indican un descuento neto exterior positivo, es decir, que el precio de los bienes exportados es mayor al de los bienes importados. En situación de DNE positivo se encuentran los productos agrícolas y animales en su totalidad, petróleo y gas natural, y en la industria manufacturera solamente productos alimenticios diversos y otros productos manufacturados. Únicamente tres ramas (banano, café y cacao, productos de la tala y corte, y petróleo y gas natural), presentan VCR y DNE positivos.

Por último, la tasa de cobertura (TC), mide la proporción de exportaciones de una rama en relación a las importaciones de esa misma actividad. En situación de superávit están los productos de la tala y corte, refinación de petróleo, las ramas agroindustriales y productos de la madera y muebles de la industria manufacturera.²¹

En términos generales, se concluye que las actividades con mayores ventajas comparativas o mejores grados de competitividad son aquellas ligadas a la producción de bienes primarios y aquellas que realizan transformaciones con poco contenido de valor agregado de productos primarios. A su vez, esa competitividad estaría basada en la depreciación del tipo de cambio real y en una baja volatilidad de éste (ver Jaramillo, 1991).

Para que el tipo de cambio real no se aprecie como resultado de una inflación doméstica superior a la internacional, debe operar una flexibilidad y movilidad del mercado laboral, flexibilidad de la relación de factores y precios entre bienes transables y no transables, de la evolución de la tasa de interés doméstica y de la tecnología (productividad) de la economía.

b) Tipo de cambio y crecimiento

La relación entre tipo de cambio y crecimiento económico tiene dos tipos de explicaciones. La primera, afirma que la depreciación conduce a la expansión económica porque alienta a las exportaciones y reduce la demanda de importaciones, lo que estimula la producción doméstica y corrige el déficit de cuenta corriente. La otra asume que la depreciación tiene efectos positivos, pero solo en el corto plazo, dependiendo de la elasticidad precio de las importaciones y exportaciones, y aduce que en el mediano y largo plazos, sus efectos son contractivos

²¹ No se dispone de datos para la rama banano, café y cacao.

porque desciende la demanda agregada debido a la reducción del poder adquisitivo de los asalariados. Quienes sostienen este argumento, añaden que además existen consecuencias adversas debido al peso de las obligaciones externas de un país, que también contribuyen al déficit de la balanza de pagos por el lado del servicio de la deuda externa. Una depreciación encarece dicho servicio, y cumplirlo obligará a obtener las reservas adicionales.

Sobre esta base, la hipótesis Balassa–Samuelson afirma que es la apreciación del tipo de cambio real la que se corresponde con el crecimiento económico. Obviamente la comprobación de esta hipótesis está sujeta a que la productividad en el sector de bienes transables crezca con más rapidez que en el de los no transables y a que, por esta razón, se modifique el vector de precios relativos de equilibrio inicial, dando como resultado una apreciación del tipo de cambio real que se disolvería con la movilidad perfecta de los factores de la producción.

Si no existe este arbitraje entre bienes transables y no transables, bajo un esquema de tipo de cambio fijo o de CC la distorsión introducida en el vector de precios puede agravarse; dependiendo del grado de apertura de la economía, pues ello definirá las proporciones de las producciones transables y no transables.²²

Para el caso del Ecuador, se comprueba la hipótesis Balassa–Samuelson, esto es, que la apreciación del tipo de cambio real estimula el crecimiento económico. Según Nazmi *et al.* (1998) la depreciación real tiene un impacto negativo sobre la inversión privada y por ende sobre el crecimiento.²³

Así, dentro de un esquema de convertibilidad, una posible apreciación del tipo de cambio real ocurriría si la inflación doméstica no converge con rapidez a la internacional, en cuyo caso el crecimiento se vería estimulado. Pero, a diferencia de otros esquemas de administración del tipo de cambio, a la autoridad pública solo le quedaría la política fiscal para evitar que un alto grado de apreciación implique la pérdida de competitividad de los transables, pues los incrementos en productividad sesgados hacia el capital, que se darían bajo este esquema, no serían instantáneos frente a la modificación de los precios relativos. En este caso se apuesta a la modificación de la estructura

²² De ahí se puede concluir que uno de los elementos que influyen en la convergencia de la inflación doméstica a la internacional es esa relación de precios y el tamaño relativo de los dos sectores.

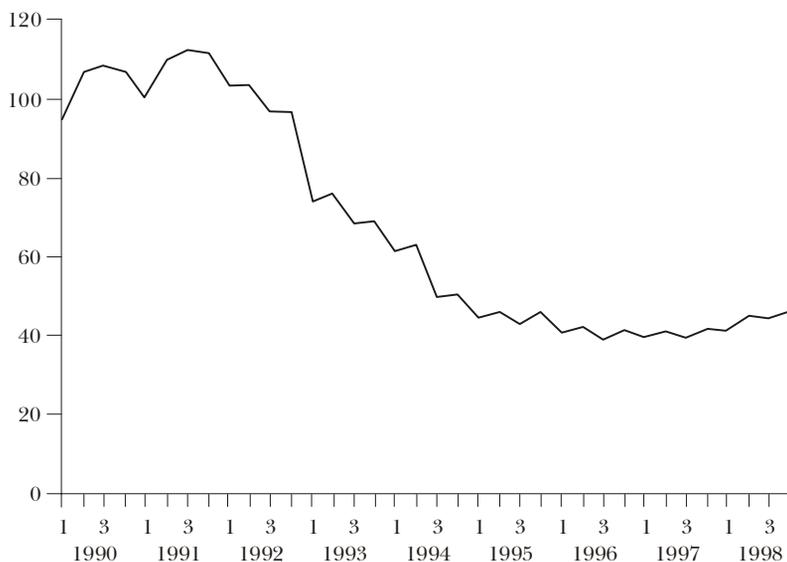
²³ Este resultado, no obstante, debería someterse a pruebas de exogeneidad.

del aparato productivo. Está claro que, por ejemplo, el proceso de industrialización por sustitución de importaciones, tan criticado desde hace dos décadas, se desarrolló con una estructura cambiaria más bien fija, aunque con niveles arancelarios elevados. ¿Cuál sería el resultado de un tipo de cambio fijo y una tasa arancelaria baja?

Uno de los precios clave que define la productividad nacional son los salarios. Los teóricos que respaldan la convertibilidad asumen que una de las condiciones de éxito, o una fuente de fracasos, es el grado de flexibilidad de los salarios frente al tipo de cambio. Aunque en el Ecuador no existen estudios sobre la flexibilidad de los salarios, es posible hacer una aproximación obteniendo un índice de tipo de cambio real corregido por un índice construido a partir del salario mínimo vital.²⁴ Los resultados obtenidos (véase gráfica VI), muestran que desde antes de la adopción del ancla nominal cambiaria, los salarios han sido inflexibles, respecto a las modificaciones en el precio de la divisa.

Se puede adelantar que hay una fuente de contradicción con los presupuestos que precisa un sistema de convertibilidad, pues

GRÁFICA VI. ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL POR SALARIOS (1991:1=100), 1990-98



²⁴ Para el cálculo se utilizó el salario nominal total promedio trimestral y el tipo de cambio para la venta promedio trimestral.

la poca flexibilidad de los salarios tornaría más lenta la convergencia de la inflación y, además, sería un factor que disminuiría la competitividad de la producción nacional.²⁵

Sin embargo, el sector informal (urbano y rural), un gran segmento de la economía, no está regido por el salario mínimo vital general, por lo que se supondría que tiene una estructura flexible de ingresos; aunque por estar en actividades que no son claramente transables (comercio y servicios), esa condición de flexibilidad no afectaría a la relación salario mínimo vital tipo de cambio que se había anotado, pero sí al nivel general de precios.

c) Los determinantes de las importaciones y exportaciones

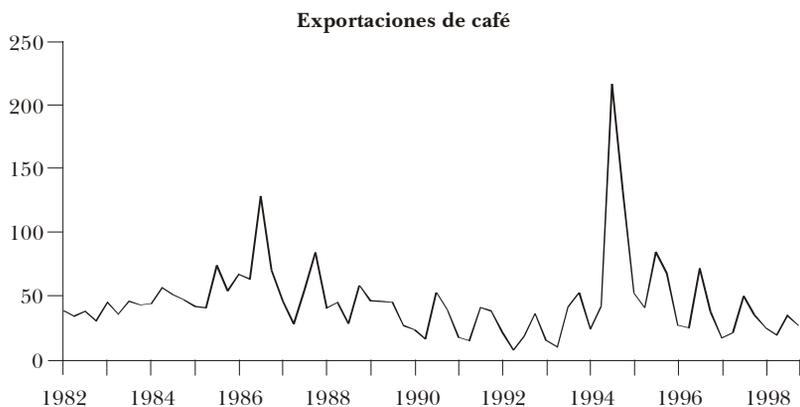
En un esquema de caja de conversión es clave el balance del sector externo real, es decir de las exportaciones, importaciones y de los aportes por el ingreso de inversión extranjera directa. En este punto se hace referencia al comportamiento de las importaciones y exportaciones. El interés es mostrar cuales son sus determinantes, con el propósito de analizar la importancia del tipo de cambio para unas y otras.

Según Gachet *et al.* (1998), en el largo plazo las importaciones del Ecuador están determinadas por el producto interno bruto nacional, con un coeficiente igual a uno. En cambio, no son elásticas al tipo de cambio real (la ecuación reportada en ese trabajo muestra un coeficiente igual a cero), lo que tiene importantes implicaciones de política, pues estos resultados permiten concluir que la economía necesita una dotación fija de bienes y servicios del exterior, sin importar su precio. El mismo estudio reporta el comportamiento de las importaciones en el corto plazo, es decir, en las decisiones inmediatas de los agentes. Los resultados obtenidos muestran que aunque en el corto plazo hay evidencia de una pequeña elasticidad con respecto al tipo de cambio real (0.2), los coeficientes asociados al crecimiento del PIB contemporáneo y sus rezagos suman casi 4, con lo que es obvio suponer que cualquier modificación en el tipo de cambio real queda corta frente a los movimientos del ingreso doméstico.

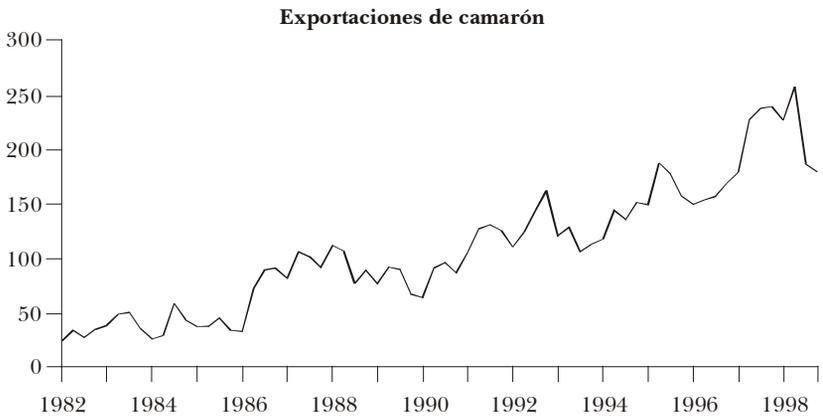
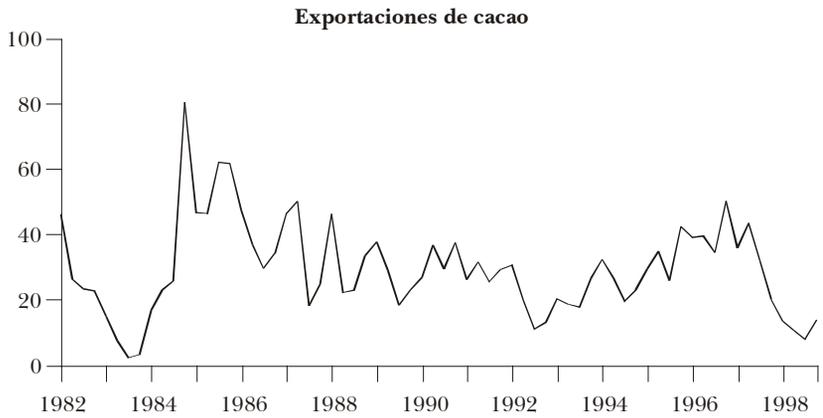
En todo caso, si las importaciones son inelásticas al tipo de cambio, es claro que el único mecanismo correctivo para reducir las presiones sobre la balanza comercial, provenientes de las

²⁵ La posible evolución del otro componente importante en los costos de producción, la tasa de interés, será tratado en otra parte de este documento.

GRÁFICA VII. EXPORTACIONES POR PRODUCTO PRINCIPAL EXCLUIDO PETRÓLEO, 1982-98 (en miles)



GRÁFICA VII (concluye)



importaciones, es la recesión o una drástica reducción del crecimiento de la economía.

En el caso de las exportaciones el problema de las elasticidades es más complejo y menos claro, pues el comportamiento a nivel de producto principal ha sido, por decir lo menos, muy inestable en el tiempo (ver gráfica VII).

Al igual que con las importaciones, lo que interesa es conocer la reacción de las exportaciones a la modificación en el tipo de cambio, pues mientras mayor sea esa respuesta menor sería, al menos en teoría, el volumen total exportado si se adopta un esquema de convertibilidad. A continuación se presentan los resultados para las exportaciones tradicionales, excluido el petróleo.²⁶

- *Banano*: los principales determinantes de las exportaciones son el incremento del tipo de cambio real y su coeficiente de variación, con signo positivo el primero y negativo el segundo, lo que implica que la estabilidad en la cotización de las divisas y la devaluación son favorables para el sector. Muy por debajo de estos coeficientes se encuentran el crecimiento del PIB externo.
- *Cacao*: en orden de importancia, el crecimiento de las exportaciones tiene una relación negativa con el coeficiente de variación del tipo de cambio, mientras que tiene una asociación positiva con su variación. De la misma manera, reaccionan positivamente frente al crecimiento de la demanda externa. Entonces, para impulsar las exportaciones de este producto lo fundamental es un tipo de cambio estable, pero que se deprecie para volverlo competitivo.
- *Café*: la evolución de las exportaciones está determinada principalmente por el crecimiento del PIB de Estados Unidos y por el incremento del tipo de cambio real. En este producto no es importante la volatilidad del tipo de cambio sino su depreciación.
- *Camarón*: las exportaciones dependen, en primer lugar, del crecimiento de la demanda externa, luego de la tasa de devaluación –con signo positivo– y del coeficiente de variación del tipo de cambio nominal –con signo negativo.
- *Atún y pescado*: las ventas externas de estos productos depen-

²⁶ En el anexo 2 se encuentran las salidas de las regresiones calculadas para cada uno de estos bienes de exportación.

den positivamente de sus valores pasados y de la variación del tipo de cambio nominal; en este caso no cuentan la demanda internacional ni el grado de volatilidad del tipo de cambio nominal.

Para evaluar el desempeño de las exportaciones no tradicionales, se hace referencia al estudio realizado por Freire *et al.* (1997). En dicho documento se hace un análisis por rama de actividad dentro de ese rubro de exportación y se obtienen los siguientes resultados:

- *Flores naturales*: presentan un coeficiente negativo, y de gran poder explicativo, de la variación del tipo de cambio real. Esto quiere decir que conviene la apreciación debido a que es una actividad muy dependiente de sus compras en el exterior.
- *Manufacturas de metales*: responden inversamente a la variación y la volatilidad del tipo de cambio real, lo que implica que estas exportaciones crecen con la apreciación y la estabilidad del tipo de cambio. También se trata de un sector muy dependiente de insumos importados, por lo cual una devaluación encarece los costos de producción.
- *Productos químicos y farmacéuticos*: las exportaciones de estos bienes no responden al tipo de cambio real ni a su variación, pero sí lo hacen respecto al tipo de cambio nominal en forma inversa. En esta rama se encuentra la misma relación que en las anteriores.
- *Artículos de fibras textiles*: las ventas externas reaccionan positivamente frente a la variación del tipo de cambio real, mientras que evolucionan negativamente frente a su volatilidad. Se trata de una rama con menor dependencia de insumos importados y los coeficientes encontrados se asemejan a los obtenidos para las exportaciones tradicionales.
- *Productos alimenticios*: como en el caso anterior, las exportaciones reaccionan positivamente a la variación del tipo de cambio real, así como negativamente a la volatilidad de la variable.

Se puede concluir que no existe un patrón único de respuesta de las exportaciones al tipo de cambio y a su volatilidad. Las exportaciones tradicionales y las ramas de no tradicionales de artículos de fibras textiles y productos alimenticios, reaccionan positivamente a la devaluación real pero negativamente al co-

eficiente de variación del tipo de cambio.²⁷ En cambio, las exportaciones no tradicionales, a excepción de las dos anotadas, reaccionan negativamente frente a una devaluación real y a la volatilidad del tipo de cambio; seguramente tal comportamiento se debe a que son actividades en las que la participación del componente importado es grande, por lo que les afecta el aumento en el precio de las divisas.

En consecuencia, haciendo un balance del análisis previo, se podría esperar que si el esquema de convertibilidad logra estabilizar el tipo de cambio real (lo que no necesariamente se cumple), no se producirían efectos relevantes sobre las importaciones, a menos que la CC venga acompañada de una fuerte recesión económica. Por su parte, las exportaciones tradicionales sufrirían en el corto y mediano plazos, al no contar con la depreciación de la moneda, a menos que la inflación interna converja rápidamente a la internacional, para lo cual una de las condiciones es que se flexibilicen los salarios.

En adición, el deterioro de los términos de intercambio puede resultar contraproducente para el funcionamiento de la caja de conversión,²⁸ pues éstos se han reducido de 102 en noviembre de 1997 a 71 en febrero de 1999. Esto se debe solo en parte al deterioro del precio del petróleo, pues la participación de este producto en las exportaciones totales ha disminuido drásticamente (cuadro 4). Todos estos elementos hacen dudar sobre las posibilidades de sostenibilidad de la balanza comercial bajo convertibilidad.

5. Fragilidad externa de la balanza comercial

El concepto de economía pequeña y abierta define el caso ecuatoriano. La apertura se puede comprobar a través de los flujos comerciales y de capital. Estos nexos internacionales juegan un papel preponderante en el desempeño macroeconómico.

²⁷ Estos resultados concuerdan con los de Jaramillo (1991), quien basa su estudio en una muestra de empresas. Según este autor la incertidumbre en los movimientos del tipo de cambio disminuye la posibilidad de que una empresa ingrese al mercado para exportar su producción.

²⁸ Roubini (1998), sostiene que el deterioro de los términos de intercambio no sería ningún problema si existe libre movilidad de factores; dice "...As a negative oil shock hit Texas, people and capital left Texas for other states and this dampened the real effect of the shock; high capital and labor mobility helps the adjustment to a terms of trade shocks. The same cannot be said of other countries considering a currency board with parities pegged to the us dollar. They cannot respond to a large terms of trade shocks by sending their workers to the us."

co general. Los partidarios de la globalización argumentan que un mayor grado de apertura impulsa mejores tasas de crecimiento económico. Se puede afirmar, al mismo tiempo, que un elevado nivel de apertura puede implicar un grado de exposición mayor a eventuales choques reales. Estos, de ocurrir, son especialmente negativos en presencia de mecanismos cambiarios fijos, en los que la autoridad monetaria ha cedido buena parte, o toda, su capacidad de ejercer una política monetaria activa o contracíclica.

Como se indicó (acápito III.4.a), el Ecuador presenta una de las economías más abiertas del mundo. Cabe recordar que Argentina, al momento de asumir la convertibilidad, tenía un 18% de apertura, lo que habría implicado un mayor esfuerzo contractivo; aparentemente, el Ecuador, al presentar un índice que bordea el 60% de apertura, podría encontrarse en mejores condiciones para enfrentar los retos comerciales de una CC.

Los choques externos a los que está expuesta una economía abierta son reales y nominales, y la incidencia de éstos depende de la estructura de las exportaciones, de la cuenta de capitales e incluso de determinadas circunstancias geográficas. Estos choques pueden ser positivos o negativos, producidos por acciones deliberadas de los agentes económicos,²⁹ o consecuencia de eventos naturales impredecibles y recurrentes como el Fenómeno de El Niño que afecta aproximadamente cada 7 años a la producción de la costa ecuatoriana.

La fragilidad de la economía a este tipo de choques se profundiza por la variabilidad de los precios internacionales de los productos de exportación que, bajo el esquema de una CC, determinará movimientos en la posición externa del país, afectando a su vez la oferta de dinero y provocando excesos o restricciones de liquidez, que no necesariamente responden a las demandas del conjunto de la actividad económica.

Esta inestabilidad en los precios internacionales es más evidente que el caso de los productos primarios.³⁰ En el período 1990–98 las exportaciones de productos industrializados han representado menos de la cuarta parte del total de exportacio-

²⁹ Se refiere a las acciones tomadas por otras economías para proteger su producción interna o sus exportaciones. Ejemplo de esto son las cuotas y barreras para arancelarias contra las exportaciones de banano ecuatoriano a la Unión Europea.

³⁰ El coeficiente de variación de los precios de las importaciones y exportaciones (concentradas en bienes y capital las primeras y en productos primarios las segundas), pueden ejemplificar esta relación para el caso del Ecuador. Según información para el período 1990-98 (a nivel mensual), el coeficiente de variación del índice de precios de las importaciones es de 4.3% y el de las exportaciones de 9.4 por ciento.

CUADRO 4. ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES, 1986-98

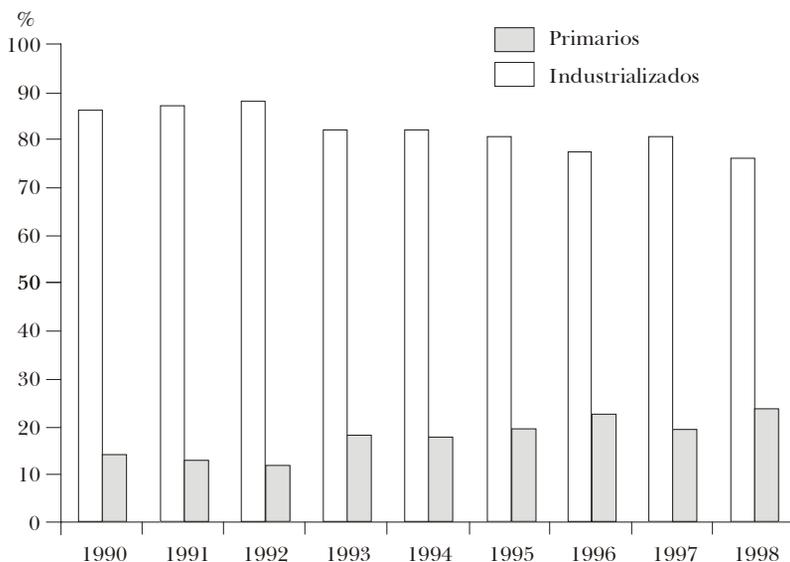
	Total $a=b+e$	Petroleras $b=c+d$	Derivados d	No petroleras $e=f+l$	Tradicional $f=g+h+i+j+k$	Banano y plátano g	Café y elaborados h	Camaron elaborados i	Cacao y elaborados j	Atún y pescado k	No tradi- cionales l
1986	100.0	44.9	41.7	3.2	55.1	48.2	12.1	13.2	6.8	1.2	6.9
1987	100.0	37.6	33.5	4.1	62.4	53.8	13.8	19.9	7.3	1.9	8.6
1988	100.0	44.5	39.9	4.6	55.5	46.3	13.6	17.6	5.7	1.6	9.2
1989	100.0	48.7	43.9	4.9	51.3	43.2	15.7	13.9	4.6	2.1	8.0
1990	100.0	52.1	46.6	5.5	47.9	41.1	17.3	12.5	4.8	1.8	6.8
1991	100.0	40.4	37.1	3.3	59.6	51.9	25.2	17.2	4.0	1.7	7.7
1992	100.0	43.4	40.6	2.8	56.6	46.4	22.0	17.5	2.4	1.8	10.2
1993	100.0	41.0	37.6	3.4	59.0	42.2	18.5	15.4	2.7	1.8	16.8
1994	100.0	34.0	30.8	3.1	66.0	48.1	18.4	14.3	2.6	1.9	18.0
1995	100.0	35.4	31.6	3.7	64.6	45.2	19.4	15.3	3.0	2.0	19.4
1996	100.0	36.2	31.0	5.2	63.8	41.1	19.9	12.9	3.3	1.7	22.7
1997	100.0	29.6	26.8	2.8	70.4	48.7	25.2	16.8	2.5	1.9	21.7
1998	100.0	22.3	19.1	3.2	77.7	52.0	25.8	20.6	1.1	1.9	25.6

CUADRO 5. CONCENTRACIÓN DE LAS EXPORTACIONES, 1989-98

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Prom.
Coefficiente de Gini	0.68	0.71	0.69	0.70	0.68	0.62	0.64	0.65	0.64	0.62	0.66
Cobertura %	99.0	99.3	99.4	98.4	96.9	96.2	95.9	94.0	95.4	97.0	97.1

nes, medidas en dólares *FOB* (gráfica VIII). En promedio, durante el período indicado las exportaciones de productos primarios representaron el 82.4% del total exportado. Por tanto, se puede deducir que los flujos de divisas provenientes de las exportaciones serían inestables en el tiempo, lo que añadiría una dificultad adicional a la operación de una caja de conversión ortodoxa.

GRÁFICA VIII. ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES ECUATORIANAS: PRODUCTOS PRIMARIOS E INDUSTRIALIZADOS, 1990-98



Además, la estructura de los productos primarios de exportación puede añadir mayores inconvenientes al funcionamiento de la CC, si esta actividad de comercio exterior se concentra en pocos bienes.

El cuadro 5 recoge los índices Gini para las exportaciones ecuatorianas en el período 1989-98.³¹ Los niveles de concentración que muestra el indicador son elevados entre 1989 y 1993; a partir de 1994 la concentración habría disminuido, lo que reflejaría el incremento de las exportaciones no tradicionales.

La contribución de cuatro productos (petróleo crudo, banana, camarón y flores) asciende, en promedio para el período 1989-98, a 87.5% del total de las exportaciones. Esta estructu-

³¹ En promedio, la cobertura de la muestra es mayor al 97.1% del total de exportaciones valoradas en dólares, *FOB*.

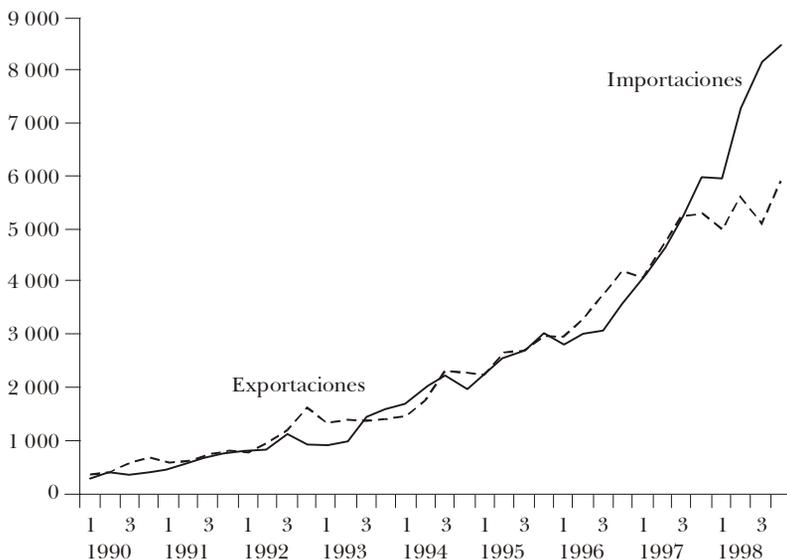
ra, en presencia de choques internacionales adversos, implicaría fragilidad de la CC, pues ésta se alimentará principalmente del resultado neto del comercio exterior. Eventos como el recientemente ocurrido con el precio internacional del petróleo reducirían los flujos de divisas hacia la reserva internacional, limitando el nivel de los agregados monetarios expresados en moneda doméstica.

En sentido contrario, si la cotización internacional del barril de crudo –o de cualquier otro producto primario exportado– sube inesperadamente, la oferta monetaria tendría un comportamiento expansivo. Similares efectos se observarían con un desastre natural como el fenómeno de El Niño que, al obstruir las vías de transporte, o al modificar las condiciones ambientales o fitosanitarias, también se convertiría en un obstáculo a la exportación. Monocultivos, como el camarón, tienen una propensión no despreciable a desarrollar enfermedades –especialmente virales– de consecuencia devastadoras que, igualmente, significarían bloqueos repentinos a la alimentación de divisas en la caja de conversión, con la consecuente reducción de la oferta monetaria doméstica.

En consecuencia, la operación de una CC sustentada en una economía como la ecuatoriana, debe considerar la presencia de mecanismos contracíclicos, como podría ser la creación de fondos de estabilización.

Por su parte, las importaciones presentan una estructura muy diferente, con una abierta gama de productos, desde alimentos hasta bienes de alta tecnología, que traducen, en conjunto, la dependencia del aparato productivo doméstico. Desde esta perspectiva y, con el fin de evitar ajustes recesivos, las autoridades económicas deberían estar dispuestas a recurrir a barreras arancelarias o para-arancelarias que limiten al menos parcialmente la demanda de importaciones; medidas que, por otro lado, estarían limitadas por los acuerdos del país con la OMC.

A su vez, las exportaciones presentan una clara tendencia estacional: la primera mitad del año (que corresponde a la época de lluvias en la costa) tienen una tasa de crecimiento menor a la segunda parte (gráfica IX); y no se puede concluir que las importaciones tengan similar comportamiento. Esto implica que, “naturalmente”, la CC tendría presiones estructurales durante la primera mitad del año, mientras que entre julio y diciembre un mayor crecimiento de las exportaciones justificaría un manejo monetario expansivo. Nuevamente, la presencia de algún mecanismo de estabilización sería indispensable.

GRÁFICA IX. TENDENCIA DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES, 1990:1-1998:4 (en millones de sucres)

6. Fragilidad del sistema financiero

El impacto de la introducción de una CC en el sistema financiero es ambiguo, porque depende de la situación inicial en las que éste se encuentre. Sin embargo, las condiciones que deberían prevalecer para que la CC no se vea amenazada en su estabilidad son evidentes.

La interdependencia entre el ciclo económico y la situación del sistema financiero es estrecha; pero, se debe advertir que la gestión interna de estas instituciones es también de fundamental importancia.

La etapa descendente del ciclo económico está asociada con la reducción de las líneas de crédito internacionales y la consecuente salida de capitales. Si el tipo de cambio es flotante, ocurre una depreciación de la moneda; mientras que con tipo de cambio fijo, o cualquiera de sus variantes, el resultado es la pérdida de reservas internacionales. Dependiendo de la gravedad de la crisis, también se puede producir una caída importante en el valor de los activos, producto del exceso de oferta de papeles que buscarán licuarse en favor de activos menos riesgosos. En este contexto, la situación del sistema financiero a nivel micro es crucial para poder enfrentar ambos riesgos.

La evidencia empírica demuestra que la apertura de la cuen-

ta de capitales ha generado más de un problema a las economías en desarrollo. En un contexto de regímenes cambiarios fijos y de CC, el resultado ha sido la apreciación del tipo de cambio, sea por el exceso de oferta de divisas, producto del diferencial de tasas de interés, o por la no convergencia en precios. Esta apreciación ha estimulado el crédito en moneda extranjera, la inversión en activos fijos y el consumo de bienes durables que en economías como la ecuatoriana tienen un alto componente importado.

La sostenibilidad de este “populismo” convertible (*boom* de crédito y consumo), está limitada por la capacidad de endeudamiento de la economía, la generación de ahorros fiscales, el nivel de reservas internacionales, la posibilidad de mantener las tasas de interés altas en relación con las internacionales y la elasticidad y posición de cartera de los acreedores externos. Sin embargo, son cruciales los niveles de eficiencia, seguridad y transparencia con los que se crea dinero secundario.

Es decir, bajo un régimen de convertibilidad y en presencia de un sistema bancario y financiero poco profundo y transparente, carente de controles y supervisión adecuados, el escenario propicio para que se forme una burbuja financiera estaría dado.

Dornbusch (1998), en su particular visión del problema asiático sostiene que éste puede ser fácilmente interpretado como una crisis del mercado de capitales, con los siguientes ingredientes:

- el sistemático descalce de vencimientos en los balances del sistema financiero y de las firmas no financieras: captaciones de corto y colocaciones de largo plazo (riesgo de liquidez);
- el descalce en las denominaciones numerarias: los pasivos en moneda extranjera y activos moneda doméstica (riesgo cambiario);
- la vulnerabilidad por la posición de activos (adquiridos con deuda), expuestos a grandes fluctuaciones en su valor de mercado (riesgo de mercado);
- las condiciones específicas en la gestión del sector público (riesgo país).

Por su parte, Krugman (1998) sostiene que para entender la situación de los países asiáticos, se debería diferenciar una crisis monetaria de una financiera. Según este diagnóstico, es preciso entender el papel de los intermediarios financieros que, en un contexto de riesgo moral asociado a deficiencias en la supervi-

sión y a un seguro implícito de depósitos por parte del gobierno, produjeron un exceso de oferta de crédito y, a causa de éste, una inflación del precio de los activos fijos, tales como la tierra y el capital.

Entonces, la adopción de un esquema de CC debe tomar en consideración estos riesgos. Al fijar el tipo de cambio, el instrumento de arbitraje son las tasas de interés. En una situación en la que existen problemas de liquidez, el incremento de la tasa de interés, deterioraría la cartera del sistema financiero, produciría transferencias de riqueza y estimularía la sustitución de pasivos en moneda doméstica por los de moneda extranjera.

Como la CC elimina la función de prestamista de última instancia del banco central, el sistema financiero deberá recurrir a los flujos externos de capital o crear sus propias provisiones, lo que afecta el grado de intermediación.

En Argentina, por ejemplo, los altos niveles de liquidez del sistema permitieron resistir la fuerte caída de los depósitos (18%) tras la crisis de 1995. Esta no es la situación actual en el mercado ecuatoriano, pues si bien la situación de liquidez³² muestra una mejoría (la tasa interbancaria pasó de 105% en enero a 58% en mayo y la venta de divisas por parte del BCE se redujo), el endeudamiento del sistema financiero con el BCE (artículos 24 y 25) se mantiene en niveles elevados. Adicionalmente, en los próximos meses la banca podría enfrentar una caída importante de los depósitos, cuando se proceda a liberar los recursos congelados.

Asimismo, en la presente coyuntura, la restricción y encarecimiento de las líneas de crédito internacionales para la banca nacional son importantes elementos a considerar. A inicios de abril se observa una reducción neta en las líneas de crédito por alrededor de US\$ 350 millones, lo que hace más vulnerable la situación del sistema porque cerca del 20 por ciento del fondeo en moneda extranjera proviene de estas fuentes. De estos recursos, el 70% se origina en la banca extranjera y el 30% en la *off-shore*; y, la mayor parte de estos últimos, son captaciones realizadas en el territorio ecuatoriano. Se podría esperar una mayor restricción de la liquidez si, al momento de descongelarse³³ los depósitos, esos recursos se transfieren a la banca extranjera.

Además los niveles de liquidez del sistema bancario, se encuentran amenazados por el cronograma previsto para el des-

³² Vinculada al congelamiento de depósitos.

³³ Constituyen aproximadamente US\$ 1.5 mil millones.

congelamiento de los depósitos. De suponer una corrida al momento de liberar esos fondos, se requerirían recursos para cubrir alrededor del 15% de los depósitos totales del sistema. Los fondos retenidos representan cerca del 35% de los depósitos del sistema bancario;³⁴ estos se encuentran constituidos en un 62% por depósitos a plazo, de los que un 70% son sensibles³⁵ si se registra una tendencia del público a orientar cualquier excedente de liquidez a la compra de divisas. Para hacer frente a esta posible corrida de depósitos, será necesario que los requisitos de liquidez del sistema bancario se incrementen en siete puntos porcentuales para moneda nacional y un punto porcentual para moneda extranjera.

Los países que han adoptado este esquema han impuesto altos requisitos de encaje o de reservas líquidas (en los propios bancos), restando posibilidades de profundización financiera y elevando los costos de oportunidad del dinero. Por este motivo, se ha permitido que estas reservas se mantengan en papeles del exterior de alta liquidez y con un grado de remuneración. Sin embargo, en caso de que estos recursos no se coloquen en instrumentos adecuados, se impondría una restricción adicional a la convergencia de tasas de interés. Una alternativa podría consistir en alargar el plazo de las captaciones y asignar los recursos líquidos al sector productivo transable, a fin de minimizar las posibilidades de que surjan problemas de liquidez (Calcagno, 1997).

Con el propósito de medir el efecto que podría tener una subida en las tasas de interés y una devaluación del tipo de cambio en el sistema financiero, se corrió una regresión (anexo 3), en donde la variable dependiente es el índice de morosidad medido por la cartera vencida sobre la cartera total del sistema financiero y las variables explicativas son el margen financiero entre la tasa activa referencial y la tasa pasiva referencial, los depósitos en sucres y en dólares en el sistema bancario ecuatoriano y la cartera vigente en sucres y en dólares.

Si se supone que el margen de intermediación financiera se incrementa en 5 puntos porcentuales y el resto de variables se mantienen constantes, la relación de morosidad para el prome-

³⁴ Los depósitos restringidos en la banca nacional al 30 de abril representan alrededor de us\$ 1.3 mil millones.

³⁵ Para efectos de cálculo se considera que los depósitos de mayor volatilidad son: i) los que se registran a menores plazos, es decir, con un período promedio de colocación entre 30 y 90 días (que representan el 50%); y, ii) la mitad de aquellos que se colocan a plazos entre 91 y 180 días, pues se captan a tasas ligeramente superiores a la de los depósitos de plazos de 30 y 90 días.

dio del sistema de bancos privados se incrementaría en 161%.³⁶ Las provisiones adicionales que deberían hacer los bancos en respuesta al deterioro de su cartera, se reflejaría en la solvencia (una reducción de 50%) y en la rentabilidad sobre el patrimonio³⁷ (disminución en 40 por ciento).

Frente a un incremento del tipo de cambio en 50%, la cartera en dólares exigiría para su servicio una mayor cantidad de sucres. Si se asume que los bancos conceden a sus clientes un crédito en sucres para cubrir el efecto de la devaluación, y que este crédito se registra en los depósitos en sucres de sus clientes, el efecto combinado implica un aumento de la morosidad de 5%. Este incremento podría ser menor si las empresas o los individuos pueden reorganizar sus activos líquidos para cubrir la deuda en dólares. Entonces, se concluye que el efecto de una devaluación es pequeño en el índice de morosidad de los bancos. En este caso el índice de solvencia se reduciría en 2 puntos porcentuales (de 12 a 10%) y la rentabilidad patrimonial en términos nominales disminuiría en 3 por ciento.

Por lo tanto, ante la necesidad de tomar una medida de política monetaria, en el marco de un sistema financiero débil y vulnerable a choques exógenos, sería preferible tomar acciones que impliquen una gestión prudente de tasas de interés y la flexibilización del tipo de cambio.

7. Aspectos institucionales

Adoptar un sistema de conversión monetaria requiere, y puede ser causa posterior, de un profundo cambio de las instituciones sociales,³⁸ que son las encargadas de definir un marco general de acción para la conducta humana. Una conducta es socialmente relevante cuando tiene incidencia en el resultado de un mercado, o a nivel agregado, como por ejemplo el efecto global de las operaciones del sector fiscal. Una constante tendencia al déficit público, que involucra acciones de legisladores,

³⁶ La morosidad se mide como la relación de cartera vencida sobre cartera total, al incrementarse la relación se asume que la cartera total no aumenta puesto que las provisiones se incrementarían en la misma proporción que la cartera vencida.

³⁷ Para analizar la derivación del incremento necesario de provisiones en la rentabilidad patrimonial de los bancos privados se utiliza el análisis de rentabilidad desglosado por el "Sistema Du Pont" en este análisis el incremento del margen se traslada únicamente a gasto de provisiones y a cartera vencida más no a intereses ganados

³⁸ Éstas son mecanismos de coacción ideados por la sociedad para modelar la conducta humana. Ver North (1997).

burocracia y autoridades monetarias, es el caso de una institución que modula en forma ineficiente la conducta de los agentes.

De igual manera, un constante incremento del crédito neto otorgado por el Banco Central al sistema financiero implica una conducta de los agentes del sector bancario que repercute en el nivel de los medios de pago en el sistema.

Las instituciones permiten estructurar incentivos para el intercambio, sea este social, político o económico, e influyen en el desempeño de las actividades productivas; por lo tanto, su evolución incide en el desarrollo de la sociedad. En presencia de una CC ortodoxa, ni el resultado fiscal, ni el incremento del crédito al sector financiero ejemplificados, serían posibles. Tampoco se podría cubrir deficiencias de competitividad recurriendo a devaluaciones monetarias. Esto implicaría someter a las principales instituciones económicas a un drástico proceso evolutivo, de cuyo éxito dependerá la permanencia de la caja de conversión en el largo plazo. Este proceso requiere de cuatro condiciones de sustento.

En primer lugar, es necesario un conjunto de derechos de propiedad que faciliten la especificación de los atributos económicos de los bienes intercambiados. En el caso ecuatoriano, la estructura de derechos de propiedad no está apropiadamente definida: el Estado utiliza capitales naturales (petróleo) para solventar sus requerimientos de gasto corriente; buena parte de la actividad de cría de camarón se sustenta en el uso gratuito de áreas de propiedad pública sobre las cuales no ha sido posible establecer tributos; el Ejecutivo dispone del poder suficiente para conculcar el derecho de propiedad de los depositantes del sistema financiero, sin ninguna medida compensatoria o alternativa, que permita escrutar factores de responsabilidad que contribuyan a atenuar los perjuicios irrogados. En general, la estructura actual de derechos de propiedad, débil e inequitativa, no aporta a disminuir los costos de transacción.

En segundo lugar, se requiere establecer procesos de intercambio impersonales. Cuando las relaciones económicas son personalizadas, dependen de lazos de parentesco o están determinadas por lealtades subjetivas, se restringe la conducta de los agentes y se reduce la necesidad de conocer en detalle el contenido de las transacciones. El intercambio impersonal requiere especificar con mayor prolijidad el contenido de los derechos de propiedad transferidos. Buena parte de la actividad empresarial del país se desarrolla en torno a lazos de parentesco, a vinculaciones de crédito y a intercambios personalizados.

La estructura misma de los grupos económicos que operan en el país se sustenta en este conjunto de relaciones. Es usual que la administración y gerencia de empresas sea encomendada a ejecutivos cuya principal característica es su pertenencia –por lazos de consanguinidad o afinidad– al conjunto de familias propietarias del grupo económico respectivo.

En tercer lugar, hacen falta mecanismos coercitivos. Toda sociedad necesita de un tercer agente que evalúe las disputas en forma imparcial y sin costo, otorgando compensaciones a las partes afectadas por las eventuales infracciones a los contratos. En este escenario, el oportunismo, la vagancia y el fraude no pagarían. Esta sociedad ideal no existe. No obstante, contar con un sistema judicial imparcial, que garantice el cumplimiento de los contratos, es condición necesaria para definir una ruta de desarrollo económico. En el caso ecuatoriano esta característica es deficiente.

Ese “tercer agente” considera también la presencia de organismos de control independientes, capaces de anticipar conductas o resultados lesivos a los derechos de los contratantes. Son los organismos de justicia y control los llamados a forjar la confianza de los agentes económicos en el sector financiero, en el sector público y en el mercado en general, evitando los abusos de organizaciones comprometidas con grupos de presión³⁹ específicos.

Una cuarta característica es la ideología, concebida como el modo –subjetivo– con el que cada individuo explica y evalúa su entorno. Ésta determina los resultados de la elección pública y es la clave de las decisiones individuales de trascendencia económica. La incidencia de la ideología en la actividad económica es función directa del costo de respaldo a los contratos. Si éstos pueden hacerse valer a escaso costo, no importa si la gente cree que las reglas del juego son o no imparciales; pero, puesto que el respaldo a los contratos tiene un costo, la ideología interfiere en las transacciones económicas.

La permanencia en el tiempo de una CC supone conductas de los agentes económicos acordes con las características hasta aquí señaladas. Si este no es el caso, la convergencia hacia ese tipo de conductas requiere de una fuerte maquinaria coercitiva y/o de un firme consenso social.

En este escenario, los empresarios deben captar los incenti-

³⁹ La economía institucional entiende por grupo de presión un conjunto de agentes económicos que persiguen intereses particulares de acuerdo a su ubicación en el sistema económico.

vos para adquirir conocimientos, innovar y alentar empresas de riesgo y actividades creativas, abandonando el “mercado político” o la búsqueda de rentas, que permanecerían vedados a los intereses particulares o de grupo. En otras palabras, la arquitectura institucional debe minimizar la incertidumbre, con el propósito de crear incentivos que promuevan el apareamiento de empresarios (en las esferas real y financiera) *schumpeterianos*.⁴⁰ En este contexto, la toma de decisiones ocurriría en forma descentralizada, permitiendo a la sociedad civil explorar formas alternativas de resolución de sus problemas.

En el largo plazo, las instituciones dotan a los agentes de estabilidad y continuidad, desanimando los efectos de cambios en los precios relativos. Un escenario fiscal como el presenciado entre 1998 y 1999, con la supresión del impuesto a la renta, la instauración del impuesto a la circulación de capitales y la sucesiva reinstauración del primero, contradice el sendero de estabilidad y continuidad requerido por los inversionistas. Es la estabilidad institucional la que hace posible el intercambio interespacial e intertemporal.

La definición de instituciones que promuevan estas conductas precisa de canales de negociación, políticos y económicos, que faciliten acuerdos creíbles. Esta condición se logra en el complejo de restricciones conformado por el conjunto de normas jurídicas anidadas en varios niveles jerárquicos, en el que los costos de modificación ascienden conforme sube la jerarquía de la norma: desde contratos individuales, disposiciones administrativas, decretos, ordenanzas, leyes generales, acuerdos internacionales, hasta llegar a la constitución. En atención a este principio, en varios países en donde se ha instaurado una caja de conversión se ha recurrido a una norma de nivel constitucional. Sin embargo, si la institucionalidad prevaleciente permite que un tribunal constitucional declare inconstitucional una parte del texto que está llamado a defender, contribuye a desestabilizar el *statu quo*. La estabilidad es, no obstante, condición necesaria para facilitar la interacción humana, pero no es condición suficiente de la eficiencia de esa interacción.

En buena medida, la modificación de las instituciones opera en base a nuevas percepciones que, eventualmente, pueden reflejar cambios en los precios relativos y/o en las preferencias. La dificultad radica en que en la realidad esas percepciones distan

⁴⁰ El comportamiento económico de los agentes debe basarse en el espíritu de empresa, la productividad, la creatividad, la competencia, y no en la búsqueda de ingresos ajenos al mercado.

de ser homogéneas. Este es el caso de la política cambiaria que, con frecuencia, ha sido utilizada como instrumento para incrementar la utilidad de grupos exportadores; y, en otras oportunidades, esa misma política ha servido para retrasar el tipo de cambio, alentando la demanda de importaciones. La decisión de adoptar una CC provocaría, al menos mientras opera la convergencia en precios y en tasas de interés a niveles internacionales, una apreciación del tipo de cambio que alentaría la importación y, al mismo tiempo, privaría al sector exportador de un instrumento de corrección que le ha permitido enfrentar condiciones de intercambio adversas.

Es urgente, en cualquier escenario, contar con actividades de exportación auténticamente competitivas. Sin embargo, la perdurabilidad de la CC supone explicitar que, a partir de su operación, el sector exportador tendrá –necesariamente– que ganar competitividad gracias a incrementos de los rendimientos de capital, trabajo y tecnología, pues el tipo de cambio permanecerá invariablemente estable.

Las restricciones institucionales también definen el conjunto de oportunidades de maximización de la riqueza de los empresarios. Si ellas permiten que los dividendos más altos sean obtenidos en actividades ilegales, o recurriendo al mercado político, se podrá esperar que la organización social se modelará para maximizar en esas condiciones. Al contrario, si los dividendos provienen del incremento de la productividad, el resultado esperado será el crecimiento económico. En ambos casos, el empresario y su organización invertirán en adquirir conocimiento y habilidades para ampliar las potenciales ventajas. Puesto que la organización evoluciona para capturar los ingresos potenciales, gradualmente incidirá en las restricciones institucionales, sea en forma indirecta, mediante la interacción entre el comportamiento maximizador y sus efectos en la erosión o modificación gradual de las restricciones informales, o sea en forma directa, invirtiendo en la alteración de las normas formales. La tasa de retorno relativa de cada una de estas alternativas dependerá de la estructura de la organización política, de los rendimientos que resultarán del cambio de reglas y de los costos de inversión en la política.

Pero no solo son los esfuerzos de los empresarios (y de sus organizaciones) por modificar las normas lo que define el desempeño económico, especialmente en el largo plazo. Las habilidades y conocimientos que requerirán esas nuevas instituciones garantizan su permanencia en el tiempo. En este horizonte, la determinación de un nuevo sistema de cambio externo, sin

consideraciones adicionales, está condenado a fracasar, si no se acompaña de un cambio de actitudes, en especial de quienes controlan los factores de producción en los diferentes mercados.

IV. CONCLUSIONES

Entre los instrumentos de política económica para reducir la inflación y estabilizar la economía, la convertibilidad es, tal vez, uno de los más fuertes, porque impone condiciones severas en la ejecución de la estrategia monetaria y en cuanto a los balances de los sectores público y externo. Es una medida extrema que, frente a la reducida viabilidad de las acciones de las instituciones que regulan y dirigen la economía, se propone como alternativa, a fin de que la relación con el mercado mundial sea la que dé las pautas para el funcionamiento de la economía doméstica.

Entonces, frente a períodos prolongados de inestabilidad económica (y hasta política, en las instituciones fundamentales), algunos teóricos la proponen como solución, por los beneficios que, en mayor o menor medida, se han conseguido en varias experiencias históricas y apoyados en la consistencia interna que supone el modelo.

La evidencia empírica demuestra que el tipo de cambio fijo, característica fundamental de la convertibilidad, es efectivo para reducir aceleradamente los precios y las tasas de interés internos. La posibilidad de que esta reducción en el ritmo de crecimiento de los precios no opere a la velocidad deseada, ni llegue a los niveles internacionales, es contraproducente en el mediano plazo, por sus efectos sobre el tipo de cambio real y sus resultados para la competitividad de la producción interna.

Las condiciones para que opere la reducción en los precios son las siguientes: un sector público equilibrado, flexibilidad en el mercado laboral, arbitraje perfecto entre la producción de bienes transables y no transables, inexistencia de precios administrados por el sector público, productividades convergentes a niveles internacionales y costos de comercialización internacional relativamente bajos (incluidas barreras arancelarias).

Las condiciones para que opere la reducción en las tasas de interés a niveles internacionales son las siguientes: arbitraje perfecto de los flujos de capital, una deuda pública sostenible, un riesgo país mínimo y un sistema financiero robusto y capaz de competir a nivel mundial.

En contraste con estos requisitos, la economía ecuatoriana presenta un mercado laboral poco flexible, con contratos salariales con un importante componente inercial, con bajo nivel de capacitación y calificación profesional –que atenta contra la movilidad entre el sector productor de bienes transables y el de no transables– y con varios servicios públicos con precios administrados (subsidiados).

En el campo financiero, el Ecuador atraviesa una crisis cuyas consecuencias todavía no pueden ser evaluadas. Ésta ha introducido serias distorsiones en los mercados del dinero y del crédito que impedirían, al menos en el corto plazo, la esperada convergencia de las tasas de interés y la reducción del riesgo país. Entre estas distorsiones vale señalar las siguientes: el congelamiento de depósitos a un año plazo con tasas de interés fijas renovables cada tres meses, créditos con altas posibilidades de no pago debido a la recesión del aparato productivo, un sistema de seguro de depósitos total y un prestamista de última instancia que, si bien ha jugado un papel preponderante para evitar una crisis sistémica en la industria bancaria, ha renunciado a su objetivo fundamental.

El sistema financiero presenta costos de transacción elevados, con mercados de información imperfectos o asimétricos que, además de impedir la convergencia en las tasas de interés, incrementan su volatilidad.

El supuesto que alienta la adopción de un sistema de conversión en una situación apremiante, como la que actualmente enfrenta el Ecuador, consiste en la convicción de que este esquema introduce disciplinas en las áreas fiscal, monetaria y financiera.

- En lo fiscal, en la medida en que el banco central o la CC están imposibilitados de financiar el déficit y, en tanto el presupuesto estatal es el instrumento de política económica disponible, una gestión anticíclica eficaz requerirá flexibilidad presupuestaria y superávit persistentes.

La posibilidad de que el sector público alcance un déficit sostenible estaría condicionada a su acceso a los mercados financieros doméstico e internacional y a su posición de cartera. Los niveles de deuda que se deben atender ocasionarían dos tipos de presiones sobre una CC. En primer lugar, dado su nivel (US\$ 15.100 millones), la probabilidad de acceder a nuevos créditos sería muy limitada y, en consecuencia, la gestión fiscal debería tornarse sumamente eficiente, para obtener nuevos ingresos, para eliminar gastos innecesarios y para reducir la carga de la

deuda. La primera opción se dificulta en presencia de un sector productivo estancado y una demanda reprimida; la segunda presenta una estructura institucional inflexible; y la tercera, no avizora una solución en el corto plazo.

En resumen, con los antecedentes expuestos, adoptar la CC sería como apostar a que todos los problemas del fisco, se solucionarán en base a las disciplinas que supuestamente impondría el modelo.

- La regla de emisión que impone una CC garantiza que la variación de los agregados monetarios evolucione *pari passu* con la variación de las reservas internacionales. Es decir que, la posibilidad de expandir (reducir) la base monetaria, estaría condicionada por el resultado de la cuenta corriente. En consecuencia, la oferta monetaria se torna endógena y el banco central o la CC pierden la opción de ejercer política monetaria activa en respuesta a los movimientos cíclicos internos de la economía.

La única alternativa de realizar política monetaria activa, estaría condicionada a la existencia de un excedente de reservas por sobre los pasivos monetarios de la CC. Sin embargo, la sola provisión de este “excedente” es contraria a los principios de un esquema de conversión. En Hong Kong, por ejemplo, se ha establecido un fondo de reservas independiente a la CC, para justificar la ejecución de operaciones de mercado abierto por parte de la autoridad monetaria. En Argentina, en cambio, la misma ley de conversión se ha flexibilizado por efectos de la crisis financiera de 1994–95, para permitir operaciones de mercado abierto y créditos de liquidez, y aceptar incluso papeles emitidos por el sector público denominados en moneda extranjera, como activos de reserva.

Del mismo modo, los requerimientos de reserva no son consistentes con una CC. La teoría sugiere su sustitución por requerimientos de liquidez, en tenencia de las propias instituciones financieras, o colocados en instituciones internacionales. En Argentina se utilizaron el encaje y los requerimientos de liquidez como instrumento de regulación monetaria, dejando abierta la posibilidad para que el Banco de la República actúe como prestamista de última instancia.

La fijación del tipo de cambio incrementa la volatilidad de las tasas de interés, de suyo inestables por los requerimientos del sector público y por las deficiencias estructurales del sector financiero pues, como se ha visto, la CC torna endógena la oferta de dinero e inhibe cualquier acción de política monetaria activa que permita modular esa inestabilidad.

Una economía que busca insertarse en el desequilibrante proceso de globalización, expuesta a continuos choques exógenos, requiere de la mayor cantidad de instrumentos de política económica. El hecho de que su ejercicio no haya dado los resultados esperados, no es argumento suficiente para concluir que se debe renunciar a ella.

- La viabilidad de la CC demanda la presencia de un mercado financiero profundo, que permita contrarrestar los efectos de desintermediación resultantes de la regla de emisión. Del mismo modo, la ausencia de un prestamista de última instancia provoca desintermediación, por la cautela que deben asumir los bancos en su ejercicio de creación secundaria de dinero. Este inconveniente puede enfrentarse intensificando las relaciones interbancarias, o abriendo la propiedad de los bancos a inversionistas internacionales. Cualquiera de las dos alternativas requiere el funcionamiento de un mercado de valores dinámico. La aplicación a una regla de emisión impone un riesgo sistémico alto, pues en presencia de asimetría de información, las dificultades de un solo banco podrían incidir en toda la industria bancaria, al carecer de un prestamista de última instancia.

Un sistema financiero débil, escasamente competitivo y estructurado en torno a grupos familiares, y una bolsa de valores poco profunda, cuya actividad es marginal en el conjunto de transacciones, no son los más adecuados para enfrentar los retos que impondrá la adopción de una CC.

A nivel institucional, la convertibilidad exige profundas transformaciones. Sin embargo, este es un tema que merece una amplia discusión. Este modelo, sostienen los teóricos, lograría que los arreglos institucionales se produzcan para dar viabilidad a un vigoroso crecimiento económico de largo plazo. Debido a las condiciones que impone, se transparentaría el funcionamiento institucional, al grado de convertirlo en eficiente e independiente.

Así mismo, los ejercicios de control, regulación y supervisión deberían reunir estas características. En caso contrario, se crearían las distorsiones que produce una economía sin regulación.

Los empresarios deberían adquirir conductas *schumpeterianas*, olvidándose de la búsqueda de rentas y otros medios no productivos de maximización de sus ganancias. Los sindicatos deberían modificar sus demandas y estrategias de negociación, pues el esquema exige la flexibilidad en materia salarial y, en consecuencia, las leyes laborales y la estructura del poder sindical deberán reformarse.

De esta manera, la CC sería la germinación de un nuevo ordenamiento político, gestado a partir de la simple fijación de un precio de la economía.

En este contexto, la pregunta relevante es si esa rígida modalidad cambiaria puede lograr el conjunto de bondades que augura. Una respuesta afirmativa a este interrogante supone una drástica cesión de poder de los grupos de interés en favor de un ordenamiento económico con reglas fijas y definidas, que no se pueden transgredir.

En la experiencia argentina se han roto consecutivamente las reglas que impone una CC ortodoxa (en especial, a partir de la crisis mexicana de 1994-95). Por lo tanto, el ordenamiento institucional necesario para su funcionamiento ha comenzado a trastocarse, lo que estaría creando incentivos para que grupos de interés presionen por recuperar la posición anterior a la adopción del esquema. Es más, según Pedro Pou (1999), presidente del Banco Central de la República Argentina, tras diez años de aplicación, "... no hay plena confianza en el mantenimiento del régimen de convertibilidad, debido fundamentalmente a la pobre historia monetaria argentina."

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central del Ecuador, *Información Estadística Mensual*, publicación electrónica disponible en : www.bce.fin.ec.
- Banco Interamericano de Desarrollo (1998), *América Latina frente a la desigualdad: progreso económico y social en América Latina. Informe 1998-1999*, Washington, D. C.
- Banco Mundial (1999), *World Development Report 1998/99*, Washington, D. C.
- Cabezas, P. (1997), "Índice de precios al consumidor, inflación de fondo. Bienes transables y no transables", en *Cuadernos de Trabajo* (Banco Central del Ecuador), nº 116.
- Calcagno, A. (1997), "El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en la Argentina", en *Revista de la CEPAL*, nº 61, Santiago de Chile.
- Calvo, G. (1999a), *On dollarization*, borrador para discusión.
- Calvo, G. (1999b), *Testimony on full dollarization*, conferencia presentada ante el Subcomité de Política Económica y Finanzas y Comercio Internacional, Washington, D. C.
- Dornbusch, R. (1996), "The effectiveness of exchange-rate changes", en *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, nº 3, Oxford University Press.

- Dornbusch, R. (1999), *Inflation and the peso*, publicación electrónica disponible en: www.mit.edu/people/rudy/idex.html.
- Freire, M., et al. (1997), "Determinantes de las exportaciones no tradicionales en el Ecuador, 1976-95", en *Cuestiones Económicas* (Banco Central del Ecuador), nº 30.
- Gachet, I., et al. (1998), "Cálculo de las elasticidades de la demanda total por importaciones en el Ecuador", en *Cuestiones Económicas* (Banco Central del Ecuador), nº 35.
- García, R., y W. Pérez (1999), *Ecuador: tipo de cambio real y choques externos*, borrador para discusión.
- Gutián, Manuel (1996), *Currency Board Arrangements : Issues, Experiences and Implications for Fund Programs*, borrador para discusión, Fondo Monetario Internacional, Washington D. C.
- Hauskrecht, A. (1993), *El fenómeno de la dolarización*, texto mimeografiado.
- Hausman, R., et al. (1999), *Financial turmoil and the choice of exchange rate regime*, Preparado para el seminario New initiatives to tackle international financial turmoil" (Reunión anual de gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo), París.
- Jácome, L. H. (1996), "Tipo de cambio nominal y real en el Ecuador. Una mirada a la experiencia con regímenes de midevaluaciones y de flotación dirigida", *Notas Técnicas* (Banco Central del Ecuador), nº 32.
- Jaramillo, F. (1991), *Decisiones de exportación e incertidumbre*, FLACSO, Quito.
- Krugman, P. (1996), "Are currency crises self-fulfilling?", en B. Bernanke, y J. Rotemberg (eds.), *Macroeconomics Annual 1996*, NBER, The MIT Press.
- Krugman, P. (1998), *Latin America's swan song*, publicación electrónica disponible en: <http://web.mit.edu/krugman/www/swansong.html>.
- Krugman, P. (1999), *Balance sheets, the transfer problem, and financial crises*, borrador para discusión.
- Makinen, G. (1992), "A currency board as an alternative to a central bank", en *CRS Report for Congress*, Washington D. C.
- Mancheno, D. (1997), "El modelo de convertibilidad: un comentario teórico", en *Laboratorio de Economía* (PUCE-ILDIS), nº 2.
- Mancheno, D., y P. Vivero (1997), "La convertibilidad: un enfoque desde la teoría económica", en *Cuestiones Económicas* (Banco Central del Ecuador), nº 31.
- Nazmi, N., et al. (1998), "Tipo de cambio real e inversión en economías pequeñas y abiertas: evidencia para el Ecuador", en *Notas Técnicas* (Banco Central del Ecuador), nº 49.

- Nazmi, N., y P. Samaniego (1999), "Inflación y alternativas de política", en *Apuntes de Economía* (Banco Central del Ecuador), nº 2.
- North, D. (1997), *The contribution of the new institutional economics to an understanding of the transition problem*, Universidad de las Naciones Unidas, Helsinki (WIDER Annual Lectures 1).
- Obsfeld, M., y K. Rogoff (1995), "Exchange rate dynamics redux", en *Journal of Political Economy*, vol. 103.
- Pérez, W., y G. Fernández (1998), "Condiciones para el establecimiento de un sistema de bandas cambiarias: una réplica", en *Cuestiones Económicas* (Banco Central del Ecuador), nº 35.
- Pinto, A. (1996), "La competitividad del comercio exterior y la especialización productiva en el Ecuador: 1970-1995", en *Notas Técnicas* (Banco Central del Ecuador), nº 29.
- Pou, P. (1999), *Profundización de la convertibilidad: dolarización de jure*, Reunión de presidentes de bancos centrales del Continente Americano, Santiago de Chile, 11-12 de mayo.
- Rojas, P., et al. (1995), "Un análisis empírico del proceso inflacionario en Ecuador", *Notas Técnicas* (Banco Central del Ecuador), nº 13.
- Roubini, N. (1998), *The case against currency boards: debunking 10 myths about the benefits of currency boards*, Stern School of Business, Universidad de Nueva York (publicación electrónica disponible en: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/CurrencyBoardsRoubini.html>).
- Schuler, K. (1998), *Stabilizing the indonesian rupiah through a currency board*, publicación electrónica disponible en: www.erols.com/kurrency/indocybd.htm.
- Summers, R., et al. (1995), *Penn World Tables 5.6a*, publicación en medio magnético disponible en: <http://datacentre.chass.utoronto.ca/pwt/>
- Tamayo, L. (1997), "La evolución del arancel en el Ecuador: 1990-96", en *Cuadernos de Trabajo* (Banco Central del Ecuador), nº 115.

Anston Rambarran

El alcance del establecimiento de metas de inflación en una economía en desarrollo

I. INTRODUCCIÓN

Con anterioridad a los últimos años de la década de los ochenta, la mayoría de los bancos centrales adoptaron marcos monetarios basados en una meta intermedia, para anclar el nivel de precios en un valor específico en un momento dado. Otros se propusieron metas de oferta monetaria, y otros más escogieron mantener el tipo de cambio vinculado a un valor referencia fijo o dentro de una banda específica. Los primeros observaron que su capacidad para controlar los agregados monetarios y fijar metas de crecimiento apropiadas se debilitaba, a causa de la inestabilidad de la demanda monetaria, como resultado en parte de la liberalización financiera. En cuanto a los demás, las presiones de mercado les obligaron a abandonar su estrategia de tipo de cambio.

Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia de A. Rambarran, economista, en el Departamento de Investigaciones del Banco Central de Trinidad y Tobago, que fue presentada con el título The scope for inflation targeting in a developing economy: feasibility, implications and design issues for Trinidad and Tobago, en la V Reunión de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano, celebrada en Río de Janeiro, Brasil, el 16 y 17 de octubre de 2000. Las opiniones expresadas son las del autor y no necesariamente las del banco central.

En todos esos países, la gestión monetaria se tornó menos creíble a medida que la política monetaria perdía su ancla nominal. Durante un periodo posterior, muchos bancos centrales recurrieron a políticas más discrecionales, a menudo basadas en la evaluación de una "lista de inventario" de indicadores, más bien que una sola meta intermedia.

En 1988, Nueva Zelanda se puso a la vanguardia de los que adoptaban metas de inflación como nueva estrategia para la política monetaria.¹ La misma requiere que el banco central anuncie públicamente una meta con valor numérico para la inflación a mediano plazo. El banco, que debe al menos ser operacionalmente independiente, se hace pues responsable de lograr esas metas y debe proporcionar información pública regularmente acerca de su estrategia y sus decisiones. Desde entonces, cierto número de economías de mercado industriales y emergentes han adoptado, o bien han indicado que se proponen establecer una política monetaria a través de un proceso más o menos informal de meta de inflación.² En realidad, la mayoría de los elementos de este régimen de "discreción astringente" pueden encontrarse en prácticas que han perdurado durante mucho tiempo en renombrados países que acostumbran a establecer metas monetarias, como Alemania y Suiza. Hasta ahora, la combinación de monedas flotantes con una meta de inflación explícita parece haber tenido éxito en reducir la inflación, pero probablemente es demasiado pronto para afirmarlo sin dudas, pues también se ha registrado una declinación general en la inflación de muchos países industriales que no operaban explícitamente con ese régimen.

En Trinidad y Tabago, la búsqueda de un marco monetario más sustentable no ha sido diferente. El Banco Central de Trinidad y Tabago (BCTT) se esfuerza por lograr su objetivo monetario general mediante la protección del valor de la moneda local, actuando para bajar la inflación a mediano plazo hasta el nivel que prevalece en los principales socios comerciales del pa-

¹ Haldane (1997) afirma que la meta de inflación puede no ser una novedad, puesto que las raíces intelectuales de las metas de precio se remontan a Marshall y Wicksell, a fines del siglo XIX. Aun más, a principios del siglo XX, Fisher y Keynes presentaron esquemas monetarios, que explícitamente ponían como meta un número de índice para los precios, precursor del experimento de Suecia con un nivel de precios estándar explícito durante la primera parte de la década de los treinta.

² En una reciente encuesta llevada a cabo en noventa y un países industrializados y en desarrollo (Sterne, 1999), cincuenta y cuatro cuentan con cierta forma de metas de inflación y trece exclusivamente con metas de inflación. Esto se compara con ochenta y uno, respectivamente, a principios de los primeros años noventa.

ís. Teniendo en cuenta este objetivo, el BCTT fue variando gradualmente su política de una basada en reglas a otra de gestión monetaria más discrecional, fundada en una evaluación de las condiciones presentes, aunque continuando sin asumir compromisos públicos acerca de sus objetivos o acciones futuras.

De manera concomitante con este cambio, la inflación se redujo a un promedio de 6% durante los años noventa desde un nivel de alrededor de 12% en el decenio anterior, si bien se mantuvo muy variable, con una desviación estándar de aproximadamente 3 puntos de porcentaje. Dado que una inflación elevada y variable puede desembocar en una ineficiente asignación de recursos y reducir el crecimiento a largo plazo (Fischer 1993), resulta deseable para Trinidad y Tabago rebajar su inflación promedio a una tasa de 3-6% en el corto plazo y a 2-3% en el plazo más largo. Lo que es más, Sarel (1996) halló evidencias indicadoras de que cuando la inflación sobrepasa el umbral de la tasa de 8%, posee un fuerte efecto negativo sobre el crecimiento. La inflación en Trinidad y Tabago se mantuvo por encima de este nivel durante doce de los últimos veinte años, y puede haber contribuido en parte a hacer más lenta la mejoría del desempeño económico relativo del país.

Aunque no cabe duda de la conveniencia para Trinidad y Tabago de bajar su tasa anual de inflación sobre una base sustentable, la tarea puede resultar difícil en el actual marco monetario. El uso de la base monetaria como ancla nominal no ha sido firmemente establecido, lo cual, unido a la prosecución de múltiples y conflictivos objetivos monetarios, sugiere que tal vez no se consigan con seguridad un más efectivo control de la inflación y mejores perspectivas de crecimiento económico. En consecuencia, este documento se limita a considerar la factibilidad de metas de inflación como una opción más viable para Trinidad y Tabago. Las estrategias monetarias alternativas que podrían dominar la meta de inflación no se consideran aquí en toda su extensión, sino que se dejan para futura investigación.

El resto del estudio se organiza como sigue: la sección II discute el actual régimen de política monetaria, la cual ha evolucionado a partir de la estricta adhesión a metas de base monetaria. En la sección III se evalúa si Trinidad y Tabago cumple los prerequisites de meta de inflación, y comenta las implicaciones de la meta de inflación para Trinidad y Tabago. La sección IV esboza un acuerdo de metas de inflación (AMI) para ser negociado entre el gobierno y el BCTT como propuesta para establecer un marco de metas de inflación. Las observaciones conclusivas se hacen en la sección V.

II. EL MARCO EVOLUTIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Después de abandonar el tipo de cambio como ancla nominal para adoptar un régimen de tasa flotante en abril de 1993, la base monetaria se convirtió en la primera meta intermedia del BCTT. En teoría, según el régimen de tipo de cambio flotante, el banco central adquiere el control de la base monetaria, puesto que no tiene que añadir ni sustraer liquidez derivada de las intervenciones obligatorias en el mercado de divisas, contrariamente a lo que ocurre bajo el sistema de tipo de cambio fijo. Al actuar directamente sobre la base monetaria, el banco central supuestamente podría influir en las tasas de interés y tipos de cambio, y por medio de ellos, en el nivel general de precios (Jonsson, 1999). En consecuencia, a medida que las presiones inflacionarias decrecen, la política monetaria se convierte en el ancla para la evolución del nivel general de precios. Sin embargo, en la práctica, la implementación de la política monetaria ha sido ecléctica, pues las metas del BCTT y de la base monetaria no han sido a menudo cumplidas por una variedad de razones.

La primera de ellas es que, ha habido la tendencia en diversas ocasiones de asignar múltiples y con frecuencia incompatibles objetivos a la política monetaria. Entre ellos, el control de la expansión monetaria, la estabilización de las tensiones en el mercado de divisas, el mantenimiento de la competitividad exportadora y la sustentación de las tasas de interés a un nivel que apoye el crecimiento económico y reduzca los costos fiscales. Lo que es más, las subsiguientes soluciones de compromiso entre inflación y crecimiento no siempre se han resuelto en favor del objetivo inflacionario. Sin embargo, aunque los objetivos numéricos en cuanto a la inflación desempeñan un papel clave en el programa financiero³ establecido conjuntamente entre el BCTT y el Ministerio de Finanzas (se emplean para derivar las metas monetaria y crediticia), no tienen la prioridad última al determinar la decisión política.

³ El ejercicio de la programación financiera anual establece objetivos para balanza de pagos, precios, y producción. Una tasa de crecimiento apropiada para el dinero en sentido amplio se determina sobre la base de proyecciones del crecimiento del producto real y la inflación. El supuesto de un multiplicador relativamente estable da la meta para la base monetaria. A partir del curso proyectado para la base monetaria y los precios mínimos de las divisas netas, se establece un tope o límite máximo para el incremento del crédito local. Sobre una base diaria, el BCTT trata de satisfacer la demanda de base monetaria por medio de cambios en las reservas de los bancos comerciales, compras y ventas de divisas, y las adquisiciones y ventas de valores o títulos gubernamentales.

Como segunda razón se puede señalar que, extensos periodos de estabilidad del tipo de cambio nominal con respecto al dólar estadounidense han revelado episodios de metas implícitas en el tipo de cambio: apenas inferior a 6 dólares en 1996 y por debajo de 6.30 dólares de Trinidad y Tabago durante la mayor parte de 1997-99, y según vemos del 2000. Los cambios en las reservas, más bien que en el tipo de cambio, se han usado para reprimir las consiguientes y persistentes presiones del exceso de demanda. Las ventas brutas de divisas por el BCTT al sistema bancario se elevaron de 2% de los flujos totales del mercado en 1993, a 6% en 1999 y rebasaron el 10% en la primera mitad del 2000. Las metas de dinero en el sentido amplio muchas veces no se alcanzaron a causa de esta preocupación por el tipo de cambio, y en parte también por la creciente incapacidad de restringir plenamente las condiciones financieras sobre la base exclusiva de las medidas aplicadas al crecimiento monetario. Sin un compromiso creíble con un ancla nominal, la economía efectivamente ha carecido de un punto focal para contrarrestar las expectativas inflacionarias del público.

La tercera razón consiste en que, la emergencia de nuevos instrumentos financieros y su gravamen impositivo diferencial parece haber causado un alejamiento de los activos monetarios debido a los graduales desplazamientos de cartera. Esto ha alterado la estabilidad de la velocidad y del multiplicador del dinero en sentido amplio, y reducido el poder de predecir la demanda monetaria. Varios estudios de la demanda monetaria en Trinidad y Tabago [Nicholls (1995), Rambarran (1996), y Dobson (1999)] no han logrado encontrar una fuerte y convincente evidencia en favor de una relación estable entre dinero, ingreso, y tasas de interés. Esto ha complicado la tarea de pronosticar la tasa de crecimiento del dinero en sentido amplio o base monetaria en forma consistente con el objetivo inflacionario. En consecuencia, la estricta adherencia a un ancla monetaria puede contribuir a conseguir una más baja inflación, pero únicamente a costa de un considerable riesgo.

Una cuarta razón es que, el nuevo instrumento de política, operaciones de mercado abierto (OMA), no siempre ha logrado el efecto deseado en las reservas de los bancos. En ocasiones, el BCTT ha tenido que redescantar títulos y proveer de reservas al sistema bancario, a pesar de que ello entraba en conflicto con su objetivo monetario de deshacerse de reservas. Además, ante la excesiva creación de dinero originada por el financiamiento del gasto gubernamental deficitario en la economía interna, las operaciones de mercado abierto han sido grandes y muy fre-

cuentas, en lugar de pequeñas y muy afinadas como en un principio se previó. Esto ha afectado la capacidad del BCTT para intervenir en el mercado monetario interno, a fin de controlar el crecimiento de la base monetaria. De hecho, para fines de abril del 2000, el Banco había virtualmente llegado al límite en la existencia de letras y pagarés de la Tesorería disponibles para realizar con operaciones de mercado abierto (OMA). De ahí que el BCTT continúe ateniéndose en gran manera a los requisitos de reserva primarios, que se han venido elevando progresivamente, a pesar de la anunciada intención de reducir gradualmente la razón a niveles prudenciales. Durante los años noventa, la razón de la reserva primaria para los bancos comerciales se cambió en no menos de nueve ocasiones y su base se expandió en 1998 al actual nivel de 21% de las obligaciones prescritas. Si bien el BCTT reconoce el aspecto impositivo de las reservas estatutarias, también reconoce la eficacia de los requisitos de reserva para reducir la capacidad de los bancos en el otorgamiento de créditos, así como para disminuir algunos de los riesgos asociados con la intervención no esterilizada.

Finalmente, en ausencia de una estrategia de tasa de interés y descontento público que generan las altas tasas de interés, se requiere evaluar la factibilidad de usar una tasa de interés a corto plazo como meta operativa, más bien que la base monetaria. Al variar la cantidad de reservas suministradas al sistema bancario, el BCTT permite que las tasas de interés a corto plazo sean determinadas por la demanda de reservas de los bancos comerciales. Mediante su política de redescuento, el BCTT trata asimismo de guiar la dirección y magnitud de las tasas de interés del mercado monetario. Sin embargo, no está claro si la estructura resultante de la tasa de interés es consistente con las condiciones monetarias. A este respecto, con una meta operativa de tasa de interés, un choque positivo de la demanda monetaria conduciría a un aumento más pequeño de las tasas de interés y a un cambio mayor en la existencia (*stock*) monetaria, de lo que ocurriría generalmente en el caso de una meta de reserva.

Por todas estas razones, si bien el BCTT continúa estableciendo metas monetarias y crediticias y conduciendo la programación de la reserva, confía más en las variables que proveen información útil acerca del estado de la economía. Sin embargo, no existe un compromiso fuerte para comunicar esta particular estrategia monetaria al público en general, especialmente la relación entre las condiciones actuales y el objetivo de estabilidad de precios. Los reportes económicos del Banco abarcan una ex-

tensa variedad de cuestiones y desarrollos macroeconómicos, pero no proporcionan una explicación del desempeño del programa financiero, incluyendo la información de si las metas fueron alcanzadas o no. En particular, no existe una señal clara para el público y los mercados acerca de los choques inflacionarios que el BCTT proyecta acomodar y cuáles no.

A la luz de los problemas inherentes en los actuales arreglos, no resulta necesario adoptar una estrategia monetaria con una firme ancla nominal que no lograría impartir un mayor grado de estabilidad de precios, ni tampoco comunicar con persuasión la estrategia al público en general. Las metas de inflación, que constituyen ahora el método ortodoxo y ampliamente utilizado para abordar la política monetaria, proporciona una alternativa potencial.

III. FACTIBILIDAD E IMPLICACIONES DE LAS METAS DE INFLACIÓN

Esta sección discute, en primer lugar, si es factible para Trinidad y Tabago implementar las metas de inflación; y en segundo término, cuáles serían las implicaciones si Trinidad y Tabago adoptara ese marco de política monetaria.

1. Prerrequisitos para las metas de inflación

Cada uno de los países que han adoptado hasta ahora las metas de inflación tiene su propia variante basada en sus circunstancias particulares, aunque no deja de haber ciertas generalizaciones empíricas [Bernanke *et al.*, (1999), Mishkin y Posen, (1997)]. El cuadro 1 proporciona detalles acerca de aspectos operativos específicos en una muestra de países seleccionados. A pesar de los diversos métodos adoptados, es evidente que todos los regímenes de metas de inflación comprenden cuatro características principales.

- Una variable nominal (por ejemplo el nivel de precios o la tasa de inflación), que se reconoce como el único objetivo que puede lograrse a mediano plazo en cuanto a la política monetaria;
- Una tentativa para conducir la política directamente al objetivo de mediano plazo por la vía de una meta de inflación rígidamente especificada, más bien que indirectamente a través de una meta intermedia;

CUADRO 1. ASPECTOS SELECCIONADOS DEL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN

País	Fecha de adopción	Tasa de inflación prevaleciente en el momento de la adopción	Tasa de meta y horizonte	Índice de precios		Ponderación de partidas excluidas del titular	Acuerdo institucional de la meta de inflación
				IPC	excluidos servicios de crédito		
Nueva Zelanda	Mar-90	5,8%	0-2 % durante los 5 años en el cargo del gobernador	IPC	excluidos servicios de crédito	6,50%	Fijado en los acuerdos de metas de inflación (AMI) entre el ministro de Finanzas y el gobernador del Banco de Reserva de Nueva Zelanda
Canadá	Feb-91	4,8%	1-3 % durante 1998	IPC	excluidos alimentos, energía e impuestos directos	25%	Fijado por el ministro de Finanzas y el gobernador del Banco de Canadá
Reino Unido	Oct-92	3,8%	2,5 % + o - 1 % 1%	IPM	excluidos los pagos por intereses de hipoteca (RPIX)	5%	Fijado por el canciller de la Tesorería
Suecia	Enero-93	2,3%	2% con una banda de tolerancia de + 0-1%	IPC		0%	Fijado por el Banco de Suecia

Finlandia	Feb-93	2.60%	Alrededor de 2 % en 1996 y aun más allá sin banda explícita	IPC excluidos los impuestos indirectos, subsidios gubernamentales, precios de vivienda, y pagos por intereses de hipoteca	33%	Fijado por el Banco de Finlandia
Australia	1993	1%	Inflación subyacente de 2 -3% en promedio durante el ciclo	IPC excluyendo tasas de interés, impuestos indirectos y algunos otros elementos volátiles de los precios	48.90%	Fijado por el Banco Federal de Australia y respaldado por el gobierno en la exposición sobre la conducta de la política monetaria que hacen el secretario del Tesoro y el gobernador del Banco de Reserva
España	Nov-94	4.7%	Menos de 3% para 1997, 2% para 1998	IPC	0%	Fijado por el Banco de España
Brasil	Jul-99	10%	8% para 1999, 6% para 2000, y 4% para 2001	IPC	0%	Fijado por el Consejo Monetario Nacional con base del ministro de Finanzas

FUENTES: A. Hoffmaister, 1999 , *Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration* , documento de trabajo, n° 99/7 del Fondo Monetario Internacional, Washington; J. Bogdanski, et al., 2000, *Implementing Inflation Targeting in Brazil*, mimeografiado.

- Una estructura institucional que claramente articula los papeles y responsabilidades respectivos de los actores clave (el banco central y el gobierno); y un
- Fuerte apoyo a la transparencia para sostener esas disposiciones y cubrir los puntos débiles de la estructura institucional.

Sobre esta base, es posible establecer seis precondiciones que son deseables para instrumentar las metas de inflación en cualquier país, incluido Trinidad y Tabago.

a) Un claro mandato para la estabilidad de precios

La Ley del Banco Central de Trinidad y Tabago de 1964 es la legislación que gobierna el BCTT. La Ley especifica objetivos duales en “la promoción de las condiciones monetarias, crediticias y de cambio que sean más favorables para el desarrollo de la economía de Trinidad y Tabago” y el “estímulo de la expansión de la producción, comercio y empleo”. El primer paso hacia el establecimiento de un fundamento institucional para las metas de inflación en Trinidad y Tabago consiste en proveer al BCTT de un mandato más claramente definido que el existente en cuanto a la estabilidad de precios. En la mayoría de las economías de meta de inflación, la estabilidad de precios no significa literalmente una tasa de inflación cero o cercana al mismo, sino que usualmente es sinónimo de tasas de inflación anuales cercanas a 2%. Esto para tomar en cuenta el sesgo ascendente de la proporción del índice de precios en las medidas de la inflación, y los riesgos económicos de fijar la meta de inflación en un nivel demasiado bajo. Para Trinidad y Tabago, las autoridades deberían escoger un camino de transición hacia las metas de inflación con tendencia descendente a lo largo del tiempo, dirigido al objetivo de la estabilidad de precios.

b) El banco central como instrumento independiente pero con dependencia del objetivo

Existe una tendencia mundial hacia una creciente independencia de los bancos centrales. Ello se basa en la noción de que los bancos centrales independientes, comparados con los que están subordinados al gobierno, tienen mejores resultados en cuanto a la inflación, y no peores que los bancos centrales menos independientes por lo que respecta a resultados relativos a la producción y al empleo. El otorgamiento de independencia

como instrumento al BCTT constituye una solución de compromiso más efectiva entre el aislamiento de las presiones políticas, por una parte, y el rendimiento de cuentas directamente al público. A este respecto, el ministro de Finanzas establecerá la meta de inflación en consulta con el BCTT, pero éste será responsable de la estructura instrumental para lograr la meta deseada. Esto incrementará la credibilidad de que el marco de metas de inflación y el papel de la política monetaria pueden ser reconciliados con la política económica global del gobierno, incluidos sus objetivos de crecimiento y empleo.

c) Una serie de inflación exacta, oportuna y fácilmente entendible

En general, la práctica ha consistido en especificar la meta de inflación en términos de un índice de precios al consumo, o alguna variante de eso mismo, ya que es el índice de precios más familiar al público en general, y asimismo porque es oportuno y no está sujeto a revisión. El índice de precios al menudeo (IPM, septiembre de 1993 = 100),⁴ compilada por la Oficina Central de Estadística (OCE), una agencia independiente de las autoridades monetarias, satisface estos requisitos en Trinidad y Tabago. El enfoque debe dirigirse hacia el IPM más transparente o el titular (*headline*) que se publique, conforme al cual se toman la mayoría de las decisiones en la economía sobre salarios y precios. El cuadro 2 presenta modelos AR (autorregresivos) de una sola variedad para los once principales componentes del IPM, de los cuales dos parecen ser especialmente propensos a los choques de oferta: alimentos y vivienda. Estos dos componentes poseen un peso combinado de 40%. La persistencia de los choques en estas categorías es similar a la de los otros nueve componentes, pero destacan por su magnitud. Los choques en las categorías de alimentos y vivienda son el doble de grandes que los del IPM titular (*headline*) y el intervalo de confianza que contiene el 90% de los choques es también aproximadamente el doble de ancho. En esta forma, la volatilidad de precio de los alimentos es probable que tenga una significativa repercusión so-

⁴ La Oficina Central de Estadística (OCE) volvió a basar el índice de precios al menudeo (IPM) en septiembre de 1993 mediante el uso de información de la encuesta presupuestaria en los hogares (HBS) de 1998. La composición de la canasta del mercado, por lo tanto, puede no reflejar plenamente los actuales patrones del gasto de consumo. La metodología usada por el OCE para elaborar el IPM está generalmente de acuerdo con los estándares internacionales, salvo por el tratamiento de los costos de la propiedad de la vivienda. Véase Rambarran (1994) para una discusión sobre la elaboración del IPM, así como de los sesgos técnicos asociados.

CUADRO 2. MODELOS AUTORREGRESIVOS PARA LAS PRINCIPALES CATEGORÍAS DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL MENUDEO (IPM), 1991:01-1999:12

	Aliment os	Comida fuera de casa	Bebidas y tabaco	Ropa y calzado	Vivienda (total)	Vivienda- (en propiedad)	Operacio- nes del hogar	Servicios y bienes de los hogares personal	Salud y personal	Trans- porte	Diversión, lectura y educación
Ponderación titular	217	14	24	104	216	196	66	77	62	152	68
Cambio porcentual anual											
Promedio	12.67	3.38	6.02	-0.82	1.83	3.91	1.23	1.65	3.46	3.53	5.79
Desviación estándar	5.36	2.85	6.09	1.01	1.61	3.41	2.92	1.94	3.06	3.83	3.11
Modelo AR											
No se incluyen rezagos	15	15	10	13	9	9	10	9	13	14	13
Ajustado R^2	0.86	0.78	0.8	0.78	0.82	0.88	0.74	0.79	0.92	0.86	0.93
Suma de coeficientes AR (error estándar)	0.98 0.01	0.93 0.02	0.94 0.03	0.95 0.03	0.96 0.02	0.97 0.02	0.88 0.04	0.9 0.03	0.98 0.01	0.96 0.02	0.98 0.01
Innovaciones inflacionarias (error estándar)	2	1.3	2.68	0.46	0.67	1.18	1.47	0.88	0.83	1.43	0.81
Prueba de normalidad Jarque-Bera	2.7	2925.8	4898.9	162.8	501.1	155.6	2859.4	1414.9	440.5	1214	1.04
Corr. con innovación de titular	0.79	0.52	0.02	0.14	0.61	0.68	0.5	0.43	0.89	0.64	0.99

NOTA: El número de rezagos incluidos en los modelos AR se determina con el uso del criterio de información Akaike, donde el rezago máximo probado es 18.

bre el IPM titular (*headline*). De hecho, existe una elevada correlación contemporánea de los choques de precios de los alimentos con el IPM titular (*headline*).

El análisis de impulso respuesta (no presentado) indica que los choques de inflación del precio de los alimentos sí incrementan la volatilidad a corto plazo de la inflación titular (*headline*) en Trinidad y Tabago, pero las diferencias en la respuesta de titular (*headline*) e inflación subyacente son muy pequeñas transcurrido el primer año. Con un horizonte de meta de inflación superior a un año, resulta indiferente si se incluyen o no los precios de los alimentos en el IPM que se tiene por meta. Si se prefiere una medida de la inflación “básica”, el BCTT deberá explicar al público cómo ha elaborado este índice de precios y de qué manera se relaciona con el IPM titular.

d) El intervalo o rango y el ancho de banda crean flexibilidad

Los efectos de la inflación probablemente serán sumamente inciertos incluso con las mejores estructuras monetarias. Un intervalo estrecho para una meta de inflación transmite un mayor compromiso para enfrentar el objetivo de inflación que un intervalo amplio. Al mismo tiempo, un intervalo más estrecho reduce la capacidad de las autoridades monetarias para responder a acontecimientos imprevistos, los cuales pueden muy bien conducir la inflación fuera del intervalo de meta y dañar la credibilidad. Una banda de inflación con metas variadas en el tiempo permite estas incertidumbres e incrementa la flexibilidad del régimen. El BCTT debería escoger un intervalo o rango para la meta de inflación sobre una estimación puntual, puesto que esto permitiría:

- reconocer la inherente volatilidad de los precios, particularmente para alimentos y vivienda (hogar en propiedad) que son más propensos a los choques de oferta;
- reconocer el sesgo positivo en la medida de la inflación del IPM, que tiene varios orígenes, incluidas la introducción de nuevos bienes, la sustitución de partidas relativamente más baratas y mejoras de calidad, lo cual es endémico en los índices de precios y no puede ser plenamente remediado por el OCE;
- reconocer las incertidumbres inherentes a futuros acontecimientos cuando se está en la gestión de la política monetaria; pero,

- establecer límites que, si se violan, requieren que el BCTT explique la evolución de la inflación y las medidas adoptadas o las que se propone tomar, a fin de asegurar que la inflación vuelva a su rango o intervalo. Esto contribuye a asegurar que las expectativas inflacionarias se hallan firmemente ancladas aproximadamente en el punto intermedio del rango o intervalo, lo que puede interpretarse como la definición operativa de la estabilidad de precios.

La combinación del uso de inflación titular (*headline*) y la ausencia de cláusulas de escape justifica la adopción de un intervalo de tolerancia relativamente amplio de tres puntos de porcentaje alrededor de la meta central. La necesidad de reducir la inestabilidad en los instrumentos de política monetaria constituye una importante consideración para determinar esta banda más ancha y márgenes flexibles.

Un horizonte de meta en el que la política monetaria puede compensar los choques a corto plazo

Es poco probable las que metas inferiores a un año o superiores a cuatro años sean operativamente significativas, las primeras porque la política monetaria no puede controlar la inflación en horizontes tan cortos, y la última porque metas tan distantes tendrían poca credibilidad. En consecuencia, el BCTT tiene que ser capaz de pronosticar la inflación razonablemente bien en el horizonte de política (Bernanke *et al.*, 1999). El grado de predicción suficiente para el pronóstico de inflación a utilizar como meta operativa intermedia puede ser indicativo de referencia para los pronósticos de inflación de los países con metas de inflación (Hoffmaister, 1999). El cuadro 3 proporciona detalles de modelos de autorregresión AR de variación unitaria y de las experiencias de Trinidad y Tabago y de los países con metas de inflación,⁵ con anterioridad a su adopción del régimen. Los datos sugieren que el proceso inflacionario de Trinidad y Tabago (promedio, volatilidad y persistencia) es similar al de la muestra de los países con metas de inflación. Esto no obstante, la distribución de las innovaciones inflacionarias en Trinidad y Tabago tiene “colas”^{*} más anchas (*kurtosis* positiva), es

⁵ Nueva Zelanda y Australia no se incluyen en este ejercicio, porque sus datos de precios no están disponibles más que con una frecuencia trimestral. Una comparación entre la predicción sobre la inflación en estos países, basada en datos de precios trimestrales, y la predicción de la inflación basada en datos mensuales en otros países con metas de inflación, sería engañosa.

* N. del T.: Se dice “cola” del ‘diferencial entre el precio promedio y el más bajo aceptado’.

decir, que la inflación está sujeta con más frecuencia a choques más considerables de lo que sería de esperar dada su desviación estándar.

Los resultados del pronóstico fueron evaluados durante los cinco años anteriores a que se adoptara la meta de inflación, con el uso de modelos AR en el cuadro 3. El error cuadrático medio (ECM), una medida estándar de desempeño del pronóstico, se calculó utilizando errores de pronóstico de muestra basados en un horizonte de meta típicamente inflacionario de entre dieciocho y veinticuatro meses. A dieciocho meses, el ECM en Trinidad y Tabago es aproximadamente de 1.3 puntos porcentuales, similar al ECM en Finlandia (1.7). Este resultado, a su vez, queda entre el del Reino Unido (2.7) y Suecia (2.7) como peor desempeño de pronóstico, y Canadá (0.8) y España (0.8) como mejor desempeño de pronóstico. A veinticuatro meses, el ECM en Trinidad y Tabago es de aproximadamente 1.2 puntos porcentuales, mejor que los demás países con meta de inflación, salvo Canadá (0.7) y España (0.8).

A primera vista, estos resultados sugieren que la previsibilidad de la inflación en Trinidad y Tabago durante los últimos cinco años es comparable a la de los países con meta de inflación, con anterioridad a su adopción del nuevo régimen. De esta manera, el pronóstico de la inflación no debería ser un importante obstáculo para la adopción de las metas de inflación en Trinidad y Tabago.

El pronóstico de inflación no tiene porque depender por completo del modelo; hay ocasiones en que el BCTT tendrá que usar un alto grado de juicio, especialmente teniendo en cuenta que la economía ha experimentado un alto grado de cambio estructural en años recientes. Las pruebas de causalidad Granger bivariadas proveen de información en cuanto a las propiedades del indicador principal de las variables potenciales (Baumgartner *et al.*, 1999). Una elección pragmática de tales variables indicadores tendría que incluir el producto real, la tasa de venta en dólares EE.UU./TT, dinero en sentido amplio (M_2), dinero en sentido amplio más depósitos en divisas (M_2^*), base monetaria ($M - O$), la tasa de inflación de EE.UU., la tasa de interés de la letra de Tesorería de Trinidad y Tabago a tres meses, y la tasa de la letra de la Tesorería de EE.UU.

El cuadro 4 reporta los p -valores para periodos de rezago de uno a ocho, basados en la hipótesis nula de que la variable indicadora no es causa de inflación Granger. Los movimientos en la base monetaria, crecimiento del M_2^* , la tasa de la letra de la Tesorería de EE.UU., y el cambio en el producto real tienen un

CUADRO 3. MODELOS AUTORREGRESIVOS PARA TRINIDAD Y TABAGO, Y PAÍSES DE METAS DE INFLACIÓN SELECCIONADOS

	<i>Trinidad</i>	<i>Canadá</i>	<i>Reino Unido</i>	<i>Suecia</i>	<i>Finlandia</i>	<i>España</i>
Período de muestra (10 años terminando en)	Dic-99	Jul-91	Oct-92	Ene-93	Feb-93	Jul-94
Inflación						
Promedio (tasa anual)	5.8	5.67	5.56	6.7	5.22	6.54
Desviación estándar	3.12	12.53	15.63	17.24	14.8	23.04
Modelo AR						
No. de rezagos	16	17	14	13	17	13
R^2 ajustado	0.93	0.98	0.96	0.9	0.97	0.94
Suma de coeficiente AR (error estándar)	0.98 0.01	0.95 0.01	0.96 0.02	0.89 0.04	0.98 0.02	0.95 0.02
Innovaciones inflacionarias						
(error estándar)	0.81	0.3	0.33	0.72	0.3	0.41
Prueba de Normalidad Jarque-Bera	2.86	149.62	6.85	63.46	0.16	19.25

NOTA: Los modelos AR han sido tomados de Hoffmaister (1999), y el número de rezagos se determina usando el criterio de información Akaike, donde el rezago máximo probado fue 18.

grado elevado de contenido predecible sobre la inflación. El dinero en sentido amplio y las modificaciones en el tipo de cambio parece que no tienen mucha información predecible. Y lo que es sorprendente, no hay evidencia de que las tasas de las letras de la Tesorería nacional contengan información predecible sobre la inflación durante un horizonte de tiempo de dos años.

Dado que la previsibilidad de la inflación en Trinidad y Tabago es comparable a la de los países con meta de inflación, antes de que adoptaran el régimen, la implementación de un periodo de alrededor de dos años es razonable, dados los retrasos o desfases en la operación de la política monetaria. Esto, además, permitirá que se desarrolle cierta comprensión de cómo opera la economía en la transición a un régimen de metas de inflación, así como también determinar cuál es la estabilidad de precios que corresponde exactamente a ello en la práctica.

f) Un marco más transparente y responsable para el banco central

El sello distintivo de un régimen de metas de inflación es el anuncio por el gobierno o el banco central, o bien por una combinación de ambos, que en el futuro el banco central tratará de contener la inflación en un nivel o cerca de un nivel numéricamente especificado (Bernanke y Mishkin, 1997). En el caso de Trinidad y Tabago esto podría realizarse por medio de una negociación de un acuerdo de metas de inflación (AMI) entre el ministro de Finanzas y el gobernador. La credibilidad del BCTT podría depender de la objetividad y plausibilidad de sus comunicaciones, en no menor medida que de su record de aciertos de metas. A este respecto, el BCTT debería publicar una *Declaración de Política Monetaria* aproximadamente cada tres meses, a fin de proporcionar información acerca de la economía en general, la estrategia monetaria y las intenciones de política. Aparte de esta información, el proceso de comunicación puede ser intensificado por medio de discursos pronunciados con regularidad y conferencias de prensa por parte de funcionarios oficiales del Banco sobre lo que la política monetaria puede y no puede hacer.

En general, no es difícil para Trinidad y Tabago satisfacer la mayoría de las condiciones para implementar las metas de inflación. Esto no obstante, resulta importante para las autoridades entender que bajo ese régimen, el objetivo máximo de la política monetaria es lograr la meta de inflación. Cualquier otro objetivo también puede ser perseguido siempre que sea consistente con la meta de inflación. En el pasado reciente ha existido

CUADRO 4. PRINCIPALES INDICADORES DE INFLACIÓN: PRUEBAS BIVARIADAS DE CAUSALIDAD GRÁNGER

<i>Variables indicadoras</i>	<i>Rezagos de VAR</i>						
	1	2	3	4	5	6	7
Producción	0.74	0.011	0.04	0.045	0.024	0.034	0.419
Base monetaria	0.114	0.161	0.121	0.1	0.334	0.472	0.731
Dinero en sentido amplio (M_2)	0.264	0.504	0.55	0.738	0.819	0.748	0.049
Dinero en sentido amplio (M_2^*)	0.029	0.097	0.02	0.076	0.351	0.607	0.827
Tasa de letras de la Tesorería de Trinidad y Tabago	0.893	0.83	0.893	0.311	0.194	0.367	0.151
Tasa de letras de la Tesorería de Estados Unidos	0.022	0.347	0.005	0.016	0.0186	0.097	0.605
Inflación de Estados Unidos	0.546	0.404	0.4609	0.461	0.125	0.069	0.345
Tipo de cambio	0.744	0.713	0.395	0.22	0.043	0.019	0.111

NOTA: Los β -valores que se muestran para las pruebas de relación de probabilidad de hipótesis nula que aparecen en el indicador no causan inflación a la Granger.

un fuerte predominio fiscal de la política monetaria, así como una firme adhesión a la estabilidad del tipo de cambio en Trinidad y Tabago. Teniendo una meta de inflación, la conducción de la política monetaria no puede subordinarse a las necesidades fiscales, ni tampoco puede usarse la política monetaria para fijar como objetivo último el tipo de cambio o cualquier otra variable nominal. El BCTT justificaría explícitamente los cambios de política en el contexto del logro de la meta de inflación.

Para controlar la inflación (según cualquier marco o estructura de política monetaria) debe haber una relación razonablemente estable entre los instrumentos de política monetaria y los resultados de la inflación. En consecuencia, las autoridades necesitan tener acceso a instrumentos de política que sean efectivos para influir en la economía, en tanto que los mercados de dinero y de capital deben estar lo suficientemente desarrollados como para reaccionar rápidamente como resultado del uso de estos instrumentos. Trinidad y Tabago cuenta con un mercado de capitales bastante bien desarrollado y los cambios de política están influyendo en forma creciente en las tasas de interés del mercado de dinero de manera transparente. Las operaciones de mercado abierto del BCTT, junto con el sistema repo, constituyen un marco apropiado para las operaciones de política monetaria. Es posible, sin embargo, que antes de la introducción de un marco totalmente acabado de metas de inflación, se requieran nuevas experiencias con el sistema repo, que fue introducido en noviembre de 1999, así como sobre la forma en que los cambios en la tasa repo se alimenten de los pronósticos de inflación.

Considerando la importancia de las proyecciones exactas para la inflación en un régimen de meta de inflación, puede resultar también necesario refinar y reforzar aún más la estructura de pronósticos del BCTT, en caso de que las autoridades decidan pasar a un marco de metas de inflación.

2. Implicaciones de las metas de inflación para Trinidad y Tabago

Tomando en consideración que Trinidad y Tabago cuenta ya con las más importantes condiciones subyacentes para la adopción de metas de inflación y que no están sujetas a restricciones obligatorias, la siguiente pregunta que se plantea es si resulta conveniente y deseable implementar dicho régimen, y cuáles serían sus implicaciones (Jonsson, 1999).

Como se mencionó anteriormente, el actual marco de política monetaria es en algunos aspectos similar a un marco explícito de metas de inflación. En particular, el mandato de proteger el valor de la moneda ha sido interpretado como un mandato para controlar la inflación; el BCTT asume una posición de vanguardia en política monetaria, a fin de lograr este objetivo; y utiliza una serie de indicadores financieros y metas intermedias para lograr la meta de inflación. Consecuentemente, si Trinidad y Tabago se decidiese a implementar un marco de metas de inflación más formal, no sería preciso cambiar la actual conducción de la política monetaria de manera significativa. La perspectiva de la inflación a mediano plazo seguiría guiando las acciones políticas, con la debida consideración por la evolución de una serie de variables económicas y financieras.

Sin embargo, la ausencia de una explícita y bien definida meta para la política monetaria en el presente marco, ha creado cierto grado de incomodidad en el público y los mercados acerca de los objetivos del BCTT. Estos problemas de credibilidad pueden haber sido reforzados por las observaciones hechas en el sentido de que las metas monetarias y crediticias generalmente no han alcanzado sus programados puntos de referencia en años recientes, y que el BCTT ha intervenido fuertemente en el mercado de divisas al contado. Así, en la medida en que un marco explícito de metas de inflación sería percibido como un compromiso más firme de seguir una política monetaria prudente y dar mayor claridad a la conducción de la política monetaria del BCTT por medio de un renovado esfuerzo para mejorar la comunicación, tal vez se lograrán eliminar algunas incertidumbres. Esto, a su vez, contribuiría a una mayor exactitud y coordinación de las expectativas de inflación, y aun tal vez lograría reducir la prima de riesgo en las inversiones en Trinidad y Tabago, al implicar un curso más bajo para las tasas de interés a largo plazo.

De este modo, la principal implicación y ventaja de un régimen formal de metas de inflación en Trinidad y Tabago se refería a las ventajas asociadas a la transparencia de la política monetaria y a la rendición de cuentas por parte del BCTT. Bajo ese régimen de metas de inflación, el BCTT tendría que intensificar sus esfuerzos para comunicar y aclarar al público su política monetaria. Además, al indicar claramente sus metas específicas para la política monetaria y comunicar con más frecuencia sus planes y los resultados de la política monetaria, el BCTT se volvería más responsable en lo que concierne a sus acciones. La mejorada transparencia y rendición de cuentas, junto con el

claro mandato de concentrarse en la inflación, también contribuiría a limitar las críticas por motivaciones de corto plazo a las acciones del BCTT.

En el caso de que se registre un incumplimiento de la meta de inflación, sería difícil determinar si el incumplimiento refleja una falla de política o acontecimientos que están fuera del control del BCTT. Esto, porque existe típicamente un prolongado retraso entre el cambio en los instrumentos de política monetaria y el resultado inflacionario. En estas ocasiones, o cuando tales ocasiones se proyectan, una carta abierta al ministro de Finanzas se vuelve particularmente importante.

Una opción política alternativa diferente a la de metas de inflación en Trinidad y Tabago sería volver a las metas monetarias. Sin embargo, desde la segunda mitad de los años noventa se ha registrado una sustancial profundización financiera, en parte como resultado de la liberalización del régimen de tipo de cambio, y la demanda de dinero se ha incrementado rápidamente. Por lo tanto, se ha producido una creciente demanda de obligaciones monetarias, tanto dentro como fuera del sistema bancario formal. En general, puede esperarse que la continua profundización financiera y otros cambios estructurales harán que la demanda de cualquier agregado monetario sea insegura a corto plazo, y que el BCTT tenga muy poca capacidad para controlarla. En ese caso, es improbable que una meta monetaria más estricta produzca los resultados deseados en cuanto a la inflación, y no se consideraría muy creíble poner una excesiva carga de ajuste en la economía real. Una política monetaria demasiado rígida podría restringir la producción innecesariamente, en tanto que una política demasiado laxa podría no lograr la meta de inflación.

Una tercera opción sería orientar la política monetaria al mantenimiento del tipo de cambio nominal dentro de un curso predeterminado, tal como se practica actualmente, a pesar de que existe un sistema de tipo de cambio flotante, sin restricciones para los movimientos de capital. Aunque la adopción de un ancla para el tipo de cambio nominal podría resultar consistente con un mejor control de la inflación, ello limitaría la independencia monetaria y debilitaría la capacidad de hacer frente a los choques reales que generalmente afectan la economía de Trinidad y Tabago. Aun más, un marco como ese podría invitar los ataques especulativos, dado que el BCTT tendría un objetivo de tipo de cambio que podría no percibirse como creíble. Es probable que parte de la volatilidad en el mercado de divisas ha sido suscitada por las incertidumbres acerca de los objetivos del

BCTT con respecto al tipo de cambio. De hecho, en la medida que la adopción de metas de inflación señala un claro compromiso para permitir que el tipo de cambio flote nominalmente, no para defender un nivel o curso particular del tipo de cambio, dicho marco es considerado como una opción más viable.

IV. EL ACUERDO DE METAS DE INFLACIÓN

El acuerdo de metas de inflación (AMI) debería ser un documento negociado útil, simple y claro. Tendrá que tratar de poner cierto hincapié en el enfoque a mediano plazo de la política monetaria, e incluir la especificación y el logro de la meta de inflación. Al mismo tiempo, el AMI deberá reconocer que los ocasionales incumplimientos de la meta de inflación tendrán que ser objeto de énfasis en las explicaciones de los acontecimientos por parte del BCTT al público y a los mercados financieros, en lugar de limitarse a dar cuenta del cumplimiento de la meta de inflación cuantitativa.

1. Estructura del AMI propuesta para Trinidad y Tabago

Este acuerdo entre el ministro de Finanzas y el gobernador del Banco Central de Trinidad y Tabago (el Banco) se conviene bajo la sección 3 (3) de la Ley del Banco Central de Trinidad y Tabago de 1964 (la Ley), y se aplicará para el balance del actual periodo del gobernador.

El ministro de Finanzas y el gobernador acuerdan:

a) Estabilidad de precios

Consistente con la sección 3 de la Ley del Banco Central, el Banco Central deberá formular e implementar la política monetaria con la intención de mantener un nivel general de precios estable, a fin de ofrecer la máxima contribución al crecimiento más favorable, el empleo y las oportunidades de desarrollo en Trinidad y Tabago.

b) Meta de inflación

- En la persecución del objetivo de un nivel general de precios estable, el Banco deberá monitorear los precios medidos por una serie de índices de precios. El precio de la meta de estabilidad será definido en término del índice de precios al me-

nudeo (IPM, septiembre de 1993 = 100), según lo publica la Oficina Central de Estadística (OCE).

- La meta de inflación deberá ser el cambio acumulado a finales de año en el IPM. La meta de inflación debe ser mantenida entre 3-6% para 2000-2001. Para 2002 y años subsecuentes, las metas serán fijadas no después del 30 de junio, con dos años de adelanto.
- La meta será considerada como alcanzada cuando la inflación acumulada que se observe durante el periodo enero-diciembre, medida sobre la base de los cambios en el IPM, queda dentro de los márgenes estipulados.

c) Acontecimientos no usuales

- Existe una serie de sucesos que pueden ejercer un significativo impacto temporal sobre la inflación medida por el IPM, así como enmascarar la tendencia subyacente en los precios, que constituye el enfoque adecuado de la política monetaria. Estos sucesos, incluso pueden conducir a resultados inflacionarios fuera de los márgenes establecidos en la meta. Tales perturbaciones incluyen, por ejemplo, cambios en el nivel agregado, de precios como resultado de movimientos excepcionales en los precios de bienes clave, que se comercian en los mercados mundiales, cambios en los impuestos indirectos, cambios significativos de política gubernamental que directamente afectan a los precios, o un desastre natural que perturbe la mayor parte de la economía.
- Cuando se originan perturbaciones como las descritas anteriormente, el Banco deberá reaccionar de manera que impida el surgimiento de presiones inflacionarias generales.

d) Implementación y responsabilidad

- El Banco deberá esforzarse constante y diligentemente por cumplir la meta de inflación.
- Se reconoce que, en ocasiones, se registrarán resultados inflacionarios no comprendidos en los márgenes de las metas. En esas ocasiones, o cuando tales ocasiones se proyecten, el Banco emitirá una carta abierta dirigida al ministro de Finanzas, en la que explicará por qué esos resultados se han producido, o se prevé que ocurrirán, y qué medidas se han

tomado, o se propone tomar, para asegurarse de que la inflación retorne a los márgenes, así como el tiempo que se necesitará para que estas medidas tengan efecto.

- El Banco emitirá, aproximadamente cada tres meses, una *Declaración de Política Monetaria*, que informará sobre el desempeño del marco de meta de inflación, los resultados de las acciones de política monetaria y las perspectivas con respecto a la inflación.
- El Banco implementará la política monetaria de manera sostenible, consistente y transparente.
- El Banco deberá responsabilizarse plenamente por sus juicios y acciones en la instrumentación de la política monetaria.

V. CONCLUSIONES

En concordancia con la ejecución de una gestión monetaria más discrecional, la inflación promedio de Trinidad y Tabago declinó a 6% en los años noventa, desde un nivel de 12% en el decenio anterior, pero continuó siendo sumamente variable. Aunque ciertamente sería deseable que Trinidad y Tabago lograra bajar su tasa de inflación anual sobre una base sustentable, es posible que esto resulte difícil con el actual marco monetario. El uso de la base monetaria como ancla nominal no ha sido firmemente establecido, lo cual, junto con la persecución de múltiples y conflictivos objetivos monetarios, tiende a sugerir que lograr un más efectivo control de la inflación y mejores perspectivas de crecimiento económico no será tarea fácil. Este documento considera aquí la factibilidad de establecer metas de inflación como una opción monetaria más viable para Trinidad y Tabago.

La exploración encontró que Trinidad y Tabago satisface la mayoría de las precondiciones para la instrumentación de metas de inflación. De hecho, su proceso de inflación parece ser tan predecible como el de los países con metas de inflación con anterioridad a su adopción del régimen. Los movimientos en la base monetaria, el crecimiento de M_3 , la tasa de la letra de la Tesorería de EE.UU., y el cambio en el producto real tienen un alto grado de contenido predecible sobre la inflación, que puede guiar a los formuladores de política razonablemente bien hacia el horizonte pronosticado. La meta apropiada debería ser el IPM titular (*headline*) mientras el horizonte de meta de infla-

ción tenga una duración de dieciocho a veinticuatro meses. El IPM titular como meta permitiría promover una mejor coordinación de las expectativas inflacionarias para el conjunto de la economía, a causa de su generalizado uso como reajustador de pagos de salarios y beneficios. Como camino de transición de metas de inflación parece factible una tendencia descendente de 3-6% en el corto y mediano plazo a 2-3% en el largo plazo. La meta central podría entonces permanecer bien anclada en un punto medio de los márgenes, lo que puede interpretarse como la definición operativa de la estabilidad de precios.

La opción de diseño preferida, que equilibra el aislamiento de las presiones políticas con el rendimiento de cuentas públicas, se refleja en el acuerdo de metas de inflación (AMI), negociado entre el ministro de Finanzas y el gobernador. Un marco como ese aclararía los objetivos de política monetaria del instrumento (CTV), independiente acrecentaría la transparencia de sus operaciones, y reforzaría la responsabilidad del BCTT. Esto podría contribuir a generar expectativas inflacionarias más exactas y coordinadas, lo que ayudaría a reducir y estabilizar la inflación real. Las metas de inflación también podrían conducir a un mejor desempeño cíclico de la economía, y por vía de consecuencia a mejorar la perspectiva del crecimiento y desarrollo. Sin embargo, en la práctica, las metas de inflación pueden ser mejores, similares, o peores que otros marcos de política monetaria, dependiendo de la manera específica en que el BCTT conduzca la política monetaria.

La adopción de metas de inflación exige que la política monetaria esté enfocada primariamente en el pronóstico inflacionario. Los movimientos en otras variables nominales, especialmente el tipo de cambio nominal, figurarían en el reino de la política monetaria solo en la medida en que pudieran afectar el pronóstico inflacionario. Lo que es más, el BCTT debería publicar una *Declaración de Política Monetaria* cada tres meses, para proporcionar detalladas evaluaciones de la situación inflacionaria, incluyendo los pronósticos corrientes de la inflación y las discusiones de la respuesta política que se requiere para mantener la inflación en el curso debido. Discursos pronunciados con regularidad por los funcionarios oficiales del Banco sobre el panorama de la inflación también contribuirían a mejorar los procesos de comunicación.

El ímpetu para la adopción de metas de inflación ha variado de país en país. El colapso de la vinculación del tipo de cambio en el Reino Unido y Suecia condujo a la búsqueda de un ancla nominal alternativa para la política monetaria. Ciertos países,

como Canadá, hicieron lo mismo tras varias tentativas fracasadas con las metas de inflación. Otros países, que habían reducido su tasa de inflación básica, adoptaron las metas de inflación como medio de inmovilizar sus ganancias inflacionarias (Bernanke y Mishkin, 1997). Trinidad y Tabago queda en esta última categoría, ya que ha obtenido cierto grado de éxito en el frente de la inflación. Desde esta perspectiva, una vez logrados los necesarios requisitos técnicos y legales, será posible iniciar un movimiento hacia las metas de inflación al cabo de un año aproximadamente. El apoyo político, empero, continúa siendo crucial para el éxito o el fracaso de ese cambio institucional. El que la administración política se resuelva por la nueva estrategia monetaria puede depender de que el ímpetu para el cambio proceda de las más altas jerarquías o de que se inicie en una situación de crisis.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Trinidad y Tabago, 1995, *Proposals for the Independence of the Central Bank of Trinidad y Tobago*, texto mimeografiado, Banco Central de Trinidad y Tabago.
- Baumgartner, J., R. Ramaswamy y G. Zettergren, 1999, *Monetary Policy and Leading Indicators of Inflation in Sweden*, FMI, Washington (documento de trabajo 97/34).
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. Mishkin y A. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton (N. J.).
- Bernanke, B., y F. Mishkin, 1997, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n° 2, pp. 97-116.
- Christoffersen, P., y R. Westcott, 1999, *Is Poland Ready For Inflation Targeting?*, FMI, Washington (documento de trabajo 99/41).
- Debelle, G., 1997, *Inflation Targeting in Practice*, FMI, Washington (documento de trabajo 97/35).
- Debelle, G., y C. Hoon Lim, 1998, *Preliminary Considerations of an Inflation Targeting Framework for the Philippines*, FMI, Washington (documento de trabajo 98/39).
- Dobson, C., 1999, *Long Run Money Demand in Trinidad and Tobago*, texto mimeografiado, Banco Central de Trinidad y Tabago.
- Haldane, A., 1997, *Some Issues in Inflation Targeting*, Banco de Inglaterra, texto mimeografiado.

- Hoffmaister, A., 1999, *Inflation, Targeting in Korea: An Empirical Exploration*, FMI, Washington (documento de trabajo 99/7).
- Jonsson, G., 1999, *The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa*, FMI, Washington (documento de trabajo 99/116).
- Masson, P., M. Savastano y S. Sharma, 1997, *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*, FMI, Washington (documento de trabajo 97/130).
- Mishkin, F., y A. Posen, 1997, *Inflation Targeting: Lessons from Four Countries*, *Economic Policy Review* (Banco Federal de Reserva de Nueva York), agosto, pp. 9-110.
- Nicholls, J., 1995, *The Estimation of Money Demand in Trinidad and Tobago, 1982-1994*, texto mimeografiado, Banco Central de Trinidad y Tabago.
- Rambarran, A., 1994, "Technical Bias and the Retail Prices Index (IPM)", *Quarterly Economic Bulletin* (Banco Central de Trinidad y Tabago), vol. 12, n° 3, septiembre.
- Rambarran, A., 1996, *Financial Liberalization and Monetary Dynamics: The Case of Trinidad and Tobago*, texto mimeografiado, Banco Central de Trinidad y Tabago.
- Sterne, G., 1999, "The Use of Explicit Targets for Monetary Policy: Practical Experiences of 91 Economics in the 1990s", *Boletín Trimestral del Banco de Inglaterra*, vol. 39, n° 3, pp. 272-281.

Índice 2001

- Bogdanski, Joel, Alexandre Antônio Tombini y Sérgio R. da C. Werlang, La puesta en marcha del objetivo de inflación en Brasil. || N° 1, enero-marzo, pp. 1-24.
- Correa, Patricia, Deuda pública, mercados de deuda pública y política monetaria en Colombia. || N° 1, enero-marzo, pp. 25-62.
- Garcés Díaz, Daniel G., Determinación del nivel de precios y la dinámica inflacionaria en México. || N° 3, julio-septiembre, pp. 241-69.
- Hendry, Scott, y Charleen Adam, El modelo de corrección de error del vector M_1 : algunas extensiones y aplicaciones. || N° 2, abril-junio, pp. 97-129.
- Lizano Fait, Eduardo, Reforma del sector financiero y financiamiento del desarrollo: dulces sueños y duras realidades || N° 4, octubre-diciembre, pp. 381-96.
- Mancheno, Diego, Julio Oleas y Pablo Samaniego, Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en Ecuador || N° 4, octubre-diciembre, pp. 397-450.
- Perilla Castro, Carlos Andrés, Capitales mínimos de los establecimientos de crédito. || N° 3, julio-septiembre, pp. 271-34.
- Quspe M., Zenón, y Carlos Pereyra P., ¿Es conveniente una dolarización total en una economía con dolarización parcial? || N° 1, enero-marzo, pp. 63-96.
- Rambarran, Anston, El alcance del establecimiento de metas de inflación en una economía en desarrollo || N° 4, octubre-diciembre, pp. 451-77.
- Rincón C., Hernán, Tipos de cambio y balanza comercial: comprobando la relación a corto y largo plazos con datos de los países latinoamericanos. || N° 2, abril-junio, pp. 131-87.
- Rivas, Luis A., y José de Jesús Rojas, Precios relativos, inflación subyacente y metas de inflación: un análisis para Nicaragua. || N° 3, julio-septiembre, pp. 355-80.
- Torres García, Alberto, Estabilidad en variables nominales y el ciclo económico: el caso de México. || N° 2, abril-junio, pp. 189-239.

Eduardo Lizano Fait

*Financial sector reform and development finance
sweet dreams and hard facts*

Scott Hendry
Charleen Adam

*The M1 vector-error-correction model: some
extensions and applications*

Patricia Correa

*Public debt, public debt markets and monetary
policy in Colombia*



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

monetaria

Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 18.00 dólares (América Latina y el Caribe: 12.00 dólares; estudiantes y maestros: 9.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

Claudio Antonovich

*CEMLA, Departamento de Relaciones públicas
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

Tel.: (5255) 5533-0300, ext.: 255

Telefax: (5255) 5525-4432

E-mail: antonovich@cemla.org

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banque de France
Bank of Canada	Banca d'Italia
Banco de España	Bank of Japan
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Bangko Sentral ng Pilipinas
	Banco de Portugal

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas