

CAJA DE CONVERSIÓN

¿una solución a la hiperinflación?



V.P. Planificación y Control de Gestión
Gerencia de Planificación Financiera

Elaborado por: **Arturo Ornes / aornes@bod.com.ve**
José Moises / jmoises@bod.com.ve

La Caja de Conversión se estableció como una medida económica para la solución al problema de hiperinflación que surgió en varios países del mundo, incluyendo algunas naciones de América Latina, como fueron los casos de Argentina, Brasil y Perú.

Comenzando por explicar que la inflación es la variable macroeconómica que utilizan todos los países para medir la variación porcentual del nivel general de precios de su economía, el cual se calcula a través del índice de precios al consumidor; la hiperinflación es el crecimiento acelerado de dicho indicador.

La moneda de reserva puede ser una moneda extranjera o incluso una mercancía de propiedades preponderantes, como el oro.

En otras palabras, la caja de conversión es un sistema cambiario mediante el cual una moneda está respaldada en su totalidad por otra moneda internacional más fuerte con libre convertibilidad a esta moneda de tipo fijo.

En este sistema ambas monedas mantienen curso legal dentro de la economía, a diferencia de la dolarización que reemplaza la moneda local por el dólar estadounidense (USD\$) en todas sus funciones, adoptándolo como moneda de curso legal exclusiva y predominante en todos sus usos como reserva de valor, unidad de cuenta y medio de pago.

Según la literatura económica, la definición clásica del fenómeno hiperinflacionario es la desarrollada por el economista Phillip Cagan (1956), quien destacó que el proceso comienza en el mes en el que el aumento mensual de precios sobrepasa el 50% y solo culmina cuando la inflación disminuye por valores menores al 50%, al menos durante cuatro trimestres seguidos.

¿Qué es una caja de conversión?

De acuerdo a los economistas Steve Hanke y Kurt Schuler (1994), una caja de conversión es una institución monetaria que tiene la facultad de emitir billetes y monedas (y en algunos casos depósitos) que están completamente respaldados por una moneda extranjera que se utiliza como reserva y que tiene completa convertibilidad a la moneda de reserva a un tipo de cambio fijo.

Por otro lado, la aplicación de la caja de conversión ha tomado auge en los últimos años como instrumento para estabilizar el tipo de cambio nominal y acelerar el proceso de estabilización económica, específicamente aplicada como medida antiinflacionaria, generando confianza en la moneda nacional y manteniendo la soberanía monetaria del país.



Caso argentino:

Según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) de la República de Argentina, en 1989, Argentina se encontraba envuelta en el fenómeno económico de la hiperinflación. La inflación anual promedio de Argentina para ese año fue de 3.079%, los precios resultaron 30 veces los de diciembre de 1988. En 1990, la inflación anual fue de 2.314% (Gráfico 1), por lo que a comienzos de 1991 el gobierno de Carlos Menem estaba abierto a ideas sobre cómo resolver el problema inflacionario y decretó un nuevo programa económico, basado en la Ley de Reforma del Estado y Ley de Emergencia Económica. Las reformas incluían la privatización generalizada, medidas de reducción de la inflación y la reforma fiscal, las cuales fueron comprendidas más adelante en el plan de convertibilidad del gobierno bajo la Ley de Convertibilidad de abril de 1991, con la que se eliminaba el control cambiario de la moneda local, para ese entonces el austral (₳), pasaba a ser libremente intercambiable por otras monedas.

Al principio, la paridad de la moneda quedaría en 10.000 ₳ por 1 USD\$, posteriormente se creó el peso (\$) que equivalía a 10.000 ₳, por lo tanto, la paridad quedó 1 \$ a 1 USD\$. La caja de conversión requería respaldar con dólares toda emisión de australes y posteriormente el peso. El dólar pasaba a tener curso legal dentro de la economía argentina.

Una de las facultades de la caja de conversión es que restringía la capacidad del Banco Central de la República Argentina (BCRA) de llevar una política monetaria activa, ya que el gobierno no podría incurrir a déficit fiscales mediante la impresión de moneda sin que implicase un aumento en las reservas internacionales; por lo que, el BCRA necesitaba previa aprobación del Congreso Nacional para devaluar el peso.

Otra de las facultades de la caja de conversión en Argentina fue la eliminación del ajuste contable por inflación de los contratos (indexación).

Se intimó al BCRA a mantener reservas en oro y divisas por lo menos el equivalente del 100% de la base monetaria, un 33% de las mismas podían estar compuestas por títulos

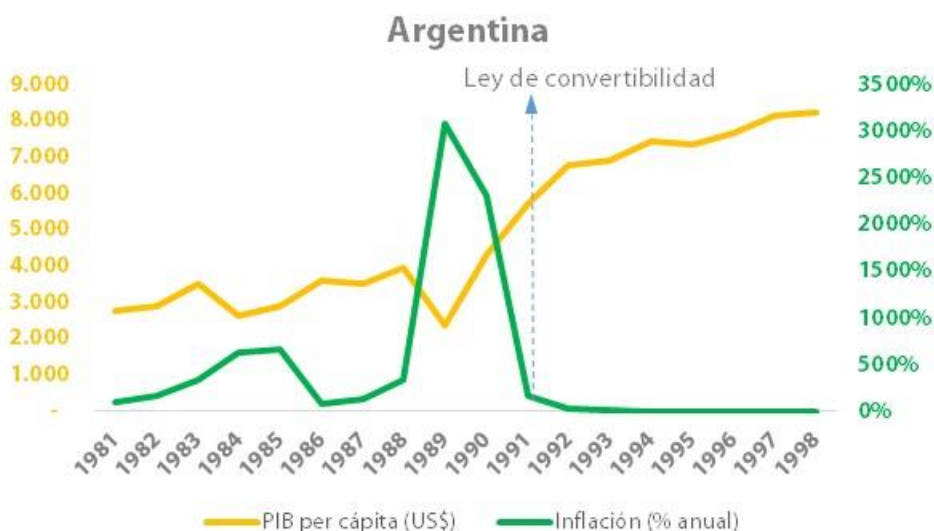


Gráfico 1: Fuente Fondo Monetario Internacional. (Cifras actualizadas al 25/01/2018).

públicos emitidos en moneda extranjera. Las reservas no podían ser utilizadas con ningún otro fin, ya que pertenecían a los tenedores de pesos. El BCRA se mantenía independiente y regulado por su propia ley orgánica. Por último, los ciudadanos tenían total libertad para realizar transacciones comerciales y financieras en cualquiera de las dos monedas, se legalizó la intermediación financiera en dólares.

Esta política generó confianza en la economía y trajo grandes ingresos de capital privado. El clima económico permitió al gobierno lograr un acuerdo con acreedores para negociar pagos atrasados y reducir el servicio de la deuda a niveles sostenibles.

El efecto más evidente fue la reducción de la inflación que pasó de 2.314% en 1990 a 84% en 1991, una importante contracción de los niveles de los dos años anteriores, como se observa en el Gráfico 1. En los años siguientes, la inflación se redujo gradualmente hasta alcanzar números inferiores al 1% anual en los años 96, 97 y 98.

Esta caída de la inflación vino acompañada de una expansión de la producción, el PIB argentino pasó de tener un comportamiento altamente volátil hasta el año 89 a un crecimiento estable a partir de esta misma fecha. Este indicador pasó de un valor de 76.637 MM USD\$ en 1989, a 283.523 MM USD\$ en 1999, lo que representa un crecimiento económico del 270%.

Caso Brasil:

Brasil se caracterizó en términos macroeconómicos por el lanzamiento de los llamados planes de estabilización heterodoxos. Dentro de ellos, resaltan cinco planes para la obtención de la estabilización económica: Cruzado (febrero de 1986), Bresser (junio de 1987), Verão (enero de 1989), Collor (marzo de 1990) y Real (julio de 1994).

El Plan Cruzado (1986) fue el origen de la primera reforma monetaria, mediante el cambio de la unidad del sistema monetario. El Cruzeiro (Cr \$) pasó a llamarse Cruzado (Cz \$), lo que equivalía el valor nominal por 1.000, creando la paridad Cr\$ 1.000,00 = Cz\$ 1,00 y el tipo de cambio a Cz\$ 13.84 = USD\$ 1,00. Sus resultados fueron muy buenos a corto plazo, puesto que la tasa de inflación se redujo drásticamente y la tasa de crecimiento del PIB se mantuvo en niveles bastante altos, efecto que se puede apreciar en el Gráfico 2 en el año 1986. Sin embargo, el Plan no contemplaba una reducción del gasto público, el cual influía en la subida de precios, ya que los gastos estatales implicaban una fuerte inyección de dinero en la economía de Brasil, estimulando una demanda mayor (insatisfecha por la oferta de bienes y servicios) que también favorecía la inflación.

Por lo que se llevó a cabo posteriormente el Plan Bresser y Verao (1987/1989), ambos combinaron elementos como el congelamiento temporal de precios con

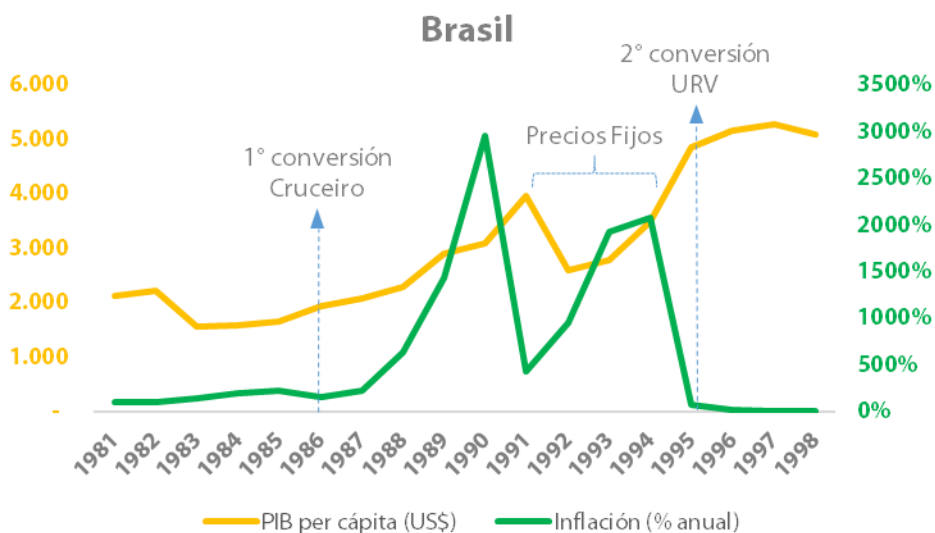


Gráfico 2: Fuente Fondo Monetario Internacional. (Cifras actualizadas al 25/01/2018).

elementos de control de la demanda. Sin embargo, dado el aumento del gasto público, estos planes fueron ineficientes para controlar la tasa de inflación.

Esta situación llevó a la adopción de un nuevo plan sustituto llamado Plan Collor (1990/1991), el cual tiene como principales medidas del frente antiinflacionario un nuevo congelamiento de precios, la confiscación de 80% de los depósitos del sector financiero privado y la restricción salarial. Esta política impactó directamente en la inflación, la cual disminuyó de manera nominal, pero derivó un incremento de los precios y disminución del PIB de manera inmediata. En el Gráfico 2 se puede apreciar la disminución de la inflación a partir del año 1991 y de manera inmediata retomó el incremento acelerado del mismo.

Por último, se adoptó el Plan Real (1994), que apoyó la liberalización comercial y financiera, la renegociación de la deuda externa e inicio de la privatización. El plan incluyó una fase de transición con la adopción de un “superindexador” (la Unidad Real de Valor –URV), en la cual deberían convertirse progresivamente todos los contratos. $Cz\$ 2.750,00 = URV 1,00$ y el tipo de cambio a $URV 1,00 = USD\$ 1,00$. Los primeros resultados de esta estrategia fueron la aceleración del crecimiento del PIB y una disminución efectiva de la inflación. Como se explica en el Gráfico 2, a partir del año 1994 empezó a verse un incremento contundente del PIB y la disminución de la inflación.

Caso Perú:

En Perú, se presentó un caso de hiperinflación mucho más alto que Argentina y Brasil, y al igual que éstos, tuvo que aplicar una caja de conversión para obtener una moneda que reafirmara la confianza de la economía y ayudar a sobrepasar el efecto inflacionario. La nueva moneda, denominada “Nuevo Sol”, se decretó en 1991, como consecuencia de la hiperinflación a final de los años 80, reemplazando al “Inti”, a razón de 1 Sol igual 1.000.000 Intis.

A finales de 1991, la inflación anual se redujo a 139%, según el Banco Central de Reserva del Perú, incluso logró alcanzar una tasa anual de 23,7% en 1994 y logró crecer

la economía a una tasa promedio anual de 5,0%. A finales de 1990, la inflación peruana se ubicaba en 7.649%.

Estos logros se llevaron a cabo en conjunto con el programa de estabilización “El Shock” a finales de agosto de 1990. Éste fue decretado por el gobierno de Alberto Fujimori y sus principales objetivos eran la reducción del déficit fiscal del sector público, la liberalización de la economía, la generación de elementos que contribuyesen al proceso de reincorporación del país al mercado financiero internacional y la eliminación del proceso hiperinflacionario.

Se diseñó un paquete de reformas para lograr estos objetivos, los cuales incluían el levantamiento de los controles de precios y de tipo de cambio, la instauración de una política monetaria restrictiva y de un manejo diario de caja fiscal que permitía restringir los gastos.

Llevado a cabo esto, en el Gráfico 3 se puede apreciar el efecto positivo que se ejerció en la economía de esta nación, donde la inflación logra alcanzar niveles históricos y que sucesivamente luego de la conversión se desploma, manteniendo el incremento del PIB.

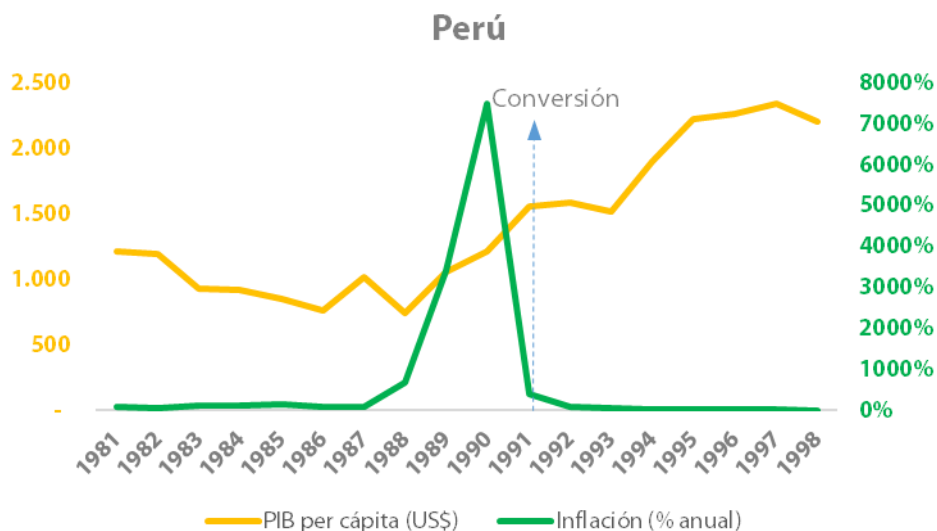


Gráfico 3: Fuente Fondo Monetario Internacional. (Cifras actualizadas al 25/01/2018).



Implicaciones de una caja de conversión

Los bancos bajo este sistema (Caja de Conversión) deben enfrentar una alta volatilidad de la tasa de interés al corto plazo, pero ayuda a estabilizar al mediano y largo plazo, debido a que las tasas de interés juegan un papel fundamental como mecanismo de ajuste del sistema, ya que las autoridades subordinan otros objetivos de política económica para defender la paridad del tipo de cambio.

Por otro lado, dado que, para mantener la disciplina fiscal, el gobierno no tiene acceso fluido a los mercados de capitales, puede recurrir al sistema bancario nacional para financiar desequilibrios fiscales; incluso, puede intimar a los bancos en algunos casos a otorgar créditos al gobierno o a absorber una mínima cantidad de bonos con tasas de interés inferiores a las del mercado.

Si bien, el tipo de cambio fijo limita la ganancia que los bancos puedan obtener por operaciones en divisas, éste ayudará a facilitar las transacciones con el exterior y servirá de base al crecimiento económico, lo cual mejorará la calidad de la cartera de créditos de los bancos y mejorará los márgenes de rentabilidad.

Otra limitación que podría presentar la caja de conversión, es que el gobierno recurra al

aumento de las tasas impositivas (impuestos) para financiar el déficit.

La caja de conversión bien aplicada, como se pudo estudiar en el caso de los países expuestos anteriormente, es una medida efectiva para corregir el tema hiperinflacionario en lapsos de tiempo relativamente cortos, restaurando la confianza de los inversores en la economía del país, sin embargo, hay que recordar que la economía no está compuesta solamente por esta variable.

Tomando en consideración que a pesar de que la caja de conversión es una herramienta que ha ayudado a solventar el problema de hiperinflación en países vecinos, se debe recalcar que esto fue posible con el acompañamiento de políticas económicas que redireccionaron y ajustaron el desequilibrio económico. Con esto, lo que se quiere decir es que esta medida debe ir acompañada por otras políticas económicas que la sustenten.

Principalmente se debe alinear a una austeridad fiscal con el objetivo de que disminuya el financiamiento del déficit fiscal por parte del Banco Central, siendo necesario ajustar los subsidios que generan distorsiones, de esta manera racionalizar el gasto por parte del Estado.

También es necesario un aumento de las tasas de interés, con el objetivo de poder generar una tasa de interés real positiva, recuperando la función de reserva de valor de la moneda. Es decir, tasas pagaderas mayor al crecimiento inflacionario.

Es clave el apoyo al sector privado para incentivar la producción nacional e impulsar las exportaciones para la generación de divisas en función de respaldar y revalorizar la moneda nacional.

Éstas y otras medidas que se alineen con la conversión lograrán el equilibrio económico necesario para el desarrollo del país.

En promedio, la duración del efecto de hiperinflación en los países del mundo ha alcanzado 10 meses y en el caso de Sudamérica ha tomado seis meses. Esto debido a que los países latinoamericanos tienen una mayor riqueza en muchos aspectos, tanto natural, como mineral y turístico; además poseen una alta gama de sectores que se pueden potenciar y explotar, que les permite una fuerte oportunidad de crecimiento y desarrollo en víspera del mejor desenvolvimiento.

Tomando en cuenta esto, la caja de conversión fue una salida viable al fenómeno hiperinflacionario en el que se han visto envueltos algunos países.

Tabla de Indicadores Semanal BOD

Resumen de Indicadores	Semana 08 al 12 de Diciembre	Semana 15 al 19 de Enero	Semana 22 al 26 de Enero	Semana 29 Enero al 02 de Febrero	Variación Vs Sem-1:	Tendencia
PRECIOS DEL PETROLEO (USD/BLS)						
Precio Venezuela	60,40	61,28	61,94	61,50	-0,71%	
Cesta OPEP	66,54	67,35	67,31	67,01	-0,45%	
WTI	62,70	64,05	64,51	65,35	1,30%	
BRENT	68,54	69,59	69,71	69,51	-0,29%	
RESERVAS INTERNACIONALES Y SECTOR EXTERNO						
Reservas Internacionales (Millones de US\$)	9.608	9.435	9.092	9.149	0,63%	
Oro (US\$ por onza)	1.328	1.332	1.349	1.333	-1,17%	
Liquidez y Mercado Monetario (MM de Bs.)						
Liquidez Monetaria (M2)	136.271	149.802	159.118	181.164	6,22%	
Dinero	135.529	149.006	158.286	180.271	6,23%	
Reservas Bancarias Excedentes (cierre)	61	74			0,00%	
Tasas de Interes %						
Activa	20,68	21,25	20,64	21,38	-2,87%	
Pasiva (DPF 90 días)	14,54	14,59	14,54	14,50	-0,34%	
Spread	6,14	6,66	6,10	6,88	-8,41%	
Tasa Overnight Promedio	-	-	0,11	0,15	36,36%	
Precio de Bonos Soberanos y PDVSA (%)						
GLOBAL 12/18N	37,50	38,13	37,19	37,50	0,31	
GLOBAL 08/18	32,21	31,88	31,69	32,07	0,38	
GLOBAL 10/19	26,00	26,25	25,76	26,95	1,19	
GLOBAL 09/20	25,50	25,50	25,67	26,82	1,15	
GLOBAL 08/22	27,41	28,08	27,75	29,75	2,01	
GLOBAL 07/23	25,63	25,50	25,67	27,55	1,89	
GLOBAL 10/24	25,50	25,50	25,45	27,63	2,18	
GLOBAL 04/25	25,50	25,75	25,73	27,79	2,06	
GLOBAL 10/26	26,85	27,38	27,13	29,69	2,56	
GLOBAL 09/27	26,51	27,11	27,13	29,00	1,88	
GLOBAL 05/28	26,00	26,25	26,23	27,83	1,60	
GLOBAL 08/31	26,99	27,33	27,13	29,50	2,37	
GLOBAL 01/34	26,11	26,25	26,25	28,27	2,01	
GLOBAL 03/38	25,67	25,89	26,60	28,13	1,53	
PDVSA 11/21	28,87	28,36	27,16	25,96	(1,20)	
PDVSA 02/22	27,95	27,23	25,96	23,34	(2,62)	
PDVSA 11/26	21,52	23,23	23,33	22,79	(0,55)	
PDVSA 04/27	24,82	24,04	23,79	23,27	(0,52)	
PDVSA 05/35	26,69	26,20	25,97	25,72	(0,24)	
PDVSA 04/37	24,29	23,92	23,66	23,36	(0,30)	

Fuente de los Datos: Tesorería BOD, BCV, ONT, MENPET