

## Análisis

### LA POLÍTICA CAMBIARIA DEL BCB

En esta entrega del Boletín Informativo se abordan diferentes aspectos de la política cambiaria conducida por el BCB. Entre ellos se presentan las bases legales de la política cambiaria, se analizan sus principios y objetivos y se evalúa su desempeño bajo una óptica de mediano y largo plazo. Asimismo, se analiza también la reciente propuesta del BCB de ampliación de la diferencia entre el tipo de cambio de compra y de venta. Para concluir se discuten las perspectivas del régimen cambiario.

#### 1. Bases legales de la política cambiaria

El actual régimen cambiario fue instituido mediante el D.S. 21060 de agosto de 1985 que estableció "... un régimen de tipo de cambio único, real y flexible del peso boliviano con relación al dólar de los Estados Unidos de América..." (Artículo 1). La Ley 1670 del Banco Central de Bolivia (BCB) de julio de 1995 señala, en su Artículo 19, que "El BCB establecerá el régimen cambiario y ejecutará la política cambiaria, normando la conversión del Boliviano en relación a las monedas de otros países y los procedimientos para determinar los tipos de cambio de la moneda nacional..."

Con base en estas disposiciones, el BCB, a través de su Comité de Política Monetaria y Cambiaria (CPMC), establece las pautas bajo las cuales se modifica periódicamente el tipo de cambio nominal. El Reglamento de operaciones cambiarias, aprobado mediante Resolución de Directorio del BCB 134/1997 de agosto de 1997, y el Estatuto del BCB, aprobado mediante Resolución de Directorio del BCB 128/2001 de diciembre de 2001, establecen las funciones del CPMC en materia cambiaria:

- Recomendar la adopción de decisiones en materia cambiaria, velando por su adecuada coordinación con la política monetaria;
- Proponer al Directorio modificaciones a la política cambiaria;
- Establecer el rango de variación semanal de la cotización base del Bolsín;
- Establecer periódicamente el monto de divisas que será ofertado en cada sesión del Bolsín, en función de la disponibilidad de las reservas internacionales del BCB;
- Determinar el diferencial entre los tipos de cambio de venta y de compra.

#### 2. Principios básicos y régimen cambiario

La política cambiaria conducida por el Banco Central de Bolivia se encuentra basada en los siguientes principios:

**Irrestricada libertad cambiaria.** Todos los agentes tienen absoluta libertad para conducir sus transacciones, mantener efectivo o depósitos, solicitar créditos o efectuar otro tipo de operaciones empleando la moneda de su preferencia.

**Unicidad.** El régimen cambiario aplicado por el BCB determina un tipo de cambio único, en los siguientes dos sentidos: 1) la asignación de dólares ya no se realiza, como en el pasado, a tipos de cambio diferenciados de acuerdo al sector que los demanda; y 2) no existe una diferencia significativa entre el tipo de cambio oficial y aquel al cual se transa en las entidades financieras o en el mercado paralelo.

**Libre acceso.** Todas las entidades bancarias tienen libre acceso a la compra de dólares en el BCB para aquellas personas, naturales o jurídicas, que deseen comprar dólares.

En 1985 se instituyó un régimen de tipo de cambio administrado que, con el tiempo, evolucionó hacia un régimen que los economistas denominan como "crawling-peg", o de tipo de cambio deslizante. Esta es una modalidad intermedia entre los regímenes de tipo de cambio fijo y flotante, cuyo funcionamiento se basa en información de las condiciones de los mercados interno y externo. Este esquema cambiario tiene las virtudes del tipo de cambio flotante, en el sentido que permite seguir las señales del mercado interno y adaptarse a los cambios en los flujos de capital y considerar variaciones en la competitividad asociadas a las depreciaciones e inflaciones de nuestros principales socios comerciales. Por otra parte, este régimen permite disminuir la volatilidad del tipo de cambio, minimizando el impacto de la fluctuación de la divisa en la inflación interna y en los balances de las familias y empresas.

En el régimen vigente, el Bolsín constituye una herramienta esencial de señalización de la política cambiaria hacia el mercado. Cuando inició su funcionamiento, el Bolsín se caracterizó por ser un mecanismo de subasta donde el BCB participaba como oferente de dólares y fijaba un tipo de

cambio referencial de base y las entidades financieras asistían como demandantes. Con el transcurrir del tiempo, y en la medida en que el país se vio expuesto a mayores movimientos de capitales, el mecanismo del Bolsín perdió algunas de sus características como mecanismo de subasta y se convirtió, mas bien, en un mecanismo de venta de divisas, que permite al BCB "medir" la demanda interna de dólares. Esta información que proporciona el Bolsín, y las condiciones económicas de nuestros principales socios comerciales, reflejada en la trayectoria de sus precios y fortaleza de sus monedas, complementa el análisis diario que se efectúa en el BCB para determinar la trayectoria del tipo de cambio.

En la medida en que las condiciones externas e internas exijan otorgar algo más de flexibilidad al tipo de cambio, el Banco Central podrá devolverle al Bolsín su rol original de mecanismo de subasta. De hecho, se han efectuado ciertas reflexiones al respecto.

#### 3. Política cambiaria y competitividad

La política cambiaria boliviana se encuentra orientada a preservar la competitividad de la economía en el mediano y largo plazo. Dicho en otros términos, busca la estabilidad del tipo de cambio real. El instituto emisor persigue empero este objetivo sin comprometer su objetivo primario que es el procurar la estabilidad de los precios internos como le encomienda la Ley.

El BCB busca mantener la competitividad de la economía con el propósito de estimular la producción nacional, especialmente aquella orientada a las exportaciones y la que sustituye importaciones. Al estimular la producción nacional se protege también al empleo. De hecho, las industrias más intensivas en mano de obra son las que quedan mejor protegidas con la política de tipo de cambio real estable. Como se ha visto recientemente, tras el abandono del Plan de Convertibilidad en Argentina, devaluaciones significativas de las monedas de nuestros socios comerciales pueden determinar masivas importaciones, legales o ilegales, de productos de esos países, que perjudican la producción y empleo en sectores nacionales que compiten con esos bienes importados, además de que desalientan las exportaciones a esos mercados y aún a los de terceros.

El concepto del tipo de cambio real es de suma trascendencia para comprender el objetivo de la política cambiaria. En términos técnicos, se define el tipo de cambio real como el cociente entre los precios de los bienes transables y no transables, expresados en la misma moneda. Los bienes transables son aquellos que pueden ser comerciados internacionalmente (se pueden exportar e importar), mientras que los no transables, por su naturaleza, no se pueden comerciar entre países. Esta definición del tipo de cambio real simplemente muestra si nuestros precios internos están altos o bajos con relación a los de otros países. Si nuestros precios son altos respecto a los internacionales, se dice que somos poco competitivos frente al exterior. Por el contrario, si nuestros precios están más bajos que los del exterior, querrá decir que podemos vender productos en mercados internacionales a buenos precios y que, por tanto, somos competitivos.

Para fines de cálculo, la relación entre los precios de productos transables y no transables -el tipo de cambio real- se define como el tipo de cambio nominal (bolivianos por dólar) dividido por nuestro índice de precios al consumidor y multiplicado por un índice de precios internacionales. Cuanto más elevado resulte este índice, se dice que existe una depreciación real. A mayor depreciación real, mayor será nuestro grado de competitividad. La definición anterior del tipo de cambio real boliviano puede ser ampliada. Para ello se toma como indicador de los precios internacionales un promedio, ponderado por sus participaciones en el comercio, de los precios (medidos en dólares) de ocho países a donde se dirigen principalmente nuestras exportaciones o de donde provienen las importaciones bolivianas.

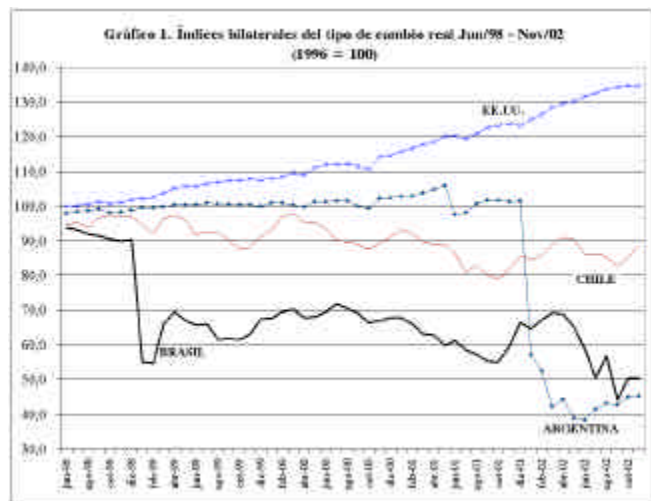
Consideremos brevemente algunos determinantes de la depreciación real multilateral. Si la depreciación boliviana es superior a la depreciación de nuestros socios y a la vez nuestra inflación es inferior o igual a la de nuestros socios comerciales, habrá depreciación real. Si la depreciación boliviana es inferior a la depreciación de nuestros socios y nuestra inflación es superior o igual a la de nuestros socios, habrá apreciación real, es decir pérdida de competitividad. Entonces, se puede depreciar el tipo de cambio real mediante la depreciación del tipo de cambio nominal, el aumento de los precios internacionales o la disminución de la inflación en nuestro país.

#### 4. Evolución reciente del tipo de cambio real

En los últimos años, la economía boliviana enfrentó un entorno internacional adverso, caracterizado por la crisis financiera de 1999 y la recesión internacional en 2001. A su vez, algunos países sudamericanos muy integrados comercialmente con el nuestro sufrieron crisis cambiarias que afectaron a

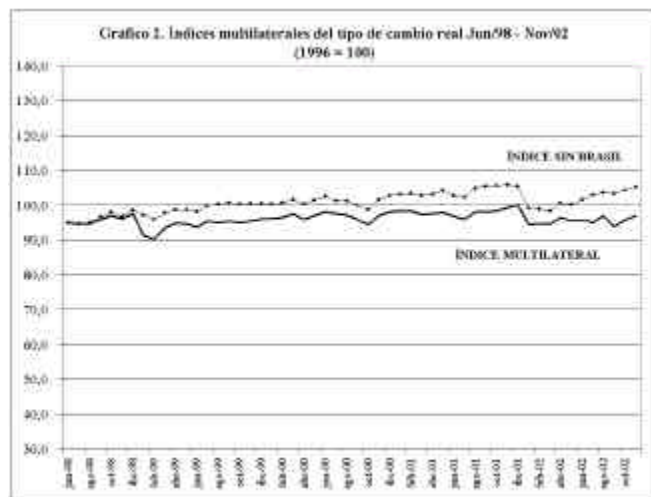
otros vecinos regionales. En esas condiciones, la política cambiaria no ha buscado seguir el comportamiento, a veces errático y volátil, de los tipos de cambio de los países vecinos, sino que se orientó a atenuar gradualmente el impacto de esas fluctuaciones cambiarias en nuestra economía. Esa práctica evitó que el tipo de cambio nominal se hubiera depreciado y apreciado en forma significativa en períodos cortos de tiempo, variabilidad que podría haber generado cierta inestabilidad en el resto de los precios en la economía.

Los gráficos 1 y 2 ilustran cómo en años recientes la economía boliviana se vio expuesta a significativos choques de competitividad, originados en devaluaciones importantes de las monedas de otros países. Ello aconteció en enero de 1999 con el real brasileño, cuya fuerte devaluación determinó que perdiéramos más de 30% de nuestra competitividad respecto a esa economía. Los gráficos también posibilitan observar la magnitud de la pérdida de competitividad de nuestra economía respecto a la Argentina tras la maxidevaluación del peso argentino en enero de este año.



Ambos choques se tradujeron en la reducción de la competitividad global de nuestra economía, medida por el ITCR, (Gráfico 2). Este gráfico muestra que excluyendo el "efecto Brasil" se han obtenido moderadas ganancias de competitividad entre junio de 1998 y la fecha.

En una perspectiva de mediano plazo, en la década de los noventa el régimen cambiario, junto con el control de la inflación, han posibilitado obtener significativas depreciaciones reales del boliviano, es decir ganar competitividad. Es así que el ITCR se depreció 41.6% entre enero de 1990 y noviembre de 2002. Más recientemente, pese a los importantes choques externos ya mencionados, la política de minidepreciaciones, moderadas, ha posibilitado mitigar tales choques, preservando la estabilidad del tipo de cambio real. No obstante, cabe señalar que los mega-choques cambiarios desde Brasil y Argentina sólo podrán ser absorbidos gradualmente en un período de algunos años.



Nota: Una caída en los índices denota una apreciación real de la moneda nacional, en tanto que un aumento representa una depreciación real.

## 5. La dolarización del sistema financiero y la balanza cambiaria del Banco Central

La elevada dolarización del sistema financiero boliviano, particularmente en los créditos que otorga al público, determina una situación vulnerable del sector en períodos de depreciación real del tipo de cambio en relación al dólar estadounidense.

La gran mayoría de los créditos concedidos por el sistema financiero se ha efectuado a prestatarios que tienen ingresos en moneda nacional, que es el caso de la mayor parte de las familias, empresas y comerciantes informales que venden sus productos en el mercado nacional. En este escenario, al depreciarse el boliviano estos agentes deben destinar una proporción cada vez mayor de sus ingresos para cubrir sus obligaciones en dólares, esfuerzo que seguramente tiene límites. Una parte de la elevación de la mora bancaria es atribuible a las condiciones imperantes en la economía en general, y otra, no discernible en forma separada de la anterior, podría ser imputable al mayor ritmo de depreciación de la moneda nacional, registrada por las razones explicadas anteriormente.

Por otra parte, las entidades financieras requieren dólares para efectuar sus operaciones rutinarias que obtienen, entre otros, del Banco Central. La balanza cambiaria (donde, además de las transferencias intra-sector público, se registran los dólares que el sector privado le compra y vende al BCB) es completamente desfavorable al BCB, cuando se analizan las transferencias de divisas entre éste y el sector privado. En los últimos años las entradas netas de dólares al Banco Central desde el sector privado fueron negativas, superando los 230 millones de dólares por año (Cuadro 1). En 2002, esta situación desfavorable fue más marcada: con información hasta noviembre, la balanza cambiaria del BCB con el sector privado presentó un saldo deficitario de 473.7 millones de dólares. Esta posición deficitaria fue financiada en parte con el importante flujo positivo de divisas que registra el sector público con el BCB y el resto directamente por reservas del BCB.

Cuadro 1  
Balanza cambiaria del BCB 2000-2002  
(flujos en millones de dólares)

	2000	2001	2002 <sup>1</sup>
<b>Flujo de divisas</b>	<b>-46,0</b>	<b>-44,0</b>	<b>-257,6</b>
1. Sector privado (financiero)	-287,0	-234,2	-473,7
Ingresos	1.135,4	900,6	1.199,0
Egresos	1.422,4	1.134,8	1.672,7
2. Sector público	241,0	190,2	216,0
Ingresos	548,6	556,7	566,5
Egresos	307,6	366,5	350,5

FUENTE: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>1</sup> Período enero-noviembre.

Una implicación importante de la fuerte posición neta de proveedor de divisas al sector privado que tiene el Banco Central es que tal situación podría no ser sostenible indefinidamente. Ello se debe a una razón básica: el Banco Central no produce dólares mientras que el sector privado demanda más divisas de las que está generando.

Los caminos para evitar una situación de insostenibilidad son varios, entre ellos se encuentran a) dolarizar completamente la economía, esquema bajo el cual la oferta monetaria quedaría determinada por el flujo neto de divisas del resto del mundo hacia el país (por comercio, donaciones o préstamos); o b) incentivar un mayor uso de la moneda nacional a través de políticas cambiarias más flexibles, con el propósito de aplicar políticas monetaria y fiscal con mayor efectividad. El Banco Central se manifiesta a favor de la segunda opción, aunque aclara que de producirse una remonetización de la economía debe ser de carácter enteramente voluntario. Desde el punto de vista del régimen cambiario, las alternativas planteadas tienen implicaciones opuestas. Mientras que una dolarización completa de la economía es equivalente a la aplicación de un tipo de cambio fijo, un uso más generalizado de la moneda nacional, ya sea en el ámbito público, financiero o de las transacciones cotidianas requiere de un régimen cambiario más flexible.

## 6. La propuesta del BCB de ampliación del diferencial cambiario

El 21 de octubre del presente año el Banco Central de Bolivia dispuso la ampliación de la diferencia entre el tipo de cambio de venta y el de compra. Días después el BCB suspendió la aplicación de esta medida. A continuación se presentan algunos antecedentes sobre los alcances de la medida, para informar al público.

El posible impacto de la medida no fue correctamente comprendido por los orientadores de opinión, quienes interpretaron incorrectamente: a) que se estaba devaluando; o b) que se estaba “desdolarizando”. Lo único que se modificaba era la diferencia entre el tipo de cambio de venta de la divisa (el precio al cual el BCB vende dólares al público) y el tipo de cambio de compra (al cual el BCB compra dólares del público). El tipo de cambio de venta continuaba siendo determinado, como se hace desde 1985, por el mecanismo del Bolsín. No existía ningún “salto” en el tipo de cambio de venta, es decir, no existía ninguna devaluación adicional al ritmo usual, ni encubierta ni descubierta. Por otra parte, no se modificaba en absoluto el principio de irrestricta libertad cambiaria. Asimismo, los depósitos del público y las operaciones de crédito continuaban honrándose en la moneda pactada, que es generalmente el dólar. Por tanto, no había ni habrá ninguna “desdolarización”.

Un objetivo de la medida, que es un mecanismo de mercado por excelencia, es promover un mayor uso de la moneda nacional en las transacciones cotidianas que se efectúan, principalmente, en bolivianos. Actualmente, muchas familias, especialmente las de ingresos más altos, al recibirlos en bolivianos (casi la totalidad de los salarios en el país se paga en moneda nacional) los convierten a dólares, manteniéndolos en su poder o depositándolos en una cuenta bancaria. Sucede lo mismo con muchas empresas. Como las familias requieren bolivianos para efectuar sus gastos cotidianos, entonces vuelven a convertir sus dólares a bolivianos. Esta operación tiene un costo, pues al efectuar ambas conversiones (bolivianos a dólares y luego dólares a bolivianos) las familias pierden la diferencia entre el tipo de cambio al que compraron los dólares y aquel al cual el banco se los paga. Esta pérdida, sin embargo, se reduce si el Banco Central sube el tipo de cambio. La ampliación del diferencial se orientaba, entonces, a hacer más evidente el costo de conversión de monedas, desalentando al público a realizar cambios de moneda innecesarios, puesto que sus gastos se efectúan en moneda nacional. Otro efecto esperado de la medida es el aumento de los depósitos en bolivianos, para que los bancos puedan a su vez otorgar créditos en moneda nacional.

La medida no buscaba desalentar el ahorro en dólares, puesto que ésta es una moneda “dura” que aparece como una alternativa natural de ahorro para los hogares y de inversión para las firmas. Para alentar el ahorro en bolivianos, en contrapartida, se ha creado la Unidad de Fomento de Vivienda, que permite efectuar depósitos, conceder créditos y realizar todo tipo de operaciones en bolivianos con cláusula de mantenimiento de valor respecto a la inflación. Esperamos que en el futuro este instrumento dinamizará el mercado de operaciones en moneda nacional, a plazos medios y largos.

Otro objetivo de la medida, de naturaleza más técnica, era propiciar el desarrollo de un mercado cambiario más activo y competitivo en el sector privado, con compra-ventas de divisas a tipos de cambio que se ubicarían entre el tipo de cambio de venta y de compra fijados por el BCB. En este escenario, el tipo de cambio en el mercado privado habría de situarse en algunos períodos más cerca del tipo de cambio oficial de venta (límite superior) y en otros más cerca del tipo de cambio de compra fijado por el BCB (límite inferior). El BCB continuaría siendo un abastecedor de divisas mediante el Bolsín. Con el objeto de ilustrar las diferencias que existen en varios países entre sus tipos de cambio de venta y de compra, se presenta el Cuadro 2. Como se puede apreciar, la diferencia, en términos porcentuales, es mucho menor en Bolivia que en los demás países considerados.

Se debe insistir en la diferencia entre depreciación cambiaria y ampliación del diferencial entre el tipo de cambio de venta y el de compra. El público que requiere adquirir dólares para cancelar sus deudas, efectuar transacciones o realizar importaciones no se vería afectado por la medida de ampliación del diferencial. El tipo de cambio de venta seguiría siendo determinado, como se lo hace desde 1985, mediante la interacción de las fuerzas del mercado a través del Bolsín.

Cuadro 2

### Tipos de cambio de compra, venta y diferencias en algunos países de la región (Al 29 de noviembre de 2002)

	Compra	Venta	Diferencia	Diferencia / Compra
Uruguay <sup>1</sup>	26,00	28,25	2,25	8,65%
Paraguay <sup>2</sup>	6.850	7.150	300	4,38%
México <sup>1</sup>	10,00	10,25	0,25	2,50%
Argentina <sup>3</sup>	3,40	3,48	0,08	2,35%
Brasil <sup>4</sup>	3,54	3,62	0,07	2,09%
Perú <sup>1</sup>	3,47	3,54	0,07	2,02%
Colombia <sup>1</sup>	2.710	2.745	35	1,29%
Bolivia <sup>3,5</sup>	7,43	7,45	0,02	0,27%

Fuentes: Uruguay: Diario El País; Brasil: Reuters; México: Diario El Sol; Argentina: BCRA; Perú: Diario El Comercio; Paraguay: Reuters; Colombia: Diario El Espectador. Notas: <sup>1</sup>Comercial. <sup>2</sup>Interbancario. <sup>3</sup>Oficial. <sup>4</sup>Paralelo. <sup>5</sup>Si se hubiera ampliado la diferencia del tipo de cambio en Bolivia a Bs0.06 por dólar, en el transcurso de octubre y noviembre, ésta habría representado alrededor de 0.8% del tipo de cambio de compra, porcentaje muy inferior al observado en los países considerados.

## 7. Perspectivas

Existe un creciente consenso internacional en torno a que los regímenes cambiarios intermedios, entre la libre flotación de la moneda nacional y los tipos de cambio fijos, tenderían a desaparecer. Así, en el mediano plazo, probablemente se observen regímenes de tipo de cambio fijo, con compromisos irrevocables de no hacerlos variar, o regímenes en los cuales el tipo de cambio sea enteramente determinado por las fuerzas del mercado.

En países como el nuestro, poco expuestos a los movimientos internacionales de capital, regímenes intermedios como el vigente pueden tener todavía un papel para mantener o mejorar la competitividad de la economía. Sin embargo, el Bolsín, que tuvo un papel extraordinario en unificar el tipo de cambio y a la vez en contribuir a estabilizar la inflación, está comenzando a mostrar sus limitaciones para hacer frente a las turbulencias internacionales. Podrá sostenerse un tiempo más, pero no indefinidamente.

Ante este panorama, y habida cuenta de la elevada dolarización, podrían considerarse dos posibilidades como las planteadas en la sección anterior: una dolarización completa de la economía, que equivale a adoptar un tipo de cambio fijo de manera irrevocable, o la flexibilización del tipo de cambio. Una dolarización completa tendría el mérito de reconocer lo que de facto ya existe, y posiblemente podría traer beneficios en términos de convergencia de las tasas de interés hacia niveles internacionales, a la vez que nos posibilitaría “importar” instituciones más sólidas que las nacionales. El beneficio principal que la literatura económica y la experiencia reconocen a este tipo de medida es la estabilización económica, beneficio del cual el país goza ya desde hace más de quince años. Al otro extremo, se encuentran riesgos importantes, como la situación fiscal. Con un déficit fiscal de 7% del PIB, o más, la dolarización sería insostenible, lo cual crearía dudas acerca de su irreversibilidad. Además, con la baja productividad que tiene el país, no seríamos competitivos internacionalmente en casi ningún mercado al haber renunciado al instrumento cambiario.

La otra opción considera la posibilidad de avanzar hacia una flexibilización del tipo de cambio. Ello podrá lograrse a mediano plazo fomentando la bolivianización de la economía, fijando un esquema monetario orientado a metas de inflación y haciendo que el tipo de cambio sea un ancla más y no la única. Para ello, en principio se ha previsto, como se ha dicho, devolver gradualmente al Bolsín su rol original de mecanismo de subasta de divisas. También se contempla volver a considerar la ampliación del diferencial entre el tipo de cambio de venta y el de compra.

En todo caso, una posible remonetización en bolivianos de la economía boliviana habrá de tener un carácter enteramente voluntario. El público, como ha sucedido desde la estabilización de mediados de los ochenta, debe estar en libertad de mantener sus activos y saldos monetarios en la moneda de su preferencia.