

## LA POLÍTICA CAMBIARIA DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

El presente análisis, breve, de la política cambiaria en Bolivia abarca a los meses de enero y abril de 2002. Para tal efecto, previamente se efectúan algunas consideraciones conceptuales relacionadas con los diversos regímenes cambiarios, principalmente en América Latina. Posteriormente se enuncian las características más relevantes del régimen cambiario en Bolivia y, por último, se examina la evolución del tipo de cambio nominal y real en el primer cuatrimestre del año.

### CONSIDERACIONES CONCEPTUALES

La frecuencia e intensidad de las crisis internacionales recientes y los súbitos cambios en la dirección de los flujos de capital, han impulsado el debate en torno a cuáles son los regímenes cambiarios más adecuados para responder a dichas perturbaciones y disminuir o evitar el contagio financiero y cambiario. Las opciones de política cambiaria abarcan una amplia gama que va desde un tipo de cambio fijo hasta la flotación pura. Al interior de los regímenes cambiarios fijos, las opciones llegan hasta la dolarización completa de la economía.

En la década pasada, las experiencias en Latinoamérica tendieron a la flexibilización del tipo de cambio partiendo, en muchos casos, de regímenes de bandas cambiarias que fueron abandonados, en su mayoría, por regímenes de flotación. Ejemplos de este patrón son: México, Chile, Colombia, Perú y, más recientemente, Venezuela. Brasil pasó de un régimen de tipo de cambio “crawling-peg” —deslizante— a un régimen de flotación cambiaria en 1999.

Otro grupo de países ha transitado hacia regímenes de tipo de cambio fijo. De ellos, quizás el más emblemático sea Ecuador, donde la dolarización plena adoptada rige en su economía desde marzo de 2000. Con ello se dio el retiro de la circulación de su moneda nacional, salvo para pequeñas transacciones, y se abandonó el instrumento cambiario como herramienta de política económica. Por su parte, Argentina, en 1991, pasó al sistema “currency board” —caja de conversión— (se lo considera una modalidad del régimen de tipo de cambio fijo) que lo abandonó hace poco (tras más de una década de vigencia), para dar paso a la flotación del tipo de cambio.

En síntesis, ciertas economías de la región adoptaron sistemas cambiarios más rígidos, pero la tendencia más clara fue hacia la flexibilización. Esta tendencia también está a escala mundial (sólo 11% de los países miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI) aplican tipo de cambio fijo).

Los regímenes de flotación tienen también modalidades diversas que se diferencian de acuerdo a la “pureza” de la flotación. En la práctica ninguna flotación es absolutamente limpia, pues el Banco Central interviene de una u otra manera en el mercado de cambios. Esta intervención oficial puede ser ocasional o frecuente. También puede ser discrecional o limitarse a criterios o parámetros previamente establecidos, como son los casos de México, Chile y Perú, donde rige el criterio de que la intervención ayude a prevenir o moderar las fluctuaciones del tipo de cambio antes que a determinar su nivel.

El tipo de cambio “crawling-peg” —deslizante— se considera un régimen intermedio, dado que el precio de la divisa no permanece fijo ni fluctúa por completo en función del mercado. Entre los criterios para modificar el tipo de cambio bajo este régimen, el Banco Central toma en cuenta el comportamiento del mercado cambiario, pues las señales del mercado son clave para asignar, de forma eficiente, los recursos en la economía. Sin embargo, en ciertas situaciones de “shocks” externos, crisis financieras, cambiarias o fiscales, el mercado tiende a ser muy volátil y a sobre-reaccionar. En estas situaciones, dejar flotar la moneda sin intervención del banco central puede llevar al tipo de cambio a niveles extremadamente altos y fluctuantes, como sucedió en los inicios de la flotación en Brasil en 1999 y, más recientemente, en Argentina<sup>1</sup>. El tipo de cambio es un precio clave en la economía, no solamente por sus impactos en el comercio exterior, sino también por sus efectos en los demás precios de la economía y, por ende, en el equilibrio interno y externo.

El impacto de la variación cambiaria tiene características especiales en una economía dolarizada como la boliviana. En estos casos, a los efectos

positivos sobre la balanza comercial y la producción se contraponen ciertas limitaciones. Por un lado, depreciar la moneda local puede encarecer los costos de las empresas que utilizan insumos importados e inclusive nacionales si sus precios están dolarizados. Por otro, erosiona la capacidad de pago de los deudores que tienen ingresos en moneda nacional, pero están endeudados en dólares estadounidenses, lo que deteriora la situación del sistema financiero. Asimismo, las depreciaciones del tipo de cambio pueden tener un efecto importante sobre la inflación, si el dólar tiene un amplio uso como referencia para la fijación de precios de bienes y servicios.

En este contexto, la determinación del tipo de cambio debe estar sujeta a un conjunto de criterios cuya aplicación posibilite a la autoridad monetaria el preservar el equilibrio macroeconómico y mantener tanto la competitividad de las exportaciones en los mercados internacionales como de la producción nacional frente a las importaciones.

### OBJETIVOS Y CARACTERÍSTICAS DE LA POLÍTICA CAMBIARIA

La política cambiaria ejecutada por el Banco Central de Bolivia (BCB) se encuentra orientada a buscar la competitividad de la economía en el mediano y largo plazo. El Ente Emisor busca el logro de este objetivo sin arriesgar su objetivo primario que le encomienda la Ley: procurar la estabilidad de los precios internos. Desde 1986, Bolivia mantiene un régimen cambiario que se asemeja al “crawling-peg”, cuyo funcionamiento se basa en información de las condiciones de los mercados interno y externo.

El régimen vigente tiene en el Bolsín del Banco Central de Bolivia un instrumento para la determinación de las condiciones del mercado interno de divisas, pero también una herramienta esencial de señalización de la política cambiaria hacia el mercado. Este esquema cambiario tiene las virtudes del tipo de cambio flotante: permite seguir las señales del mercado interno, adaptarse a los cambios en los flujos de capital, y considerar variaciones en la competitividad asociadas a las depreciaciones e inflaciones de los socios comerciales principales del país. Por otra parte, el régimen cambiario en actual vigencia 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 un contexto dolarizado como es el caso boliviano, los beneficios de una limitada volatilidad del tipo de cambio son de primer orden, pues la demanda de divisas se debe tanto a requerimientos del comercio internacional, como a transacciones financieras internas (entre éstas se tiene una amplia variedad de operaciones en los mercados monetario e interbancario).

El Instituto Emisor 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. Las funciones del CPMC en materia cambiaria son:

- Recomendar la adopción de decisiones en materia monetaria, cambiaria y financiera.
- Coordinar las políticas del BCB entre sí, con la política fiscal y con las restantes políticas macroeconómicas del gobierno.
- Proponer al Directorio modificaciones a la política cambiaria.
- Recomendar semanalmente a la Presidencia del BCB el margen para la cotización base del tipo de cambio nominal en el Bolsín.
- Establecer los montos de divisas que serán ofertados en cada sesión del Bolsín, en función de la liquidez de la economía y la disponibilidad de las reservas internacionales.
- Definir la periodicidad de las sesiones del Bolsín.
- Determinar el diferencial entre el tipo de cambio oficial de venta y el de compra.

Para el cumplimiento de estas funciones, el Comité de Política Monetaria y Cambiaria analiza, entre otros indicadores, la evolución del tipo de cambio nominal y del tipo de cambio real multilateral y bilateral con los principales socios comerciales de Bolivia. Asimismo, analiza el mercado de divisas a través de los montos demandados y adjudicados en el Bolsín, y la compra de divisas que realiza el BCB. Por otra parte, toma en

consideración las transferencias de divisas al y del exterior que realiza el sistema financiero, así como la evolución de las exportaciones e importaciones. Este seguimiento es importante para determinar la evolución de las reservas internacionales que constituyen una meta del Programa Monetario que anualmente aprueba el Directorio del Instituto Emisor.

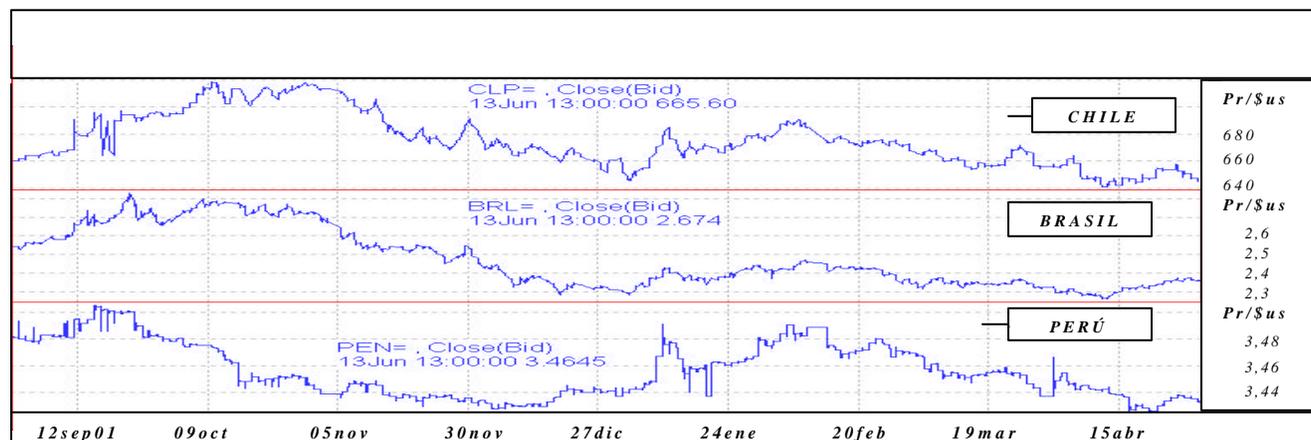
Cabe destacar que el mercado cambiario privado boliviano ha ido ampliándose en años recientes, principalmente desde el año 1997 cuando se eliminó la entrega obligatoria de divisas de los exportadores al Banco Central de Bolivia. De esta manera, con esta medida se determina que el mercado cambiario privado sea más amplio que el que se satisface con el Bolsín, debido a que los exportadores operan en el sistema financiero nacional. En este contexto, la demanda de divisas en el Bolsín, si bien es un indicador relevante para la política cambiaria, no es el único que debe considerarse.

## EVOLUCIÓN RECIENTE: TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL

En años recientes, la economía boliviana ha enfrentado un entorno internacional adverso: crisis financiera internacional en 1999 y recesión internacional en 2001. A su vez, los países de Latinoamérica, sobre todo los vecinos con fuerte integración comercial con Bolivia, soportaron crisis financieras y cambiarias que afectaron en particular forma a la región.

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 (Gráfico 1), sino que se orientó sobre todo a atenuar el impacto de las fluctuaciones cambiarias en la economía nacional. Esa práctica evitó, a la vez, que el tipo de cambio de Bolivia se hubiera depreciado y apreciado en forma significativa en períodos cortos de tiempo, o que se hubiera trasladado inestabilidad externa a los precios de la economía nacional.

**GRÁFICO 1**  
**TIPO DE CAMBIO NOMINAL DE CHILE, PERÚ Y BRASIL**  
(SEPTIEMBRE 2001 – ABRIL 2002)



Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters.

Entre el 1° de enero y el 30 de abril de 2002 la volatilidad del tipo de cambio del boliviano respecto del dólar estadounidense, medida a través del coeficiente de variación, fue mucho menor que la observada en las cotizaciones de las monedas de algunos países vecinos. La volatilidad del boliviano fue 4,7% frente a 14,6% del real brasileño y 10,6% del peso

chileno. La variabilidad del nuevo sol peruano fue menor (Cuadro 1). En la vecina Argentina, el precio del dólar estadounidense flota desde el 14 de febrero de 2002 y si bien el Banco Central de la República Argentina ha realizado intervenciones discrecionales para evitar fuertes fluctuaciones, la volatilidad de su tipo de cambio fue importante (18%).

**CUADRO 1**  
**TIPOS DE CAMBIO (UNIDADES DE MONEDA NACIONAL POR \$US) Y VOLATILIDAD**  
(ENERO – ABRIL DE 2002)

REFERENCIAS	BOLIVIA	BRASIL	CHILE	PERÚ	ARGENTINA*
Promedio aritmético del T.C.	6,47	2,13	600,40	3,50	3,00
Desviación estándar	0,30	0,31	63,90	0,04	0,54
Coefficiente de variación (%)	4,70	14,60	10,60	1,15	18,00

\*Solamente desde la flotación de su tipo de cambio a partir del 14/02/02.

Fuente: BCB y datos de Reuters

Con información desde principios de 2000, la depreciación del tipo de cambio nominal en Bolivia ha registrado un promedio de 2,4% por cuatrimestre, con un mínimo de 1,9% en el primer cuatrimestre de 2001 y un máximo de 3,4% alcanzado en el primer cuatrimestre de 2002, como se puede apreciar en el Cuadro 2. En el primer cuatrimestre de este año, la depreciación nominal promedio del tipo de cambio respecto a similar cuatrimestre de 2001 fue de 8,1%.

**CUADRO 2**  
**VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y DEL IPC**  
(2000 – 2002)

CUATRIMESTRE*	ÍNDICE DE PRECIOS		VARIACIÓN % RESPECTO ANTERIOR CUATRIMESTRE		VARIACIÓN % RESPECTO SIMILAR CUATRIMESTRE AÑO ANTERIOR	
	IPC	TCN	IPC	TCN	IPC	TCN
I - 00	197,46	6,11	2,54	2,17	5,80	6,45
II - 00	197,56	6,23	0,05	1,96	4,62	6,13
III - 00	199,14	6,38	0,80	2,41	3,41	6,69
I - 01	199,51	6,50	0,19	1,88	1,04	6,38
II - 01	201,68	6,68	1,09	2,77	2,09	7,22
III - 01	200,98	6,81	-0,35	1,95	0,92	6,74
I - 02	200,71	7,04	-0,13	3,38	0,60	8,31
Promedio mensual 2000	197,39	6,19				
Promedio mensual 2001	200,54	6,62				
Promedio mensual 2002	200,96	6,99				

Fuentes: INE y BCB

\*Datos de fin de período.

Esta evolución se explica por las condiciones del mercado interno y por la evolución de los indicadores externos: inflaciones y depreciaciones/apreciaciones de las monedas de nuestros principales socios comerciales — EE.UU., Brasil, Chile, Argentina, Perú, Alemania, Japón y Reino Unido—. Estos factores determinaron que el BCB acelere, aunque moderadamente, el ritmo de depreciación del boliviano en el primer cuatrimestre de 2002, a objeto de proteger a la producción nacional.

Además, para determinar el ritmo de depreciación del boliviano, el BCB considera dos aspectos importantes. Primero que la depreciación no genere un efecto transmisión en los precios de manera que acentúe las presiones inflacionarias. Durante los años recientes el mayor ritmo de depreciación no tuvo efectos indeseables en los precios, por el menor coeficiente de transmisión y porque las depreciaciones cambiarías de los países vecinos se tradujeron en importaciones desde dichos países a precios más bajos en \$us que compensaron el efecto del tipo de cambio.

El segundo aspecto se refiere a que la depreciación no tenga un efecto negativo en la cartera de créditos del sistema financiero. Dicha situación se da especialmente en los deudores que no generan ingresos de divisas propias o que presentan un descalce entre sus activos y pasivos en moneda extranjera. En general, un mayor ritmo de depreciación afecta la capacidad de pago de los deudores en moneda extranjera.

Para la determinación del Índice del Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER), el BCB considera la variación del tipo de cambio nominal respecto a la inflación de cada uno de los principales socios comerciales del país, calculando el tipo de cambio real bilateral de Bolivia respecto a cada uno, y luego los agrega con base en ponderaciones de un año base.

El ITCER subió de 96,0 (cierre del primer cuatrimestre de 2000) a 100,1 (fin del tercer cuatrimestre de 2001, Cuadro 3). Es decir, el tipo de cambio multilateral se depreció en términos reales y recuperó el nivel que tenía en 1996, su año base. Sin Argentina, el incremento del ITCER fue similar.

**CUADRO 3**  
**ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL (ITCER) GENERAL Y SIN ARGENTINA**  
**(2000 – 2002)**

CUATRIMESTRE*	ITCER GENERAL	ITCER S/ARGENTINA	VARIACIÓN % RESPECTO DEL CUATRIMESTRE ANTERIOR		VARIACIÓN % RESPECTO DE SIMILAR PERÍODO DEL AÑO ANTERIOR	
			GENERAL	S/ARGENTINA	GENERAL	S/ARGENTINA
I – 00	96,01	95,60	-0,16	-0,16	1,20	1,39
II – 00	97,23	96,79	1,27	1,24	2,30	2,48
III – 00	98,11	97,65	0,91	0,90	2,02	1,98
I – 01	97,58	96,81	-0,54	-0,86	1,64	1,27
II – 01	98,04	97,75	0,47	0,97	0,83	1,00
III – 01	100,08	99,94	2,08	2,24	2,01	2,34
I – 02	96,57	105,23	-3,51	5,29	-1,04	8,69
Promedio mensual 2000	96,81	96,37				
Promedio mensual 2001	98,03	97,62				
Promedio mensual 2002	95,08	102,36				

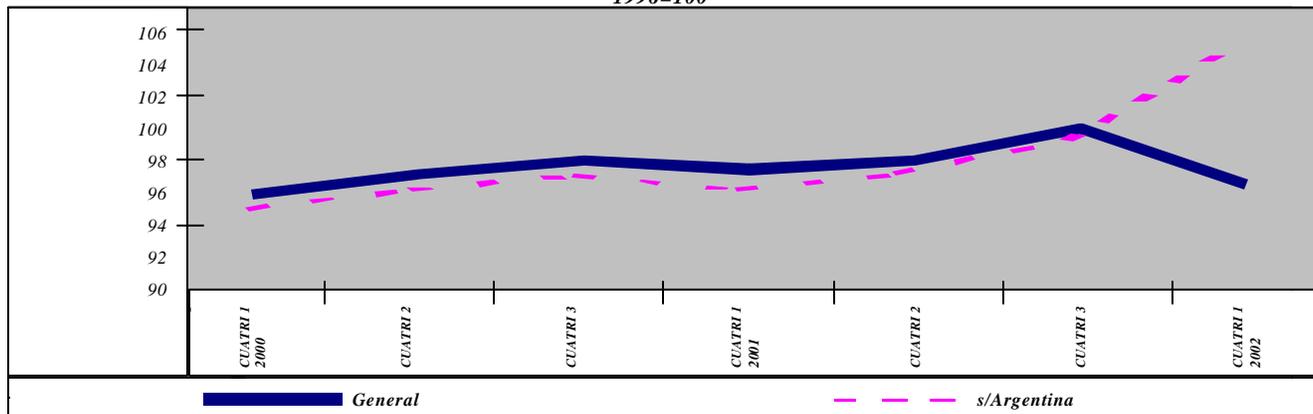
Fuente: BCB

\*Datos de fin de período.

Sin embargo, hasta fines del primer cuatrimestre de 2002, la situación cambió. El Índice ITCER se apreció en 3,5% respecto del tercer cuatrimestre de 2001, denotando una pérdida de competitividad. Si se

excluye Argentina, el ITCER se habría depreciado en 5,29%, por lo cual puede concluirse que la flotación del peso argentino fue la causa mayor de la apreciación del ITCER en el primer cuatrimestre de 2002, (Gráfico 2)

**GRÁFICO 2**  
**ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL CON Y SIN ARGENTINA**  
**1996=100**



Fuente: Elaboración con datos del INE y BCB.

Esta situación sugiere que ante crisis cambiarias focalizadas en un país, la política cambiaria debe acompañarse con otros instrumentos de comercio exterior que permitan enfrentar los desequilibrios comerciales temporales que dicha política, por su impacto macroeconómico, no pueda atenuarlos plenamente. Así, en el caso de perjuicios, derivados de fuertes aumentos de importaciones, las cláusulas de salvaguardia —mecanismos autorizados por la Organización Mundial de Comercio— permiten aplicar medidas correctivas temporales hasta que la producción nacional se adapte a las nuevas condiciones de competencia.<sup>2</sup>

La política cambiaria aplicada en los años recientes ha permitido mantener un nivel estable de las Reservas Internacionales Netas del BCB, pese al contexto externo adverso en el cual países vecinos perdieron reservas en montos apreciables. El nivel actual de reservas del país permite cubrir cerca de siete meses de importaciones.

El presente análisis puede concluirse con la siguiente constatación: el régimen cambiario basado en el deslizamiento del tipo de cambio, ha sido un mecanismo adecuado que ha permitido: atenuar el impacto de las fluctuaciones cambiarias de los países vecinos; disminuir la volatilidad del tipo de cambio; preservar un balance entre equilibrio interno y la competitividad de la producción nacional. Por tanto, la política cambiaria ejecutada por el BCB ha sido prudente en un contexto internacional de alta incertidumbre.

<sup>1</sup> Una elevación del tipo de cambio indica depreciación.

<sup>2</sup> En el caso de los productos agropecuarios, el mecanismo de las franjas de precios, refrendado en la Reunión Extraordinaria de Presidentes de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) en Santa Cruz de la Sierra, también permite aplicar aranceles variables a importaciones con precios muy bajos asociados a una fuerte depreciación cambiaria.