

Ventajas de Mantener la Moneda Nacional en Bolivia

Oscar Lora Rocha*

* Se agradecen los valiosos comentarios de Armando Méndez, Jorge Requena, Rodrigo Vergara, Walter Orellana y de los participantes en un seminario interno del Banco Central de Bolivia; así como la colaboración de Marcelo Ochoa. Cualquier error u omisión es de exclusiva responsabilidad del autor. Las opiniones expresadas en este trabajo no necesariamente coinciden con las del Banco Central de Bolivia.

RESUMEN

En una economía dolarizada existen ventajas y desventajas —efectivas y potenciales— tanto del uso de moneda extranjera como de una mayor demanda del signo monetario nacional. En el trabajo se evalúan ambos aspectos bajo la premisa de que las bondades de la dolarización se encuentran asociadas principalmente a períodos de alta inflación y estabilización, mediante la provisión de un mecanismo para fines de información e intermediación de recursos; mientras que en un contexto de estabilidad económica los beneficios potenciales de un incremento en la demanda de la moneda nacional se hacen crecientemente atractivos. La evaluación de ambos aspectos muestra la conveniencia de incentivar un mayor uso de la moneda nacional, el boliviano, debido a que algunas de las principales ventajas que ofrecería un esquema de dolarización completa de la economía han sido ya alcanzadas en Bolivia. Las características de la dolarización boliviana sugieren que este fenómeno se encuentra muy arraigado en el comportamiento de los agentes, quienes mantienen sus activos casi exclusivamente en moneda extranjera, aunque efectúan transacciones haciendo uso principalmente del boliviano. En este marco, inicialmente debiera tenderse a la reversión de la dolarización en el sentido de sustitución de monedas. La dolarización, en el sentido de sustitución de activos, debe ser vista como un fenómeno natural en una economía en proceso de apertura e integración, siendo su probable reversión una posibilidad mas bien de largo plazo, que responderá a la solidez y estabilidad de las políticas económicas.

1. INTRODUCCIÓN

En una economía bimonetaria existen ventajas y desventajas asociadas al uso tanto de moneda extranjera (dólares de los Estados Unidos en el caso de Bolivia) como de la moneda nacional. Mientras que las bondades del uso de una moneda extranjera “fuerte” se hacen evidentes en períodos caracterizados por desequilibrios macroeconómicos, la estabilidad económica observada en Bolivia a partir de fines de 1985, torna atractivos los potenciales beneficios que podrían obtenerse de un mayor uso de la moneda nacional—el boliviano—esto es, de reducir el actual grado de dolarización.

Las visiones acerca de los esquemas monetarios adecuados para las economías cuyas monedas nacionales han sido parcialmente desplazadas por signos monetarios más fuertes (“dolarización”, en términos genéricos) abarcan un amplio rango, planteándose desde la conveniencia de implementar una dolarización completa hasta la idea de que deben efectuarse todos los esfuerzos posibles para incentivar un mayor uso de la moneda nacional. En todo caso, la conveniencia o inconveniencia de la dolarización es función del rol que cumple la moneda extranjera en la economía. Entre los beneficios de la dolarización, en el caso de Bolivia, puede destacarse el papel que cumplió el dólar en el período de alta inflación de 1984/85, proveyendo un medio de pago y depósito de valor aceptable en la economía y el rol de este signo monetario en la reconstrucción del sistema financiero nacional. Entre las desventajas que impone el fenómeno destacan la pérdida de señoreaje, las limitaciones al manejo monetario y cambiario, y la vulnerabilidad del sistema financiero.

La dolarización, entendida en un sentido amplio como la demanda de moneda extranjera por encima de las necesidades derivadas de las actividades turística y de comercio exterior, es un fenómeno de larga data en Bolivia y en otras economías latinoamericanas. Este fenómeno surge como respuesta racional de los agentes ante la ineficiencia de la moneda nacional como reserva de valor, unidad de cuenta y aún como medio de pago en un ambiente macroeconómico inestable. La literatura estándar sobre la dolarización (ver p.ej. Giovannini y Turtelboom, 1992; y Calvo y Végh, 1992) distingue entre los conceptos de sustitución de monedas y sustitución de activos. En el primer caso, una moneda externa “fuerte” (típicamente el dólar en el caso de las economías latinoamericanas) desempeña las funciones

de medio de pago. En el segundo caso, la moneda fuerte desplaza al signo monetario nacional para efectos de reserva de valor.

Adicionalmente, en algunas economías (entre ellas la boliviana) se presenta el fenómeno de que una proporción significativa de los créditos concedidos por el sistema financiero al sector privado se encuentra expresada en moneda extranjera. Este fenómeno, que ha sido menos estudiado, podría denominarse “dolarización por el lado de la demanda” o “sustitución de pasivos”.

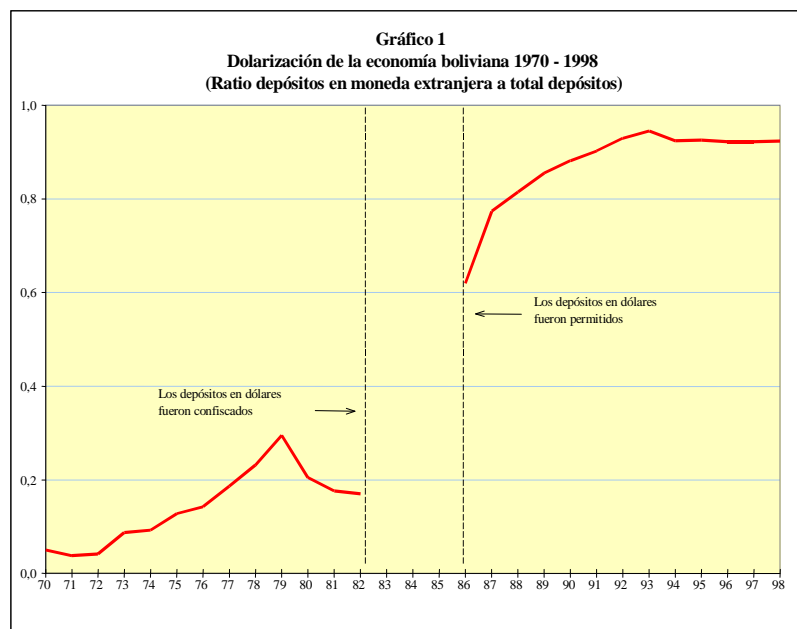
El objetivo del presente trabajo es efectuar una revisión de los argumentos en favor de un mayor uso de la moneda nacional en Bolivia, contrastándolos con aquellos que se esgrimen en favor de la dolarización. Esta revisión se efectúa considerando los diferentes entornos económicos por los que atravesó Bolivia desde inicios de los ochenta, sintetizados en una fase de alta inflación/estabilización y otra de estabilidad económica. Se plantea que la dolarización tuvo una serie de ventajas principalmente en el período de alta inflación y en el de estabilización económica de 1985/87; mientras que con la paulatina consolidación de la estabilidad y el retorno al crecimiento, algunas de estas bondades habrían perdido en cierta medida su importancia relativa frente a los beneficios que ofrecería un mayor uso del signo monetario nacional, el boliviano.

El resto del trabajo se encuentra estructurado de la siguiente manera: en la segunda sección se presenta un breve resumen de la evolución histórica de la dolarización en Bolivia. En la tercera sección se analizan las ventajas de la dolarización en una economía inflacionaria y los beneficios que se obtendrían de un mayor uso del signo monetario nacional en un contexto de estabilidad económica. En la cuarta se analizan algunas opciones de política con respecto a la dolarización de la economía boliviana. Por último, algunos apuntes finales cierran el documento en la quinta sección.

2. EL PROCESO DE DOLARIZACIÓN EN BOLIVIA

La dolarización en Bolivia ha sido observada en entornos económicos e institucionales sustancialmente diferentes. En los años setenta con estabilidad macroeconómica y gobiernos de facto, con gobiernos democráticos entre 1982 y 1998, acompañados por desequilibrios macroeconómicos en la

primera mitad de los ochenta y estabilidad económica desde 1986 a la fecha.¹ En el Gráfico 1 se puede apreciar la evolución de la dolarización de la economía boliviana², mientras que la Tabla 1 provee información sobre los entornos macroeconómicos por los que atravesó Bolivia desde 1970.



La década de los 70 se caracterizó por un reforzamiento del papel del Estado en la economía, sobre la base del endeudamiento externo. En este período se observaron niveles elevados de inflación, la cual se situó en un promedio de 25% y 16% anual entre 1971/74 y 1975/79 respectivamente. A lo largo de esta década el signo monetario nacional (el peso boliviano) dominó como medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor. Pese a ello, desde 1973 —cuando los depósitos en moneda extranjera fueron oficialmente

¹ Méndez (1987), señala que la dolarización de la economía boliviana se inició en los años inmediatamente posteriores al programa de estabilización de diciembre de 1956.

² Medida como el ratio de depósitos en dólares a total de depósitos (Dornbusch, 1989).

permitidos en el sistema financiero nacional³— se observó una sostenida tendencia hacia la dolarización de la economía.⁴

Tabla 1
Indicadores macroeconómicos seleccionados
Bolivia, 1970 – 1998

(Promedios anuales)

Período	Crecimiento (%)	DOL	RIN USD MM	TC Oficial ¹	TC Paralelo	Devaluación ² (%)	Déficit fiscal/ PIB (%)	BM/ PIB (%)	Inflación (%)	Señoreaje/ PIB (%)	ICTR 1990=100
1970–1976	5.62	0.08	171.50	18.84	-	9.76	2.64	11.0	18.7	2.35	n.d.
1977– 1979	2.37	0.24	138.00	21.50	-	7.52	5.50	11.6	23.1	1.60	60.28
1980–1981	-0.24	0.19	-183.05	24.51	-	0.00	5.65	11.8	24.5	2.60	47.54
1982–1986	-2.58	0.40	23.10	723,756.00	743,726.80	4,424.66	12.14	12.8	2,211.6	10.15	37.92
1987–1990	3.50	0.83	120.05	2.57	2.59	13.42	5.20	6.4	16.7	1.44	77.46
1991–1998	4.26	0.92	629.68	4.63	4.64	7.20	3.37	9.5	9.3	1.70	116.69

FUENTE : Banco Central de Bolivia
Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales.
DOL : Ratio depósitos en moneda nacional / total depósitos
RIN : Reservas Internacionales Netas
Señoreaje : Variación de la base monetaria
ICTR : Índice del tipo de cambio real
1 : Hasta 1996-12 pesos bolivianos por dólar. Desde 1987.01 bolivianos por dólar
2 : Con base en el tipo de cambio oficial

En noviembre de 1982, cuando la dolarización se situaba en alrededor de un 20% y la economía ingresaba en una etapa de crisis, se adoptó la llamada “política de desdolarización”. Esta medida consistió en la confiscación de los depósitos en moneda extranjera existentes en el sistema financiero, recursos que fueron devueltos a sus propietarios en moneda nacional considerando la paridad oficial. Este hecho ocasionó una transferencia de recursos de acreedores hacia deudores y marcó un hito importante en materia de credibilidad de las políticas económicas implementadas en ese período.

³ Al igual que en los casos de México y Perú, la autorización para mantener depósitos en moneda extranjera se dio como consecuencia de un período de desequilibrios externos. En octubre de 1972, tras un largo período en el cual el tipo de cambio se mantuvo fijo, se dispuso una fuerte devaluación del peso boliviano (68.4%).

⁴ Entre 1970 y 1979 el grado de dolarización se incrementó en 494%, a una tasa de crecimiento anual promedio de 26%, situándose el ratio DME/TD en 0.3 en diciembre de 1979.

El período posterior (1983/85) estuvo marcado por una profunda crisis económica, donde se observaron desequilibrios internos y externos que configuraron un entorno económico y político inestable. Caracterizaron a este período la acumulación de un excesivo déficit fiscal⁵, un menor acceso a la fuente tradicional de su financiamiento (el endeudamiento externo) y la caída de la producción.⁶ El financiamiento del déficit con emisión monetaria, unido a la inestabilidad política y social, entre otros, derivaron en un proceso inflacionario de grandes proporciones, con su fase más álgida entre octubre de 1984 y septiembre de 1985, cuando se registró una tasa de inflación mensual promedio del 61.9%. La hiperinflación produjo un reemplazo masivo de la moneda local por otra más eficiente en el desempeño de todas las funciones tradicionales del dinero.⁷

En 1985 se desarrolló un agresivo programa de estabilización, que permitió restablecer los equilibrios interno y externo de la economía sobre la base del control del déficit fiscal. Como parte de este esfuerzo se eliminó, en octubre de 1985, la prohibición para efectuar depósitos a plazo en moneda extranjera en el sistema financiero. La estabilización económica, reflejada principalmente en el descenso de la inflación⁸, marcó el inicio de un sostenido aunque lento incremento de la confianza en la moneda nacional y el sistema financiero.

¿Refleja la dolarización boliviana principalmente sustitución de moneda o una sustitución de activos?. El Gráfico 2 muestra las razones entre depósitos en moneda extranjera y total de depósitos por tipos de cuentas (depósitos vista, en caja de ahorros y a plazo). Se puede apreciar que el fenómeno de la sustitución de activos se encuentra muy arraigado en la economía, ya que el indicador empleado supera los niveles del 90% prácticamente desde inicios de la década de los noventa. Por otra parte, hacia fines de los ochenta se produjo un importante incremento de los depósitos vista y en caja de ahorros denominados en moneda extranjera. Esta situación mostraría una aparente contradicción con el hecho que la moneda nacional ha ido recuperando

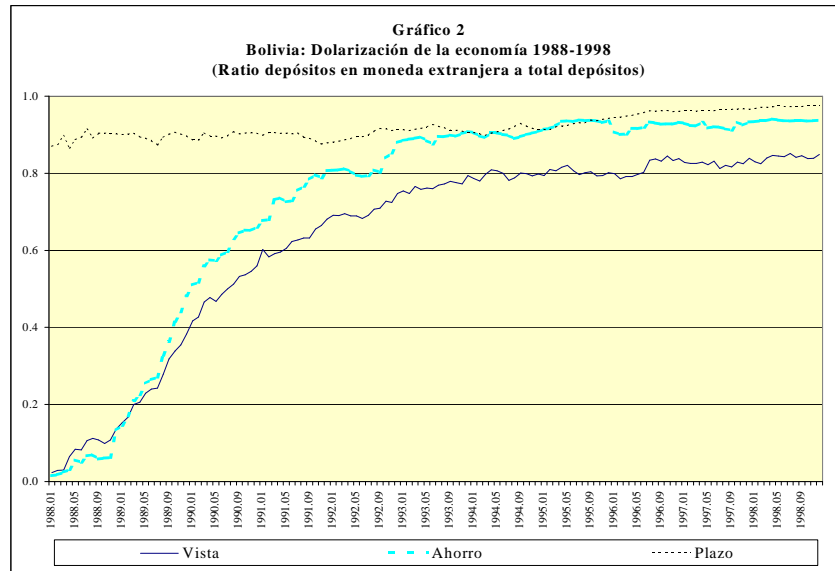
⁵ En 1980 el déficit fiscal alcanzó a 7.8% del PIB, en tanto que, hacia 1984 el mismo se situó en 17.6%.

⁶ Entre 1980 y 1985 el PIB real registró una tasa de crecimiento promedio de -1.81%.

⁷ Pese a ello, aún en los meses de mayor inflación, la moneda nacional continuó empleándose para efectuar transacciones de pequeña magnitud (Sachs, 1994).

⁸ Se observaron tasas de inflación del orden del 15.8% anual en promedio entre 1986 y 1998 y de 8.5% entre 1992 y 1998.

paulatinamente su rol como vehículo para transacciones, con excepción de aquellas que involucran bienes de consumo duradero. Sin embargo, lo que refleja es que —debido a múltiples factores— los agentes se encuentran incurriendo en costos de transacción asociados al uso de la moneda extranjera para fines de reserva temporal de valor en depósitos a la vista y en caja de ahorros.⁹



La dolarización boliviana ha sido ampliamente estudiada, destacándose las contribuciones en el terreno empírico. En este ámbito, Méndez (1987) y Clements y Schwartz (1993) caracterizan a la dolarización boliviana como un proceso de largo plazo que tiene asociado un componente importante de inercia (histéresis). Melvin y Afcha (1987) sostienen que las variables brecha cambiaria y volatilidad del tipo de cambio explicarían la dolarización

⁹ Debido a la existencia de ciertas restricciones para abrir una cuenta corriente (como p.ej. la necesidad de mantenimiento de saldos mínimos o los requerimientos de presentación de documentación adicional para abrir cuentas), muchos agentes —especialmente familias— recurren a las cajas de ahorro para mantener temporalmente sus activos monetarios, aún cuando los mismos se encuentren destinados a gastos de consumo en determinado período.

de la economía. Cooper (1992) y Antelo (1996) muestran que la dolarización obedecería a un comportamiento racional de los agentes, ante la carencia de incentivos para invertir en moneda nacional. Por su parte, Escobari (1994) plantea que la persistencia del fenómeno se explicaría por la existencia de costos de transacción asociados a la recomposición de portafolio. Por otro lado, Orellana y Mollinedo (1999) sostienen que la histéresis obedecería a la percepción del riesgo por parte de los agentes, derivada de los elevados costos de la hiperinflación de 1984/85.

3. VENTAJAS DE LA DOLARIZACIÓN Y DE UNA MAYOR DEMANDA POR LA MONEDA NACIONAL

Las ventajas relativas de mantener moneda nacional o extranjera dependen del entorno macroeconómico y del rol que cumplen en la economía. Las bondades de la dolarización pueden asociarse principalmente a períodos de desequilibrios macroeconómicos como instrumento indexador de precios mientras que, a medida que una economía se estabiliza, se torna crecientemente atractivo un mayor uso del signo monetario nacional.

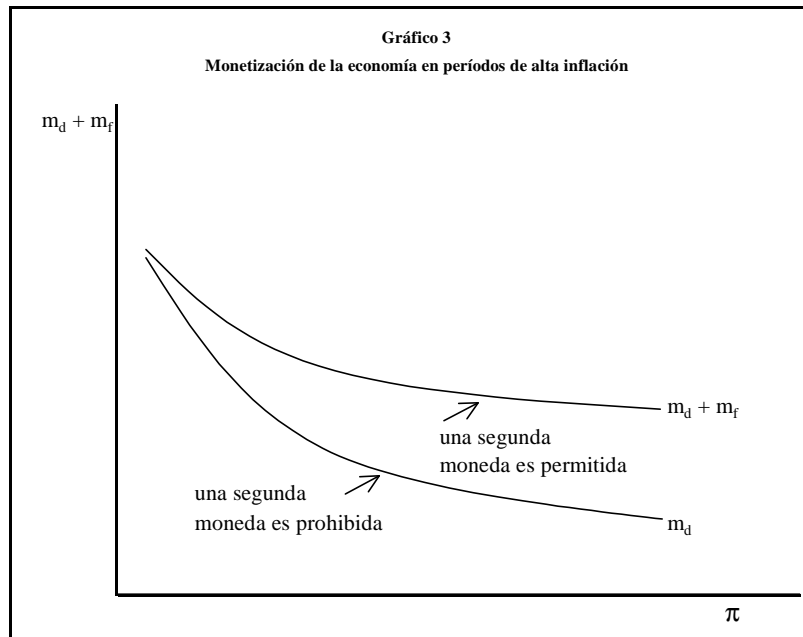
3.1 Ventajas de la Dolarización

a. Monetización de la economía

En períodos de alta inflación, el “ruido” que afecta a la información proporcionada por los precios relativos es elevado. Ante un cambio en los precios, los agentes no conocen si el cambio se debió a las condiciones de demanda y oferta o si solamente se trata de un cambio en el nivel de precios (Lucas, 1977). Por ello, la asignación de recursos se torna inelástica respecto a los precios relativos y la economía en su conjunto se torna más rígida, alejándose de una óptima asignación de recursos (Rostowski, 1992).

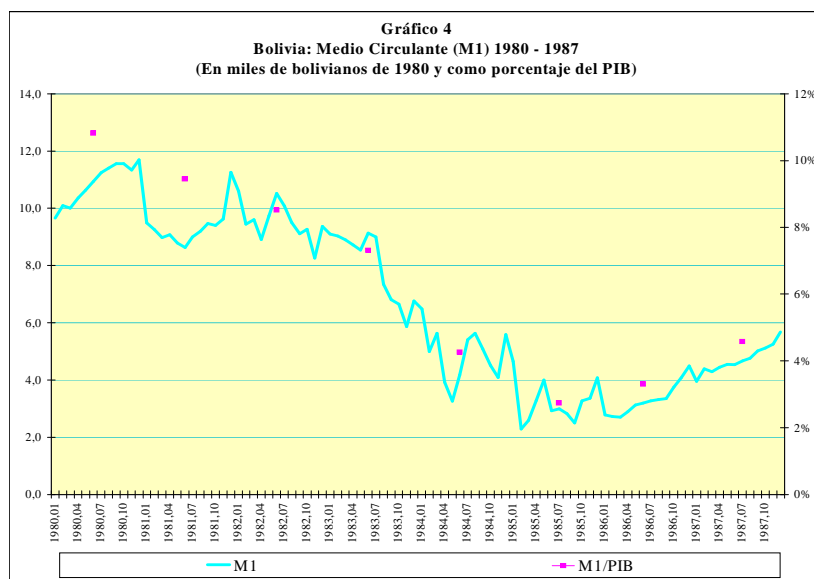
En períodos inflacionarios, la demanda real de dinero tiende a reducirse. En un contexto hiperinflacionario, algunos bienes distintos al dinero pasan a desempeñar funciones de resguardo de valor o medios de pago. Para apreciar la evolución de la cantidad real de dinero en una economía sujeta a una alta inflación, se debe analizar lo que sucede con alguna moneda

“secundaria” (Rostowski, 1992), ya sea nacional o extranjera, cuyo uso podría encontrarse al alcance de los agentes. Si el uso de una segunda moneda estable (m_f) es permitido como alternativa a la moneda nacional base (m_d), la economía no necesariamente se desmonetizará, puesto que a medida que la inflación crece, los agentes se “refugian” en la moneda estable principalmente para fines de resguardo de valor. Así, el grado de monetización de la economía dependerá del entorno institucional, expresado en la posibilidad (o no) de acceder a una moneda secundaria (Gráfico 3).

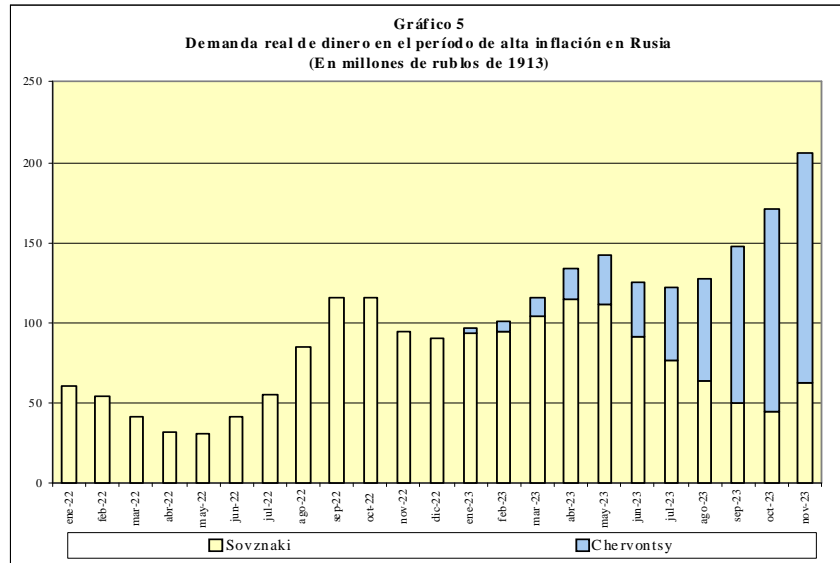


En Bolivia, a lo largo del período de alta inflación (1982–85) la cantidad real de dinero doméstico se redujo sustancialmente, tanto en términos reales como en su proporción respecto al producto (Gráfico 4), es decir, los saldos reales en moneda nacional y la monetización de la economía cayeron. Debido a la prohibición existente para el mantenimiento de depósitos en dólares en ese entonces, el resguardo de riqueza y las transacciones de mediana y gran

magnitud se efectuaban haciendo uso del dólar fuera del sistema financiero, tornándose la dolarización en un fenómeno “informal”.



El proceso hiperinflacionario por el que atravesó Rusia a principios de los años 20 provee alguna evidencia sobre la relación moneda secundaria/monetización/producto. En 1923 —en medio de una aguda inflación— se introdujo en Rusia una moneda secundaria relativamente estable (el Chervontsy), indexada a la inflación, como alternativa a la moneda inflacionaria (el Sovznaki), lo cual determinó un importante crecimiento de la cantidad real de dinero en la economía, como se puede apreciar en el Gráfico 5. En este contexto, la producción industrial creció en 30% en el último año de la hiperinflación, mientras que —por ejemplo— en Alemania y Polonia (donde no se disponía de activos monetarios alternativos) la producción cayó en el último tramo de sus períodos de alta inflación. Los observadores no dudan que el crecimiento en Rusia pudo continuar en plena hiperinflación gracias a la disponibilidad de los estables Chervontsy (Rostowski, 1992).



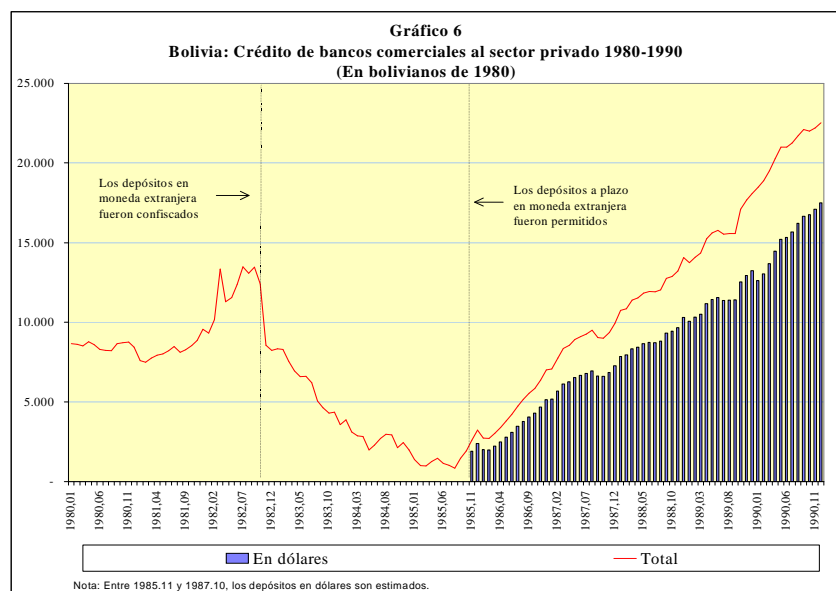
En el caso de Bolivia, es posible suponer que la dolarización contribuyó a evitar una desmonetización más profunda en la economía, y por tanto una recesión de mayor magnitud a lo largo del período de alta inflación, mediante la provisión de un medio de pago aceptable, un resguardo de valor temporal o de largo plazo y guiando la asignación de recursos de manera más eficiente de la que podría haberlo hecho el peso boliviano.

b. Reversión de la fuga de capitales y restablecimiento de los canales de intermediación

A principios de los ochenta la economía boliviana, al igual que varias otras latinoamericanas, experimentó un proceso de fuga de capitales, el cual se agudizó en el período de alta inflación. La segunda mitad de los ochenta estuvo caracterizada por una reversión de este fenómeno, posiblemente como efecto de una mayor confianza en la economía derivada de la estabilización y de la mayor rentabilidad de las inversiones en el país respecto a los niveles internacionales. Empero, como este incremento de la confianza no se reflejó

en una mayor credibilidad de la moneda nacional, los capitales que llegaron a Bolivia fueron mantenidos en dólares, lo cual fue posibilitado por la supresión de las prohibiciones para mantener moneda extranjera en el sistema financiero. Es posible suponer que el influjo de capitales hubiese sido menor (o aún inexistente) al observado de no haberse abierto la posibilidad de que los mismos se mantengan dolarizados.

En otro ámbito, el proceso de alta inflación de 1984/85 dañó severamente los canales de intermediación de recursos en la economía. Con la rápida pérdida de confianza en la moneda nacional, tanto los depósitos como los préstamos de recursos en pesos bolivianos llegaron a ser poco apreciados en la época de crisis. Las entidades de intermediación financiera comenzaron a captar y colocar recursos de manera creciente en dólares estadounidenses, hasta que en 1982 sobrevino la prohibición de mantener depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero nacional. En este contexto se produjo un colapso en la intermediación de recursos en la economía (Gráfico 6). Los niveles de crédito se redujeron abruptamente en términos reales entre 1983 y 1987, lo cual a su vez se reflejó en menores niveles de inversión y por tanto de crecimiento.



Como parte del programa de estabilización, a partir de 1985 se permitieron los depósitos a plazo en moneda extranjera en el sistema financiero, mientras que los depósitos a la vista en dólares fueron autorizados en 1988. La legalización de las operaciones financieras en moneda extranjera posibilitó la reconstrucción del sistema financiero boliviano sobre la base del dólar (Antelo, 1993), habiéndose observado una recuperación notoria de la intermediación de recursos a partir de 1986.

c. Supresión de la indisciplina monetaria

Cuando la conducción de la política monetaria es ineficiente, o la misma se encuentra supeditada a las necesidades fiscales —con claras implicaciones inflacionarias— la dolarización completa de la economía surge como una alternativa atractiva para implementar un programa de estabilización que goce de credibilidad, la cual se basaría en el hecho de restar al banco central la capacidad de producir dinero de alto poder. También suele argumentarse que la dolarización completa impone disciplina al gobierno, lo cual se deriva del hecho que éste ya no cuenta con la posibilidad de recurrir a financiamiento inflacionario, esta situación obligaría a la autoridad fiscal a equilibrar el presupuesto público antes que buscar fuentes de financiamiento. Sin embargo (como lo señalan Calvo y Végh, 1992), conviene tener en cuenta que la aplicación exitosa de un esquema de dolarización completa podría ser efectuada sólo *con posterioridad* al logro del equilibrio fiscal.

Bajo un esquema de dolarización completa, donde se abandona el uso de la moneda nacional, naturalmente se resigna la posibilidad de ejecutar una política monetaria autónoma. En una economía totalmente dolarizada, la oferta monetaria estaría determinada por el *stock* de moneda extranjera en la economía, y variaría de acuerdo a la evolución de los flujos de comercio y capital, expresados en el resultado de la balanza de pagos.

Entre los ejemplos de una dolarización completa (o una aproximación a ella) se encuentran los de Panamá y Liberia. En el primer caso, la oferta monetaria está compuesta por dólares estadounidenses y una pequeña proporción de balboas). Luego de la adopción del dólar como moneda de curso legal, la inflación dejó de ser un problema en la economía panameña. En el caso de Liberia, la inestabilidad política y la imposibilidad de mantener el equilibrio fiscal luego de la dolarización completa determinó que, hacia

mediados de los ochenta, el gobierno emita “dólares liberianos”, una moneda nacional que comenzó a circular —con una paridad fija— junto con los dólares estadounidenses. Como resultado, los dólares estadounidenses desaparecieron de circulación (Ley de Gresham) y en última instancia el régimen de dolarización completa fue abandonado.¹⁰

d. Convergencia de inflación, tasas de interés y eliminación del riesgo cambiario

La adopción de un esquema de dolarización completa implica que, en principio, el país que adopta una moneda extranjera como moneda de curso legal podría “heredar” los niveles de inflación de la economía que emite esta moneda “fuerte”. Entre las razones que abren esta posibilidad se encuentra el hecho que adoptar una moneda fuerte implica para un país un compromiso con políticas macroeconómicas sólidas y una férrea disciplina fiscal. Un ejemplo de los resultados de la dolarización, en términos de inflación, puede encontrarse en Panamá, donde la tasa de inflación anual se situó en un promedio de 1.8% en el período 1981–1990, mientras que en la economía estadounidense se observó una tasa de 4.7% para el mismo período.

La dolarización completa, mediante la eliminación del riesgo cambiario, abre la posibilidad de que exista una reducción de las tasas de interés. A su vez, si las tasas de interés son más bajas, menor será el costo del servicio de la deuda pública, y mayor el nivel de inversión y crecimiento. Debe, sin embargo, notarse que las tasas de interés elevadas en algunas economías tienen además del componente “riesgo cambiario” otro elemento importante, el “riesgo país”. Algunos autores sugieren que, con la dolarización completa, además de la supresión del riesgo cambiario el riesgo país tendería a disminuir, debido entre otros a la disciplina que es introducida en la conducción de la economía a través de esta medida. Sin embargo, pese a que ambos tipos de riesgo se encuentran relacionados y que con una dolarización completa el riesgo cambiario desaparece, existe la posibilidad de que el riesgo país se mantenga, o que se reduzca solo en una pequeña proporción.

¹⁰ Una de las críticas frecuentemente realizadas a los esquema de dolarización completa es el hecho que no existe una garantía completa de que el sistema no será abandonado en el futuro, ya sea debido a su insostenibilidad o a decisiones discrecionales de las autoridades.

3.2 Ventajas de Mantener la Moneda Nacional en una Economía Estable: Bolivia entre 1988 y 1998

a. *Ganancias de señoreaje*

Los ingresos por señoreaje son aquellos recursos reales obtenidos por el gobierno mediante la producción de moneda y recolectados —en la medida en que la misma sea demandada por el público— mediante su emisión. Estos ingresos no pueden, sin embargo, generarse de manera ilimitada, pues a mayor cantidad de dinero en la economía mayor será la inflación resultante, lo que impone límites a la recaudación de señoreaje en términos reales.¹¹ Gran parte de las hiperinflaciones provinieron de la necesidad de los gobiernos por recoger recursos vía señoreaje, tal cual ocurrió en Bolivia en el período 1982/85. Obstfeld y Rogoff (1998) muestran que para el período 1990/94 las recaudaciones de señoreaje en ocho países industrializados¹² se situaron en un promedio anual del 0.38% del PIB y señalan que, en general, estos ingresos suelen ser mayores (en proporción al PIB) en las economías en desarrollo. En esta línea, Savastano (1992) señala que para un grupo de países latinoamericanos¹³, estos ingresos alcanzaron un promedio del 4.9% del PIB entre 1983 y 1986.¹⁴

En Bolivia, las recaudaciones totales por señoreaje, medidas por el cambio anual en la base monetaria, se situaron en un promedio del 2.2% del PIB entre 1970 y 1981. A raíz de los desequilibrios fiscales en la primera mitad de los ochenta, la política monetaria prácticamente estuvo subordinada a la fiscal, por lo que los déficit fiscales se fueron cubriendo mediante emisión monetaria, alcanzando el señoreaje un promedio del 12.1% del PIB entre

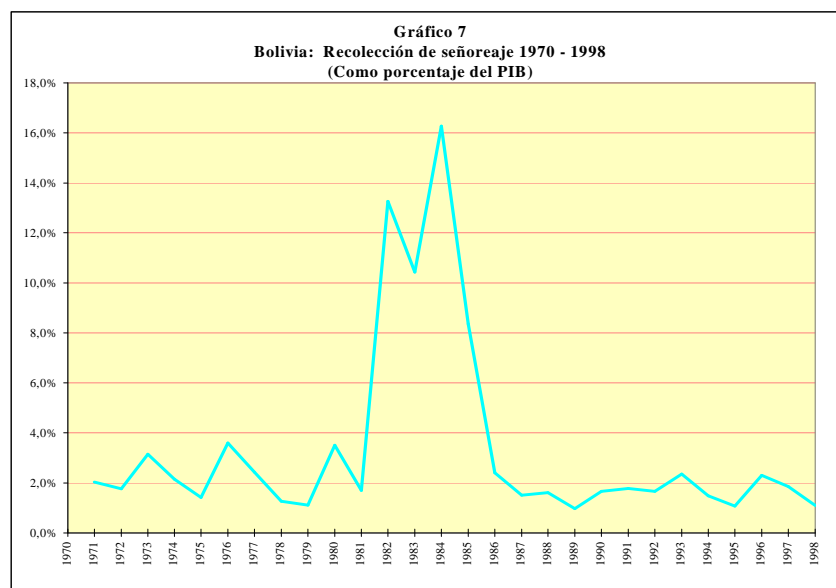
¹¹ Esto es, existe una curva de Laffer asociada a la relación señoreaje–inflación.

¹² Australia, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Nueva Zelandia, Suecia y Estados Unidos.

¹³ México, Uruguay y Perú.

¹⁴ Esta información es consistente con el hecho que en los países en desarrollo se observan niveles de inflación más elevados que en los industrializados. Adicionalmente, en estos últimos la relación ingresos por señoreaje/total de ingresos del gobierno es, en general, inferior a la que se observa en las economías en desarrollo.

1982 y 1985. Asimismo, entre 1986 y 1998, estas recaudaciones se situaron en un promedio del 1.7% del producto (Gráfico 7).¹⁵



La dolarización implica que los recursos recolectados por concepto de señoreaje sean compartidos por el Banco Central de Bolivia (BCB) y por el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos (el “Fed”), debido a que la base monetaria tiene un componente en moneda extranjera, tanto en forma de circulante como de reservas bancarias. Si bien en una economía unimonetaria el señoreaje es recaudado solamente por el gobierno del país y puede ser medido con propiedad mediante el cambio anual en la base

¹⁵ La base monetaria cayó a diciembre de 1998 respecto al nivel observado a diciembre 1997. Ello se debe a que, en mayo de 1998, el BCB efectuó una reforma del sistema de encaje legal. En el marco de este nuevo sistema, parte de los recursos constituidos en calidad de encaje (el encaje legal en títulos en moneda extranjera) ya no son contabilizados como parte de la base monetaria. En este contexto, para fines comparativos, en el presente estudio se “construyó” la base monetaria para 1998 adicionando al valor reportado por el BCB el saldo de títulos en moneda extranjera.

monetaria, en el caso de una economía bimonetaria como la boliviana esta medida (presentada en el Gráfico 7) representaría de manera parcial los ingresos que comparten el BCB y el “Fed”.

Con el propósito de intentar medir de manera más adecuada el señoreaje, cabe recordar que la base monetaria (BM), que constituye un pasivo del banco central, se puede expresar de la siguiente manera:

$$BM = C + RB$$

Donde C (el circulante) son los billetes y monedas en poder del público y RB son las reservas de los bancos, tanto en sus propias cajas como aquellas mantenidas en el banco central.¹⁶

En Bolivia, el público posee circulante en bolivianos y en dólares, mientras que las entidades financieras mantienen dinero en sus cajas en ambas monedas y encajan tanto en moneda nacional como extranjera. Así, la “base monetaria total” (BM_{tot}) puede definirse de la siguiente forma:

$$BM_{tot} = C_{mn} + C_{me} + RB_{mn} + RB_{me}$$

Donde los subíndices representan la moneda en la que se expresa el respectivo componente. El circulante en dólares no es observable, mientras que las reservas mantenidas en el BCB para efectos de encaje o custodia se encuentran expresados en ambas monedas, de acuerdo al sistema de encaje legal vigente. Considerando la expresión anterior, pueden definirse la “base monetaria en moneda nacional” (BM_{mn}) y la “base monetaria en moneda extranjera” (BM_{me}) de la siguiente manera:

$$BM_{mn} = C_{mn} + RB_{mn}$$

$$BM_{me} = C_{me} + RB_{me}$$

¹⁶ Específicamente, las RB están compuestas por Depósitos Corrientes, Encaje Legal en efectivo (moneda nacional, moneda extranjera y moneda nacional con mantenimiento de valor), Encaje Legal en títulos (solamente en moneda nacional), Caja de Bancos y Otros Depósitos.

BM_{mn} puede ser fácilmente computada a partir de sus componentes. Sin embargo, debido a que no se conoce el *stock* de dólares que circulan en la economía, es necesario estimar su magnitud. Estudios recientes del BCB muestran que el circulante en dólares en Bolivia representaría entre 60% y 80% del circulante en moneda nacional.¹⁷ Empleando estas estimaciones, es posible cuantificar el señoreaje total recolectado en la economía, así como su desagregación en moneda nacional y en moneda extranjera (Cuadro 1).

Cuadro 1
Base monetaria y señoreaje en moneda nacional y extranjera
1990–1998

(En millones de bolivianos)

Año	Medio Circulante		Reservas bancarias		Base Monetaria			Señoreaje/PIB= $\Delta BM/PIB$		
	C_{mn}	$C_{me}=0.6C_{mn}$	RB_{mn}	RB_{me}	BM_{mn}	BM_{me}	BM_{total}	S_{mn}/PIB	S_{me}/PIB	S_{total}/PIB
1990	638.8	383.3	64.6	369.4	703	753	1,456	1.01%	1.19%	2.20%
1991	753.7	452.2	97.8	559.6	851	1,012	1,863	0.77%	1.35%	2.13%
1992	887.0	532.2	176.3	712.5	1,063	1,245	2,308	0.96%	1.06%	2.02%
1993	1,033.6	620.2	225.0	1,093.8	1,259	1,714	2,973	0.80%	1.92%	2.72%
1994	1,406.0	843.6	211.5	1,123.4	1,617	1,967	3,584	1.30%	0.92%	2.21%
1995	1,694.0	1,016.4	113.6	1,297.6	1,808	2,314	4,122	0.59%	1.08%	1.67%
1996	1,795.7	1,077.4	167.6	1,998.7	1,963	3,076	5,039	0.41%	2.03%	2.45%
1997	2,050.2	1,230.1	519.7	2,170.9	2,570	3,401	5,971	1.45%	0.78%	2.23%
1998 ^a	2,183.2	1,309.9	810.5	2,262.3	2,994	3,572	6,566	0.90%	0.36%	1.26%
Promedio								0.91%	1.19%	2.10%

^a Las reservas bancarias (RB) en moneda extranjera incluyen el saldo de títulos en moneda extranjera y en moneda nacional con mantenimiento de valor constituidos en calidad de encaje legal.

Los resultados muestran que a lo largo del período 1990–1998 el señoreaje generado en la economía se situó en promedio en 2.10% del producto. De este total, 0.91% correspondió al señoreaje generado mediante el uso de la moneda nacional. Resalta el hecho que, según los cálculos efectuados, el señoreaje generado en la economía mediante el uso del dólar estadounidense tendría una magnitud importante, pues se habría situado en un promedio del 1.19% del PIB a lo largo del mismo período. El incentivo para un mayor uso de la moneda nacional no apuntaría a generar recursos adicionales por

¹⁷ Orellana (1999), haciendo uso de dos metodologías alternativas, concluye que el circulante en dólares se sitúa entre 60 y 80% del circulante en moneda nacional. Para fines del presente trabajo, se emplea la cota inferior de estas estimaciones (60%).

concepto de señoreaje (dado el objetivo primario de la política monetaria), sino a “capturar” parte de los recursos reales que en la actualidad son recolectados por el “Fed”, dada una demanda total por saldos reales en la economía.

b. El banco central como prestamista de última instancia

Una de las funciones más importantes de un banco central es la de constituirse en prestamista de última instancia del sistema financiero. La importancia de este rol crece en los procesos de reconstrucción y consolidación de los sistemas financieros, cual es el caso boliviano. La ejecución de esta función toma la forma de un seguro implícito o explícito según el cual los bancos comerciales depositan una parte de sus recursos en el banco central en forma de encaje legal. A cambio, el banco central puede solventar situaciones temporales de iliquidez de los bancos o garantizar los depósitos del sector privado ante la presencia de corridas bancarias. En un contexto de dolarización, la capacidad de un banco central de desempeñarse como prestamista de última instancia puede asociarse a las reservas internacionales que mantiene, cuya monetización idealmente debiera permitirle impedir, y en su caso solventar, una corrida generalizada de los depósitos. A su vez, el gobierno (o el banco central) debiera contar con reservas suficientes para cubrir un posible ataque especulativo en el mercado de títulos públicos expresados en moneda extranjera.

Debido a la existencia de gran cantidad de activos y pasivos en dólares en el sistema financiero, el BCB se ve obligado a mantener un nivel más elevado de reservas respecto a las necesarias en una economía no dolarizada. En la actualidad las RIN del BCB representan alrededor de ocho meses de importaciones^{18,19}, un nivel elevado respecto del convencionalmente aceptado, del orden de tres meses de importaciones (Cuadro 2). Pese a este nivel de RIN, que se ha ido incrementando sistemáticamente desde 1990, la

¹⁸ Para 1998 se adicionó a las RIN el saldo de títulos en moneda extranjera del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL), constituido en el marco del nuevo sistema de encaje legal establecido por el BCB. Este sistema establece que parte del encaje legal constituido por las entidades financieras en moneda extranjera y en moneda nacional con mantenimiento de valor puede ser invertido en títulos internacionales por un fideicomisario designado por el BCB exclusivamente para este efecto.

¹⁹ Considerando solamente las RIN del BCB, esta cobertura alcanzaría a seis meses y medio de importaciones.

cobertura de los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero alcanzó solamente al 37% en 1998.

Cuadro 2
RIN del BCB: Cobertura de depósitos en moneda extranjera e importaciones

En millones de dólares

Año	Depósitos (A)	Importaciones (B)	RIN (C)	Ratio (C)/(A)	Ratio (C)/(B) ^a
1990	644	687	132	0.21	2.31
1991	972	970	200	0.21	2.48
1992	1303	1090	233	0.18	2.57
1993	1678	1177	371	0.22	3.78
1994	1769	1196	502	0.28	5.04
1995	1984	1434	650	0.33	5.44
1996	2898	1537	951	0.33	7.42
1997	3376	1851	1066	0.32	6.91
1998 ^b	3691	1983	1363	0.37	8.25

^a Meses de importaciones.

^b En 1998, las RIN incorporan el encaje legal que es invertido en forma de títulos en el exterior.

La cobertura de los depósitos en moneda extranjera evolucionará de acuerdo al proceso de creación de dinero secundario en esta moneda. En el Cuadro 3, confeccionado con base en Orellana (1999), pueden apreciarse los multiplicadores de la base monetaria en bolivianos y en dólares.²⁰ Resaltan dos hechos importantes; primero, la creación de dinero secundario en moneda extranjera es sustancialmente mayor que aquella en moneda nacional; y segundo, los multiplicadores de la base monetaria, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera se han mantenido relativamente estables a lo largo del período 1990–1998. De esta manera, si bien la cobertura de depósitos con las RIN del BCB no es total, la sistemática acumulación de reservas en los últimos años ha posibilitado mejorar la cobertura de depósitos en moneda extranjera, proceso que se vería reforzado con un incremento en la demanda del signo monetario nacional.

²⁰ Los multiplicadores en moneda nacional consideran exclusivamente la base monetaria y los agregados en bolivianos. Los multiplicadores en moneda extranjera consideran solamente la base monetaria y los agregados en dólares.

Cuadro 3
Multiplicadores de la base monetaria 1990-1998

Año	Multiplicadores de la base monetaria en bolivianos			Multiplicadores de la base monetaria en dólares		
	$q1=M1_{Bs}/BM_{Bs}$	$q2=M2_{Bs}/BM_{Bs}$	$q3=M3_{Bs}/BM_{Bs}$	$q1'=M1_{USD}/BM_{USD}$	$q2'=M2_{USD}/BM_{USD}$	$q3'=M3_{USD}/BM_{USD}$
1990	0.93	1.07	1.30	0.97	1.40	4.56
1991	0.97	1.06	1.43	1.09	1.62	5.19
1992	0.89	0.95	1.25	1.33	2.02	6.44
1993	1.05	1.12	1.55	1.05	1.65	5.13
1994	1.12	1.19	1.58	1.14	1.77	5.24
1995	1.25	1.31	1.55	1.15	1.79	4.89
1996	1.22	1.30	1.52	1.11	1.77	4.75
1997	1.12	1.20	1.36	1.19	2.04	4.97
1998	1.08	1.17	1.28	1.23	2.17	5.32

FUENTE : Multiplicadores en bolivianos 1990–1998 y en dólares 1990–1997, Orellana (1999)
Multiplicadores en dólares 1998, elaboración propia.

Nota : Para el cálculo de los multiplicadores en dólares en 1998, se adicionó a la base monetaria en dólares el saldo en títulos en moneda extranjera del Fondo RAL.

En recientes episodios, como en la liquidación de los bancos Sur y de Cochabamba (1994), en amenazas de corridas masivas en la Mutual La Primera (1997) y en el Banco de Santa Cruz (1998), así como en el proceso de intervención para venta forzosa del Banco Boliviano Americano (1999), el BCB ha sido llamado a cumplir con su rol de prestamista de última instancia, otorgando préstamos de liquidez o garantizando los depósitos del público en las entidades liquidadas o intervenidas. El BCB actuó con solvencia en todos los casos mencionados, sin embargo, es necesario tomar en cuenta que los mismos se constituyeron en episodios aislados. En la medida en que se demande en mayor grado el signo monetario nacional y que este hecho se refleje en una reducción de los depósitos en moneda extranjera, el BCB vería fortalecida su posición como prestamista de última instancia, aportando ello a la credibilidad y confianza en el sistema financiero.

Un elemento adicional que debe ser considerado al evaluar el riesgo de una crisis sistémica es la actuación de la banca en lo que respecta a la estructuración de su cartera. En 1998, el 91.8% de los créditos otorgados por el sistema bancario al sector privado se encontraba denominado en dólares, mientras que otro 4.3% lo estaba en moneda nacional con indexación al dólar. La concesión de créditos en moneda extranjera genera un injustificado sentimiento de seguridad en estas entidades puesto que, aunque se protegen de depreciaciones no anticipadas del boliviano, a su vez

incrementan el riesgo crediticio asociado a su portafolio de colocaciones, puesto que una proporción significativa de los deudores percibe sus ingresos en moneda nacional.

c. Mayor autonomía monetaria

La posibilidad de ejecutar una política monetaria autónoma es función del régimen cambiario que se adopte. Bajo un régimen de tipo de cambio fijo con perfecta movilidad de capitales, la política monetaria se torna endógena; mientras que bajo un esquema flexible, existe la posibilidad de ejecutar una política monetaria con carácter autónomo o exógeno. Si una economía se va dolarizando, de hecho se aproxima hacia un esquema de tipo de cambio fijo, perdiéndose paulatinamente la posibilidad de acudir al instrumento monetario.

En Bolivia la amplia extensión de la dolarización se manifiesta de manera importante en términos de sustitución de activos, y en menor grado en términos de sustitución de monedas. Por otro lado, se observa que —desde el punto de vista de los agentes domésticos— los activos denominados en moneda extranjera en el sistema financiero nacional no son sustitutos perfectos de los activos en moneda extranjera mantenidos en el exterior, principalmente debido a su rentabilidad. En este marco, el actual régimen cambiario (del tipo *crawling-peg*) —al mantener en algún grado la flexibilidad cambiaria— proporciona cierto campo de acción, aunque limitado, para la ejecución de una política monetaria de carácter autónomo por parte del BCB.

La sustitución de activos implica la pérdida de la función de depósito de valor por parte del signo monetario nacional, reflejándose este fenómeno en los agregados monetarios más amplios, como M³ en el caso de Bolivia. Si la dolarización se presenta además en forma de sustitución de monedas, aún las versiones más restringidas de los agregados monetarios (como la base monetaria o M1) se encontrarían constituidas en alguna proporción en moneda extranjera, quedando reducido el espacio para el manejo monetario.

Otro aspecto a considerar es que la dolarización podría complicar la elección de objetivos intermedios de política monetaria, ya que —independientemente

del agregado monetario que se considere— implica la existencia de un componente de moneda extranjera en la oferta monetaria total, parte de la cual no es observable (el circulante en dólares). La elección de un agregado monetario que incluya o excluya la moneda extranjera en calidad de objetivo intermedio de la política monetaria, dependerá de cuan estrecha sea su relación con el nivel de precios, siendo esta selección una tarea de índole básicamente empírica.

Con base en estas consideraciones se recomienda —para fines de programación monetaria— la consideración de una meta intermedia de cantidades que no incluya a la moneda extranjera en la definición del agregado monetario relevante cuando la dolarización se manifiesta principalmente en forma de sustitución de activos, puesto que en este caso los depósitos en moneda extranjera no afectarán al nivel de precios. Por el contrario, si la dolarización refleja principalmente una sustitución de monedas, lo que implica que la moneda extranjera es usada para efectuar transacciones y que por tanto su demanda tiene un impacto sobre el nivel de precios, se recomienda la consideración de una meta intermedia que considere en su definición un componente de moneda extranjera (Baliño *et.al.*, 1999).

El objetivo primario de la política monetaria del BCB, establecido en la Ley 1670²¹, es el mantenimiento de la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional, lo cual en la práctica implica el logro de niveles moderados de inflación. En este marco, la política monetaria ejercida por el BCB es programada con carácter anual y de manera consistente con las metas de crecimiento y los objetivos de equilibrio interno y externo de la economía. Con base en estudios realizados en el BCB que muestran una relación estrecha entre las variaciones de la emisión monetaria y la inflación, para efectuar esta programación, se considera la ecuación del balance monetario:

$$\text{RIN} + \text{CIN} = \text{Emisión Monetaria}$$

²¹ Ley 1670 del Banco Central de Bolivia, promulgada el 31 de octubre de 1995.

o de manera desagregada:

$$RIN + CNSP + CNSF + OEMLP + OC = \text{Emisión monetaria}$$

Donde RIN son las Reservas Internacionales Netas, CIN es el Crédito Interno Neto compuesto por el Crédito Neto al Sector Público (CNSP), el Crédito Neto al Sector Financiero (CNSF), las Obligaciones Externas de Mediano y Largo Plazo (OEMLP) y Otras Cuentas (OC).

Considerando esta expresión, y partiendo de una trayectoria estimada de la oferta monetaria²², para el logro de su objetivo de política el BCB establece como metas intermedias un nivel máximo de CIN y un monto mínimo de ganancia (o un máximo de reducción) anual de las RIN.²³ El logro de las metas intermedias de política monetaria se persigue con arreglo al control de una variable operacional, definida en términos de la liquidez del sistema financiero.²⁴

En el contexto descrito, la ejecución de la política monetaria podría encontrarse sujeta a restricciones, debido a que existe la posibilidad de que se presenten variaciones inesperadas de las demandas por moneda nacional y extranjera para fines de transacción (sustitución de monedas), debido a que los bolivianos y dólares, en términos generales, sirven para el mismo propósito. Por ejemplo, ante rumores de una considerable devaluación del boliviano como los difundidos a principios de junio de 1999, es posible que el público haya demandado más moneda extranjera (y menos moneda nacional) para un nivel dado de transacciones y que, por tanto, se haya

²² Compatible con el crecimiento esperado del producto y de un nivel máximo aceptable de inflación anual.

²³ Así, considerando la ecuación del balance monetario, si el CIN se expande demasiado, el mantenimiento del equilibrio monetario implicaría que i) debería experimentarse un incremento de la emisión monetaria, lo cual determinaría el surgimiento de presiones inflacionarias en la economía; o bien ii) debería experimentarse una caída de las reservas internacionales netas, lo que a su vez introduciría presiones para la depreciación de la moneda nacional y generaría expectativas de depreciación en el público.

²⁴ Operativamente, el BCB realiza sus operaciones de expansión o contracción de la liquidez a través de operaciones de mercado abierto vía subastas de Letras del Tesoro (LT), de Certificados de Depósito propios (CD) y operaciones de reporto, considerando el estado de su variable operacional.

producido una mayor sustitución de monedas. De esta manera, el equilibrio CIN/RIN/EMISION podría verse afectado por una inestabilidad de la demanda de dinero, reflejada en variaciones de la emisión monetaria no atribuibles a la dinámica de la economía sino a una recomposición de la demanda total de dinero en términos de monedas, tal cual lo habría mostrado el comportamiento decreciente de la emisión monetaria a partir de junio de 1999.²⁵

En este marco, la demanda de dinero observada (la emisión monetaria) no considera uno de los componentes de la demanda total de saldos reales para propósitos de transacciones (la cantidad de dólares que circulan en la economía), lo cual podría sesgar el programa monetario. Esta restricción podría ser minimizada en la medida en que se emplee una mayor proporción de moneda nacional.

De todas formas, aún si se lograra incentivar una mayor preferencia por el boliviano, ello no implicaría necesariamente que el manejo monetario sea sencillo. La experiencia internacional ha mostrado que, tanto en países desarrollados como en aquellos en vías de desarrollo con economías unimonetarias, la elección de un objetivo intermedio de política monetaria relevante no es una tarea simple. Lo que sí es evidente es que, en la medida en que “conozca” la base monetaria efectiva en la economía, el BCB podría controlar con mayor precisión el grado de cumplimiento de sus metas intermedias e influir en la creación de dinero secundario.

²⁵ Para determinar si se habría presentado una mayor sustitución de monedas entre junio y octubre de 1999, se estimaron funciones de demanda de dinero para los agregados monetarios M1 (circulante más depósitos vista en moneda nacional) y M'1 (M1 más depósitos vista en moneda extranjera y en moneda nacional con mantenimiento de valor). Los resultados obtenidos, para una variable *dummy* que captura el efecto de las expectativas de devaluación, sugieren que a lo largo del período considerado se acentuó la sustitución de moneda en la economía (Anexo 1). Bajo el supuesto de un coeficiente de monetización constante en el corto plazo, este resultado es consistente con el comportamiento observado de la emisión en la segunda mitad de 1999 pues, entre junio y septiembre de 1999, el nivel de emisión monetaria fue inferior al registrado en similar período de 1998, aún cuando en este período se registró un crecimiento del producto positivo.

d. Mayor flexibilidad de la política cambiaria

Las consideraciones básicas que guían la adopción de un determinado régimen cambiario en economías unimonetarias siguen siendo válidas para una economía dolarizada. Una conclusión importante de la literatura es que la dolarización incrementa la volatilidad del tipo de cambio bajo regímenes cambiarios flexibles, debido a las variaciones inesperadas en la demanda de moneda nacional y extranjera para fines de transacción. El argumento de evitar una extrema volatilidad del tipo de cambio nominal tiende a apoyar la no adopción de regímenes de tipo de cambio flexible en economías dolarizadas.

El régimen cambiario boliviano es del tipo *crawling-peg* caracterizado principalmente por constantes depreciaciones del boliviano con respecto al dólar. La tasa de devaluación es determinada con base en la evolución de una canasta de monedas relevante en términos de comercio y en el desempeño de nuestros principales socios comerciales en términos de inflación. La política cambiaria del BCB se encuentra orientada a lograr la estabilidad del tipo de cambio real para evitar pérdidas de competitividad de la economía con relación a los principales socios comerciales del país. Este objetivo, empero, se encuentra subordinado al logro de una tasa de inflación baja, cuya meta se encuentra establecida con bases anuales.

La dolarización de la economía resta flexibilidad a la política cambiaria y restringe su capacidad de responder a *shocks* adversos. En un entorno dolarizado, los efectos de una depreciación nominal de la moneda, si bien siguen siendo consistentes con los estándares, podrían ser menores que los deseados. Por una parte, y dependiendo del grado de dolarización, el efecto bienestar (usualmente negativo) de devaluaciones nominales podría ser menor que el usual e incluso, en un caso extremo, podría ser positivo en la medida en que las mismas aumenten la riqueza real de los agentes, incrementando la absorción de la economía y generando así presiones inflacionarias. Así, a mayor proporción de dólares en el portafolio del sector privado, menor será el efecto de desincentivo del gasto logrado con una devaluación (Khan y Lizondo, 1987). Adicionalmente, la transmisión de las depreciaciones hacia los precios es aún elevado por la dolarización (estimaciones del BCB muestran un coeficiente *pass-through* de alrededor de

0.5²⁶), por lo cual el impacto de depreciaciones nominales sobre el tipo de cambio real podría verse neutralizado por la evolución de los precios.²⁷

Otro aspecto que restringe el desarrollo de una política cambiaria más agresiva es la dolarización de la cartera del sistema financiero. Debido a que la mayor parte de los ingresos de los deudores se encuentra expresada en moneda nacional, las depreciaciones del boliviano afectan la posición de estos agentes, quienes deben destinar una proporción creciente de sus ingresos a cubrir los intereses y amortizaciones de su deuda. El Cuadro 4, construido con base en el trabajo de Mendoza y Oporto (1999), muestra la estructura de ingresos por sectores económicos²⁸ y confirma la exposición de los deudores a las depreciaciones nominales de la moneda nacional.

Cuadro 4
Estructura de ingresos por sectores económicos – 1998

Sectores	Ingresos en moneda nacional	Ingresos en Moneda extranjera
1 Agricultura	78.34%	21.66%
2 Ganadería	96.04%	3.96%
3 Silvicultura, caza y pesca	87.85%	12.15%
4 Minería	39.54%	60.46%
5 Industria	85.72%	14.28%
6 Electricidad, gas y agua	99.88%	0.12%
7 Construcción	100.00%	0.00%
8 Comercio	100.00%	0.00%
9 Transporte, comunicación y almacenamiento	89.51%	10.49%
10 Servicios financieros	98.72%	1.28%
11 Otros servicios	98.60%	1.40%
12 Actividades inmobiliarias	100.00%	0.00%
13 Servicios personales	99.60%	0.40%
14 Hoteles y restaurantes	95.17%	4.83%
Total	86.89%	13.11%

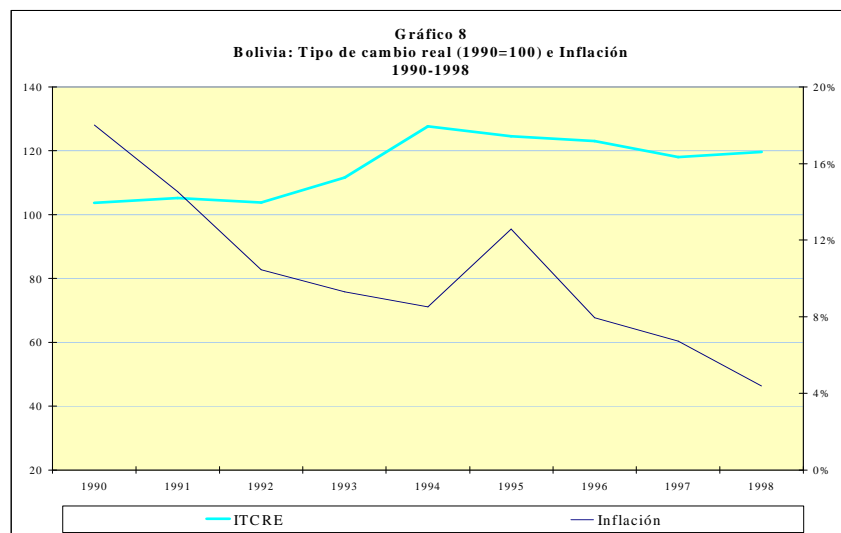
Fuente: Mendoza y Oporto (1999).

²⁶ Comboni (1994) y Orellana (1996) encuentran un coeficiente de *pass-through* igual a 0.52 para los períodos 1992.05–1994.06 y 1989.01–1996.09 respectivamente.

²⁷ A este aspecto coadyuva el hecho que las tarifas de algunos servicios básicos, como p.ej. las de producción y distribución de energía eléctrica, se encuentran indexadas al tipo de cambio. Ello implica una transmisión directa de las depreciaciones hacia los precios, restringiendo las posibilidades de lograr depreciaciones reales del boliviano.

²⁸ Este estudio se elaboró con base en información de la matriz de insumo–producto para el año 1996. Los ingresos totales de cada sector corresponden a sus ventas globales, mientras que los ingresos en moneda extranjera son aquellos obtenidos mediante exportaciones. Pese a que esta metodología se basa en supuestos bastante fuertes y no logra captar la percepción de ingresos en moneda extranjera en el mercado local (distintos de las exportaciones), provee una buena aproximación a la situación en la mayoría de los sectores considerados.

En este contexto, una reducción de la dolarización de la economía, tanto respecto a la sustitución de monedas como a la de “sustitución de pasivos” aportaría flexibilidad a la política cambiaria para enfrentar los efectos de shocks externos, sin poner en riesgo las metas de inflación. Con todo, la política cambiaria ejecutada por el BCB ha logrado sus objetivos en los últimos años: mientras que la inflación ha ido en descenso, el índice del tipo de cambio real efectivo se depreció en cerca del 20% entre 1990 y 1998 (Gráfico 8).

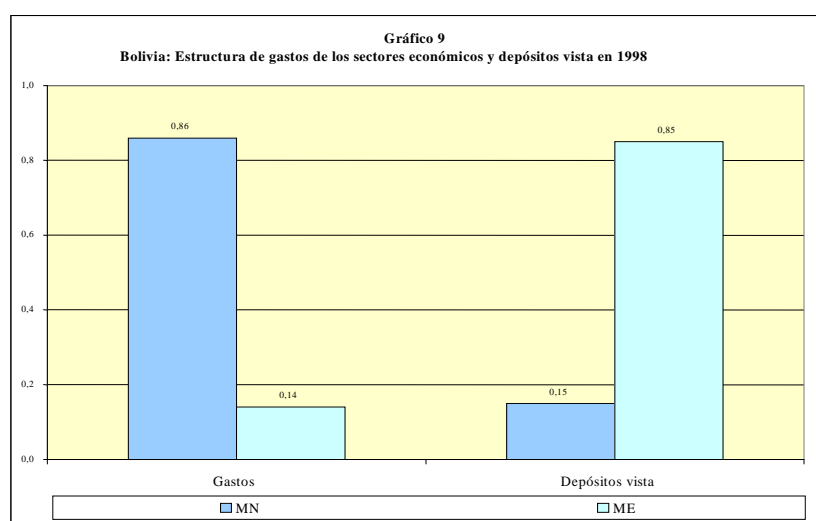


e. Reducción de los costos de transacción

En una economía en la que coexisten dos monedas que comparten total o parcialmente el desempeño de algunas de las funciones tradicionales del dinero, existe una pérdida de eficiencia asociada a los costos de transacción que implica el cambio de una moneda a otra, en caso que los saldos necesarios para transacciones en cada moneda no se encuentran adecuadamente balanceados.

En Bolivia, el principal medio de pago es el boliviano (aunque el dólar estadounidense se utiliza para efectuar transacciones de mediana y gran magnitud). Sin embargo, debido a que los agentes tienen aún presente el costo que les significó las pérdidas de capital asociadas al episodio hiperinflacionario de 1984/85, una importante proporción del público (familias y empresas) —que percibe sus ingresos en moneda nacional— mantiene sus activos en moneda extranjera en el sistema financiero, aún en el caso de los recursos que desean destinar al consumo antes que al ahorro. Así, en este caso la moneda extranjera es usada como una reserva temporal de valor de manera importante (Gráfico 2).

El hecho que los agentes incurren en costos de transacción puede también evidenciarse analizando el Gráfico 9, donde —con base en la matriz de insumo-producto de 1996— se presenta por una parte una aproximación de la estructura de gastos de los agentes (en términos de monedas) en 1998²⁹ y por otra la manera en la que se encuentran estructurados los depósitos a la vista.



²⁹ Los gastos totales corresponden a las compras de insumos y la remuneración de factores. Los gastos en moneda extranjera se obtuvieron de la matriz de insumos importados y la distribución de consumo final importado (Mendoza y Oporto, 1999). Al igual que en el caso de los ingresos, la metodología no capta la erogación de gastos en moneda extranjera en el mercado interno, pero provee una buena ilustración de la estructura del gasto en términos de monedas.

De ello puede deducirse que la composición de estos depósitos podría ser optimizada, más aún si se tiene en mente el hecho que los agentes perciben la mayor parte de sus ingresos en moneda nacional, lo cual determina que los costos de transacción en los que incurren los agentes se manifiesten en dos sentidos. Primero, el público convierte sus ingresos percibidos (mayoritariamente en bolivianos) a moneda extranjera al depositarlos en sus cuentas, lo cual trae aparejado un costo por comisiones bancarias por cambio de monedas. Segundo, a medida que requieren efectuar transacciones entre los períodos de percepción de ingresos, los agentes convierten moneda extranjera a moneda nacional, incurriendo nuevamente en costos de conversión. El resultado agregado de esta dinámica es la pérdida de eficiencia económica, expresada en una asignación de recursos innecesaria en una economía con una sola moneda,³⁰ los cuales podrían ser minimizados si el signo monetario nacional fuese más demandado para fines de transacción y reserva temporal de valor.³¹

3.3 Ventajas de la Dolarización y de Incrementar el Uso del Boliviano: Una Evaluación Preliminar

En el período de alta inflación y de estabilización económica de mediados de los ochenta, la dolarización benefició a la economía boliviana en términos de asignación de recursos y tuvo un rol preponderante en la reconstrucción del sistema financiero, posibilitando el reinicio del proceso de intermediación de recursos en la economía. En el estable contexto económico actual, donde la moneda nacional va reasumiendo —aunque no totalmente— sus roles de medio de pago y unidad de cuenta, el dólar continúa jugando un rol importante en la intermediación de recursos. Sin embargo, la posibilidad de lograr un mayor uso de la moneda nacional se hace atractiva, a la luz de las potenciales ventajas analizadas, entre las que destacan los temas del señoreaje, el rol del BCB como prestamista de última instancia y la posibilidad de lograr mayor independencia de las políticas monetaria y cambiaria.

³⁰ Conviene tener en cuenta que el *spread* entre la cotización de compra y de venta de dólares, fijado por el BCB, asciende a 0.02 bolivianos a diciembre de 1999; a su vez, el registrado en el mercado interbancario de divisas es —en general— de una magnitud similar. Ello sugiere que los costos de transacción asociados al *cambio de monedas* no serían muy significativos en la actualidad.

³¹ Debe notarse, sin embargo, que este mismo resultado podría ser alcanzado si la economía se acercaría a un esquema de dolarización completa.

¿Se debería avanzar hacia una mayor dolarización de la economía boliviana?

Ello, en la práctica, implicaría considerar un esquema de dolarización completa. Este esquema monetario es una solución extrema ante la inestabilidad de los mercados, aplicable solamente en las situaciones más críticas (Sachs y Larraín, 1999). Uno de los principales argumentos en favor de la dolarización es el argumento de la **estabilización económica**. Se considera que las ganancias para Bolivia serían marginales en este ámbito, ya que el equilibrio interno de la economía boliviana ha podido alcanzarse en buena medida a lo largo de los últimos diez años. Por otro lado, en el contexto económico actual, ¿puede hablarse de **indisciplina monetaria** en Bolivia? Claramente, no. La autonomía del Banco Central de Bolivia, establecida en la Ley 1670, sienta las bases para la ejecución de una política monetaria responsable y orientada hacia el cumplimiento de sus objetivos, los cuales han sido logrados de manera sistemática en la última década. En el terreno de la **política fiscal**, luego de la estabilización de 1985/86, los esfuerzos realizados en busca del equilibrio fiscal se han traducido en un paulatino control del déficit público, que en 1998 representó el 4.0% del PIB, explicado casi en su totalidad por el costo de la reforma del sistema previsional de largo plazo.³² Por tanto, se considera que la dolarización de la economía no traería ganancias significativas en términos de disciplina.

Los beneficios potenciales más atractivos de avanzar hacia una dolarización completa serían aquellos relacionados a la convergencia de las **tasas de interés** hacia niveles más cercanos a los internacionales, aspecto asociado a la reducción de la inflación y a la eliminación del **riesgo cambiario** (que a su vez podría implicar alguna reducción, aunque no necesariamente muy grande, del riesgo país), con evidentes efectos sobre las inversiones de largo plazo, tanto nacionales como extranjeras.

¿Qué beneficios se podrían obtener al incentivar un mayor uso del boliviano?

Un primer aspecto es la recolección del **señoreaje**. En el contexto por el que atraviesa la economía boliviana, caracterizado por las múltiples necesidades fiscales, se considera que no se estaría en condiciones de renunciar a estos recursos, cuya recaudación (a cargo del BCB) en la actualidad se acerca al

³² En 1998, el déficit público (sin pensiones) se situó en 0.03% del PIB.

1% del PIB. A su vez, un mayor uso del boliviano, en contraste, posibilitaría “capturar” parte de los recursos —algo superiores al 1% del producto— que actualmente son recolectados por el “Fed”. En el ámbito de la **política monetaria**, caracterizada en el pasado reciente por la prudencia, es deseable el logro de una mayor autonomía, para el logro de los objetivos de estabilidad interna. En este marco debe tenerse en cuenta que bajo una dolarización completa, donde se renunciaría al manejo monetario, no existiría razón alguna para pensar que los objetivos de política monetaria de los Estados Unidos vayan a coincidir con las necesidades de Bolivia. Así, en ocasiones podrían existir efectos perversos de políticas contractivas o expansivas del “Fed” sobre la economía boliviana, debido a que posiblemente los ciclos económicos de ésta y de la estadounidense no coincidan.

En el terreno de la **política cambiaria**, es deseable contar con mayor flexibilidad, con el propósito de poder enfrentar y absorber *shocks* externos sin comprometer las metas inflacionarias. El fortalecimiento del BCB en su rol de **prestamista de última instancia** mediante un mayor empleo de la moneda nacional es un beneficio potencial de suma trascendencia, más aún en el caso del sistema financiero boliviano, que se encuentra en proceso de consolidación. Por último, considerando que en la actualidad la moneda nacional es el principal medio de pago para transacciones pequeñas, el hecho de reforzar su uso como reserva temporal de valor permitiría la reducción de los **costos de transacción** asociados al uso de dos monedas en la economía.

Teniendo en cuenta que en la actualidad los bolivianos, básicamente, ahorran en dólares y efectúan sus transacciones en moneda nacional; luego de la revisión de las ventajas de mantener la moneda nacional en un entorno económico estable, así como de las bondades que continúa otorgando la dolarización de la economía, se considera que los principales beneficios que ofrece la dolarización han sido alcanzados en Bolivia. Por ello, a la luz de las ventajas potenciales que ofrece, parece conveniente incentivar un mayor uso del signo monetario nacional, en especial como medio de pago y de reserva temporal de valor.

Sin embargo, mientras que un aumento del uso del signo monetario nacional para efectos de transacción y resguardo temporal de valor (reducción de la sustitución monetaria) aparece como una opción viable, lo arraigado del fenómeno en los agentes y el hecho que en la práctica existe un mercado muy

débil de activos financieros en moneda nacional, hacen poco razonable esperar una reducción substancial a corto o mediano plazo del uso del dólar en su función de depósito de valor (sustitución de activos). Además, esta dimensión de la dolarización puede ser considerada como un fenómeno natural en una economía donde los agentes gozan de libertad para componer su portafolio de activos. Por ello, debiera pensarse en una “convivencia” con el fenómeno de la sustitución de activos a mediano o aún a largo plazo. De esta manera, los incentivos que pudiesen proveerse para un mayor uso de la moneda nacional en principio apuntarían a una reversión o mitigación del fenómeno de la sustitución de monedas.

4. OPCIONES DE POLÍTICA

Un requisito indispensable para avanzar hacia la dolarización completa de la economía, hacia la adopción de un esquema monetario alternativo como una caja de conversión, o para incentivar un mayor uso de la moneda nacional, es contar con políticas macroeconómicas sólidas que gocen de credibilidad por parte del público. En Bolivia es necesario continuar con el proceso de modernización de la economía iniciado con las reformas estructurales ejecutadas desde mediados de los ochenta, así como con las llamadas “reformas estructurales de segunda generación” emprendidas en los noventa. En el plano fiscal, deben continuar realizándose esfuerzos por controlar el déficit público. En el contexto monetario, dentro de las restricciones que impone la dolarización, la política monetaria debiera continuar siendo prudente con el propósito de lograr las metas de inflación, ámbito en el cual Bolivia ha mostrado substanciales avances en los últimos años.

Si bien la evaluación realizada apoya la alternativa de buscar un mayor uso del boliviano, no se recomienda la aplicación de medidas como las empleadas en la década de los ochenta, en particular las prohibiciones de operaciones financieras en dólares. Ante todo, el incremento de la participación de la moneda nacional en los portafolios, así como las tenencias de moneda para fines de transacción, debe ser de carácter voluntario. El mayor uso de la moneda nacional para fines de transacción debiera ser buscado a través de incentivos o regulación específica, los cuales tendrían que ser *consistentes* a lo largo de períodos prolongados de tiempo. La reversión de la dolarización requiere hacer que el boliviano sea verdaderamente una *buena alternativa*.

Probablemente las medidas más efectivas para lograr un mayor uso de la moneda nacional sean aquellas que limiten la *necesidad* de dólares por parte de los agentes. Por el contrario, las experiencias de Bolivia y de otros países latinoamericanos han mostrado que una de las medidas menos efectivas para revertir la dolarización es la imposición de restricciones directas sobre la tenencia de activos en moneda extranjera.

4.1 Tasas de Interés

Si las decisiones de portafolio son sensibles al costo de oportunidad de las opciones de inversión, una política que favorezca la generación de un diferencial de rendimiento (real) en favor de los activos en moneda nacional podría, en principio, reducir la dolarización.³³ Al haberse restaurado la confianza en la economía, el diferencial de rendimientos generado podría tener el impacto esperado, puesto que los depósitos en moneda nacional en el sistema financiero boliviano serían sustitutos más cercanos de los depósitos en moneda extranjera que aquellos efectuados en el exterior (Baliño *et.al*, 1999). Sin embargo, la presencia de tasas de interés en moneda nacional excesivamente elevadas podría desincentivar aún más la adquisición de préstamos en esta moneda por parte del sector privado, lo cual reforzaría el fenómeno de la “sustitución de pasivos”.

En Bolivia hubieron intentos por aplicar este tipo de medidas, tanto en la década de los ochenta como de los noventa. Sin embargo, los diferenciales en favor de la moneda nacional no han sido sistemáticamente positivos a lo largo del tiempo, lo cual pudo haber limitado su efectividad a lo largo del período 1986–1998. Las tasas de interés (reales) para depósitos a plazo fijo favorecieron a los depósitos efectuados en moneda extranjera desde el período posterior a la estabilización hasta 1994. A partir de entonces se observa que existió *preferentemente* un diferencial en favor de los depósitos efectuados en moneda nacional. En el caso de los depósitos en caja de ahorros, el diferencial de rentabilidades se ha tornado favorable a los depósitos en moneda nacional desde el año 1992. En este sentido, si ha de incentivarse el uso de la moneda nacional vía rentabilidades, esta política debiera continuar favoreciendo a los instrumentos denominados en moneda

³³ No obstante, si la generación de estos diferenciales adopta la forma de un impuesto a las operaciones efectuadas en moneda extranjera, esta medida podría reavivar el proceso de fuga de capitales hacia el exterior.

nacional de manera sistemática y a lo largo de períodos prolongados de tiempo.

Varios autores, entre ellos Antelo (1996) y Clements y Schwartz (1993), encuentran que en el caso boliviano el diferencial de rentabilidades es una variable estadísticamente significativa de la evolución de la dolarización, aunque la misma presenta una elasticidad pequeña con respecto a este diferencial. Una implicación de estos hallazgos es que no debiera esperarse un impacto significativo de este tipo de políticas sobre la dolarización. En este marco, quizás el *efecto de señalización* (el *mostrar* que las inversiones en bolivianos son más rentables que aquellas en moneda extranjera) sea importante en el mediano plazo como parte de un esfuerzo global por constituir al signo monetario nacional en una buena alternativa de inversión.

4.2 Instrumentos Financieros

Existe la posibilidad de promover el uso de instrumentos financieros alternativos como los futuros, opciones y *swaps* de monedas como un medio para incentivar un mayor uso de la moneda nacional. A este respecto, empero, existiría la restricción asociada al poco desarrollo del mercado de valores con el que cuenta Bolivia, lo cual podría limitar el éxito de algunos de estos instrumentos.

La alternativa de los *swaps* de divisas, que tiene como objetivo la eliminación del riesgo cambiario, aparece como una opción viable.³⁴ En esta línea, en 1996 el BCB implementó de manera experimental un mecanismo de *swaps* mediante el cual se entregaban títulos en moneda nacional a cambio de moneda extranjera, sujeto al compromiso de canje a futuro. Esta medida cumplió con el objetivo de incentivar la demanda de títulos en moneda nacional, aunque su aplicación se vio obstaculizada por dificultades emanadas de los plazos fijados para las operaciones y las primas por cobertura de riesgo establecidas. Teniendo en cuenta las posibilidades que ofrece este tipo de *swaps*, esta opción debe mantenerse abierta.

³⁴ El *swap* de divisas es un contrato de compra-venta que permite a un agente vender dólares, p.ej. al BCB, a determinado tipo de cambio, sujeto al compromiso de que en un plazo determinado, realice la compra de los dólares vendidos a un tipo de cambio pactado.

Los depósitos en bolivianos *con mantenimiento de valor* son otra alternativa actualmente disponible en el mercado nacional. Estos instrumentos se encuentran indexados al dólar de los Estados Unidos por lo que están exentos del riesgo cambiario. Sin embargo, los rendimientos asociados a estos instrumentos no son competitivos respecto a los instrumentos en dólares. Salvo períodos esporádicos, entre 1988 y 1998 las tasas efectivas para depósitos en dólares siempre han sido superiores a las de estos instrumentos, lo cual ofrece pocos incentivos de inversión y hace necesaria la corrección de este sesgo.

4.3 Política Cambiaria

En este ámbito podría aplicarse la herramienta consistente en el *spread* establecido por el banco central entre el tipo de cambio de compra y de venta. En la actualidad el tipo de cambio oficial es determinado por el BCB mediante las operaciones del bolsín y anunciado diariamente. Las operaciones de cambio de moneda en el sistema financiero nacional y en el mercado paralelo se realizan considerando la paridad oficial y el tamaño del *spread* cambiario anunciado por el instituto emisor. Ampliando el *spread* entre el tipo de cambio de compra y de venta (aumentando el costo de conversión entre monedas) se podría desincentivar el uso de la moneda extranjera como depósito transitorio de valor y como medio de transacción, teniendo en cuenta que la mayor parte de las transacciones se realizan en la moneda nacional y que la mayor parte de los ingresos —en particular los salarios— son percibidos en bolivianos. Este tipo de medida se encuentra a prueba en Bolivia desde enero de 1999, fecha a partir de la cual el *spread* entre el tipo de cambio de compra y de venta del BCB se incrementó de 0.01 a 0.02 bolivianos.³⁵ En principio, esta medida no habría tenido efectos en términos de sustitución de monedas,³⁶ resultado que posiblemente obedezca a que el tamaño del *spread* es aún muy reducido, o de que esta medida haya sido implementada en una coyuntura desfavorable, en la cual el entorno internacional introdujo expectativas de depreciación del boliviano en la primera mitad de 1999.

³⁵ Entre los objetivos de esta medida se encontraban la ampliación del mercado interbancario de divisas y el aumento del uso del boliviano como medio de pago.

³⁶ Boyán y Lora (1999), considerando información a marzo de 1999, muestran que la ampliación del *spread* cambiario no tuvo efecto sobre la composición (en términos de monedas) de la demanda de dinero.

Por otra parte, debido a que desde 1996 se condujo la política cambiaria mediante sistemáticas depreciaciones de la moneda nacional orientadas a mantener un tipo de cambio real estable. Las expectativas de una permanente depreciación del boliviano podrían incentivar la sustitución de la moneda nacional por extranjera, ya que los agentes tienen la seguridad de que no verán disminuir el valor —en bolivianos— de sus activos al mantenerlos en dólares. El hecho que en ocasiones el boliviano también pueda apreciarse respecto al dólar (como ha venido ocurriendo, aunque en limitadas oportunidades, desde 1994) tendería a eliminar el “seguro” que tienen los agentes de que no incurrirán en pérdidas al mantener sus recursos en moneda extranjera.

4.4 Regulación

Existe la posibilidad de regular en cierta medida —sin llegar al extremo de prohibir el uso del dólar— el uso de monedas en la economía. Entre las opciones existentes en este ámbito pueden citarse por ejemplo las disposiciones que establecen la obligatoriedad de mantener cuentas en bolivianos por parte del sector público. En la actualidad, las diferentes entidades del sector público, salvo casos excepcionales³⁷, tienen la obligación de mantener cuentas fiscales, tanto en el BCB como en el sistema financiero, expresadas en moneda nacional. Por la magnitud del sector público, este aspecto se constituye en una importante base para respaldar el uso del boliviano en la economía, por lo que su aplicación debiera continuar.³⁸

En otro ámbito, podría considerarse una modificación del mecanismo de indexación de las tarifas de algunos servicios básicos al tipo de cambio, cual es el caso de las tarifas de producción y distribución de energía eléctrica.

³⁷ Un número muy reducido de entidades públicas, con base en una justificación de su *necesidad* de contar con cuentas expresadas en moneda extranjera para sus fines operativos, ha recibido autorización del Tesoro General de la Nación para abrir cuentas fiscales expresadas en moneda extranjera.

³⁸ Se ha argumentado que existiría la necesidad de mantener cuentas fiscales expresadas en moneda extranjera debido a que las entidades públicas incurrirían en pérdidas cambiarias ocasionadas por la permanente depreciación del boliviano. A este respecto, conviene mencionar que la contabilidad del sector público es efectuada considerando el boliviano como unidad de cuenta, contexto en el cual no existe la posibilidad de incurrir en pérdidas por variaciones del tipo de cambio, siempre que la totalidad de las obligaciones de tales instituciones se encuentre expresada en moneda nacional.

Como alternativa, podría emplearse un esquema de indexación de precios (p.ej. usando el IPC), lo cual determinaría la supresión del efecto directo que actualmente tienen las depreciaciones nominales del boliviano sobre estas tarifas, y por tanto aportaría flexibilidad a la política cambiaria conducida por el BCB. En esta línea, y como parte de un esfuerzo por limitar la necesidad de hacer uso de la moneda extranjera como unidad de cuenta, podría también considerarse la posibilidad de eliminar la indexación de los impuestos (específicamente, el caso de las multas) al tipo de cambio.

Un último aspecto, que si bien es absolutamente de forma, no deja de tener importancia en el contexto actual, es el hecho que —sorprendentemente— en Bolivia muchos de los anuncios de política económica realizados por algunas autoridades, son efectuados en dólares. Un cambio de esta práctica representaría una señal en respaldo de la moneda nacional por parte del sector público.

5. APUNTES FINALES

La dolarización de la economía boliviana se constituyó en un elemento importante para el proceso de consolidación de la estabilidad económica luego del trauma hiperinflacionario de mediados de los ochenta. La “dolarización informal” durante la hiperinflación de mediados de los ochenta habría posibilitado una adecuada toma de decisiones en materia de asignación de recursos, en un contexto en el cual los precios expresados en bolivianos habían dejado de proveer información sobre las condiciones de los mercados. Alcanzada la estabilidad, la posibilidad de mantener activos en moneda extranjera posibilitó la reversión de la fuga de capitales y el restablecimiento de los canales de intermediación de recursos, destruidos por la alta inflación.

La revisión de las ventajas y desventajas de la dolarización así como de un mayor uso de la moneda nacional, muestra que existen mayores ventajas potenciales de incentivar el uso de la moneda nacional, el boliviano, que se expresan principalmente en términos de una mayor recolección de señoreaje y la ganancia de grados de libertad en la conducción de la política monetaria por parte del BCB, así como del reforzamiento de éste en su rol de prestamista de última instancia. Sin embargo, en el mediano plazo, sólo parece viable pensar en una reversión de la dolarización en su faceta de sustitución de monedas.

La posibilidad de avanzar hacia una dolarización mayor —que en la práctica implicaría la adopción de un esquema de dolarización completa— no parece ser una alternativa plausible para la economía boliviana en el contexto actual. Ello se deriva de manera decisiva del hecho que —por una parte— la economía ha alcanzado una situación de relativa estabilidad, y por otra a la disciplina con la que se ha venido conduciendo las políticas monetaria y fiscal, luego de la política de estabilización iniciada a mediados de los ochenta. En este contexto, debe notarse que algunas de las principales ventajas de una dolarización completa (la estabilización del valor de la moneda y la necesidad de disciplina monetaria y fiscal) han sido ya alcanzadas en Bolivia, lo cual reduce considerablemente el rango de beneficios que podría aportar la adopción de un esquema monetario de este tipo.

La dolarización de la economía presenta evidentes signos de persistencia o histéresis, lo cual implica que su reversión, si ha de observarse, será lenta. Para ello es crucial contar con un ambiente macroeconómico e institucional estable, donde las políticas macroeconómicas y financieras sólidas y consistentes incentiven el uso del boliviano para transacciones y a la vez aseguren que invertir en bolivianos es una opción atractiva y viable. La reversión de la dolarización (en el mediano plazo) debiera reflejarse en lo que concierne a la sustitución de moneda. Por otro lado, teniendo en cuenta que la sustitución de activos un fenómeno natural en economías en proceso de apertura e integración, y considerando que el mantenimiento de riqueza en dólares goza de un amplio arraigo entre el público, la posibilidad de su reversión debiera entenderse como una posibilidad a un horizonte de más largo plazo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Antelo, E., (1996). "La dolarización en Bolivia: Evolución reciente y perspectivas futuras", *Análisis Económico UDAPE*, Vol. 7.
- Baliño, T., Enoch, C., Ize, A., Santiprabhob, V., y Stella, P., (1997). "Currency Board Arrangements: Issues, Experiences, and Implications for Fund-Supported Programs. *IMF Occasional Paper*. Abril.
- Baliño, T., Bennet, A., y Borensztein, E., (1999). "Monetary Policy in Dollarized Economies". *IMF Occasional Paper* No. 171.
- Banco Central de Bolivia. "Boletín Estadístico", varios números.
- _____. "Boletín Informativo", varios números.
- Boyán, R. y Lora, O., (1999). "Efecto de la ampliación del spread cambiario sobre la demanda para transacciones". Mimeo.
- Calvo, G.A. and Végh, C.A., (1992). Currency Substitution in Developing Countries: an Introduction", *Revista de Análisis Económico*, Vol. 7, No. 1 (Junio), pp. 3-28.
- Claassen, E. and De la Cruz, J., (1994). "Dollarization and its Impact on the Economy: Argentina, Bolivia and Uruguay". *IADB Working Papers*, No. 168 (Abril).
- Clements, B. and Schwartz, G., (1993). "Currency Substitution: The recent Experience of Bolivia", *IMF Staff Papers*, WP/92/65 (Septiembre).
- Cooper, R., (1992). "Dollarization in Bolivia". *UDAPE*. Mimeo.

- Escobari, M., (1994). "Dollarization in Bolivia". *Harvard University*. Mimeo.
- Fondo Monetario Internacional. "Estadísticas Financieras Internacionales", varios números.
- Giovannini, A. and Turtelboom, B., (1992). "Currency Substitution", *NBER Working Paper* No. 4232.
- Liviatan, N. (Ed.), (1993). "Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards". *World Bank Discussion Papers* No. 207.
- Lucas, R. E., (1977). "Understanding Business Cycles" en Brunner y Melzer (eds.). *Stabilization of the Domestic and International Economy*. Amsterdam.
- Melvin, M. and Afcha de la Parra, G., (1989). "Dollar Currency in Latin America: a Bolivian Application", *Economic Letters*, Vol. 31.
- Méndez, A., (1987). "La dolarización de la economía boliviana: Un proceso creciente de largo plazo", mimeo.
- Mendoza, R. y Oporto, M., (1999). "Efecto de la depreciación del tipo de cambio nominal sobre la cartera en mora del sistema bancario". Mimeo.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K., (1998). "Foundations of International Economics". *MIT Press*. Cambridge, Massachusetts.
- Orellana, W., (1999). "Estimación del Circulante y del Multiplicador Monetario en Dólares". *Análisis Económico* Vol. 2, No.1. *Banco Central de Bolivia*.

- _____ y Mollinedo, C., (1999). "Percepción de Riesgo, Dolarización y Política Monetaria en Bolivia. *Análisis Económico* Vol. 2, No.1. *Banco Central de Bolivia*.
- Rostowski, J., (1992). "The Benefits of Currency Substitution during High Inflation and Stabilization". *Revista de Análisis Económico ILADES*, Vol. 7, No. 1.
- Sachs, J. Y Larraín, F., (1999). "Why dollarization is more straitjacket than salvation". *Foreign Policy* No 116, Fall 1999.
- Sahay, R. and Végh, C., (1995). "Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications", *IMF Working Papers*, No. 0407.
- Savastano, M. (1992). "The Pattern of Currency Substitution in Latin America: An Overview", *Revista de Análisis Económico ILADES*, Vol. 7, No. 1.
- Uribe, M. (1994). "Hysteresis in a Simple Model of Currency Substitution". *University of Chicago*. Mimeo.

Anexo 1

Funciones de demanda de dinero

Se estimaron dos funciones de demanda de dinero para el período 1990:01 a 1999:08. En la primera de ellas, la variable dependiente es el agregado M1 (Circulante más depósitos vista en moneda nacional), mientras que en el segundo se emplea como variable dependiente al agregado M'1 (M1 más depósitos vista en moneda extranjera y en moneda nacional con mantenimiento de valor). La hipótesis de trabajo es que las expectativas de devaluación registradas en Bolivia, entre fines de mayo y principios de junio de 1999, produjeron una mayor sustitución de moneda que se habría reflejado en una caída de M1. Por otra parte, estas expectativas no habrían tenido un impacto significativo sobre el agregado más amplio M'1 (que incluye depósitos vista en moneda extranjera), lo cual sugeriría que los agentes simplemente recompusieron sus tenencias de moneda. Este efecto se aprecia mediante la variable ficticia DEXPECT.

Definición de variables

LOG(MIREAL):	Logaritmo de M1 en términos reales
LOG(MIPREAL):	Logaritmo de M'1 en términos reales
LOG(IMAE):	Logaritmo del Índice Mensual de Actividad Económica
LOG(DPFME):	Logaritmo de la tasa de interés para depósitos a plazo fijo en ME
DENE:	<i>Dummy</i> que toma el valor de 1 en enero, y cero en otro caso
DABR:	<i>Dummy</i> que toma el valor de 1 en abril, y cero en otro caso
DDIC:	<i>Dummy</i> que toma el valor de 1 en diciembre, y cero en otro caso
DEXPECT:	<i>Dummy</i> que refleja las expectativas de devaluación del boliviano. Toma el valor de 1 en mayo y junio de 1999, y cero en otro caso.

Modelo 1

LS // Dependent Variable is LOG(M1REAL)

Date: 11/25/99 Time: 17:48

Sample(adjusted): 1990:03 1999:08

Included observations: 114 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(M1REAL(-1))	0.845370	0.034340	24.61752	0.0000
LOG(IMAE(-2))	0.107872	0.032528	3.316285	0.0012
LOG(DPFME(-1))	-0.010579	0.004097	-2.581853	0.0112
DENE	-0.108025	0.020131	-5.366060	0.0000
DABR	0.035517	0.010131	3.505934	0.0007
DDIC	0.099820	0.011391	8.763321	0.0000
DEXPECT	-0.033060	0.016128	-2.049919	0.0428
C	1.763071	0.469215	3.757490	0.0003
R-squared	0.981672	Mean dependent var	13.96631	
Adjusted R-squared	0.980461	S.D. dependent var	0.246220	
S.E. of regression	0.034417	Akaike info criterion	-6.670821	
Sum squared resid	0.125560	Schwarz criterion	-6.478807	
Log likelihood	226.4778	F-statistic	811.0503	
Durbin-Watson stat	2.226111	Prob(F-statistic)	0.000000	

Modelo 2

LS // Dependent Variable is LOG(M1PREAL)

Date: 11/25/99 Time: 10:29

Sample(adjusted): 1990:03 1999:08

Included observations: 114 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(M1PREAL(-1))	0.919631	0.021606	42.56426	0.0000
LOG(IMAE(-2))	0.049306	0.031445	1.567995	0.1199
LOG(DPFME(-1))	-0.010495	0.004243	-2.473558	0.0150
DENE	-0.072758	0.018215	-3.994402	0.0001
DABR	0.025809	0.009157	2.818411	0.0058
DDIC	0.059499	0.011027	5.395731	0.0000
DEXPECT	-0.030307	0.023972	-1.264268	0.2089
C	1.051018	0.307429	3.418733	0.0009
R-squared	0.995589	Mean dependent var	4.48878	
Adjusted R-squared	0.995298	S.D. dependent var	0.402115	
S.E. of regression	0.027575	Akaike info criterion	-7.114128	
Sum squared resid	0.080598	Schwarz criterion	-6.922114	
Log likelihood	251.7463	F-statistic	3417.772	
Durbin-Watson stat	2.268995	Prob(F-statistic)	0.000000	