

# **POLÍTICA CAMBIARIA Y CRISIS INTERNACIONAL: EL RODEO INNECESARIO**

**GABRIEL LOZA TELLERÍA\***

---

\* El autor es Presidente a.i. del Banco Central de Bolivia. Se agradece la colaboración de Juan Carlos Heredia y Dennise Martin para la elaboración del presente documento. Su contenido es de responsabilidad del autor y no compromete la opinión del Banco Central de Bolivia. Los comentarios son bienvenidos a [gloza@bcb.gob.bo](mailto:gloza@bcb.gob.bo). Información a octubre 2009.

## RESUMEN

Una lección de la crisis financiera fue la sobre reacción de las políticas cambiarias en países de Sudamérica. Después del estallido de la crisis, gran parte de ellos tendieron a depreciar sus monedas, esperando enfrentar mejor los efectos negativos, para posteriormente apreciarlas hasta niveles incluso superiores a los pre-crisis. Esta sobre reacción cambiaria fue una respuesta similar a la de crisis pasadas, pese a que las condiciones previas eran diferentes, especialmente sus fundamentos económicos expresados balance de pagos y balance fiscal eran sólidos y mostraron altos grados de intervención en regímenes cambiarios de flotación aparentemente independientes.

En el caso boliviano, una economía, pequeña, exportadora de *commodities*, con bajo grado de inserción financiera internacional y dolarización parcial, la política cambiaria aplicada fue la de mantener estable el tipo de cambio nominal, debido principalmente a que las condiciones previas a la crisis reflejaban fortaleza macroeconómica y baja vulnerabilidad externa, fiscal y financiera, evitándose el rodeo innecesario de depreciaciones y apreciaciones de otros países regionales.

**Clasificación JEL:** E3, E4, E5, F3, G0

**Palabras Clave:** Crisis financiera, Contexto Internacional, Política Cambiaria, Volatilidad del Tipo de Cambio.

## I. CRISIS FINANCIERA Y TIPO DE CAMBIO

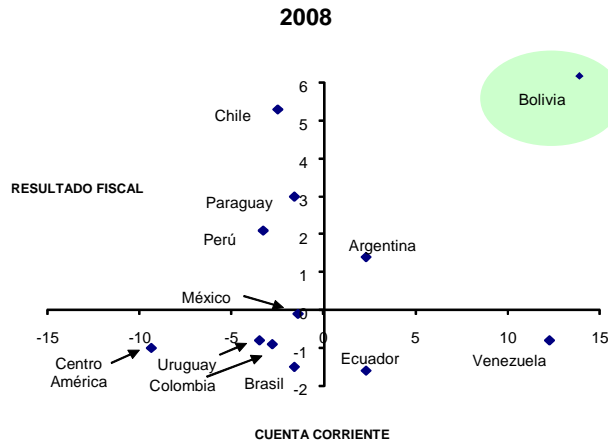
Una de las lecciones más relevantes de la crisis económica mundial y de sus efectos en las economías en desarrollo, se refiere a la sobre reacción de los mercados cambiarios en los países de América del Sur, antes y, especialmente, durante el estallido de la crisis en septiembre de 2008, con la quiebra del Banco Lehman Brothers.

Al igual que en crisis financieras y cambiarias pasadas, gran parte de los países tendieron a depreciar sus monedas. Se siguió un comportamiento propio de la “paradoja del espectador”, en la que se supone que el primero en ponerse de pie en una grada gozará de condiciones más favorables. Así, el primero en devaluar esperaba enfrentar mejor los efectos de la crisis mundial, transfiriendo los potenciales efectos negativos sobre sus niveles de empleo a los países vecinos. Cabe cuestionarse: y si todos los espectadores se levantaban o todo el mundo devaluaba ¿quién ganaría entonces?.

Este comportamiento fue similar al de la crisis de los años treinta, caracterizada por devaluaciones competitivas, pudiendo considerársele incluso como uno más pronunciado, ya que ahora no tendieron a ser aplicadas medidas arancelarias y no arancelarias, siendo observadas tan solo pequeñas amenazas al libre comercio y distándose mucho de caer en un proteccionismo de alta intensidad. (CEPAL, 2009a).

La reacción de los tipos de cambio de la mayor parte de los países de América del Sur no respondió de modo acorde a las condiciones macroeconómicas iniciales a partir de las cuáles se enfrentaría la crisis, especialmente a sus fundamentos económicos expresados en balance de pagos y balance fiscal relativamente equilibrados o favorables, las que eran completamente diferentes y menos vulnerables a las que la región tuvo durante la crisis mexicana, asiática, la crisis del rublo, del real y demás turbulencias financieras (Gráfico 1).

**Grafico 1: América Latina: Cuenta Corriente y Balance Fiscal  
(En % del PIB)**



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast

Como la CEPAL (2009b) y el FMI (2009) señalaron, esta crisis había encontrado a la región mucho mejor preparada que en el pasado, con la excepción de algunas economías del Caribe. Antes de esta crisis, al menos los países de América del Sur, contaban con buenos fundamentos económicos expresados en niveles elevados de reservas internacionales, una situación fiscal y externa tendiente al equilibrio o superávit, adecuadas políticas macroeconómicas y bajo nivel de deuda externa pública.

Sin embargo, las economías regionales reaccionaron igual que en el pasado depreciando significativamente sus monedas hasta fines de 2008 y principios de 2009, para posteriormente empezar a apreciarlas en forma significativa, habiéndose registrado como producto de dicho comportamiento una especie de rodeo innecesario.

La alta volatilidad de los mercados de cambios de las economías emergentes durante el estallido de la crisis, medida por el Índice de Volatilidad de Divisas (EM-VXY), contribuyó a la exacerbación de la crisis financiera, expresada a su vez en el Índice de Volatilidad de Acciones (IVX), retroalimentándose ambas mutuamente para posteriormente tender a decrecer de manera conjunta. No siendo

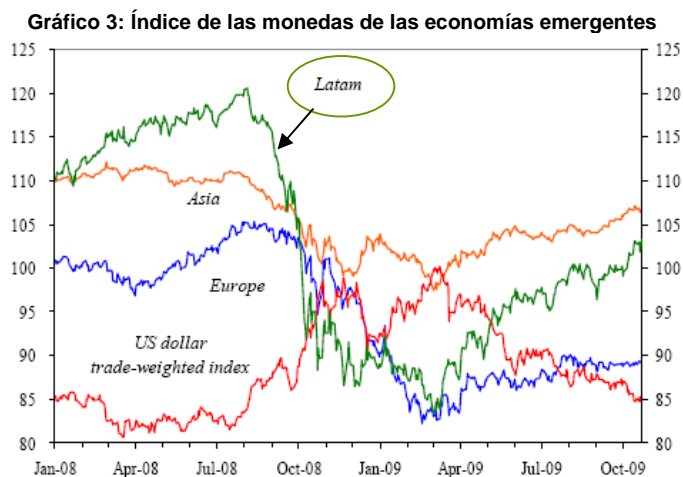
atribuible a factores cambiarios el inicio de la reciente crisis, llama la atención que la volatilidad de las divisas fuese mayor que la volatilidad de las acciones, que si estuvieron directamente relacionadas a la crisis financiera y, que asimismo, fuese mucho más alta que la volatilidad cambiaria observada durante las crisis de Turquía y Brasil en el 2002, permaneciendo todavía su nivel actual en valores más altos que los alcanzados anteriormente (Gráfico 2).

**Gráfico 2: Índice de Volatilidad de Divisas Mercados Emergentes (EM-VXY)  
(Al 30 de Octubre del 2009)**



Fuente: Bloomberg

Es también muy revelador que las economías de los países emergentes de América Latina hayan reaccionado más abruptamente que sus pares de Asia y Europa al depreciar su moneda, hecho evidente al observar el notorio descenso de su índice cambiario de un valor de 120 a otro de 85, caída mucho más pronunciada que la de los mercados emergentes de Europa (105 a 85), exhibiendo los emergentes de Asia una menor volatilidad (110 a 100). ¿Podría significar que los fundamentos económicos de América Latina eran más débiles que aquellos de los países emergentes de Europa? Al parecer no es este el dictamen más acertado, siendo que esta sobre reacción no guardó relación con los fundamentos económicos de la región, como ya se señaló anteriormente. Posteriormente, las economías emergentes de Asia y Latinoamérica corrigieron dicha tendencia mediante apreciaciones del tipo de cambio, retornando a niveles similares a los de antes del estallido de la crisis, a diferencia de los emergentes de Europa que atraviesan por problemas del sector externo y fiscal (Gráfico 3).



Fuente: *Global Markets Monitor FMI, October 28, 2009*

Nota: Un descenso del índice corresponde a una depreciación de la moneda

### I.1 ¿POR QUÉ SOBRE REACCIONARON LOS MERCADOS CAMBIARIOS REGIONALES?

La respuesta podría estar en las reacciones propiciadas por los mercados cambiarios, ya que en teoría o de jure, parte de los países cuentan con regímenes cambiarios de flotación “libre” o sistema de flotación “independiente”, que se suponía eran los regímenes más adecuados para enfrentar las crisis internacionales dada su mayor capacidad de absorber *shocks* externos, una de las mentadas ventajas de este tipo de regímenes.

El recuento de CEPAL(2009a) sobre las medidas de Política Económica aplicadas por los gobiernos frente a la crisis internacional, aparenta ser una evaluación muy sucinta, puesto que al parecer solo cuatro de los treinta y siete países estudiados (Argentina, Costa Rica, Guatemala y Nicaragua) habrían aplicado medidas explícitas de política cambiaria, por lo que aparentemente los demás gobiernos habrían dejado que sus mercados cambiarios reaccionen ajenos a toda intervención. El recuento menciona a una medida que habría sido aplicada por 14 países de la región, siendo esta la provisión de liquidez en moneda extranjera, en la que no se incluye a los bancos centrales que intervinieron vendiendo divisas en los mercados de cambios.

Justamente, lo que la crisis comprobó es que dichos países han tratado de aparentar que aplican regímenes cambiarios con una flexibilidad mayor a la existente en la realidad. Como puntualizaban Stone et.al. (2008), parece que son decisivas las apariencias, puesto que de facto o de hecho la flotación observada durante la crisis mostró que fue dirigida, o por lo menos registró diversos grados o formas directas o indirectas de intervención por parte de los bancos centrales.

Pareciera que el “miedo a flotar” predominó al final en un contexto de fuertes perturbaciones financieras, tendiéndose a un manejo administrado o a una flotación dirigida. Los bancos centrales (BC) de la región aplicaron diferentes mecanismos de intervención en los mercados cambiarios, mecanismos de intensidad variable entre los que se destacan:

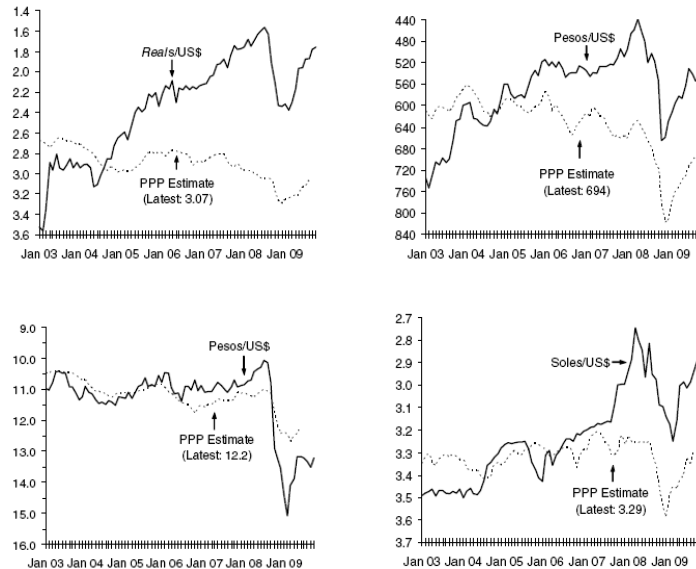
- Subastas de compra directa.
- Subasta de opciones *put* (opción de venta de dólares al BC), ejercida cuando el tipo de cambio representativo del mercado es inferior a su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. Se subastan estas opciones para fines de acumulación de reservas internacionales y para el control de la volatilidad (cuando la variación del tipo de cambio representativo está 5% por debajo del promedio móvil).
- Subasta de opciones *call* (opción de compra de dólares al BC).
- La venta de dólares (directa y por vencimiento de *forwards*) y la colocación de Certificados de Depósitos Reajustables del BC.

Adicionalmente, el tipo de cambio real de equilibrio, que de una u otra forma era un parámetro de referencia de la política cambiaria y tradicionalmente era un referente de la competitividad de los bienes transables (exportables y sustitutos de importaciones) antes, durante y después de la crisis, dejó de ser uno de los indicadores relevantes.

Las intervenciones directas o indirectas parecen señalar un aparente sesgo en la dirección de apuntalar un nivel dado del tipo de cambio y no necesariamente una paridad fija. Un estudio realizado para el caso del Perú, concluye que la intervención oficial en su mercado cambiario es consistente con la meta de reducir la volatilidad excesiva en el tipo de cambio. (Humala y Rodríguez, 2009).

Para la mayoría de los países de América del Sur, según el *Foreign Exchange Consensus Forecast* en su edición de octubre del 2009, los tipos de cambio nominales no estaban cercanos al tipo de cambio de la paridad del poder de compra, sino incluso estaban relativamente alejados del mismo (Gráfico 4).

**Gráfico 4: Tipo de Cambio de Paridad de Compra (PPP) y Tipo de Cambio Nominal**



Fuente: *Foreign Exchange Consensus Forecasts*, October 12, 2009

Una encuesta a 250 especialistas a la que hace mención el *Foreign Exchange Consensus Forecast* en su edición de Agosto del 2009, señalaba distintos factores a tomar en cuenta al evaluar las fluctuaciones cambiarias, entre ellos el crecimiento económico, el diferencial de tasas de interés, la inflación, el mercado de valores. En el caso de algunos países se tomaba como referencia el precio del *commodity* principal. La explicación de un banco central fue que seguía un tipo de cambio real de largo plazo y otro comentó que seguía su tipo de cambio nominal.



Asimismo, la reacción homogénea de los países ante la crisis devaluando sus monedas no guardaba relación con sus diferentes modalidades de inserción a la economía mundial ni con sus diferentes grados de apertura a los flujos de capital privado. Así, economías sobre todo pequeñas con baja inserción a los mercados financieros internacionales, reaccionaron en forma similar a las economías medianas y grandes con mayor grado de inserción a los mercados financieros internacionales. Adicionalmente, países que si bien contaban con similar integración al mercado financiero internacional, reaccionaron de la misma forma, a pesar de haber sido diferente su posición externa neta del sistema financiero, en unos casos acreedora y en otros deudora.

Parte de la fuerte depreciación inicial se vio alimentada por las presiones de los exportadores, que obviamente fueron los más afectados con las reducciones de sus ingresos en moneda nacional. En el caso de los exportadores de *commodities* una fuerte depreciación podría compensar los ingresos nacionales de las empresas exportadoras, pero de ninguna manera contrarrestar el choque externo de la caída significativa de los precios de las materias primas. Fue esta una reacción tipo crisis de 1929, del síndrome del vecino, que pretendía exportar desempleo a países cercanos. Las depreciaciones también se acompañaron con algunas medidas arancelarias y no arancelarias, siendo no obstante el tipo de cambio el instrumento inmediato y sobre el que recayó el ajuste.

Una de las consecuencias del ajuste cambiario fue la contracción de las importaciones dando lugar en plena crisis a balanzas comerciales superavitarias. Este comportamiento parecería estar relacionado con otros países puesto que el comercio mundial habría caído en el último trimestre de 2008 y primer trimestre de 2009 en torno al 20% dándose también una sobre reacción más allá de la caída generalizada de demanda (BBVA 2009).

Otra explicación estaría en que la política cambiaria respondió a los cambios en la composición internacional de portafolio. Los inversores habrían inicialmente reaccionado cambiando sus portafolios en moneda nacional por moneda extranjera y sacado sus capitales. En América Latina hubo una salida inicial de capitales importante en algunos países. En un trabajo elaborado para el caso de Tailandia (Gyntelberg et al, 2009), la evidencia empírica encuentra que el tipo de cambio estuvo dirigido en parte por los inversores internacionales transfronterizos,

basados en la decisión del rebalanceo de sus portafolios. Se estableció que las ventas netas de acciones por estos inversores estuvieron asociadas con las depreciaciones del Bath de Tailandia. Pareciera que en los países de América del Sur con alta inserción financiera, este comportamiento influyó para la fuerte depreciación en 2008.

Parte de las presiones provino de la amplificación de las expectativas, mediante los medios de comunicación, los analistas y el enfoque económico prevaleciente. Las voces se orientaron a alimentar la reacción del mercado cambiario ante la crisis al enfatizarse el papel del tipo de cambio como corrector de los efectos de una crisis inicialmente ajena a la región, que no era cambiaria ni asociada a crisis de balanza de pagos, expresada en una caída de la demanda mundial, generada en los países adelantados y concentrada en los portafolios financieros.

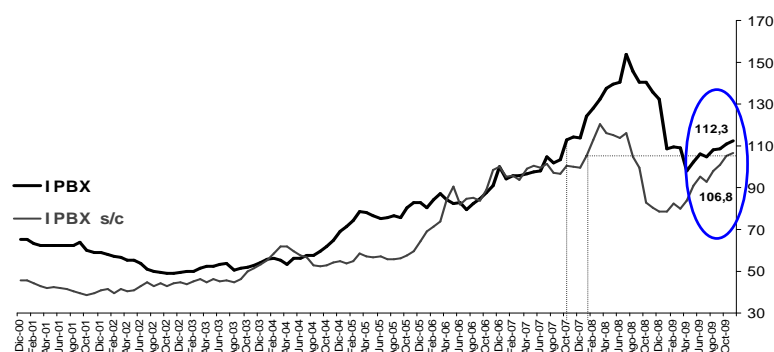
Esta sobre reacción inicial de las políticas cambiarias durante fines de 2008, dio lugar posteriormente a principios de 2009 a una corrección en los mercados, siendo la tendencia hacia una apreciación importante de las monedas regionales, resultando tipos de cambio nominales similares antes del estallido de la crisis o incluso muchos más bajos, como en el caso de Brasil.

## II. EL CASO DE BOLIVIA

En este contexto general, se inserta el caso de Bolivia, una economía abierta, pequeña, exportadora de *commodities*, con bajo grado de inserción al mercado financiero internacional y todavía altamente dolarizada.

En lo concerniente a la economía boliviana, el principal mecanismo de transmisión de la crisis fue la fuerte caída en el nivel de precios de su canasta de productos de exportación, caída del orden del 33% en el índice de Precios Básicos de Exportación (IPPBX) desde el máximo alcanzado en julio de 2008 al mínimo de marzo de 2009 (Gráfico 5). Una segunda fuente de transmisión, fue la caída del nivel de remesas de un nivel máximo mensual de 104,8 millones de dólares, en septiembre de 2008, a un mínimo de 68,9 millones de dólares en febrero de 2009.

**Gráfico 5: IPPBEX: 2006 al 4 de Noviembre del 2009  
(Diciembre 2006 = 100)**



Fuente: Banco Central de Bolivia

La política cambiaria aplicada durante la crisis no fue la de devaluar, sino más bien la de mantener estable el tipo de cambio nominal. Este comportamiento se criticó con argumentos económicos y no argumentos. Se dijo que era una política que estaba a contramano de los países vecinos, ya que todos depreciaron sus monedas. Incluso un analista internacional se burló que mientras los demás devaluaban, Bolivia mantenía fijo su tipo de cambio.

En ese sentido, se argumentó que las exportaciones pierden competitividad y que ante la fuerte caída de los precios internacionales, eran recomendables devaluaciones de similar orden para "preservar" la competitividad. Se enfatizaba que el tipo de cambio real estaba desalineado y que el tipo de cambio nominal debería seguirlo o Bolivia perdería competitividad. Por último, se recurrieron a argumentos neomercantilistas, en los que se planteaba que la política cambiaria debe beneficiar a las exportaciones en desmedro de las importaciones.

## II.1 ¿QUÉ ES LO QUE NO SE CONSIDERABA PARA DIFERENCIAR LAS POLÍTICAS DE RESPUESTA DE LOS BANCOS CENTRALES?

Aquello que no había sido considerado, es decir la respuesta concreta a la anterior interrogante, era el conjunto de condiciones iniciales o previas

antes de la crisis. La economía boliviana antes del estallido de la crisis financiera contaba con una baja vulnerabilidad expresada en un nivel excepcional de RIN *superávit* mellizos, bajo nivel de la deuda externa y una posición acreedora del sistema financiero (Cuadro 1).

Cuadro 1: Indicadores de vulnerabilidad de la Economía Boliviana

	2002	2003	Sep-08	2008	Sep-09	Oct 30
<b>Cobertura de Liquidez</b>						
Reservas Internacionales Netas (mill. de \$us)	854	976	7.811	7.722	8.453	8.599
RIN en porcentajes de:						
Depósitos en dólares	26,8	31,1	245,1	216,3	193,5	196,3 d)
Depósitos totales	24,8	28,6	121,8	114,9	106,3	107,4 d)
Dinero en sentido amplio (M <sup>3</sup> )	22,4	25,5	90,5	85,9	84,5	84,9 d)
Base Monetaria	137,5	145,7	265,5	241,4	242,4	226,4
<b>Ratios de Deuda (% del PIB)</b>						
Deuda Pública Total						
Deuda Interna:						
Del TGN	17,7	19,7	16,4	16,5	17,6	16,9
Del BCB	1,0	1,0	15,4	14,8	10,7	10,2
Deuda Pública Externa SPNF	55,6	63,5	13,6	14,6	14,0	13,9
Deuda Externa Privada Mediano y Largo Plazo 1/	5,6	7,9	6,3	6,4	5,2	5,2 a)
Saldo de la Deuda Externa Pública en Valor Presente /						
Exporta de ByS promedio móvil	157,1	162,3	39,2	39,9	40,0	40,0 a)
Deuda Externa de Corto Plazo/RIN 2/	45,4	32,1	3,5	3,5	2,8	2,8
<b>Dolarización Financiera (en porcentajes)</b>						
Depósitos en dólares	93,3	92,4	51,4	53,1	55,3	54,7
Créditos en dólares	97,6	97,9	70,1	68,4	69,0	67,6
<b>Indicadores Bancarios</b>						
Pesadez de Cartera (%)	17,6	16,7	5,0	4,3	4,2	4,2 a)
Coefficiente de Adecuación Patrimonial (CAP)	16,1	15,3	14,1	13,7	13,4	13,4 a)
(Disponibilidades+inversiones temporarias)/Activos	25,9	25,8	40,8	43,3	48,4	48,4 a)
<b>Items de memorandum</b>						
Balance Fiscal (acumulado en % del PIB)	-8,8	-7,9	6,3	3,2	2,1	2,1
Balanza Comercial (acumulada en mill. de \$us)	-476	-18	1.223	1.467	390	390 b)
Balanza de Pagos en Cuenta Corriente (en % del PIB anual)	-4,4	1,0	3,4	12,0	2,3	2,3 c)
Depósitos Totales del Sistema Financiero (mill. de \$us)	3.449	3.417	6.412	6.718	7.953	8.008

Fuente: Banco Central de Bolivia

Nota: 1/ No incluye deuda intrafirma de mediano y largo plazo. Último dato corresponde a Junio/09;  
2/ Dato a Septiembre en deuda pública de corto plazo y a junio en deuda privada a): datos a Septiembre09; b) datos a Agosto09; c) datos a Junio09; d) datos del sistema financiero al 29 de Octubre de 2009

Estas condiciones eran completamente diferentes, por ejemplo a las que el país presentaba durante las crisis financieras de Turquía y Brasil de 2002 y 2003, donde existía un alto grado de vulnerabilidad externa, fiscal y financiera.

## **II.2 EL NIVEL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA (BCB)**

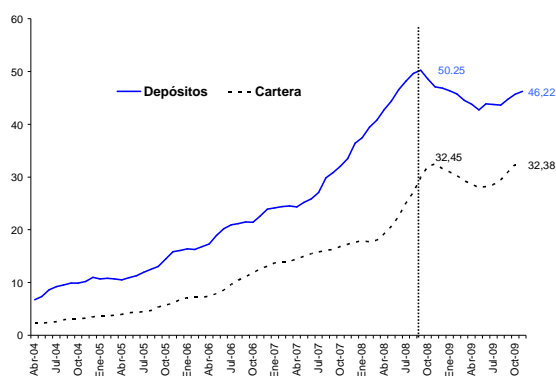
La mayoría de los países de la región registraban antes de la crisis buen nivel de reservas, sin embargo en el caso boliviano el Banco Central había administrado el tipo de cambio con apreciaciones muy graduales durante la época del *boom* de los precios internacionales, habiendo comprado divisas a través del mecanismo del Bolsín por un total de 4600 millones de dólares entre 2005 y agosto de 2008, apreciando suavemente el tipo de cambio nominal.

Si no se hubieran comprado divisas, el tipo de cambio nominal se habría apreciado bruscamente, como en el caso de otras monedas, cuando llegaron a un 50% del nivel a enero de 2003. Como resultado al 14 de septiembre de 2008, el nivel registrado de las Reservas Internacionales Netas (RIN) alcanzó 7835,3 millones de dólares, equivalente a más del 40% del PIB, siendo uno de los niveles más elevados de la región y similar al de la economía China. En términos de meses de importaciones, Bolivia ocupaba el segundo lugar en Latinoamérica con 18,6 meses después del Brasil con 21 meses.

## **II.3 LA DOLARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA**

Adicionalmente, las reservas internacionales tienen otro rol que cumplir dadas las características de una economía bimonetaria, propias del caso boliviano, con dos monedas con circulación legal y que fungen simultáneamente como depósitos de valor, merced al elevado grado de dolarización de la economía (Gráfico 6).

**Gráfico 6: Grado de bolivianización de los depósitos y de la cartera  
(En porcentajes)**



Fuente: Banco Central de Bolivia

En el pasado, en la crisis del Brasil de 2002, los depósitos en dólares representaban el 93,3% de los depósitos totales y los créditos en dólares el 97,6%. En esa oportunidad, las RIN del Banco Central cubrían solamente una cuarta parte de los depósitos en dólares en el sistema financiero. En cambio, durante el estallido de la crisis en septiembre de 2008, las RIN permitían cubrir dos veces y medio el nivel de los depósitos en dólares mostrando una baja vulnerabilidad. El impacto de la crisis, y por supuesto la respuesta de la política cambiaria, hubiera sido distinta si se hubiera mantenido la situación de principios del 2002. El rol de las reservas internacionales en una economía todavía altamente dolarizada, no solo es el de permitir cumplir la función de prestamista de última instancia (*last resort*) al Banco Central de Bolivia sino proporcionar credibilidad al proceso de desdolarización.

Es necesario tomar en cuenta que Bolivia había logrado avances significativos al disminuir el grado de dolarización de los depósitos y de la cartera a tan solo el 49,7% y 67,9% de los respectivos totales en septiembre del 2008. Según el FMI, Bolivia representa el caso de una economía altamente dolarizada que no derivó en la dolarización completa como ocurriera en el Ecuador y tuvo mayor éxito que Uruguay.

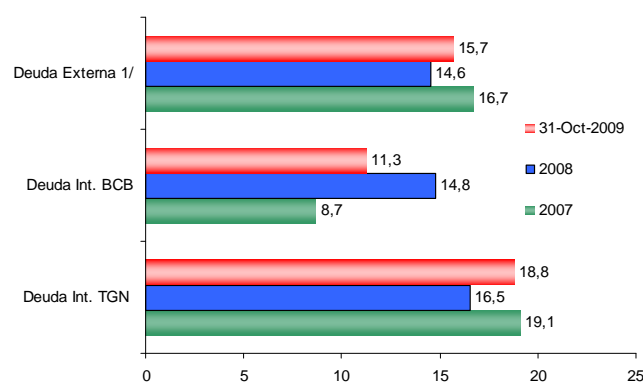
Como consecuencia de la crisis y los fuertes movimientos cambiarios hacia la depreciación de las monedas en los países vecinos, la

respuesta inmediata de los agentes económicos fue tender a un cambio de portafolios de la moneda nacional hacia la moneda extranjera. Este cambio presionó el nivel de la demanda de divisas en el Bolsín del BCB, demanda que antes de agosto de 2008 era prácticamente igual a cero. Los depósitos en moneda extranjera, que habían llegado antes de la crisis a un 49,8% de los depósitos totales, como consecuencia de la crisis se incrementaron hasta el 57,1% al primer semestre de 2008, para estabilizarse actualmente en torno al 54% en octubre de 2009. La cartera luego de un incremento inicial se estabilizó en torno al 67%.

#### II.4 BAJO NIVEL DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA E INTERNA

Siendo un *shock* externo de extremada virulencia, una de las condiciones iniciales o previas que permitió enfrentar fue el bajo nivel de la deuda pública externa e interna de Bolivia.

**Gráfico 7: Deuda Pública Externa e Interna al 30 de Octubre del 2009  
(En porcentaje del PIB)**



Fuente: Banco Central de Bolivia

La deuda externa pública en 2002 representaba un 55,6% del PIB y en 2003 un 63,5% del PIB, alcanzando esa gestión su nivel máximo de 5.045 millones de dólares. Las exportaciones de bienes y servicios representaban un tercio de dicha deuda, en tanto que el servicio de la deuda externa equivalía a 26,6% del total exportado. Si Bolivia hubiera presentado una situación como esta durante la crisis de 2008, el impacto hubiera sido mucho más significativo. En cambio, en septiembre de 2008

el nivel de la deuda externa pública era de solamente 2444 millones de dólares, equivalente a 13,6% del PIB, mientras que las exportaciones de bienes y servicios eran cercanas a 7 mil millones de dólares, cerca de tres veces el nivel de la deuda, representando a su turno el servicio de la misma solamente un 3,9% de las exportaciones. En términos de Valor Presente, el saldo de la deuda pública externa en 2002 era 1.6 veces el valor de las exportaciones de bienes y servicios mientras que a septiembre de 2008 representaba solamente un 39% de las mismas, cifra que se mantuvo en octubre de 2009.

A su vez, la deuda pública interna del TGN se ubicó alrededor del 19% del PIB mientras que la del BCB, que se había incrementado con fines de regulación monetaria para absorber el exceso de liquidez existente en la economía en la fase del *boom*, equivalente a 14,8% del PIB disminuyó a octubre de 2009 a niveles cercanos al 11% del PIB.

## **II.5 LOS SUPERÁVIT MELLIZOS**

La situación tradicional de Bolivia fue la de una economía con déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y déficit fiscales significativos. Esta situación, por ejemplo, era la existente en 2002 con un déficit fiscal equivalente a 8,8% del PIB y un déficit en cuenta corriente de 4,4 %. En contraste, como producto de la política macroeconómica aplicada en un favorable contexto externo, desde 2006 la economía registró superávit mellizos consecutivos durante el estallido de la crisis financiera e incluso a lo largo del primer semestre de 2009, en plena crisis. Así en 2008 el superávit fiscal era de 3,2% del PIB y el superávit en la cuenta corriente representaba el 12% del PIB. Después de un año del estallido de la crisis a octubre de 2009 la economía boliviana sigue registrando superávit mellizos aunque de menor magnitud.

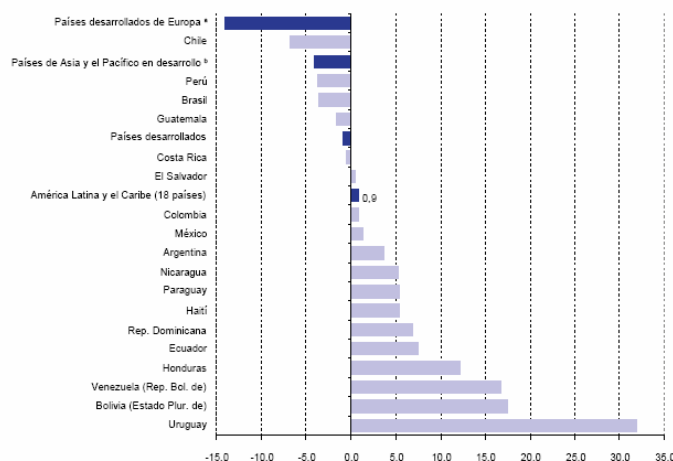
Esta favorable posición externa y situación fiscal dio un amplio margen de maniobra a la economía boliviana para enfrentar los efectos negativos de la crisis, expresada básicamente en la disminución de las exportaciones, de las remesas y de los ingresos fiscales asociados al sector exportador.



## II.6 SOLIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO

A diferencia de la situación prevaleciente durante la crisis del 2002, la crisis de 2008 encontró un sistema financiero mucho más sólido, condición expresada en una pesadez de cartera baja, un Índice de Rentabilidad Patrimonial (ROE) elevado y una posición externa neta acreedora del sistema financiero, una de las más altas de América Latina y que contrasta con la posición deudora en el caso de los países vecinos como Chile, Perú y Brasil (Gráfico 8).

**Gráfico 8: Posición Externa Neta del Sistema Financiero, Diciembre de 2008  
(En porcentaje del PIB)**



Fuente: CEPAL

En contrapartida, en la crisis de 2002 el sistema financiero mostraba una alta pesadez de cartera (17,6%) y un ROE de 0,7%, coyuntura esta de mayor vulnerabilidad.

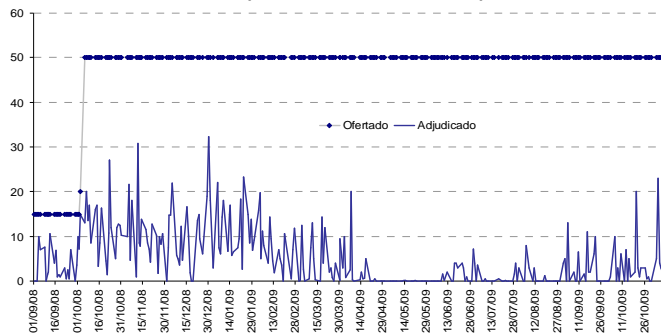
Debido a la baja integración del sistema financiero boliviano al mercado global, los pasivos externos representaban solamente un 4% de los pasivos totales, no habiendo invertido las instituciones financieras en derivados financieros. La liberalización financiera en el país había sido profunda pero pocos bancos extranjeros participaban en el sistema. El sistema financiero en conjunto presentaba en septiembre de 2008

adecuados resguardo de la liquidez y grado de solvencia, hecho reflejado por el coeficiente de adecuación patrimonial superior al de Basilea así como al mínimo exigido por la normativa nacional. Las pruebas de tensión de riesgo de crédito mostraban además que el sistema financiero estaba preparado para resistir choques externos. La supervisión financiera había sido estricta y con adecuadas normas prudenciales (BCB, 2009).

### III. LAS RESPUESTAS DE POLÍTICAS DEL BCB

La primera respuesta del Banco Central fue aumentar la oferta diaria de divisas de 15 a 50 millones de dólares. Pese a ello, la demanda disto mucho de alcanzar los niveles ofertados, siendo la demanda de divisas acumulada entre Septiembre de 2008 a Marzo de 2009 de solo 1243 millones de dólares. Si el nivel de las RIN hubiera sido de 854 millones como en la crisis del real del 2002, se hubiera desatado una crisis cambiaria, sin embargo el “colchón” previo a la crisis fue más que suficiente (Gráfico 9). El mercado cambiario posteriormente a partir del segundo trimestre tendió a presentar una baja demanda de divisas.

**Gráfico 9: Bolsín Oferta y adjudicación de dólares**  
Septiembre 2008 – Noviembre 2009  
(En millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Bolivia

La segunda respuesta fue la de estabilizar el tipo de cambio nominal. El régimen de tipo de cambio administrado o *crawling peg* le había permitido a la autoridad monetaria realizar pequeñas depreciaciones y, entre 2006 y octubre de 2008, pequeñas apreciaciones. En un contexto de

severas perturbaciones financieras, acompañadas de fuertes depreciaciones de las monedas de los países vecinos y una significativa caída de los precios de sus exportaciones, dada la baja vulnerabilidad externa, los sólidos fundamentos económicos y, en especial, el nivel excepcional de las RIN, la política cambiaria mantuvo estable el tipo de cambio nominal, pese a las presiones de los exportadores de devaluar como lo hacían los países vecinos.

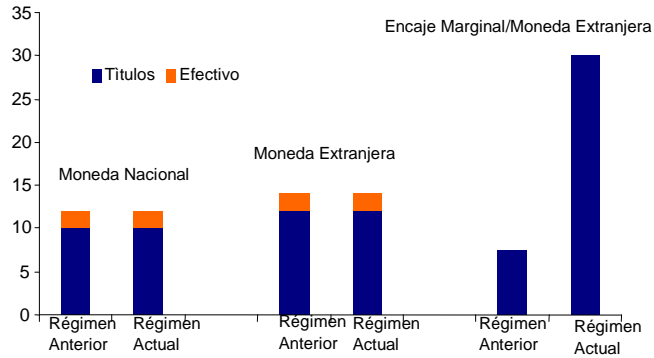
Así mismo, la inflación que a julio de 2008 había alcanzado una tasa anual de más del 17%, tenía un alto componente importado y, si bien el *pass through* había disminuido en los últimos años (de 0,60 a 0,11), de acuerdo a lo establecido por Escobar y Mendieta (2006), se tenía en el cuarto trimestre de 2008 y principios de 2009 el peligro de una transferencia inmediata a los precios, resultante de la devaluación cambiaria. La todavía alta dolarización de los depósitos y de la cartera implicaba que una política de devaluaciones iba a afectar las hojas de balance de las empresas y familias con posición neta deudora en dólares y que, ante movimientos del tipo de cambio, se iba a acelerar la dolarización, generándose además efectos en el equilibrio entre la oferta y demanda agregada y en el nivel de precios. Por tanto, prevalecieron los objetivos de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional y la monetización alcanzada frente a posibles efectos negativos en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Adicionalmente, la estructura de las exportaciones presenta una alta concentración, representando las exportaciones en productos básicos cerca del 95% del total exportado. Las manufacturas, de acuerdo a la CUCI, representaban un 5%. Por otra parte, las importaciones de bienes de capital y bienes intermedios representan más del 75% de las importaciones. Trabajos anteriores señalaban que el impacto de la devaluación en el corto plazo en la balanza comercial era poco relevante dada la alta inelasticidad de la oferta de exportaciones y de la demanda de las importaciones (Loza, 2000).

La tercera respuesta, en un contexto de posible desaceleración de la economía, fue la de aumentar la tasa de encaje marginal para los depósitos en moneda extranjera. Esta medida, fuera de lo usualmente sugerido en los manuales de macroeconomía, significaba que, además de velar por la estabilidad de la moneda nacional, la política cambiaria debía preservar el grado de la monetización alcanzado por la economía. La medida desincentivó la tendencia a la dolarización de los depósitos.

Posteriormente, y una vez estabilizado el mercado cambiario, recién se disminuyó el encaje legal para los depósitos en moneda nacional, siempre y cuando ello se traduzca en un aumento de la cartera en moneda nacional (Gráfico 10).

**Gráfico 10: Tasas de encaje para depósitos  
(En porcentajes)**



Fuente: Banco Central de Bolivia

La cuarta medida fue la de subir la comisión por transferencias de divisas al exterior por parte del sistema financiero de 0,2% a 0,6% y bajar la comisión por las transferencias recibidas del exterior de 1% a 0,6%, generándose así un costo de transacción de 1,2 %, orientado a desincentivar la realización de transferencias financieras. Esta medida no constituye, de acuerdo al FMI, una restricción cambiaria.

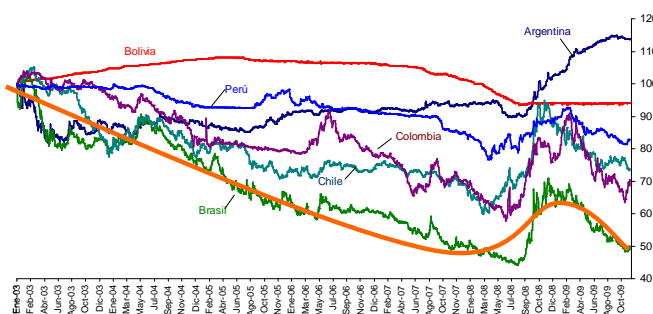
La quinta medida fue limitar el *spread* cambiario o acotarlo a un punto básico por encima y por debajo de los tipos de cambio oficial de venta y compra respectivamente, puesto que con el estallido de la crisis se había tendido a amplificar este *spread* en algunas instituciones financieras.

La medida de fondo para enfrentar los posibles efectos de la crisis en la actividad económica fue el cambio de orientación de una política contractiva a una política gradualmente expansiva, conforme se estabilizaba el mercado cambiario, colocando menos títulos en la economía y obteniendo una redención neta de modo que se otorgue la adecuada liquidez al sistema financiero a través de las operaciones de

mercado abierto. En un régimen basado en agregados monetarios, la variable de cantidad, indirectamente permitía obtener bajas tasas de interés en el mercado monetario y lograr su trasmisión al mercado financiero. La aplicación de esta política no sólo liberó recursos, sino que también propició caídas de las tasas de interés monetarias, interbancarias y de intermediación financiera.

El resultado de las política monetaria y cambiaria del BCB, después de más de un año de transcurrida la crisis internacional y cuando los indicadores parecen señalar que se habría tocado fondo y que empieza una recuperación gradual aunque no sostenida, nos muestra que la política cambiaria aplicada ha sido correcta. Si se observa, obviamente en términos expost, los comportamientos de las tasas nominales de los tipos de cambio de los países vecinos, desde enero de 2003 encontramos que, mientras el tipo de cambio nominal de Bolivia se mantuvo estable, los tipos de cambio vecinos sufrieron una alta volatilidad y cambios de dirección significativos, al pasar de apreciaciones fuertes, a depreciaciones abruptas y posteriormente a nuevas apreciaciones, es decir realizaron un rodeo innecesario (Grafico 11).

**Grafico 11: El Rodeo Innecesario de los tipos de cambio regionales**  
(Índice de tipos de cambio al 30 de Octubre del 2009, Índice Enero 2003=100)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Diversas economías de la región, durante la fase del boom apreciaron significativamente sus tipos de cambio hasta el primer trimestre de 2008, dando inicio algunos a la paradoja del espectador, siendo los primeros en depreciar sus monedas, siguiéndolos a continuación los demás, tendencia que se mantuvo hasta aproximadamente marzo de 2009, para a partir de entonces empezar de nuevo a apreciarse las monedas, dando como resultando un nuevo alineamiento a los niveles antes del estallido de la crisis. El tipo de cambio nominal de Bolivia se apreció más suavemente, y a partir de octubre de 2008 se mantuvo estable el tipo de cambio nominal.

### III.1 ¿QUÉ PASÓ CON EL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL?

En un contexto en el que se mantuvo estable el tipo de cambio nominal y en el que los demás países devaluaron sus monedas y todavía permanecía alta la tasa de inflación a doce meses, obviamente también llegó a apreciarse el tipo de cambio efectivo y real (ITCER). Fue en el primer trimestre de 2009 que llegó su índice (agosto de 2006 = 100) a su nivel más bajo (83,6) desde los años noventa pero similar al alcanzado en septiembre de 2002, cuando llegó a 85,5, época en la que se decía que se aplicaba de forma estricta el *crawling peg* y no había atraso cambiario. Durante la crisis financiera de 2002 y 2003 el tipo de cambio registró una alta volatilidad. A partir del segundo trimestre de 2009, el ITCER empezó a depreciarse hasta aproximarse a lo que comúnmente se denomina el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo (Gráfico 12).

Gráfico 12: Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real a Octubre del 2009  
(Base Agosto 2006=100)



Fuente: Banco Central de Bolivia

Por último, está el efecto del tipo de cambio en el sector real y su papel frente a los choques externos asociados a la crisis internacional. Las políticas monetaria y cambiaria aplicadas frente a los cambios en el contexto internacional han surtido efecto pues, según las estimaciones del FMI (2009), Bolivia será el país de la región con el crecimiento económico más alto en 2009, a diferencia de varios países latinoamericanos que se contraerán en la presente gestión.

Tampoco, no se debe olvidar la amplia discusión teórica y empírica del efecto de una depreciación en la actividad económica misma que contiene, entre otros aspectos, la lenta reacción de las exportaciones frente a una depreciación real (la curva J), hasta la posibilidad de que una depreciación real genere menor actividad (la hipótesis de la devaluación contractiva) y otras disquisiciones.

En el caso de Bolivia, existe una alta asociación entre las importaciones y la actividad económica, debido al alto componente importado al interior de los insumos utilizados por los sectores productivos, ocurriendo algo similar en el caso de la inversión, la cual es intensiva en bienes de capital importados. Expertos internacionales en crecimiento y competitividad, como el Foro Económico Mundial, destacan este aspecto en las economías emergentes y señalan que un tipo de cambio real alto no necesariamente beneficia a la actividad económica.

#### **IV. CONCLUSIONES**

La reacción de las políticas cambiarias de parte de los países de América Latina fue similar a las reacciones pasadas observadas durante la crisis del 29, así como en las crisis cambiarias y financieras propias de los tiempos de la globalización, las de Turquía, Brasil y Rusia. Lo sugerente, es que las reacciones fueron similares muy a pesar del hecho de que las condiciones macroeconómicas previas o sus fundamentos económicos eran adecuados. Las economías regionales sobre actuaron al interior de sus mercados de cambio, incluso más abruptamente que los países emergentes de Europa, que estaban en diferentes condiciones con una mayor vulnerabilidad externa.

De este modo, en América Latina, los países trataron de anticiparse al comportamiento de sus pares o bien estuvieron influidos por sus sectores exportadores mostrando en la práctica un mayor grado de intervención que la que debería haber existido en teoría al interior de los

regímenes cambiarios de flotación “limpia” prevalecientes. Los países no reaccionaron en función de sus fundamentos económicos ni de modo acorde a las causas de la crisis, que no eran cambiarias ni asociadas a desequilibrios de balanza de pagos, que se había generado no en la periferia sino en el centro, estando estrechamente asociada a los mercados financieros del mismo. Algo llamativo, es que reaccionaron de la misma forma países con diferentes modalidades de inserción internacional. La volatilidad cambiaria resultante incentivó la crisis financiera, retroalimentando el volátil comportamiento de los mercados de acciones.

En el caso de Bolivia, la política cambiaria aplicada resultó ser la correcta, tomando en cuenta a sus condiciones iniciales o previas, con fundamentos económicos sólidos y una baja vulnerabilidad externa, fiscal y financiera y con bajo grado de integración al mercado financiero global.

El FMI (2009) ratificó este mismo criterio. El BCB, por una parte, estabilizó el mercado cambiario y estableció señales claras para la contención de la dolarización inicial y las transferencias al exterior. Por otra parte, aplicó una política monetaria gradualmente expansiva conforme se estabilizaba el mercado cambiario y bajaba la inflación. El resultado, después de que la crisis tocó fondo, fue una política cambiaria con baja volatilidad que evitó un rodeo innecesario de fuerte apreciación, abrupta depreciación y el retorno de nuevo a la apreciación para llegar a los niveles prevalecientes antes del estallido de la crisis.

Para evitar sobre reacciones es recomendable mejorar los mecanismos de coordinación entre Bancos Centrales a nivel subregional, regional y mundial, donde el FMI y el BIS puedan desempeñar un nuevo rol en este proceso de coordinación.



**BIBLIOGRAFÍA**

- BBVA (2009)** , Latinwatch. Segundo semestre de 2009.
- BCB (2009)** *Informe de Estabilidad Financiera*. Banco Central de Bolivia (2009), Primer semestre de 2009.
- CEPAL (2009a)** *La reacción de los gobiernos de las Americas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de septiembre de 2009*. CEPAL, Octubre del 2009.
- \_\_\_\_\_ **(2009b)** *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2008-2009*. CEPAL, Julio del 2009.
- Consensus Economics Inc (2009)**, Foreign Exchange Consensus Forecasts. October 12,2009.
- Escobar F. y P. Mendieta (2006)** "Inflación y depreciación en una economía dolarizada: el caso de Bolivia" en *Monetaria*, Volumen XXIX, Número 1, Enero-Marzo de 2006.
- FMI (2009)** *Perspectivas Económicas Las Américas. Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora?* Estudios Económicos y Financieros, FMI. Octubre del 2009.
- Gyntelberg J., M. Loretan, T. Subhanij, E. Chan (2009)** International portfolio rebalancing and exchange rate fluctuations in Thailand. Bank for International Settlements (BIS) Working paper No. 287. August, 2009.
- Humala A. y G. Rodriguez (2009)** "Intervención en el mercado cambiario y volatilidad del tipo de cambio en el Perú" en *Monetaria*, Volumen XXXII, Número 1, Enero-Marzo de 2009.
- Loza, Gabriel (2000)** "Tipo de cambio, exportaciones e importaciones: El caso de la economía Boliviana" en *Revista de Análisis*, Volumen 3, N° 1. Banco Central de Bolivia. Junio del 2000.
- Stone M., H. Anderson, R. Veyrune (2008)** Regímenes cambiarios:¿Tipos fijos o flotantes?" en *Finanzas y Desarrollo*. Revista Trimestral del FMI, Volumen 45 N° 1. Marzo de 2008.