

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN XLIX, NÚMERO 1

ENERO-MARZO DE 2003

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

Presidente: Banco de México

Miembros: Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco de la República (Colombia); Banco Central de la República Dominicana; Banco Central de Trinidad y Tabago; Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director general
Kenneth Coates

Subdirector general
Carlos-Alberto R. Queiroz

Directora de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Directora de Estudios
Flavia Rodríguez Torres

Director de Relaciones internacionales
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

Director de Administración
Carlos Pinedo Rodríguez

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango n° 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 1 **Nota editorial**
- 3 **¿Se ha dolarizado Canadá?**
John Murray
James Powell
- 13 **Un estudio de caso de una crisis monetaria:
el incumplimiento ruso de 1998**
Abbigail J. Chiodo
Michael T. Owyang
- 25 **La política monetaria del Banco Central de Bolivia**
Jorge Requena
Raúl Mendoza
Óscar Lora
Fernando Escobar
- 40 **Coordinación macroeconómica en América Latina**
Enrique V. Iglesias
- 45 **Cuotas, condicionalidad y la Oficina Independiente de Evaluación del FMI: estado de situación**
A. Guillermo Zoccali
- 50 **Actividades del CEMLA durante diciembre de 2002-febrero de 2003**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

Nota editorial

La participación de los bancos centrales en la conducción de la política monetaria se ha ido tornando cada vez más en un elemento clave para la estabilidad y el crecimiento que requieren las economías en un mundo que avanza hacia la globalización. Los tres primeros artículos de este primer número del Boletín del CEMLA del año 2003 presentan diferentes facetas de la importancia de las intervenciones de la banca central en los referidos procesos.

En el primer artículo de este número, dos altos funcionarios del Banco de Canadá estudian el grado en el que ha avanzado la dolarización en Canadá y concluyen que por ahora todavía no hay indicios de que los canadienses hayan perdido la confianza en su moneda y es probable que esta situación persista en tanto la política monetaria canadiense continúe manteniendo la inflación en un nivel bajo y estable, y para ello la actuación del banco central es de vital trascendencia.

En el segundo artículo, investigadores del Banco Federal de Reserva de San Luis hacen un completísimo estudio de los elementos que condujeron a la crisis monetaria de Rusia, en 1998. En él se puede apreciar la participación de elementos políticos y económicos, internos y externos, que propiciaron la sucesión de eventos. Las decisiones tomadas por las autoridades del Banco Central de Rusia constituyeron un elemento clave para la formación de expectativas respecto al devenir de los acontecimientos y fueron, quizá, los puntos de referencia más consultados por los sectores económicos y políticos internacionales para basar sus decisiones.

En el tercer artículo varios economistas del Banco Central de Bolivia exponen las particularidades de la política monetaria de Bolivia en el marco de las actividades conferidas al banco central y de las limitaciones impuestas por las características de la economía boliviana: pequeña, abierta y muy dolarizada. Señalan que mediante una instrumentación basada en metas intermedias de crédito interno neto, un manejo cuidadoso de la política cambiaria y la utilización de instrumentos indirectos, se ha logrado reducir de manera consistente la tasa de inflación y preservar un nivel de reservas internacionales adecuado para garantizar los pagos internos e internacionales. Indican que el análisis de los mecanismos de transmisión

muestra un efecto de la emisión monetaria y la depreciación sobre los precios. Sin embargo, la transmisión de la política monetaria a la actividad real es menos clara. Esta evaluación plantea temas importantes, sobre los cuales el banco central debe continuar reflexionando.

También hemos incluido en este número el discurso pronunciado por el señor Enrique V. Iglesias, Presidente, del Banco Interamericano de Desarrollo en la cena conmemorativa del cincuentenario del CEMLA, celebrada en Washington, D. C., el 26 de septiembre de 2002, bajo los auspicios de la Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva. En sus palabras alusivas al aniversario de la institución y de las labores a las que ha contribuido, destacó la necesidad que tienen América Latina y el Caribe de buscar un esquema de convergencia de sus políticas macroeconómicas, capaz de permitirles un mayor grado de avance hacia un proceso de integración que les permita obtener mayores logros en el crecimiento y en el bienestar considerando que en esta tarea el CEMLA también podría contribuir de manera importante.

El quinto artículo es un informe presentado por Guillermo Zoccali, Director Ejecutivo, de la Silla Sur de América Latina en el Fondo Monetario Internacional, en la reunión de los Gobernadores de dicha región, España y Filipinas en el FMI y el BIRF, celebrada en Washington, D. C., el 26 de septiembre de 2002. El informe contiene importante información sobre el estado de las cuotas y la condicionalidad; así como una descripción de la oficina independiente de evaluación del FMI.

Como es costumbre, en el Boletín se incluye al final una reseña de las actividades desarrolladas trimestralmente por este Centro de Estudios.

¿Se ha dolarizado Canadá?*

John Murray
James Powell

I. Introducción

La aguda depreciación del dólar canadiense durante la pasada década y el éxito que ha tenido la emisión del euro en 1999, han suscitado un animado debate en Canadá acerca de los posibles beneficios de la “dolarización”, generalmente definida como el uso frecuente de la moneda de otro país para su desempeño de las funciones monetarias estándar. Se han hecho propuestas que van desde la adopción unilateral del dólar de Estados Unidos hasta la plena unión monetaria norteamericana. Algunos observadores han llegado a sugerir que cualquier decisión oficial, ya sea en favor o en contra de la iniciativa, es gran medida irrelevante, puesto que la dolarización sigue ya desarrollándose de manera informal. De hecho, algunos han sugerido que el proceso de dolarización no sólo está en curso, sino que ha avanzado un largo trecho.

El propósito de este artículo *no* consiste en pasar revista a las ventajas o desventajas de adoptar el dólar de Estados Unidos como moneda nacional de Canadá, sino más bien en examinar los datos disponibles y determinar en qué medida Canadá se encuentra ya informalmente dolarizado.¹ Aunque la evidencia es fragmentaria, los datos existentes sugieren que la dolarización informal o bien no está ocurriendo o progresa a paso muy lento. De hecho, se-

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo de J. Murray, asesor, y J. Powell, jefe del Departamento Internacional del Banco de Canadá, aparecido en *Bank of Canada Review*, del número correspondiente al otoño de 2002, pp. 3-11.

¹ Este artículo constituye un resumen de un documento titulado *Dollarization in Canada: The Buck Stops There*, que se presentó en la conferencia “Tipos de cambio, integración económica, y la economía internacional”, celebrada en la Universidad Ryerson, del 17 al 19 de mayo de 2002. El documento fue recientemente publicado como Informe Técnico del Banco de Canadá TR-90.

gún nos dicen muchas mediciones, Canadá está menos dolarizado ahora que hace veinte años y se parece muy poco a las economías que son típicamente consideradas como realmente dolarizadas.

II. ¿Qué queremos decir por dolarización?

El término dolarización se usa para caracterizar el amplio uso interno de la moneda de otro país para desempeñar las funciones de dinero: unidad de cuenta, medio de cambio y reserva de valor. La dolarización puede darse ya sea oficialmente o por medio de un proceso con base en el mercado, en el que los consumidores individuales y empresas comienzan a usar otra moneda, típicamente la del principal socio comercial o una importante potencia industrial con la reputación de aplicar una sólida política monetaria.

La mayoría de los países que han optado por la dolarización oficial son sumamente pequeños y una gran parte de su PIB depende del comercio. Muchos han tenido un vínculo histórico con el país cuya moneda usan.² Con anterioridad a la reciente decisión de Ecuador de dolarizar su economía, el país más grande que oficialmente usaba la moneda de otro país era Panamá, cuya población en la actualidad no llega a 3 millones de habitantes. El Comité Económico Conjunto del Congreso de Estados Unidos (2000) ha identificado 29 países y territorios que usan el dólar de Estados Unidos o bien otra moneda extranjera como moneda interna predominante.

² Ejemplos de esos países incluyen a Andorra (euro), Islas del Canal (libra esterlina), Islas Marshall (dólar de Estados Unidos), y las Islas Vírgenes, que comparten Estados Unidos y Gran Bretaña (dólar de Estados Unidos).

Entre los países que han experimentado una dolarización no oficial o con base en el mercado, figuran varios que a menudo son mayores que los que se han dolarizado oficialmente. Baliño, Bennet, y Borensztein (1999) han identificado 18 países, como Argentina, Uruguay, y Turquía, que entran dentro de esta categoría. La dolarización extraoficial ha sido generalmente precedida por un prolongado periodo de mediocres políticas macroeconómicas y alta inflación, que erosionaron la confianza de los inversionistas y obligaron a los ciudadanos a buscar un instrumento monetario alternativo. Ecuador terminó por dolarizarse oficialmente tras años de creciente dolarización extraoficial, durante los cuales sus ciudadanos trataron de protegerse de una inflación galopante. Lo que sorprende es hasta qué punto debe ser serio y prolongado el mal manejo administrativo, antes de que la mayoría de los ciudadanos esté dispuesta a abandonar su moneda interna. Sin embargo, una vez que se ha producido, es casi imposible que el proceso se revierta.

Es importante no confundir dolarización con globalización. El dramático crecimiento del comercio y la inversión mundiales en años recientes ha conducido a un agudo crecimiento en el número de transacciones que el sector empresarial y el familiar llevan a cabo con extranjeros. Esto, a su vez, ha conducido al incremento natural de la demanda de moneda extranjera, incluso entre las economías mayores y mejor administradas. Puede argüirse que la globalización está de hecho reduciendo el tamaño de los países y que muy pronto se asemejarán a las economías pequeñas y muy abiertas que se describieron más arriba, las cuales optaron por la dolarización oficial. Transcurrirá algún tiempo, empero, antes de que el nivel de actividad foránea en la mayoría de los países industriales se acerque a la que tienen las economías oficialmente dolarizadas. Mientras tanto, la mayor parte de las transacciones internas continuarán siendo realizadas mediante la moneda interna.

Es también importante no confundir dolarización con diversificación. El hecho de que los inversionistas hayan comenzado a conservar una proporción mucho mayor de sus haberes financieros en activos extranjeros, no necesariamente constituye un signo de insatisfacción con sus monedas internas o una señal de fuga de capitales. La liberalización de mercado y una mayor apreciación de las ganancias que pueden obtenerse por medio de la diversificación internacional, han dado por resultado un dramático incremento en los flujos de capital bruto dentro y fuera de los países. Los inversores, en todas partes, han experimentado un sesgo de "país sede o nativo" y apenas ahora están principiando a

lograr una solución de compromiso más eficiente entre riesgo y rendimiento.

La siguiente sección de este artículo pasa revista a cada una de las tres principales funciones de la moneda (unidad de cuenta, medio de cambio, y reserva de valor), para ver si hay evidencia de dolarización en Canadá.

III. El dólar de Estados Unidos como unidad de cuenta

Muy poca es la información disponible sobre el grado en que las empresas y hogares canadienses usan el dólar de Estados Unidos como unidad de cuenta. Aunque esto puede ser un testimonio de lo poco común que es la práctica, existen razones para pensar que algunas firmas canadienses calculan con regularidad los precios de sus productos y mantienen sus cuentas en dólares de Estados Unidos. Sin embargo, puede pensarse que en su mayor parte esta práctica se circunscribe a las ventas extranjeras de firmas canadienses o compañías con importantes operaciones en el exterior. Del mismo modo, son pocos los canadienses, aparte de algunos atletas profesionales y funcionarios ejecutivos de empresas que trabajan en un entorno internacional, que son pagados en dólares de Estados Unidos.

A fin de determinar de mejor manera lo que está ocurriendo actualmente en Canadá, se llevó a cabo una encuesta por parte del personal de las oficinas regionales del Banco de Canadá. En marzo y abril de 2002, se analizaron 100 firmas para averiguar cómo establecían los precios de sus productos (y bajo qué circunstancias) y si mantenían sus registros financieros en una moneda que no fuera el dólar canadiense. Aunque el muestreo fue relativamente pequeño, los investigadores se esforzaron por asegurarse de que reflejaba la composición industrial y la distribución regional de las firmas dentro de la economía. (Habrá pronto estudios adicionales que abarcarán a otras 300 firmas.)³

1) Resultados de la encuesta

- *P. 1: ¿Cómo cotiza los precios a los clientes cana-*

³ Después de haberse escrito el documento original que sirvió de tema para este artículo, se llevó a cabo una segunda encuesta y se recibieron los resultados de 100 nuevas firmas. Estos resultados son cuantitativamente similares a los que se reportaron originalmente, y en ciertos casos, más claros, por lo que respecta al hecho de que proporcionaron menos apoyo todavía a la teoría de que existe dolarización en Canadá. Una nota técnica, con el resumen de los resultados de la encuesta completa de las 400 firmas, será publicada a principios del año próximo.

dienses: en dólares canadienses, en dólares de Estados Unidos, o en ambos?

Como se esperaba, la fijación de precio en dólares de Estados Unidos para las ventas puramente internas es rara. Únicamente el 6% de las firmas que se comunicaron cotizaron precios exclusivamente en dólares de Estados Unidos (cuadro 1, primera fila). Otro 17% cotizó precios tanto en dólares canadienses como de Estados Unidos. Estas 23 firmas, empero, solían exportar una gran parte de su producción o producían materias primas, cuyos precios se establecen en los mercados con base en Estados Unidos (tales como la Bolsa Mercantil de Chicago) y cuyos precios se fijan tradicionalmente en dólares de Estados Unidos. Algunas firmas indicaron que establecían los precios en ambas monedas por conveniencia y que usaban la misma lista de precios para clientes internos y foráneos. Otras señalaron que lo hacían en respuesta a las demandas de otras compañías canadienses, que formaban parte de la cadena de proveedores estadounidenses o que realizaban generalizadas operaciones internacionales. En muchos casos, sin embargo, el precio en dólares canadienses se usaba como base (o verdadera unidad de cuenta) en la que se calculaba el precio en dólares de Estados Unidos.

- P. 2: ¿Cotiza usted los precios a clientes extranjeros en dólares canadienses, dólares de Estados Unidos, o moneda local, o alguna combinación de monedas?

De las firmas analizadas, el 53% indicó que fijaban los precios para las ventas al extranjero en dólares de Estados Unidos, mientras que otro 7% usaba distintas monedas locales (cuadro 1, segunda fila). Estos porcentajes resultaron algo más pequeños que los esperados, teniendo en cuenta los fuertes lazos económicos que ligan a las economías de Canadá y Estados Unidos, y también otros datos proporcionados por Krugman (1984) y cierto número de otros autores, que han examinado esta misma cuestión desde una perspectiva internacional.⁴

- P. 3: ¿Cómo llena sus declaraciones financieras, en dólares canadienses, dólares de Estados Unidos, o en ambas monedas?

Algo más del 80% de las firmas entrevistadas preparan sus declaraciones financieras en dólares canadienses (cuadro 1, fila 3). Algunas hicieron notar que, puesto que están obligadas a usar dólares canadienses para fines de impuestos internos y/o

⁴ Krugman hizo notar que existe una tendencia por parte de los exportadores en pequeños países a denominar sus precios de exportación en la moneda de un importante socio comercial. Los precios de las exportaciones de productos primarios correspondientes a todos los países típicamente también se fijan en dólares de Estados Unidos.

reguladores, esa es la alternativa más eficiente. Las firmas que preparan sus declaraciones en ambas monedas o únicamente en dólares de Estados Unidos es porque generalmente desarrollan gran cantidad de operaciones en Estados Unidos o desean recurrir a los mercados de capitales de Estados Unidos para financiarse. La mayoría de las firmas en esta categoría, empero, siguen usando dólares canadienses en sus operaciones contables diarias, y basan sus declaraciones en dólares de Estados Unidos en informes que ya han sido completados en dólares canadienses.

CUADRO 1. RESULTADOS DE LA ENCUESTA: USO DE DÓLARES DE ESTADOS UNIDOS POR FIRMAS CANADIENSES

| | Porcentaje de respuestas totales (números absolutos) ^a | | | | |
|---|---|---------|---------------|---------------|------------------------|
| | Can (\$) | US (\$) | Ambas monedas | Otras monedas | Combinación de monedas |
| P. 1 Denominación de precios internos | 77 (76) | 6 (6) | 17 (17) | | |
| P. 2 Denominación de precios extranjeros | 23 (19) | 53 (43) | | 7 (6) | 17 (14) |
| P. 3 Denominación de estadísticas financieras | 82 (81) | 7 (7) | 11 (11) | | |

FUENTE: encuesta del Banco de Canadá.

^a Las respuestas a la P. 1 totalizaron 99; a la P. 2, 82; y a la P. 3, 99.

2) Otras evidencias

A las firmas multinacionales y compañías cuyas acciones están registradas en los mercados financieros de Estados Unidos, típicamente se les requiere que proporcionen declaraciones financieras en dólares de Estados Unidos. Algunas acciones canadienses que se negocian en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX) también se cotizan en dólares de Estados Unidos, por contraste con los dólares canadienses.⁵ Esto puede ayudar a explicar por qué el 7% de las firmas incluidas en nuestra encuesta, decidieron reportar sus declaraciones financieras en dólares de Estados Unidos, mientras que otro 11%

⁵ Como es dable imaginar, existe un considerable traslape entre las compañías que tienen acciones entrecotizadas y las compañías de la TSX cuyas acciones se cotizan en dólares de Estados Unidos.

escogieron reportarlas en ambas monedas, dólares canadienses y dólares de Estados Unidos.

En el curso de los últimos diez años, la proporción de firmas canadienses inscritas en la TSX y que además negocian en las bolsas de Estados Unidos, se ha incrementado de aproximadamente 10% a un poco menos de 14%. Sin embargo, la proporción de las negociaciones totales en estas acciones que se lleva a cabo en intercambios en dólares de Estados Unidos, hecho su cálculo en valor, ha permanecido relativamente constante, aunque, en alrededor de 50%, con una ligera tendencia declinante.⁶ Asimismo, el número de firmas canadienses con acciones negociadas en dólares de Estados Unidos en la TSX, junto con su relativa importancia, ha venido declinando a lo largo del tiempo.⁷

El *Libro de Datos* o *Fact Book* publicado por la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) indica que 74 firmas canadienses tenían valores inscritos en el NYSE en 2001, con un volumen negociado de más de 152 mil millones de dólares y una capitalización de mercado de aproximadamente 308 mil millones de dólares. Aunque estas cifras, desde luego, son impresionantes y significativamente más elevadas que las reportadas sólo cinco años antes, los números deben ponerse dentro de su contexto.⁸ El número de firmas extranjeras inscritas en la NYSE creció más de 52% durante este periodo, y sin embargo, la participación canadiense en todas las acciones inscritas en la NYSE en realidad declinó (de aproximadamente 18 a 16 por ciento).

Los datos de las cotizaciones descritas anteriormente, junto con los resultados de la encuesta previamente mencionados, sugieren que el dólar canadiense sigue siendo la unidad de cuenta dominante. El dólar de Estados Unidos, por contraste, ha penetrado escasamente a este respecto y participa de manera sorprendentemente pequeña en el conjunto de la fijación de precios, determinación de salarios, y en el reporte de actividades en Canadá.

⁶ Este porcentaje puede subestimar la relativa importancia de las firmas canadienses que operan en las bolsas de Estados Unidos, puesto que el valor de mercado de las firmas con inscripciones combinadas es a veces mayor que el de las firmas inscritas únicamente en la TSX.

⁷ El número de compañías con al menos una emisión de acciones negociada en la TSX y denominada en dólares de Estados Unidos ha disminuido de 56 en 1980 a 52 en 2002.

⁸ El *Libro de Datos* indica que 55 compañías canadienses tenían sus acciones inscritas en la NYSE en 1996, con una capitalización de mercado de 60 mil millones de dólares.

IV. El dólar de Estados Unidos como medio de cambio

El segundo uso del dinero es como medio de cambio. La experiencia diaria parece sugerir que los dólares de Estados Unidos no son típicamente usados para las transacciones en Canadá. Aunque la moneda de Estados Unidos generalmente se acepta en las tiendas minoristas de Canadá, usualmente a tasas cercanas a las del mercado, y los residentes canadienses están en libertad de mantener depósitos en moneda extranjera en los bancos, los ejemplos de canadienses que utilizan dólares de Estados Unidos en sus transacciones con otros canadienses son raros. Esto puede ser sorprendente para los observadores externos, dado el grado en que las economías de Canadá y Estados Unidos están integradas y también, que el 80% de los canadienses viven a menos de 160 kilómetros (100 millas) de la frontera con Estados Unidos.

Sin embargo, la cantidad de datos fidedignos sobre el grado en que se usan dólares de Estados Unidos en Canadá es limitada. Aunque se dispone de estadísticas sobre los depósitos en dólares de Estados Unidos hechos por canadienses en bancos internos y extranjeros, ninguna agencia acopia información sobre la cantidad de dólares estadounidenses (es decir, en moneda y en billetes) en poder de canadienses y la medida en que dicha moneda es usada para las transacciones en Canadá.

En esta sección, se examinan dos maneras de medir el grado en que los dólares de Estados Unidos se utilizan para efectuar transacciones en Canadá. El primer método emplea datos recopilados por el Banco de Canadá y calcula el valor de los depósitos en manos de canadienses en bancos de Canadá, con relación a un agregado de dinero en sentido amplio (M_3), compuesto de depósitos denominados en moneda tanto interna como extranjera. La relación entre depósitos en moneda extranjera y dinero en sentido amplio ha sido tradicionalmente usada por el Fondo Monetario Internacional y otras instituciones como una variable aproximada para evaluar la medida en que un país está "dolarizado". El segundo método usa datos del Servicio de Aduanas de Estados Unidos sobre los flujos monetarios reportados en dólares a través de la frontera. Si se calcula el total de flujos netos a lo largo del tiempo, es posible estimar la cantidad de efectivo en dólares que circula en Canadá. Aunque las dos medidas tienen sus inconvenientes, ninguna de ellas sugiere que los canadienses usan en grado significativo dólares de Estados Unidos en las transacciones internas. Ni tampoco existen evidencias de que el uso de moneda de Estados Unidos en Canadá ha venido incrementándose.

1) Relación entre depósitos en moneda extranjera en Canadá y dinero en sentido amplio

Como ya se ha dicho anteriormente, el grado en que una moneda extranjera se utiliza en las transacciones se mide a menudo con el examen de la relación de los depósitos en moneda extranjera de un país y la oferta de dinero definida en sentido amplio. Este método no constituye una medida pura del uso de moneda extranjera como vehículo de transacción, dado que algunos de los depósitos en moneda extranjera se mantienen con propósitos diferentes, por ejemplo, como reserva de valor. Puede resultar también un indicador sesgado, ya que da por supuesto que los depósitos en moneda extranjera y la moneda extranjera son sustitutos cercanos (Feige *et al.*, 2000) y tienen una relación recíproca fija.⁹ Esto constituiría una razón para preocuparse en países con sistemas financieros débiles o subdesarrollados, puesto que los residentes de esos países estarán probablemente más inclinados a depender de la moneda que de otras formas de pago, como cheques y tarjetas de débito o crédito.

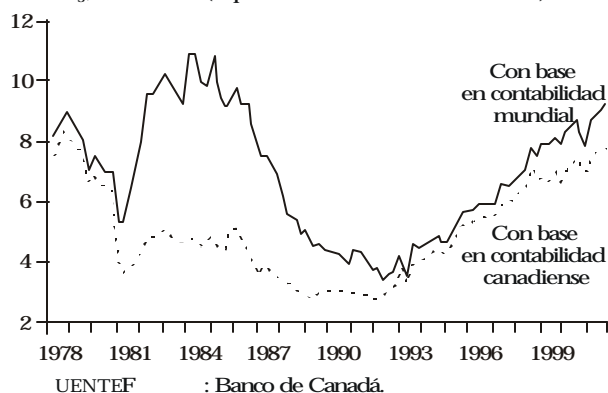
La gráfica I muestra el valor de los depósitos en dólares de Estados Unidos en poder de residentes canadienses en bancos de Canadá. Los datos se reportan tanto con base en la contabilidad mundial como en y la contabilidad canadiense. A fin de facilitar las comparaciones, las dos series han sido convertidas en dólares canadienses y normalizadas como proporción del dinero en sentido general (M_3). Aunque las tendencias en las dos series han sido similares en términos generales, en los años de la década que se inició en 1980 se registró una notable divergencia.¹⁰ Desde entonces, ambas series se han elevado agudamente, llegando en 2001 a un poco más de 9% con base en contabilidad mundial y alrededor de 8% con base en contabilidad canadiense. En ninguno de los dos casos es el nivel actual algo excepcional. Estas series han fluctuado en una amplia escala durante los últimos 25 años y en realidad fueron algo más elevadas (como porcentaje del M_3) en varios periodos de fines de los años setenta y principios de los ochenta.

El creciente aumento de los depósitos de dólares desde el comienzo de los años noventa podría reflejar el incremento de la integración económica Canadá-Estados Unidos, a raíz de la firma del Tra-

⁹ En otras palabras, los movimientos en una serie, digamos depósitos, se asocian con un incremento proporcional en la otra, en este caso, la moneda.

¹⁰ Los requisitos de reserva aplicados a los depósitos internos, pero no a los depósitos contabilizados fuera de Canadá, pueden ofrecer al menos una explicación parcial de la divergencia. Estos requisitos de reserva fueron eliminados progresivamente durante los primeros años de la década de los noventa.

GRÁFICA I. DEPÓSITOS DE RESIDENTES CANADIENSES EN DÓLARES DE ESTADOS UNIDOS COMO PORCENTAJE DEL M_3 , 1978-2000 (expresados en dólares canadienses)



tado de Libre Comercio en 1988. El incremento del comercio en ambos sentidos con Estados Unidos pudo acrecentar la demanda de saldos en dólares de Estados Unidos, particularmente por firmas canadienses, que participan con más de los dos tercios de los depósitos totales en moneda extranjera en poder de canadienses en bancos de Canadá.

2) Comparación con otros países

La relación entre depósitos en moneda extranjera y depósitos totales en Canadá, es significativamente más baja que la observada en muchos otros países. Baliño, Bennet y Borensztein (1999) identificaron varias economías en desarrollo, cuya relación de depósitos en moneda extranjera a dinero en sentido general pasaba de 30% en 1995, que es el nivel de referencia que se usa para definir una economía dolarizada. Entre ellos estaban Argentina, con una relación de 44%; Bolivia, 82%; Turquía, 46%; y Uruguay, 76%. Estadísticas similares para países industriales seleccionados fluctuaban entre 4.4% para Holanda y 21.6% para Grecia. La relación para el Reino Unido era de 15.4%. Sobre esta base, Canadá, con únicamente 10% en 2001, no puede ser considerada como una economía dolarizada.¹¹

3) Reportes de moneda y de instrumentos monetarios

Desde 1980, el Servicio de Aduanas de Estados Unidos ha requerido que los individuos y compañías que envíen el equivalente a 10 mil dólares de Estados Unidos o más en efectivo a través de la frontera (en ambas direcciones), completen un reporte de moneda e instrumentos monetarios (CMIR), que in-

¹¹ Los depósitos en dólares de Estados Unidos ascienden aproximadamente a 9% del M_3 , con un punto porcentual adicional como correspondiente a otras monedas.

dique el tamaño, origen, y destino del embarque.¹² Estos reportes o comunicaciones son confidenciales. De vez en cuando, sin embargo, se proporciona información de carácter agregado a investigadores. Esta información da a conocer qué cantidad de moneda estadounidense se halla en circulación fuera de Estados Unidos y dónde se ubica ese efectivo.

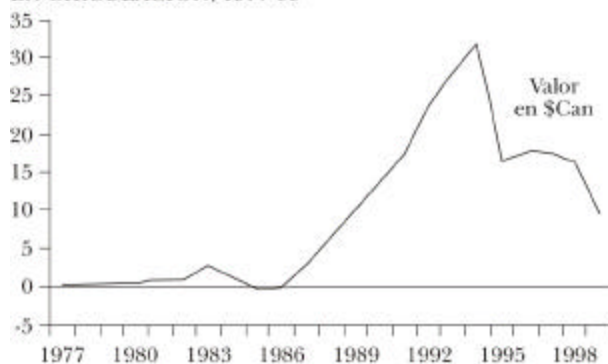
Si bien los CMIR deberían constituir una buena fuente de información en cuanto al grado en que los países están dolarizados, los datos resultan distorsionados al menos por cuatro factores.¹³ En primer lugar, sólo los viajeros que entran a Estados Unidos deben pasar por la aduana. Consecuentemente, las salidas de dinero de Estados Unidos probablemente se subestiman. Segundo, los envíos de dinero inferiores a 10 mil dólares de Estados Unidos no son captados por el sistema de datos de CMIR. Esto puede ser particularmente significativo para Canadá, dada su frontera común con Estados Unidos y el número de visitas transfronterizas que las familias canadienses efectúan cada año. Tercero, es probable que algunos envíos superiores a 10 mil dólares de Estados Unidos hayan sido reportados de manera inexacta o no hayan sido objeto de ninguna comunicación, especialmente si están ligados a alguna actividad ilegal. Cuarto, el CMIR fue diseñado para seguir la pista a transacciones individuales, más bien que para proporcionar datos agregados sobre los movimientos de moneda. En consecuencia, pueden existir errores cuando se trata de datos agregados.

A pesar de estas deficiencias, los datos del CMIR ofrecen una interesante perspectiva sobre los flujos de dólares de Estados Unidos y pueden arrojar luz sobre el grado en que existe una demanda neta de moneda estadounidense fuera de Estados Unidos. De registrarse grandes y persistentes salidas netas de efectivo de Estados Unidos hacia otro país, se contaría con evidencia de que los dólares de Estados Unidos están siendo usados para transacciones (y posiblemente otros propósitos) por parte de individuos y compañías residentes en ese país.

La gráfica II muestra los datos agregados del CMIR para Canadá durante el periodo 1977-99 (expresados como una relación de monedas y billetes canadienses en circulación). Durante ese tiempo, las afluencias netas de dólares de Estados Unidos en efectivo totalizaron aproximadamente 3 mil millones de dólares de Estados Unidos, la mayor parte de las cuales ocurrieron durante la segunda mitad de los

años ochenta y en la primera mitad de los noventa.¹⁴ La demanda de moneda estadounidense declinó durante las postrimerías de los años noventa. De hecho, se observaron apreciables salidas en tres de los últimos cinco años con los que culminaba.¹⁵

GRÁFICA II. ENTRADAS NETAS ACUMULATIVAS DE DÓLARES DE ESTADOS UNIDOS (DATOS DEL CMIR) COMO PORCENTAJE DE MONEDA Y BILLETES CANADIENSES EN CIRCULACIÓN, 1977-99



NOTA: Los reportes de instrumentos monetarios y de moneda fueron recopilados por el Servicio de Aduana de Estados Unidos. Con anterioridad a 1981, únicamente se capturaban los datos sobre billetes.

FUENTES: Junta de Gobernadores, del Sistema Federal de Reserva, de Estados Unidos; Banco de Canadá, 251 (billetes), Casa Real de la Moneda Canadiense, Memorando de Responsabilidad Subsidiaria sobre la circulación de moneda canadiense (monedas).

Después de fluctuar muy cerca de cero hacia mediados de los años ochenta, la relación entre moneda de Estados Unidos y billetes y monedas canadienses se elevó gradualmente durante la segunda mitad de los años ochenta y primeros de los noventa. Los datos del CMIR parecen sugerir que la cantidad de dólares de Estados Unidos en circulación llegó a su punto máximo en 1994, cuando significó más del 30% de las existencias vigentes de billetes y monedas canadienses en circulación. Esta es una cifra sorprendentemente alta, pero para 1999 (último año del que se disponen datos) esta relación había declinado a alrededor del 9 por ciento.

¹² El Servicio de Aduana de Estados Unidos comenzó a recibir estos reportes en 1977. La cantidad mínima que se debe declarar aumentó de 5 mil a 10 mil dólares de Estados Unidos en 1980.

¹³ Véase Porter y Judson (1996).

¹⁴ La existencia de dólares de Estados Unidos que circulaban en Canadá sería mayor, dado que ciertamente había cantidades de dólares que circulaban con anterioridad a 1977, que fue el año de partida para las series. No obstante, se puede suponer que la cantidad era bastante pequeña, teniendo en cuenta la insignificancia de las afluencias en el curso de los últimos años setenta y primeros de los ochenta.

¹⁵ Datos más recientes del Banco Federal de Reserva de Nueva York, que monitorea los movimientos de moneda de los principales bancos con base en Nueva York, sugieren que Canadá continuó registrando salidas apreciables de moneda estadounidense en 2000 y 2001.

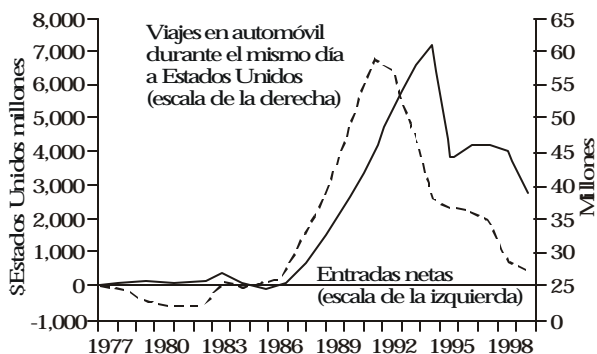
La razón del incremento temporal de la demanda de efectivo estadounidense por parte de los canadienses, durante los últimos años ochenta y primeros de los noventa, no es obvia, al menos inmediatamente. El que este fenómeno ocurriera durante un periodo en el que el dólar canadiense se estaba fortaleciendo, y que era relativamente fuerte frente a su contraparte de Estados Unidos, no hace más que profundizar el misterio. Superficialmente, los datos resultan consistentes con el incrementado uso de dólares de Estados Unidos por parte de los canadienses, al menos temporalmente. Sin embargo, el hecho de que los depósitos en dólares de Estados Unidos por parte de los canadienses declinara durante este periodo, no parece apoyar esa interpretación.

Es muy probable que la incrementada demanda de efectivo estadounidense por parte de los canadienses, estuviera relacionada con los residentes de Estados Unidos, más bien que con los residentes canadienses. En los últimos años de la década de los ochenta y primeros años noventa se registró un incremento gradual de los viajes a Estados Unidos durante un mismo día por parte de los residentes canadienses, que querían aprovechar la ventaja de la relativa fuerza de su moneda para comprar en las ciudades fronterizas de Estados Unidos. Dado que los comercios de Estados Unidos normalmente sólo aceptan billetes en dólares de Estados Unidos, la demanda de efectivo en esa moneda por parte de los canadienses es probable que se incrementara.¹⁶ Los viajes durante un mismo día pasaron en 1991 a aproximadamente 58 millones de viajes anuales, comparados con 25 millones solamente en 1986. A medida que el dólar canadiense se debilitó en los años noventa, el número de viajes durante un mismo día declinaron. Ya en 1999, el número de estos viajes había retornado más o menos al nivel de 1986. Como lo muestra la gráfica III, se registró una correlación positiva muy fuerte entre las tenencias en dólares de Estados Unidos por residentes canadienses y las compras transfronterizas durante las postrimerías de los años ochenta y los primeros años noventa.¹⁷

¹⁶ Los bancos canadienses que proporcionaban los dólares de Estados Unidos a los viajeros canadienses compraban el efectivo en dólares a los bancos de Estados Unidos, los cuales, a su vez, llenaban una declaración del CMIR (siempre que la cantidad enviada fuera superior a los 10 mil dólares de Estados Unidos), que indicaba un flujo de dólares de Estados Unidos desde Estados Unidos hacia Canadá.

¹⁷ Es poco probable que los canadienses que compraban en Estados Unidos llevaran 10 mil dólares de Estados Unidos o más en efectivo. En consecuencia, no se les requirió llenar la declaración de CMIR a su entrada en Estados Unidos. Por lo tanto, la existencia de dólares de Estados Unidos que circula-

GRÁFICA III. ENTRADAS NETAS ACUMULATIVAS DE DÓLARES DE ESTADOS UNIDOS (DATOS DE CMIR) HACIA CANADÁ Y VIAJES EN AUTOMÓVIL DURANTE UN MISMO DÍA HACIA ESTADOS UNIDOS, 1977-99



ONTA : Los reportes de moneda e instrumentos monetarios fueron compilados por el Servicio de Aduana de Estados Unidos.

UENTRES : Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva, de Estados Unidos; estadísticas de Canadá, viajes en automóvil V129491.

Las declinaciones en compras transfronterizas y las tenencias de dólares de Estados Unidos por parte de canadienses, medidas por los datos del CMIR, no son exactamente coincidentes. Los viajes a Estados Unidos por parte de residentes canadienses alcanzaron su punto culminante aproximadamente dos años antes de que llegaran a su punto máximo las tenencias de dólares de Estados Unidos por los canadienses. Aunque no necesariamente se debe esperar que haya un ajuste perfecto, es posible que las tenencias de dólares de Estados Unidos por residentes canadienses resultaron influidas por otro factor temporal: el contrabando transfronterizo de productos de tabaco.

En los primeros años de la década de los noventa, la imposición de elevados impuestos selectivos a los productos de tabaco por los gobiernos federal y provinciales, condujeron a un auge del contrabando transfronterizo, particularmente en los sectores central y oriental de Canadá.

Los productos de tabaco elaborados en Canadá fueron exportados exentos de impuestos a los mayoristas de Estados Unidos. Estos productos eran subsecuentemente vendidos a los canadienses y pasados de contrabando a Canadá. La magnitud del contrabando era enorme. El gobierno federal estimó que el contrabando contribuía aproximadamente con el 40% de los 12.4 mil millones de dólares a que ascendió el mercado del tabaco en 1993, cuando en 1990 apenas equivalía al 5% (Oficina del Primer Ministro, 1994).

Dado que tales actividades eran ilícitas, es razonable suponer que las transacciones se hacían prin-

ban en Canadá, con base en datos calculados por el CMIR, resultaría sesgada hacia arriba.

principalmente en efectivo. Y como esas compras se hacían a distribuidores con base en Estados Unidos, es también razonable suponer que las transacciones frecuentemente se hacían en dólares de Estados Unidos.¹⁸

En consecuencia, es dable plantear el caso plausible, aunque circunstancial, de que el incremento aparentemente sustancial, si bien temporal de dólares de Estados Unidos en Canadá durante los últimos años ochenta y primeros de los noventa estuvo relacionado con las compras legales e ilegales transfronterizas. En consecuencia, la demanda de moneda de Estados Unidos declinó a medida que el dólar canadiense se depreciaba, con lo cual se redujeron los incentivos para las compras transfronterizas legales, así como por la reducción que se registró inmediatamente en los impuestos selectivos al tabaco en 1994, lo que a su vez redujo los incentivos para el contrabando de tabaco.

V. El dólar de Estados Unidos como reserva de valor

El tercer uso del dinero es como reserva de valor. ¿En qué medida los canadienses denominan sus ahorros en activos en dólares de Estados Unidos, y cómo ha cambiado esto a través del tiempo? ¿En qué moneda los canadienses prefieren denominar sus obligaciones, y cuál ha sido su evolución? Se examinarán los dos lados de las hojas de balance canadienses.

1) Activos de canadienses

El cuadro 2 suministra estimaciones de la distribución monetaria de las carteras de los fondos mutuos, fondos de pensiones, y otros fondos mancomunados canadienses durante el periodo 1997-2000. La participación de los activos denominados en dólares canadienses declinó gradualmente de 75% en 1997 a 67% en el 2000, mientras que la participación de los activos extranjeros se elevó simultáneamente de 24 a 32%. En el mismo periodo, la parte de activos en dólares de Estados Unidos identificados se elevó de 13% a 19%. Estas proporciones son consistentes con datos a largo plazo, los cuales indican que se ha registrado una consistente tendencia ascendente en los activos de fondos de pensión de denominación extranjera durante la última

¹⁸ Como debió ser el caso con los compradores transfronterizos, es poco probable que los contrabandistas llenaran declaraciones del CMIR. Así, de nuevo, la existencia de dólares de Estados Unidos que circulaban en Canadá, medida por el CMIR, resultaría sesgada hacia arriba.

década. Este incremento se ha debido en parte a los cambios en las regulaciones que gobiernan el contenido extranjero de los fondos de inversión que constituyen refugios tributarios. Aunque los canadienses están en plena libertad de invertir en activos extranjeros sin restricción alguna, el gobierno federal ha limitado la medida en que pueden invertirse en activos extranjeros tanto los fondos de pensión, como los fondos mutuos elegibles en calidad de tenencia en planes de retiro registrados. Este tope, fijado en 10% en 1991, ha sido elevado gradualmente a 20% en 1994, y a 30% a partir de enero de 2001.

CUADRO 2. TENENCIAS EN ACCIONES Y BONOS DE FONDOS MUTUOS, DE PENSIONES Y OTROS FONDOS MANCOMUNADOS (DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS DE CARTERA POR DENOMINACIÓN DE MONEDA), 1997-2000 (en porcentajes)

| Grupo de moneda | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Dólar canadiense | 75 | 72 | 68 | 67 |
| Dólar de Estados Unidos | 13 | 15 | 17 | 19 |
| Otra moneda | 6 | 7 | 7 | 9 |
| Moneda identificada ^a | 5 | 5 | 8 | 4 |
| <i>Total</i> | <i>100</i> | <i>100</i> | <i>100</i> | <i>100</i> |

FUENTE: estadísticas de Canadá.

NOTA: Las acciones y bonos canadienses se consideran 100% en dólares canadienses, y las acciones y bonos de Estados Unidos se consideran 100% en dólares de Estados Unidos.

^a Contienen activos extranjeros únicamente.

2) Comparaciones con otros países

La experiencia canadiense no es única. Los fondos de pensión en todos los grandes países han incrementado su contenido extranjero durante los años pasados, y se espera que esta tendencia continúe. En todo caso, las carteras de los fondos de pensión canadienses parecen hallarse relativamente ligeras por lo que respecta a activos extranjeros, lo que refleja parcialmente las restricciones gubernamentales sobre el contenido extranjero. El contenido extranjero de los fondos de pensión en los países pequeños que no tienen tales restricciones (por ejemplo, Irlanda y Holanda) se acerca a los dos tercios. En el Reino Unido, que tampoco ha establecido restricciones, el porcentaje fue de 27% en el 2000 (*InterSec Research Corporation*, 2001).

Varios factores explican la creciente internacionalización de las carteras de los fondos de pensión: la atenuación de las restricciones gubernamentales sobre su contenido extranjero; una mejor comunicación e información por lo que se refiere a las compañías extranjeras, lo que ha reducido las transacciones y costos de monitoreo; y, lo más importan-

te, un creciente deseo de diversificación. La diversificación internacional puede, simultáneamente, elevar los rendimientos y reducir los riesgos, si los fondos de pensión invierten en países donde los rendimientos no están relativamente correlacionados con los del país sede.

La evidencia que acaba de citarse sugiere que si bien los canadienses están de hecho manteniendo una creciente proporción de sus activos en instrumentos denominados en dólares de Estados Unidos, esta tendencia tiene que ver más con la atenuación de las restricciones gubernamentales y la diversificación de cartera, que con la dolarización.

3) Obligaciones de canadienses

Generalmente, los préstamos al consumidor denominados en moneda extranjera por parte de los bancos canadienses a individuos de la misma nacionalidad, ha seguido un lento camino ascendente en términos de dólares corrientes durante los pasados 20 años. Sin embargo, como proporción de los préstamos bancarios totales al consumidor, los préstamos en moneda extranjera constituyeron menos del 1% en 2001, es decir, se mantuvieron sin cambio con respecto a 1981.

Los préstamos en moneda extranjera por parte de los bancos canadienses a firmas canadienses también han seguido un lento curso ascendente en dólares corrientes durante los últimos veinte años. Al igual que con los préstamos al consumidor, sin embargo, la proporción de préstamos extranjeros en el total de los préstamos a los negocios ha permanecido esencialmente constante, en alrededor de 18 por ciento.

En contraste con los préstamos bancarios en moneda extranjera, se ha registrado un fuerte crecimiento en emisiones de bonos en dólares de Estados Unidos por parte de las firmas canadienses, durante los últimos 25 años. En consecuencia, la proporción de emisiones en dólares canadienses (incluidas las emisiones eurocanadienses), como proporción del total de bonos vigentes emitidos por corporaciones canadienses, declinó de 80% en 1975 a 46% en 2001. Las emisiones en dólares de Estados Unidos vigentes se elevaron de 19% a 49% durante el mismo periodo.

Resulta interesante hacer notar, sin embargo, que las emisiones de bonos en dólares canadienses colocadas en Canadá se han mantenido estables en términos generales desde 1985. La proporción de bonos denominados en dólares de Estados Unidos se incrementó a expensas de las emisiones denominadas en monedas de terceros países, así como de las emisiones en dólares eurocanadienses. La declinación de las emisiones eurocanadienses se debió,

probablemente, al debilitamiento del interés de los inversionistas de ultramar por los bonos en dólares canadienses, ya que el dólar canadiense se depreció durante los años noventa, mientras que los diferenciales de interés se estrecharon o cambiaron para favorecer a los instrumentos de Estados Unidos.¹⁹

Al contrario de lo ocurrido con los bonos, una importante proporción de acciones generadas por corporaciones canadienses en 2001 (86%) fueron colocadas en Canadá, y en dólares canadienses. Las emisiones de valores colocados en Canadá, pero denominados en moneda extranjera, son raras.

VI. Conclusiones

Muchas de las inquietudes expresadas acerca de la inminente dolarización de la economía canadiense parecen no tener fundamento. El dólar canadiense continúa siendo usado como principal unidad de cuenta, medio de cambio, y reserva de valor dentro de las fronteras canadienses. Tampoco hay indicaciones de que la dolarización vaya a producirse en el futuro previsible.

La mayoría de los bienes y servicios en Canadá tiene sus precios fijados exclusivamente en dólares canadienses. Lo mismo puede decirse de la preparación de las declaraciones financieras corporativas, a menos que la compañía se haya registrado en el mercado de valores de Estados Unidos. En resumen, el dólar de Estados Unidos raramente se usa como unidad de cuenta en las transacciones locales. Lo mismo puede decirse del dólar de Estados Unidos como medio de cambio en Canadá. Hay pocos indicios de que los canadienses usen los dólares de Estados Unidos en sus transacciones con otros canadienses.

La única área en la que la dolarización ha prevalecido en mayor grado es en la de reserva de valor. Los hogares canadienses parece que mantienen una proporción cada vez mayor de sus carteras en activos de dólares de Estados Unidos. Sin embargo, el mismo fenómeno está ocurriendo en otros países. Los modelos estándar de cartera indican lo anterior de acuerdo con la mayoría de las medidas empleadas: los canadienses están todavía significativamente subdiversificados en activos de moneda extranjera.

Las corporaciones canadienses están acudiendo en mayor medida a los préstamos en dólares de Es-

¹⁹ Algunas de estas emisiones de bonos en moneda extranjera no llevaban cobertura de intereses mediante el uso de derivados ni fueron usadas para compensar los ingresos de exportación en dólares de Estados Unidos (una forma de cobertura natural).

tados Unidos, pero la proporción de financiamiento obtenida en los mercados internos ha permanecido esencialmente sin cambios durante los últimos 15 años. Lo mismo puede decirse del financiamiento del capital accionario canadiense, donde los mercados internos han logrado preservar e incluso acrecentar su relativa proporción durante los últimos años noventa y principios de los años del nuevo milenio.

En resumen, no existe evidencia de que los canadienses hayan perdido la fe en su moneda y estén comenzando a adoptar el dólar de Estados Unidos. Lo que es más, en tanto la política monetaria canadiense continúe logrando su objetivo político de inflación baja y estable, lo más probable es que ese siga siendo el caso.

Referencias bibliográficas

- Baliño, T., A. Bennet y E. Borensztein (1999), *Monetary Policy in Dollarized Economies*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C. (Documento Ocasional, nº 171).
- Comité Económico del Congreso en Sesión Conjunta de Estados Unidos (2000), *Basics of Dollarization*, Congreso de Estados Unidos, Washington.
- Feige, E., M. Faulend, V. Songe y V. Sosi (2000), *Currency Substitution, Unofficial Dollarization and Estimates of Foreign Currency Held Abroad. The Case of Croatia*, texto mimeografiado, Banco Nacional de Croacia.
- InterSec Research Corporation (2001), *Global Pension Study*, mayo.
- Krugman, P. (1984), "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect", en J. F. O. Bilson y R. C. Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 261-80.
- McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53, nº 4, pp. 717-725.
- Mercado de Valores de Nueva York (1996), *Fact Book*, NYSE, Nueva York.
- Mercado de Valores de Nueva York (2001), *Fact Book*, disponible en la Red del NYSE en <<http://www.NYSE.com/press/press.html>> .
- Oficina del Primer Ministro (1994), *Government Action Plan on Smuggling*, Cámara de Comercio, 8 de febrero.
- Porter, R., y R. Judson (1996), "The Location of U.S. Currency: How Much Is Abroad?", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 82, nº 10, pp. 883-903.

Un estudio de caso de una crisis monetaria: el incumplimiento ruso de 1998*

Abbigail J. Chiodo
Michael T. Owyang

I. Introducción

Una crisis monetaria se puede definir como un ataque especulativo a la moneda de un país, que puede terminar en una devaluación forzada y en un posible incumplimiento (default) de deuda. Un ejemplo de crisis monetaria ocurrió en Rusia en 1998 y condujo a la devaluación del rublo y al incumplimiento con respecto a la deuda pública y privada.¹ A menudo se piensa que las crisis monetarias del estilo de la de Rusia surgen de una variedad de condiciones económicas tales como grandes déficit o escasas reservas de divisas. Algunas veces parecen ser desencadenadas por crisis similares en algún país cercano, aunque, el esparcimiento de dichas crisis contagiosas no infecta a las economías vecinas; sólo a aquellas que están vulnerables a las crisis.

En este trabajo se examinan las condiciones en las que una economía se puede volver vulnerable a una crisis monetaria. Se estudian tres modelos de crisis monetarias, poniendo particular atención en los acontecimientos que condujeron a un ataque especulativo, incluyendo expectativas de posibles respuestas fiscales y monetarias a crisis amenazantes. Específicamente, se discuten los síntomas mostrados en Rusia antes de la devaluación del rublo. Además

se analizan las medidas que se tomaron para evitar las crisis y se explica por qué esos pasos pueden, de hecho, haber apresurado la devaluación.

En la siguiente sección se hace un repaso de las tres generalizaciones de modelos de crisis monetaria y se sintetizan las condiciones en las que un país se vuelve vulnerable a un ataque especulativo. En la tercera sección se examinan los acontecimientos que precedieron al incumplimiento ruso de 1998 dentro de un contexto de crisis monetaria. En la cuarta sección se aplican los modelos a los que se hacía referencia anteriormente a la crisis rusa. Finalmente, en la quinta sección se mencionan las conclusiones.

II. Crisis monetaria: ¿Qué sugiere la teoría macroeconómica?

Una crisis monetaria se define como un ataque especulativo contra la moneda del país A, perpetrado por agentes que tratan de modificar su cartera mediante la compra de otra moneda, y para ello utilizan la moneda del país A.² Esto puede ocurrir porque los inversionistas temen que el gobierno financiará su proyectado alto déficit a través del señoreaje (emisión de dinero) o bien intentará reducir su deuda no indizada (deuda que no está indizada ni a otra moneda ni a la inflación) a base de la devaluación. Se produce una devaluación cuando hay una presión de mercado para incrementar el tipo de cambio (en términos de moneda doméstica con respecto a la moneda extranjera o divisa) ya que el país no puede o no podrá soportar el costo de sostener su moneda. A fin de mantener un vínculo cambia-

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de A. J. Chiodo, investigador principal asociado, y M. T. Owyang, economista, ambos del Banco Federal de Reserva de San Luis, aparecido con el título "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", en *Review*, vol. 84, nº 6, noviembre-diciembre de 2002, pp. 7-17. Los autores agradecen a Steven Holland, Eric Blankmeyer, John Lewis y Rebecca Beard, por sus comentarios y sugerencias y a Víctor Gabor, del Banco Mundial por proporcionar datos sobre el PIB real.

¹ Kharas, Pinto y Ulatorv (2001) presentan una historia desde una perspectiva fundamentalista, que se enfoca en aspectos fiscales y de deuda pública. En este trabajo se intenta asignarle un papel a la política monetaria.

² No es necesario que el ataque especulativo tenga éxito para que se le identifique como crisis monetaria.

rio menor, el banco central debe comprar su moneda con reservas de divisas. Si las reservas de divisas del banco central se agotan, el gobierno debe permitir que el tipo de cambio flote; o sea una devaluación de la moneda. Lo anterior provoca que los bienes y servicios domésticos se vuelvan más baratos con respecto a los bienes y servicios externos. La devaluación asociada a un ataque especulativo del producto puede causar una inflación posible y una alteración tanto en el mercado financiero doméstico como en el internacional.³

El marco macroeconómico estándar que aplican Fleming (1962) y Mundell (1963) a los aspectos internacionales no puede explicar las crisis monetarias. En este marco que contiene una perfecta movilidad de capitales, un régimen de tipo de cambio fijo acaba en fuga de capitales cuando el banco central baja las tasas de interés y acaba en entradas de capitales cuando el banco central eleva las tasas de interés. Consecuentemente, los esfuerzos de la autoridad monetaria para cambiar la tasa de interés deshace el sector privado. En un régimen de tipo de cambio flexible, el banco central no interviene en el mercado de divisas y todos los superávit o déficit de balanza de pagos deben financiarse, respectivamente, mediante salidas o entradas de capital privado.

La necesidad de explicar los síntomas y remedios de una crisis monetaria ha hecho proliferar una serie de modelos diseñados para incorporar déficit fiscales, expectativas y mercados financieros a los modelos con paridad de poder de compra. Estos modelos se pueden agrupar en tres generaciones cada una de las cuales intenta explicar aspectos específicos que conducen a crisis monetarias.

1) Modelos de primera generación

Los modelos de primera generación de una crisis monetaria que desarrolló Krugman (1979) y Flood y Garber (1984) se basan en endeudamiento gubernamental y en la percibida inhabilidad del gobierno para controlar el presupuesto como las causas claves de las crisis monetarias. Estos modelos arguyen que un ataque especulativo contra la moneda doméstica puede provenir de un creciente déficit de cuenta corriente (que indica un incremento del déficit comercial) o de una esperada monetización del déficit

³ Burnside, Eichenbaum y Robelo (2001) muestran que el gobierno tiene a su disposición una serie de mecanismos para financiar los costos fiscales de una devaluación. La política que se escoja determina el efecto inflacionario de la crisis monetaria.

fiscal. El ataque especulativo puede resultar en una repentina devaluación cuando el acervo de divisas del banco central se vacía y ya no puede defender la moneda doméstica. Los agentes consideran que la necesidad gubernamental de financiar la deuda se convierte en su preocupación directriz y eventualmente conduce a un colapso del régimen de tipo de cambio fijo y a un ataque especulativo contra la moneda doméstica.

Krugman presenta un modelo en el que un régimen de tipo de cambio fijo es el objetivo inevitable de un ataque especulativo. Un supuesto importante del modelo es que el ataque especulativo es lo inevitable. El gobierno defiende el vínculo cambiario con su acervo de divisas. Como los agentes cambian la composición de sus carteras de moneda doméstica a divisas (puesto que, por ejemplo, los crecientes déficit fiscales incrementan la probabilidad de devaluación), el banco central debe continuar agotando sus reservas para detener los ataques especulativos. La crisis se desata cuando los agentes esperan que el gobierno abandone el vínculo cambiario, anticipando la devaluación, los agentes pasan sus carteras de moneda local a moneda extranjera a base de comprar divisas de las reservas del banco central. Las reservas del banco central caen hasta que alcanzan un punto crítico cuando el vínculo cambiario ya no puede sostenerse más y el régimen cambiario se colapsa. La contribución básica del modelo de primera generación es su identificación de la tensión entre la política fiscal doméstica y el régimen de tipo de cambio fijo.⁴

Aunque los modelos de primera generación ayudan a explicar algunos de los fundamentos económicos que causan crisis monetarias, les falta hacerlo en dos aspectos fundamentales. En primer lugar, el modelo estándar de primera generación requiere que los agentes de repente aumenten sus estimaciones sobre la probabilidad de una devaluación (tal vez a través de un incremento en la inflación esperada). En segundo lugar no explican por qué las crisis monetarias se esparcen por otros países

2) Modelos de segunda generación

Los modelos de segunda generación que sugieren Obstfeld (1994), Eichengreen, Rose y Wyplosz (1997), y otros, son particularmente útiles para explicar las crisis monetarias contagiosas que se auto-

⁴ Obstfeld (1986) destaca un modelo de equilibrio múltiple en el que una crisis monetaria se produce cuando la política gubernamental (que por ejemplo, financia un déficit mediante señoreaje) provoca que los agentes esperen una crisis y empujen a la economía hacia un mal equilibrio.

alimentan a sí mismas. Un posible escenario que sugieren estos modelos consiste en una devaluación en un país que afecta el nivel de precios (y por lo tanto la demanda de dinero) o la cuenta corriente por medio de una reducción de exportaciones a un país vecino. En cualquiera de estos casos crece la probabilidad de que haya devaluación en el país vecino.

Eichengreen, Rose y Wyplosz (1997) encuentran que existe correlación entre la probabilidad de incumplimiento entre países. Es decir, la probabilidad de un ataque especulativo al país A se incrementa cuando el país B, su socio comercial, experimenta un ataque especulativo por sí mismo. Estos autores estiman que un ataque especulativo en cualquier lugar del mundo incrementa la probabilidad de una crisis monetaria doméstica en cerca de ocho%. La derrama de una crisis monetaria hacia países vecinos se puede atribuir a una serie de diferentes escenarios. En primer lugar, un acontecimiento económico, tal como una guerra o un choque en el precio del petróleo, que es común a un área geográfica o a un grupo de socios comerciales puede afectar simultáneamente a esas economías; adicionalmente, un choque individual puede transmitirse de un país a otro a través del comercio. En segundo lugar, una devaluación o un incumplimiento en un país puede incrementar las expectativas de la probabilidad de una devaluación en otros países. Las expectativas se pueden elevar ya sea porque los países son socios comerciales vecinos o porque tienen condiciones o políticas macroeconómicas similares (por ejemplo, un alto desempleo o una alta deuda gubernamental). Puesto que las crisis se autoalimentan a sí mismas estas expectativas hacen que también se incremente la posibilidad de una devaluación. Por último, una devaluación puede transmitirse, a través de los mercados financieros mundiales, a otros países susceptibles de caer en ella. Cualquier combinación de escenarios puede servir como explicación de los vínculos internacionales que parecen ser responsables del derramamiento de ataques especulativos de un país a otro.

3) Modelos de tercera generación

La literatura acerca de crisis monetarias contagiosas ha ayudado a clasificar el derramamiento de devaluaciones y sus magnitudes. Sin embargo, las dos primeras generaciones de modelos no han proporcionado una recomendación de política que deba seguir el banco central ante una crisis. De hecho, el modelo de primera generación de Krugman sugiere que una crisis no se puede impedir; una vez que se espera una devaluación, ésta se vuelve inevi-

table. Por lo tanto, los modelos de crisis monetaria de tercera generación que sugieren Krugman (1999) y Aghion, Bacchetta y Banarjee (2000, 2001) examinan los efectos de la política monetaria en una crisis monetaria.

Estos modelos argumentan que la fragilidad en el sector bancario y financiero reduce la cantidad de crédito disponible para empresas e incrementa la probabilidad de una crisis. Sugieren que una crisis monetaria se crea por una combinación de alto endeudamiento, bajas reservas de divisas, ingresos públicos descendentes, expectativas de devaluación crecientes y limitaciones para la obtención de préstamos domésticos. El acceso a crédito doméstico de parte de las empresas está limitado por el supuesto de que sólo pueden solicitar préstamos por el equivalente a una porción de su riqueza (algo similar a requerir de las empresas que colateralicen o garanticen todos los empréstitos domésticos). En estas economías de préstamos restringidos, el mercado de crédito no se compensa; las tasas de interés suben, pero no lo suficiente para resarcir a los inversionistas por el incremento en el percibido riesgo de incumplimiento. El aumento de la tasa de interés doméstica, por lo tanto, no eleva la oferta de préstamos internos en la forma nominal. El riesgo moral, es decir, la habilidad de una empresa para incorporar en su préstamo cargos por rendimientos e incumplimientos obliga a los bancos a restringir el crédito. Por lo tanto, aumentar la tasa de interés reduce la cantidad de préstamos, puesto que incrementa el incentivo de las empresas a incumplir.

Estos modelos de tercera generación le ofrecen un papel a la política monetaria (aparte de la decisión de abandonar el vínculo del tipo de cambio) mediante una apretada limitación de crédito en un imperfecto mercado financiero. Si el apalancamiento de las empresas en el mercado doméstico se reduce sustancialmente, pueden verse forzadas a acumular una gran cantidad de deuda denominada en divisas. Cuando en los mercados domésticos la cantidad de crédito disponible depende de la tasa nominal de interés el banco central puede profundizar la crisis al reducir aún más la capacidad que tienen las empresas para invertir. La típica receta para una crisis monetaria es elevar las tasas de interés y aumentarla demanda de moneda doméstica.⁵ Sin embargo, en los modelos de tercera generación, un incremento de la tasa de interés puede

⁵ Flood y Jeanne argumentan que incrementar las tasas de interés de la moneda doméstica sólo puede actuar para acelerar la devaluación

CUADRO 1. UN CRONOGRAMA DE EVENTOS RUSOS, 1996-98

| | |
|----------------------------|---|
| Abril de 1996 | Empiezan las negociaciones con los clubes de París y de Londres para el repago de la deuda soviética |
| 1997 | El déficit comercial va hacia el equilibrio. La inflación es de alrededor del 11 por ciento. El barril de petróleo se vende a 23 dólares de los Estados Unidos. Los analistas predicen mejores calificaciones para el crédito a Rusia. Los bancos rusos incrementan sus pasivos externos. Los salarios reales se desploman. Sólo el 40 por ciento de la fuerza de trabajo recibe pago completo y oportuno. Crece el déficit público. |
| Septiembre/octubre de 1997 | Se completan las negociaciones con los clubes de París y Londres. |
| 11 de noviembre de 1997 | La crisis asiática provoca un ataque especulativo al rublo. |
| Diciembre de 1997 | El año finaliza con un crecimiento del 0.8%. Los precios del petróleo y de los metales no ferrosos comienzan a caer. |
| Febrero de 1998 | El nuevo código fiscal se somete a la Cámara Baja del Parlamento (Duma). Se solicitan fondos al FMI. |
| Marzo de 1998 | Yeltsin pide la renuncia a todo el gobierno y designa a Kiriyenko. Se siguen solicitando fondos al FMI. |
| Abril de 1998 | Otro ataque especulativo al rublo. |
| 24 de abril de 1998 | La Duma finalmente confirma la designación de Kiriyenko. |
| Inicios de mayo de 1998 | Dubinín advierte a los ministros gubernamentales sobre la inminente crisis de deuda, habiendo reporteros en la audiencia. Kiriyenko dice al gobierno ruso que es "bastante deficiente". |
| 19 de mayo de 1998 | El Banco Central de Rusia incrementa la tasa de préstamos de 30 a 50 por ciento y defiende al rublo con mil millones de dólares. |
| Mediados de mayo de 1998 | No hubo garantía de una audiencia por Kiriyenko. Los precios del petróleo continúan bajando. Las obligaciones del petróleo y del gas abogan por la devaluación del rublo para incrementar el valor de sus exportaciones. |
| 23 de mayo de 1998 | El FMI deja a Rusia sin acuerdo sobre el plan de austeridad. |
| 27 de mayo de 1998 | El Banco Central de Rusia incrementa la tasa de préstamo otra vez al 150 por ciento. |
| Verano de 1998 | El gobierno ruso formula y difunde el plan anti-crisis. |
| 20 de julio de 1998 | El FMI aprueba un paquete de ayuda de emergencia (el primer desembolso sería de 4.8 mil millones de dólares de Estados Unidos). |
| 13 de agosto de 1998 | Los mercados de acciones, bonos y dinero de Rusia se debilitan a raíz de los temores de los inversionistas sobre una devaluación, los precios disminuyen. |
| 17 de agosto de 1998 | El gobierno ruso devalúa el rublo, entra en incumplimiento de su deuda doméstica y declara una moratoria sobre el pago a acreedores externos. |
| 23-24 de agosto de 1998 | Kiriyenko renuncia. |
| 2 de septiembre de 1998 | El rublo flota. |
| Diciembre de 1998 | El año finaliza con una disminución del producto real de 4.9 por ciento. |

afectar mucho la cantidad de préstamos y restringir aún más el acceso de las empresas al capital financiero. En los casos en que los préstamos son muy sensibles a la tasa de interés, un aumento de la tasa de interés nominal puede ser un factor que actúa en detrimento de la actividad de préstamo, alterando la capacidad productiva de la economía al hacer rígida la inversión. La caída percibida en la producción le añade presión adicional al tipo de cambio, tal vez a través de los ingresos fiscales reales y esperados, exacerbando así la crisis. En esta situación, una estrategia alternativa para el banco central queda garantizada: es realmente benéfico bajar la tasa de interés para acicatear la inversión.⁶

Estos modelos de tres generaciones sugieren cuatro factores que pueden influir en el inicio y en la magnitud de una crisis monetaria. La deuda pública y privada doméstica, las expectativas y el estado de los mercados financieros pueden, en combinación con un tipo de cambio, vinculado, determinar si un país se encuentra en una situación propensa a caer en una crisis monetaria y asimismo determinar la magnitud y el éxito de un ataque especulativo. En la siguiente sección se incluye un ejemplo de una crisis monetaria reciente teniendo en mente estos cuatro factores.

III. El incumplimiento ruso: una breve historia

Después de seis años de la reforma económica en Rusia, la privatización y la estabilización macroeconómica habían experimentado un éxito limitado. Aún en agosto de 1998, después de registrar su primer año de crecimiento desde la caída de la Unión Soviética, Rusia se vio forzada a entrar en incumplimiento de su deuda soberana, a devaluar el rublo y declarar una suspensión de pagos de los bancos comerciales a los acreedores externos.

¿Qué fue lo que causó que la economía rusa tuviera que enfrentar una crisis financiera después de haber alcanzado tantos logros? En esta sección se examina la secuencia de acontecimientos que tuvieron lugar en Rusia de 1996 a 1998 y las consecuencias de la crisis. (Véase el cuadro 1 donde se presenta un cronograma al respecto.)

1) 1996 y 1997

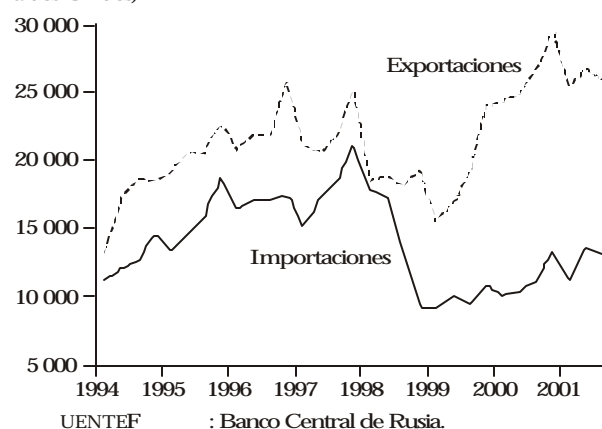
Optimismo y reforma. En abril de 1996 los funcionarios rusos iniciaron negociaciones para reprogramar el pago de la deuda heredada de la otrora

⁶ Se supone que en este caso la política monetaria expansionista no es inflacionaria puesto que sólo aligera las restricciones de liquidez.

Unión Soviética. Las negociaciones para repagar su deuda soberana fueron un paso importante hacia la restauración de la confianza de los inversionistas. Aparentemente, 1997 parece haber sido el contrapeso para girar hacia la estabilidad económica.

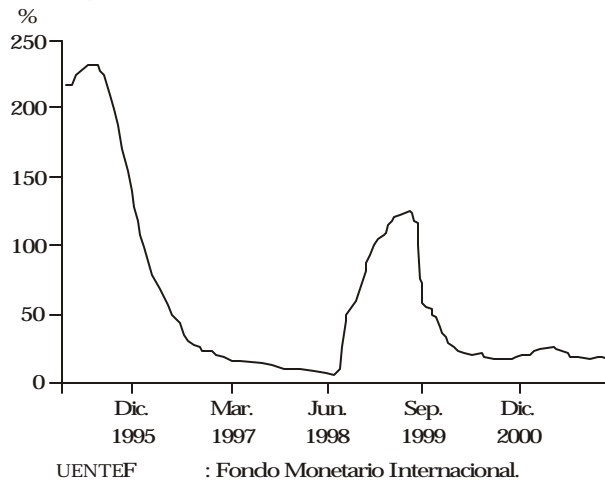
- El superávit comercial se movía hacia el equilibrio entre exportaciones e importaciones (gráfica I).
- Las relaciones con occidente eran prometedoras: el Banco Mundial estaba preparado para proporcionar ayuda ampliada entre 2 y 3 mil millones de dólares anuales y el Fondo Monetario Internacional continuaba reuniéndose con los funcionarios rusos y proporcionaba ayuda.
- La inflación había caído de 131% en 1995 a 22%, en 1996 y al 11% en 1997 (véase la gráfica II).
- La producción se recuperaba ligeramente.
- Se fijó una banda cambiaria manteniendo el tipo de cambio entre 5 y 6 rublos por dólar de Estados Unidos (véase gráfica III).
- Y el petróleo, una de las grandes exportaciones de Rusia, se estaba vendiendo a 23 dólares por barril, que es un precio alto para los estándares actuales. (En 1997 los combustibles representaban más del 45% de las principales mercaderías de exportación de Rusia.)

GRÁFICA I. BALANZA COMERCIAL DE MERCANCÍAS RUSAS, 1994-2001 (datos trimestrales en millones de dólares de Estados Unidos)



En septiembre de 1997, se le permitió a Rusia incorporarse al Club de París de naciones acreedoras, después de reestructurar el pago de más de 60 mil millones de la vieja deuda soviética con otros

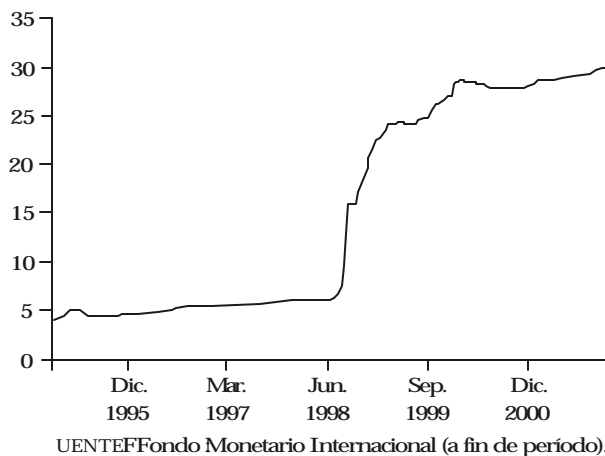
GRÁFICA II. INFLACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, 1995-2000 (cambio porcentual respecto al año anterior)



gobiernos. Otro acuerdo sobre el repago de un endeudamiento a 23 años por un monto de 33 mil millones se firmó un mes después con el Club de Londres. Los analistas predijeron que mejorarían las calificaciones crediticias de Rusia, permitiéndole al país solicitar préstamos de forma menos onerosa. Se eliminaron las limitaciones sobre la compra de valores gubernamentales por parte de inversionistas no residentes, promoviendo así la inversión extranjera en Rusia. A finales de 1997, *grosso modo*, el 30% del mercado de las Gosundarstvennyh Kratkpsrpchnyh Obligacy (GKO) que son títulos estatales a corto plazo en rublos (letras gubernamentales a corto plazo) estaba en manos de no residentes. El panorama económico de Rusia se veía optimista a finales de 1997 al haberse registrado un crecimiento económico de 0.8 por ciento.

Ingresos, inversión y endeudamiento. A pesar de las perspectivas optimistas los problemas seguían. En promedio los salarios reales eran menos de la mi-

GRÁFICA III. TIPO DE CAMBIO, 1995-2000 (rublo/dólar (Estados Unidos))



tad de lo que eran en 1991, y sólo a cerca del 40% de la fuerza de trabajo se le pagaba por completo y a tiempo. La inversión extranjera directa *per cápita* era baja y la regulación de los monopolios naturales aún era difícil debido a la inquietud en la Cámara Baja del Parlamento. Otra debilidad de la economía rusa era la baja recaudación fiscal, que provocaba que el déficit del sector público permaneciera alto. La mayoría de los ingresos fiscales procedía de impuestos que eran compartidos entre los gobiernos federal y estatales, lo que debataba la competencia entre los diversos niveles de gobierno por su distribución. Según Schleifer y Treisman (2000), esta clase de impuestos compartidos puede dar lugar a incentivos conflictivos entre los gobiernos regionales y llevarlos a ayudar a las empresas a ocultar parte de sus ganancias gravables ante el gobierno federal a fin de reducir los pagos totales fiscales de las empresas. A cambio, la empresa hará a su vez transferencias al gobierno regional acomodante. Shleifer y Treisman sugieren que lo anterior puede explicar por qué el ingreso federal cae más rápidamente que el ingreso regional.

Asimismo, el reconocimiento que le dio el Club de París a Rusia como nación acreedora se basó en calificaciones cuestionables. Una cuarta parte de los activos que se consideraron que pertenecían a Rusia estaban en forma de deudas a favor de la otrora Unión Soviética, pero procedían de Cuba, Mongolia y Vietnam. El reconocimiento del Club de París también se basó en el viejo y completamente arbitrario tipo de cambio oficial soviético que era de 0.6 rublos por dólar de Estados Unidos (el tipo de cambio de mercado en esa época se cotizaba entre 5 y 6 rublos por dólar de Estados Unidos). Las calificaciones mejoradas de crédito que recibió Rusia de parte del Club de París no se basaron en un balance mejorado. A pesar de lo anterior, las restricciones se aflojaron y se levantaron, así que los bancos rusos empezaron a endeudarse cada vez más en los mercados externos, aumentando sus pasivos extranjeros de 7% de sus activos en 1994 a 17% en 1997.

Mientras tanto, Rusia anticipó pagos de su creciente deuda para los años venideros cuando los primeros créditos que recibió del FMI se fueron venciendo. Los formuladores de política tuvieron que enfrentarse a tomar decisiones para disminuir los empréstitos domésticos e incrementar la recolección fiscal porque los pagos de intereses representaban un alto porcentaje del presupuesto federal. En octubre de 1997, el gobierno ruso contaba con tener un crecimiento económico de 2% en 1998 para compensar el crecimiento de la deuda. Desafortunadamente, los eventos registrados comenzaron a cambiar ese panorama de forma que se tensionó aún

más la economía rusa; durante 1998, en lugar de crecer, el PIB real declinó en un 4.9 por ciento.

La crisis asiática. Unos cuantos meses antes, en el verano de 1997, los países en la cuenca del Pacífico experimentaron crisis monetarias similares a la que eventualmente afectó a Rusia. En noviembre de 1997, después del ataque de esta crisis asiática, el rublo se vio sometido a un ataque especulativo. El Banco Central de Rusia (BCR) defendió la moneda perdiendo 6 mil millones de dólares de sus reservas de divisas. Al mismo tiempo, los tenedores, no residentes, de letras del gobierno (GKO's) a corto plazo firmaron contratos a plazo (*forward*) con el BCR para intercambiar rublos por divisas, lo que les permitió cubrirse del riesgo cambiario en el período interino.⁷ De acuerdo con Desai (2000), dichos tenedores hicieron lo anterior anticipándose a la pérdida de valor del rublo, tal como lo habían hecho las monedas asiáticas. Asimismo una gran cantidad de los pasivos de los grandes bancos comerciales rusos estaban registrados fuera de la balanza (*off balance sheet*), y consistían principalmente de contratos a plazo (*forward*) firmados con inversionistas extranjeros. Se estimó que las obligaciones netas de los bancos rusos con respecto a esos contratos ascendían, por lo menos, a 6 mil millones (de dólares de Estados Unidos) en el primer semestre de 1998. En ese momento, la economía rusa recibió otro golpe, a saber: en diciembre de 1997 los precios del petróleo y del metal no ferroso, que representan dos terceras partes de los ingresos de divisas fuertes de Rusia, empezaron a caer.

2) 1998

Gobierno, riesgo y expectativas. Con tanta incertidumbre en la economía rusa, los inversionistas desviaron su atención hacia el riesgo de incumplimiento ruso. Para promover un ambiente de inversión estable, en febrero de 1998, el gobierno ruso sometió a la Cámara Baja del Parlamento un nuevo código fiscal, que contenía menos pero más eficientes impuestos.

El nuevo código fiscal se aprobó en 1998, aunque algunas partes cruciales que tenían por finalidad incrementar el ingreso federal fueron ignoradas. Los funcionarios rusos buscaron fondos del FMI pero no pudieron llegar a ningún acuerdo. Para fines de marzo la situación política y económica se había tornado más difícil, y el día 23 de ese mes el Presidente Yeltsin hizo renunciar al gobierno en pleno, incluyendo al Primer Ministro Víctor Cher-

⁷ El requerimiento que se incluía en los contratos a término (*forward*) consistía en imponer la forma en que el BCR prevenía corridas contra sus reservas de divisas.

nomyrdin. Yeltsin incluso, tomó una decisión que hizo tambalear aún más la confianza de los inversionistas, pues lo reemplazó por Sergei Kiriyenko, un hombre de 35 años que había sido banquero y ejecutivo de una empresa petrolera.

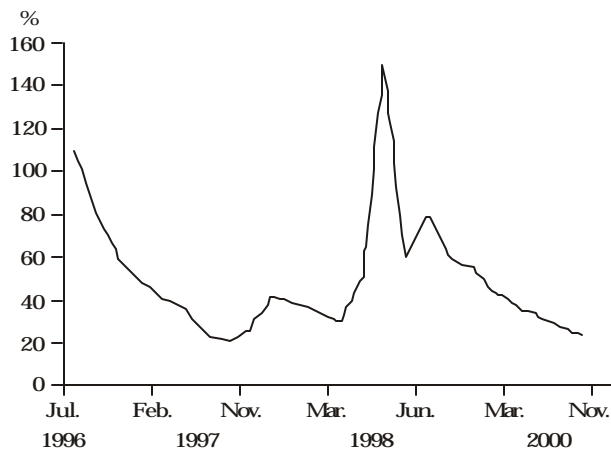
Aún cuando los temores de tasas de interés mayores en Estados Unidos y Alemania hicieron que muchos inversionistas actuaran con cautela, en el gobierno ruso se produjeron tensiones. El ala ejecutiva, la Duma y el BCR (Banco Central de Rusia) estaban en conflicto. Apurada por las amenazas de Yeltsin de disolver el Parlamento, la Duma confirmó el nombramiento de Kiriyenko el 24 de abril después de un mes de demoras. A principios de mayo durante una actualización rutinaria, el responsable del BCR, Sergei Dubinin, previno a los ministros gubernamentales sobre la posibilidad de una crisis de deuda dentro de los siguientes tres años. Desafortunadamente había periodistas en la audiencia. Puesto que la crisis asiática había elevado la sensibilidad de los inversionistas a la estabilidad monetaria, el planteamiento de Dubinin sobre la política bancaria se malinterpretó en el sentido de que se estaba pensando en devaluar el rublo. En otro malentendido en materia de relaciones públicas, Kiriyenko, en una entrevista afirmó que los ingresos fiscales se encontraban 25% por debajo del objetivo fijado y se quejó de que el gobierno “estaba bastante pobre en ese momento”. En realidad el gobierno planeaba recortar el gasto gubernamental y acelerar la captación de ingresos, pero estos planes nunca se comunicaban de manera clara al público. En lugar de ello, la población empezó a esperar una devaluación del rublo.

Las percepciones de los inversionistas sobre la estabilidad económica rusa continuaron declinando cuando Lawrence Summers, uno de los principales ejecutivos estadounidenses en materia de finanzas internacionales no logró tener una entrevista con Kiriyenko durante su estancia en Rusia. Un asesor inexperto determinó que el cargo de Summers, Subsecretario del Tesoro no era de un rango de nivel suficiente para tener una audiencia con Kiriyenko y nunca se entrevistaron. Al mismo tiempo, el FMI abandonó Rusia, siendo incapaz de lograr un acuerdo con los formuladores de política sobre un plan de austeridad en 1998. Al conocerse estos incidentes los grandes inversionistas empezaron a vender sus carteras de bonos gubernamentales y acciones rusas, preocupados por las tensiones en las relaciones entre Estados Unidos y Rusia.

Liquidez, política monetaria y política fiscal. Para el 18 de mayo, los rendimientos de los bonos gubernamentales habían crecido hasta el 47%. Con una inflación del 10%, los bancos rusos normalmente habrían tomado el papel gubernamental a tales altas

tasas. Sin embargo, la falta de confianza en la habilidad gubernamental para repagar los bonos y la restringida liquidez no lo permitieron. A medida que los depositantes y los inversionistas se volvieron cada vez más cautelosos en materia de riesgo, los bancos comerciales y las empresas tenían menos efectivo para mantenerse a flote. La iniciativa del gobierno federal para recaudar más impuestos en efectivo redujo la liquidez de bancos y empresas.⁸ Asimismo, en 1997, Rusia había creado un sistema de tesorería con sucursales, al estilo de Estados Unidos, que le permitía ahorrar dinero y disminuir corrupción, aunque también reducía la cantidad de efectivo que se movía a través de los bancos. Los bancos habían utilizado previamente sus fondos para comprar bonos. Igualmente, los depósitos en rublos de los hogares sólo, se habían incrementado en 1998 en 1.3 mil millones frente al aumento de 29.8 mil millones en 1997.

GRÁFICA IV. TASA DE PRÉSTAMO, 1996-2000



FUENTE: FBCR.

El BCR respondió mediante la elevación de la tasa de préstamos bancarios del 30 al 50%, y en dos días utilizó mil millones de las reducidas reservas (tra la evolución de la tasa de préstamo). Sin embargo, para el 27 de mayo, la demanda de bonos había caído tanto que los rendimientos alcanzaron más del 50% y el gobierno no logró vender la suficiente cantidad de bonos en esa subasta semanal como para refinanciar la deuda que se vencía.

Mientras tanto, los precios del petróleo cayeron a 11 dólares por barril, menos de la mitad del nivel que tenían un año antes. Los oligarcas del petróleo

⁸ En 1998, como resultado de la eliminación de los vales libres de impuestos que emitían los organismos gubernamentales para el pago de bienes y servicios, y cuyos recibos podían usarse para reducir las obligaciones fiscales, los bancos y las empresas se vieron forzados a proveer más efectivo para pagar sus impuestos, reduciendo así su liquidez.

y del gas querían una devaluación del rublo, lo que incrementaría el valor en rublos de sus exportaciones. A la luz de lo anterior, el BCR incrementó otra vez la tasa de préstamo, en esta ocasión al 150%. El Presidente del BCR, Segei Dubinin respondió afirmando “cuando escuchen a alguien hablando de devaluación escúpanle” (citado en Shleifer y Treisman, 2000, p. 149).

El gobierno diseñó un plan anticrisis, lo dio a conocer, pidió ayuda a Occidente e inició procesos de quiebra en contra de tres empresas con gran endeudamiento procedente de garantías fiscales. Kiri-yenko se reunió con inversionistas extranjeros para reforzar su confianza. Yeltsin aparecía en programas vespertinos de la televisión rusa, convocando a los miembros de la elite financiera, el BCR defendió el rublo, perdiendo 5 mil millones de dólares en reservas.

A pesar de todos los esfuerzos que hizo el gobierno era ampliamente conocida la existencia de préstamos de inversionistas extranjeros a corporaciones y bancos rusos por el equivalente de una cifra entre 2.5 y 3 mil millones de dólares, que vencerían en septiembre. Además, miles de millones de dólares en futuros denominados en rublos iban a vencer en el otoño. En julio el FMI aprobó una asistencia adicional por el equivalente de once mil doscientos millones de dólares, de los cuales cuatro mil ochocientos debían desembolsarse inmediatamente. Incluso entre mayo y agosto salieron de Rusia aproximadamente, cuatro mil millones de dólares, por fugas de capitales, y en 1998, Rusia perdió cerca de 4 mil millones en ingresos debido a los declinantes precios petroleros. Después de haber perdido tanta liquidez, la asistencia del FMI no constituyó un gran alivio.

La Duma, antes de cerrar sus trabajos para salir de vacaciones intentó hacer un esfuerzo para proteger los monopolios naturales de regulaciones más estrictas, y eliminó partes cruciales del programa anticrisis que tenía el respaldo del FMI. El gobierno tenía la esperanza de que el plan anticrisis aportaría ingresos por 71 mil millones de rublos adicionales. Las partes que la Duma aprobó realmente habrían incrementado el ingreso en sólo 3 mil millones de rublos. Los legisladores solicitaron, en vano, que la Duma se reuniera nuevamente, lo que redujo aún más la confianza de los inversionistas.

Incumplimiento y devaluación. El 13 de agosto de 1998, los mercados de dinero, de bonos y la bolsa de valores de Rusia se colapsaron como resultado de los temores de los inversionistas de que el gobierno devaluaría el rublo, o no cumpliría con sus compromisos en cuanto a la deuda doméstica, o las dos cosas. Los rendimientos anuales de los bonos denominados en rublos eran de más de 200%. La

bolsa de valores tuvo que cerrar por 35 minutos debido a que los precios se desplomaban. Cuando la bolsa cerró había bajado 65%, con muy poca cantidad de acciones realmente negociadas. De enero a agosto la bolsa de valores había perdido más del 75% de su valor; 39%, sólo en el mes de mayo. (La gráfica V muestra el alza y la baja de la bolsa de valores de Rusia.) Los funcionarios rusos se quedaron con muy pocas opciones. El 17 de agosto el gobierno decidió flotar el tipo de cambio, devaluó el rublo, entró en incumplimiento de su deuda doméstica, detuvo los pagos de la deuda denominada en rublos (principalmente en GKO) y declaró una moratoria de 90 días para los pagos de los bancos comerciales a los acreedores externos.

GRÁFICA V. LA BOLSA DE VALORES DE RUSIA, 1996-2001 (observaciones cotidianas, sep. de 1995 = 100)



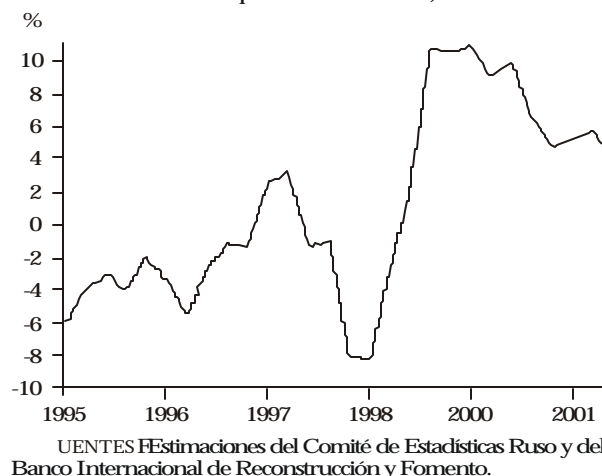
3) Las consecuencias

Rusia finalizó 1998 obteniendo una reducción de 4.9% en su producto real en lugar de lograr un esperado pequeño crecimiento. El colapso del rublo generó un incremento en las exportaciones rusas en tanto que las importaciones se mantuvieron bajas (véase la gráfica I). A partir de entonces las inversiones directas hacia Rusia, en el mejor de los casos, han sido inconsistentes. El mejor resumen que se ha hecho, que es el de Shleifer y Treisman (2000) señala: “la crisis de agosto de 1998 no sólo minó la moneda de Rusia y expulsó a los últimos reformistas de sus oficinas... parece que también borró la últimas esperanzas que tenía occidente de que Rusia podría reformar con éxito su economía”.

No obstante, aún queda cierto optimismo. La gráfica VI muestra el crecimiento del PIB real ruso, que fue del 8.3% en 2000 y cercano al 5% en 2001; que es bajo pero al menos positivo. Las importaciones tendieron al alza en el primer semestre de 2001, contribuyendo a generar un saldo comercial. Al mismo tiempo, los precios de consumo crecieron

20.9% y 21.6% en 2000 y 2001, respectivamente, frente a un incremento de 92.6% en 1999. La mayor parte de la recuperación, hasta ahora, se puede atribuir al efecto de la sustitución de importaciones posterior a la devaluación; al incremento de los precios mundiales del petróleo, del gas y de las exportaciones de mercancías de Rusia; a las políticas monetarias y a las políticas fiscales, que han producido el primer superávit en el presupuesto federal (en 2000) desde la formación de la Federación Rusa.

GRÁFICA VI. CRECIMIENTO DEL PIB REAL, 1995-2001 (variación trimestral con respecto al año anterior)



IV. ¿Cómo explican las teorías la crisis rusa?

Tal como se discutió anteriormente, hay cuatro factores principales que influyen en el inicio y el desarrollo de un ataque especulativo. Estos ingredientes clave son: *i)* un tipo de cambio vinculado y un banco central inclinado u obligado a defenderlo con las reservas de divisas; *ii)* déficit fiscales crecientes que el gobierno no puede controlar y que, por lo tanto, es probable que los monetice (es decir, que emita dinero para cubrir el déficit), *iii)* un control del banco central sobre la tasa de interés en un frágil mercado crediticio, y *iv)* expectativas de devaluación y/o inflación crecientes. En esta sección se analizan estos aspectos en el contexto de la devaluación rusa. Nuestro argumento consiste en señalar que es necesaria la comprensión de todas estas generaciones de modelos para poder evaluar la devaluación rusa. El modelo de primera generación de Krugman (1979) explica los factores que hicieron que Rusia fuese susceptible de tener una crisis. Los modelos de segunda generación muestran como el contagio y otros factores pueden provocar la crisis. Los modelos de tercera generación indican la forma en que

un banco central puede actuar para prevenir o mitigar la crisis.

1) El tipo de cambio y el vínculo cambiario

Cuando el rublo sufrió los ataques de diciembre de 1997 y junio de 1998 los formuladores de política defendieron el rublo en lugar de dejarlo flotar. El tipo de cambio real no varió mucho durante 1997. Está claro que un componente primordial de una crisis monetaria en los modelos aquí descritos es la disposición que muestre el banco central a defender un vínculo cambiario. Anteriormente a agosto de 1998 el rublo ruso estuvo sujeto a dos ataques especulativos. El BCR se esforzó en ambas ocasiones por defender el rublo. La defensa tuvo éxito en noviembre de 1997 pero fue insuficiente en el verano de 1998. La defensa del rublo acabó con las reservas de divisas de Rusia. Una vez que éstas últimas se agotaron, el gobierno ruso no tuvo otra alternativa que la de devaluar el 17 de agosto de 1998.

2) Ingresos, déficit y política fiscal

La gran deuda gubernamental de Rusia y sus decrecientes ingresos contribuyeron significativamente a fortalecer su susceptibilidad a sufrir un ataque especulativo. Los ingresos fiscales federales rusos eran bajos tanto por la baja producción como por la práctica oportunista de los gobiernos bcales que ayudaban a las empresas a ocultar utilidades. La caída en el precio del petróleo también redujo el producto, disminuyendo aún más la capacidad de Rusia para generar ingresos fiscales. Consecuentemente los ingresos fiscales rusos eran menores de los esperados, haciendo que el rublo quedara en perfectas condiciones para un ataque especulativo. Además, una gran parte de la deuda externa a corto plazo se vencía en 1998, haciendo que el problema del déficit ruso se tornara aún más serio. El modelo de primera generación de Krugman sugiere que el gobierno financie su déficit mediante la emisión monetaria (señoreaje) o a base de agotar sus reservas de divisas. Bajo un régimen de vínculo cambiario, Rusia no pudo financiarse a través del señoreaje. El déficit ruso, su bajo ingreso y los crecientes pagos de intereses presionaron el tipo de cambio. La emisión de rublos sólo habría logrado incrementar la presión, ya que el sector privado todavía estaba en condiciones de cambiar rublos por divisas a un tipo fijo. De esta forma, ya fuera directamente a través de la intervención en el mercado cambiario o indirectamente mediante la emisión de rublos, a Rusia, bajo un esquema de tipo de cambio fijo sólo le quedaba la alternativa de agotar su acervo de divisas.

3) Política monetaria, mercados financieros y tasas de interés

Durante el verano de 1998, la economía rusa estaba lista para el estallido de una crisis monetaria. El BCR en un intento de impedir la crisis se decidió a intervenir, por lo que disminuyó el crecimiento de la oferta de dinero y elevó dos veces la tasa bancaria de préstamo llevándola, del 30 al 150%. Ambas alzas de la tasa se dieron en mayo de 1998, el mismo mes en el que la bolsa de valores rusa perdió el 39% de su valor. El alza de las tasas de interés tuvo dos efectos. En primer lugar exacerbó los problemas de ingresos de Rusia. Su deuda creció rápidamente a medida que subían los pagos de intereses. Lo anterior presionó el tipo de cambio ya que los inversionistas temieron que Rusia devaluaría para financiar su deuda no titulada. En segundo lugar, la gran deuda gubernamental le impidió a las empresas. Al mismo tiempo, las divisas en manos del BCR estaban en un nivel tan bajo que el gobierno ya no pudo defender su moneda mediante la compra de rublos.

4) Expectativas

Hubo tres elementos que nutrieron las expectativas acerca de la inminente devaluación e incumplimiento de Rusia. El primero fue que la crisis asiática volvió más conscientes a los inversionistas sobre la posibilidad de un incumplimiento ruso. El segundo se relacionó con errores de relaciones públicas tales como la difundida afirmación hecha por el BCR a los ministros gubernamentales y el rechazo de Kiriyenko a concederle una audiencia a Lawrence Summers, lo que generó entre los agentes la percepción de una crisis política al interior del gobierno ruso. En tercer lugar, la escasez de ingresos indicó la posible reducción de la carga de la deuda pública mediante un incremento en la oferta monetaria. La monetización de la deuda puede asociarse a una depreciación ya sea indirectamente a través de un incremento en la inflación esperada o directamente a fin de reducir la carga de la deuda denominada en rublos. Cada uno de estos tres elementos actuó empujando a la economía rusa de un equilibrio estable a uno que era vulnerable a un ataque especulativo.

V. Conclusión

En este trabajo se han investigado los eventos que llevaron a una crisis monetaria y a un incumplimiento de deuda, así como las políticas que pretendieron evitarlos. Hay tres tipos de modelos para

analizar crisis monetarias. Cada modelo explica algún factor sobre el que se han planteado hipótesis respecto a su capacidad de generar una crisis. Después de haber pasado revista a los modelos de tres generaciones para crisis monetarias, se llega a la conclusión de que hay cuatro elementos que pueden desencadenar una crisis: un tipo de cambio fijo, un endeudamiento y déficit fiscales, la conducción de la política monetaria y las expectativas sobre un inminente incumplimiento. Usando el ejemplo del incumplimiento ruso de 1998, se demuestra que la recomendación de una política monetaria contraccionista ante una crisis monetaria puede, bajo ciertas condiciones, acelerar la devaluación. Aunque creemos que los déficit y la crisis financiera asiática contribuyeron al incumplimiento ruso, el modelo de primera generación propuesto por Krugman (1979) y por Flood y Garber (1984) y los modelos de segunda generación propuestos por Obstfeld (1984) y Eichengreen, Rose y Wyplosz (1997) no captan todos los aspectos de la crisis. Específicamente estos modelos no tomaron en cuenta la conducción de la política monetaria. Es necesario por ello, incorporar tanto el fenómeno de incrementar los déficit fiscales del modelo de primera generación como la fragilidad del sector financiero del modelo de la tercera generación. Llegamos así a la conclusión de que una crisis monetaria moderna es un síntoma de una economía doméstica inquieta. Bajo ese enfoque, resulta inapropiado dar una receta única como profilaxis o remedio para una crisis monetaria.

Referencias bibliográficas

- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta y Abhijit Banerjee, "A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises", *European Economic Review*, vol. 44, nº 4-6, mayo de 2000, pp. 728-738.
- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta y Abhijit Banerjee, "Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints." *European Economic Review*, vol. 45, nº 7, junio de 2001, pp. 1 121-50.
- Ahrend, Rudiger, "Foreign Direct Investment Into Russia— Pain Without Gain? A Survey of Foreign Direct Investors", *Russian Economic Trends*, vol. 9, nº 2, junio de 2000, pp. 26-33.
- Burnside, Craig, Martin Eichenbaum y Sergio Rebelo, On The Fiscal Implications of Twin Crises, National Bureau of Economic Research, mayo de 2001 (Working Paper, nº 8 277).
- Desai, Padma, "Why Did the Ruble Collapse in August 1998?", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 90, nº 2, mayo de 2000, pp. 48-52.
- Eichengreen, Barry, Andrew Rose y Charles Wyplosz, *Contagious Currency Crisis*, marzo de 1997 < <http://www.haas.berkeley.edu/~arose/> > .
- Fischer, Stanley, *The Russian Economy at the Start of 1998*, US-Russian Investment Symposium, Universidad de Harvard, Cambridge (Ma.), 9 de enero de 1998.
- Flemming, Marcus, "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, 9 de noviembre de 1962.
- Flood, Robert P., y Olivier Jeanne, *An Interest Rate Defense of a Fixed Exchange Rate?*, Fondo Monetario Internacional, octubre de 2000 (Working Paper WP/00/159).
- Flood, Robert P., y Peter M. Garber, "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, vol. 17, nº 1-2, agosto de 1984, pp 1-13.
- Kharas, Homi, Brian Pinto y Sergei Ulatov, "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, 2001, pp. 1-67.
- Krugman, Paul, "A Model of Balance-of-Payment Crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, nº 3, agosto de 1979, pp. 311-25.
- Krugman, Paul, "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, vol. 6 nº 4, noviembre de 1999, pp. 459-72.
- Malleret, Thierry, Natalia Orlova y Vladimir Romanov, "What Loaded and Triggered the Russian Crisis?", *Post-Soviet Affairs*, vol. 15, nº 2, abril-junio de 1999, pp. 107-29.
- Mudell, R. A., "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics*, noviembre de 1963.
- Obstfeld, Maurice, "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises", *American Economic Review*, vol. 76, nº 1, marzo de 1986, pp. 72-81.
- Obstfeld, Maurice, "The Logic of Currency Crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, Banque de France, 43, 1994, pp. 189-213.
- Popov, A., "Lessons of the Currency Crisis in Russia and in Other Countries", *Problems of Economic Transition*, vol. 43, nº 1, mayo de 2000, pp. 45-73.
- Russian Economic Trends*, varios meses.

Shleifer, Andre, y Daniel Treisman, *Without A Map: Political Tactics and Economic Reform in Russia*, MIT Press, Cambridge (Ma.), 2000.

“Surplus to Requirements”, *Economist*, 8 de julio de 2000, p. 79.

Velasco, Andrés, “Financial Crises in Emerging Markets”, *Reporter* (National Bureau of Economic Research), otoño de 1999, pp.17-19.

La política monetaria del Banco Central de Bolivia*

Jorge Requena
Raúl Mendoza
Óscar Lora
Fernando Escobar

I. Antecedentes

Por Ley, el Banco Central de Bolivia (BCB) es la única autoridad monetaria, cambiaria y del sistema de pagos del país y su objeto es el de procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional.

Diversos estudios y legislaciones de numerosos países coinciden en que el mayor aporte que un banco central puede hacer al desarrollo económico de un país es el de alcanzar y mantener una inflación baja y estable. Asimismo, la experiencia de Bolivia ha demostrado que no es posible que la actividad económica prospere en un entorno inflacionario. La incertidumbre creada por las fluctuaciones de precios es el peor obstáculo a la producción, el mejor aliciente a la especulación y afecta en mayor medida a la población de menores ingresos.

Además de sus atribuciones exclusivas en materia de política monetaria, el BCB formula también las políticas cambiaria y del sistema de pagos. Las competencias del BCB en ambos campos se explican por las importantes implicaciones monetarias que éstos tienen, mas aún, dada la elevada dolarización de la economía boliviana. En ese ámbito, el BCB determina el tipo de cambio de la moneda nacional respecto al dólar estadounidense a través de un mecanismo de subasta pública de divisas que opera diariamente; establece normas sobre la posición de cambios de las entidades financieras para que éstas mantengan un calce de monedas entre activos y pasivos; y reglamenta el funcionamiento del sistema de pa-

gos con el objetivo de evitar los riesgos de cesación de pagos de las entidades y el riesgo sistémico que ello implicaría.

Si bien la regulación del sistema financiero compete al Comité de Normas Financieras de Prudencia (potestad que tenía el BCB hasta 1998), el BCB en la actualidad tiene la capacidad de proponer regulaciones prudenciales. Como autoridad monetaria, el BCB introdujo en 1998 importantes reformas al sistema de encaje legal. Se substituyó un régimen diferenciado por otro más uniforme, bajo el cual el encaje es constituido, en gran parte, por títulos con rendimientos de mercado. Esta reforma permitió que una norma de carácter prudencial adquiriera efectos monetarios importantes, ya que estos títulos pueden constituir un colateral para que el BCB otorgue créditos de liquidez de corto plazo al sistema financiero.

Por tanto, las normas relacionadas con el sistema financiero que son responsabilidad del BCB están referidas al encaje legal, al calce de monedas, al sistema de pagos y a las ventanillas de liquidez.

La economía boliviana, pequeña y abierta al comercio internacional y a los movimientos de capitales, ha logrado desde mediados de los años ochenta, estabilizar las variables macroeconómicas fundamentales. Sin embargo, depende, en gran medida, del ahorro externo para financiar el exceso de absorción interna sobre el ahorro doméstico, tanto público como privado. La elevada dolarización de la economía, principalmente en la forma de substitución de activos, impone cierta inflexibilidad al régimen cambiario y determina que los ajustes a los desequilibrios macroeconómicos se realicen, en general, mediante disminuciones de reservas internacionales. Por tanto, la autoridad monetaria debe preservar un nivel de reservas internacionales que

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de J. Requena, quien fungía como asesor principal, R. Mendoza, subgerente, ambos de la Asesoría de Política Económica, así como Ó. Lora y F. Escobar, analistas del Área de Investigación, todos del Banco Central de Bolivia, aparecido en la *Revista de Análisis*, vol. 5, nº 1, junio de 2002, pp. 9-45.

le permita no sólo atender los pagos al exterior, sino también, garantizar la intermediación financiera.

La elevada dolarización de la economía boliviana también reduce los grados de libertad de la política monetaria. De acuerdo con los modelos teóricos, un régimen de tipo de cambio fijo, acompañado por un alto grado de dolarización, deja un estrecho espacio de maniobra para la política monetaria. El régimen cambiario vigente en Bolivia, de tipo de cambio deslizante (*crawling-peg*), permite cierto margen para la acción de la política monetaria. Asimismo, la sustitución imperfecta entre activos internos e internacionales en dólares, proporciona un margen adicional para las operaciones monetarias del BCB.

El tipo de cambio ha constituido el ancla nominal para detener la hiperinflación de mediados de los ochenta y, desde entonces, ha continuado jugando un rol importante en el mantenimiento de la estabilidad de precios. Estudios del BCB confirman que persiste la relación entre la tasa de depreciación y la inflación (Orellana y Requena, 1999). Por tanto, debe existir una adecuada coordinación entre las políticas monetaria y cambiaria. En este contexto, el BCB aplica una política cambiaria que permite alcanzar un equilibrio aceptable entre inflación y competitividad, manejando el tipo de cambio nominal con un objetivo de tipo de cambio real, sujeto a la restricción del objetivo primario de inflación.

II. Instrumentación de la política monetaria

La premisa de que el principal objetivo de la política monetaria debe ser lograr y mantener una tasa de inflación baja y estable ha conseguido un apoyo casi generalizado de economistas y autoridades. La actual política monetaria en Bolivia se orienta hacia el empleo de mecanismos de mercado y al uso de instrumentos indirectos. Hasta mediados de los ochenta, el accionar de la autoridad monetaria estaba limitado por las funciones de financiar actividades productivas privadas a tasas de interés subsidiadas y, principalmente, por la atención de continuos requerimientos de financiamiento del sector público, altamente deficitario y con limitado acceso al endeudamiento externo.

El saneamiento de las finanzas públicas y el cese de las funciones de banca de desarrollo, han permitido que la autoridad monetaria se concentre en su objetivo de lograr la estabilidad de precios y preservar un nivel adecuado de reservas internacionales. Con este propósito, el BCB adopta una estrategia de metas intermedias de cantidad y fija límites a la expansión de su crédito interno neto (*CIN*). Al controlar el comportamiento del *CIN*, busca que la evo-

lución de las reservas internacionales netas (*RIN*) cumpla una meta anual, y que la evolución de la emisión monetaria sea consistente con la demanda de dinero del público, evitando, de ese modo, presiones sobre los precios, el tipo de cambio y las reservas internacionales.

En general, el vínculo de la meta intermedia –agregado monetario o tasa– con el objetivo último de la política monetaria es un tema que ha suscitado amplio debate. Ello ha determinado la formulación de diversos canales de transmisión de la política monetaria. En el caso de Bolivia, el *CIN* es mensurable, controlable y tiene un efecto predecible sobre el objetivo final, la inflación.¹ Además, al ser una variable cuantificable y de disponibilidad diaria, permite a la autoridad monetaria obtener señales oportunas para corregir desvíos y, a los agentes económicos, evaluar el desempeño de la autoridad monetaria. Esos atributos justificaron su elección como meta intermedia para la instrumentación de la política monetaria.

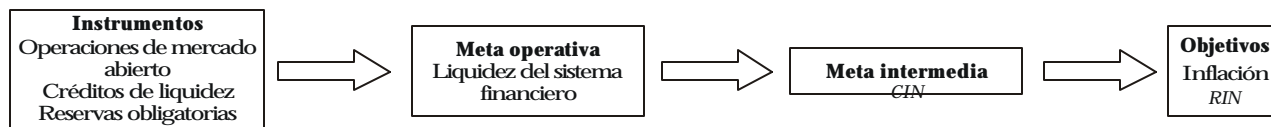
Los estrictos límites de financiamiento al gobierno, la eliminación de créditos de desarrollo y la reforma del sistema de encaje legal han mejorado la capacidad de la autoridad monetaria de ejercer control sobre la meta intermedia. Sin embargo, persisten factores que impiden un mayor control de esta variable, como las fluctuaciones de los depósitos voluntarios en el BCB que mantienen el sector financiero (exceso de encaje) y el sector público.

El *CIN* incluye el crédito neto del BCB al sector público no financiero y al sector financiero, además de otras operaciones netas del ente emisor. La Ley del Banco Central limita las situaciones en las cuales el BCB puede otorgar créditos al gobierno pudiendo, además, rechazar solicitudes, cuando éstas afecten al cumplimiento del programa monetario. Asimismo, dicha Ley establece los casos en los que el BCB puede conceder créditos a los bancos y a otras entidades de intermediación financiera.

Las acciones de política monetaria se ejecutan por medio de una meta operativa, cuyas modificaciones permiten adecuar la meta intermedia para alcanzar el objetivo final. La meta operativa del BCB es la liquidez del sistema financiero, definida como el exceso de reservas bancarias (excedente de encaje legal), que es una variable de cantidad que puede ser razonablemente controlada en el corto plazo y cuyas variaciones afectan directamente al

¹ La elección del *CIN* como la variable con mayor efecto predecible sobre la inflación se remonta a principios de los años ochenta, periodo de enormes déficit fiscales financiados con créditos del BCB que desembocaron en elevados registros de inflación. Por tanto, el *CIN*, como meta intermedia, resultó ser, en el pasado, una efectiva ancla nominal.

GRÁFICA I. BOLIVIA: INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



CIN. El BCB pronostica las variaciones del excedente de encaje a través de estimaciones de sus factores de expansión y contracción.

Con base en dicho pronóstico, decide si los cambios ex-ante de la liquidez del sistema financiero deben ser compensados para cumplir con la meta de *CIN* y, por ende, con los objetivos de inflación y *RIN*. La intervención del BCB en el mercado de dinero se realiza principalmente mediante operaciones de mercado abierto, tanto en el mercado primario como en el secundario, y también a través de créditos de liquidez. La gráfica I ilustra la instrumentación de la política monetaria del BCB.

Este marco analítico supone que existe una demanda relativamente estable por emisión monetaria.² La oferta monetaria se acomoda a la demanda de moneda nacional, de manera que los medios de pago crecen según el crecimiento esperado de la economía y de los precios. Cuando el banco central percibe que existen presiones inflacionarias, contrae el *CIN* mediante sus diferentes instrumentos, lo que determina una disminución de la oferta monetaria. Esta contracción produce un ajuste en la demanda interna y en el nivel de precios. Asimismo, una contracción del *CIN* se traduce en una menor demanda de moneda extranjera y reduce las presiones sobre el tipo de cambio.

En las operaciones de mercado abierto (compra, venta o reporto de títulos valor), el BCB utiliza sus propios certificados de depósito, así como letras y bonos del Gobierno que dispone en una cuenta de regulación monetaria. Estas operaciones se realizan mediante subastas públicas en las que el BCB fija la oferta de los títulos por plazos y monedas y deja que el mercado determine los precios, de donde resultan las tasas de descuento y las tasas premio para operaciones de reporto.

La tasa requerida de encaje legal en Bolivia es 12%, aplicable a los depósitos del público y a los pasivos externos a corto plazo de las entidades financieras. El 2% se constituye en efectivo en el BCB y el 10% restante, en un Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo *RAL*) que es invertido en títulos nacionales y del exterior según la moneda de los depósitos. Esta modalidad de encaje redujo los costos financieros para el sistema e introdujo la po-

sibilidad de contar con nuevos mecanismos, rápidos y oportunos, de provisión de liquidez mediante créditos con garantía del Fondo *RAL*. Dichos créditos pueden ser, en un primer tramo, hasta el 40% del valor depositado en el Fondo *RAL* por cada entidad financiera y, en un segundo tramo, hasta un 30% adicional. Los recursos del primer tramo pueden obtenerse automáticamente, mientras que los créditos de libre disponibilidad hasta el segundo tramo, son concedidos previa justificación y solicitud escrita.³

Las tasas de interés de estos créditos actúan como “techo” (tasas “lombardas”) para las tasas de interés de corto plazo, y se utilizan para enviar señales y reducir la volatilidad de las tasas interbancarias. Por tanto, la política monetaria pretende también, aunque indirectamente, dar estabilidad a las tasas de interés.

El elevado porcentaje de depósitos del público en dólares determina que la mayor parte del encaje se constituya en moneda extranjera. Bajo el anterior régimen de encaje legal, el encaje en dólares formaba parte de las *RIN* del BCB. Luego de la reforma, la parte del encaje en moneda extranjera que forma el Fondo *RAL*, antes mencionado, se constituye con títulos del exterior y pasa formar parte de las reservas externas de los bancos. Por tanto, al excluir el encaje de las *RIN* del BCB, estas últimas no se ven muy afectadas por las fluctuaciones de los depósitos, reduciéndose asimismo el efecto de dichas fluctuaciones sobre el *CIN*.

III. Desempeño reciente de la política monetaria

En general, las metas de los programas monetarios –un techo para el *CIN* y un piso para las *RIN*– se han cumplido con márgenes favorables en los últimos años. La inflación también se redujo gradualmente, dentro de los límites que anualmente anuncia la autoridad monetaria.

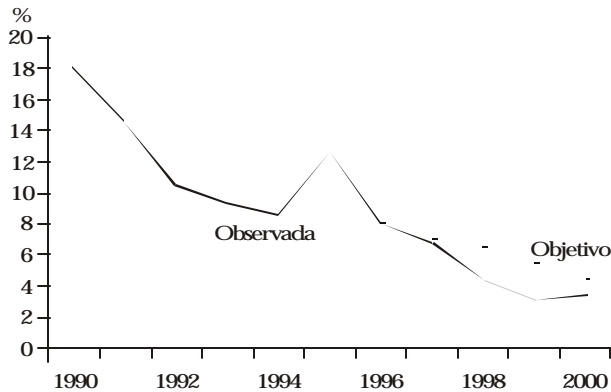
Excepto en 1995, la inflación observada tuvo un comportamiento decreciente en la última década. Se redujo gradualmente, de 18% en 1990 a 3.4% en

² Existe evidencia empírica sobre la estabilidad de la demanda de dinero en Bolivia luego del proceso hiperinflacionario (Orellana, 1998).

³ Si una entidad financiera tiene necesidad de liquidez por montos mayores a los que puede acceder con garantía de su participación en el Fondo *RAL*, puede solicitar al BCB créditos para atender necesidades transitorias de liquidez, debidamente justificadas, por un plazo no mayor a 90 días.

2000, sin costos en materia de crecimiento. Tras la promulgación de la Ley del BCB (Ley 1670 de octubre de 1995), el ente emisor mantiene la práctica de anunciar, a principios de cada año, el objetivo de inflación anual, a manera de límite máximo. Desde entonces, la autoridad monetaria ha venido reduciendo esos límites máximos, sin que la inflación observada excediera los mismos (gráfica II).

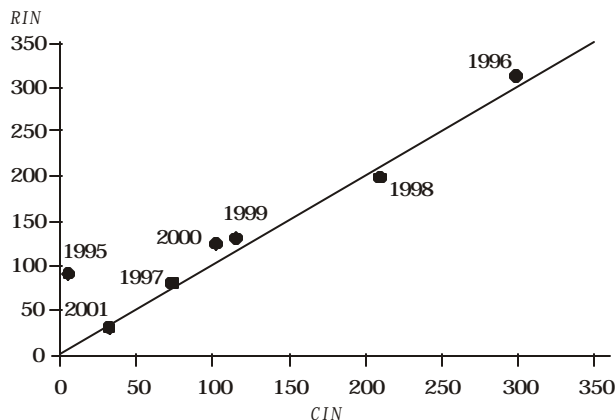
GRÁFICA II. TASA DE INFLACIÓN OBSERVADA Y OBJETIVO, 1990-2000



La evolución del *CIN* y las *RIN* muestra la importancia que la autoridad monetaria concedió al cumplimiento de las metas establecidas en los programas monetarios anuales. Desde 1995, las metas de *CIN* y *RIN* fueron alcanzadas con márgenes (gráfica III). En algunos años, empero, los márgenes importantes en ambas variables respondieron, antes que a acciones deliberadas de la autoridad monetaria, principalmente, a depósitos voluntarios del sector público y del financiero. Los márgenes en *RIN* fueron generalmente compensados con márgenes en *CIN*, sin afectar de manera significativa a la emisión monetaria.

Como ya se señaló, el BCB busca alcanzar la meta intermedia a través del control de la meta operativa, representada por el exceso de reservas bancarias en

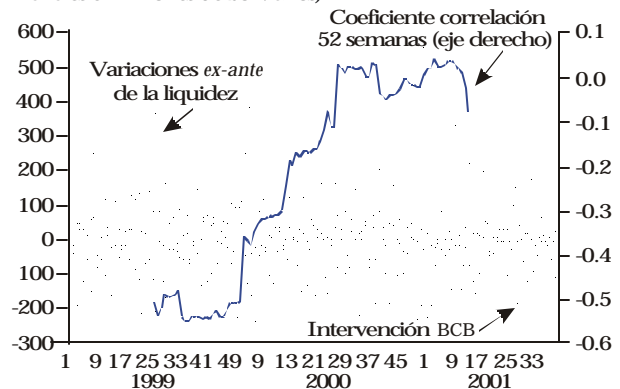
GRÁFICA III. MÁRGENES EN LAS METAS DE *CIN* Y *RIN*, 1995-2001 (en millones de dólares)



el BCB (como mejor aproximación del exceso de liquidez del sistema financiero). Operativamente, este proceso consiste en compensar, con la intervención del BCB, los cambios no deseados de la liquidez del sistema. Estas acciones, al mismo tiempo que permiten alcanzar las metas de *CIN* y *RIN*, tienen también el propósito de evitar variaciones bruscas de la liquidez y fluctuaciones excesivas de las tasas de interés.

La gráfica IV muestra los cambios ex-ante de la liquidez, las intervenciones del BCB y el coeficiente de correlación entre ambas variables, calculado para periodos móviles de 52 semanas. Cuando se presentan incrementos de la liquidez, la intervención del BCB es contractiva, y viceversa. Así, el coeficiente de correlación entre ambas variables, fue mayor (en términos absolutos) a 50% entre 1999 e inicios de 2000. Posteriormente, en 2000 y en lo que va de 2001, dicho coeficiente disminuyó drásticamente. Es decir, las intervenciones del BCB compensaron en menor grado las variaciones de la liquidez. Esto se debió a que la política monetaria estuvo orientada a mantener (o ampliar) el nivel de liquidez del sistema financiero con el propósito de disminuir las tasas de interés, antes que compensar las variaciones de la liquidez.

GRÁFICA IV. META OPERATIVA: INYECCIÓN BRUTA DE LIQUIDEZ E INTERVENCIÓN DEL BCB EN 1999-2001 (flujos semanales en millones de bolivianos)



Como resultado, aumentó la volatilidad del excedente de liquidez y de las tasas de interés interbancarias (cuadro 1), pero también lo hizo el excedente promedio diario de liquidez del sistema financiero, de Bs259.5 millones en 1999, a Bs276.8 millones en 2000. El promedio entre enero y septiembre de 2001 fue Bs272.3 millones.

El comportamiento del excedente de liquidez de las entidades financieras se reflejó en las tasas de interés interbancarias. Las gráficas V y VI muestran que las tasas interbancarias para operaciones en moneda extranjera (ME) y moneda nacional (MN) tuvieron una tendencia decreciente en los úl-

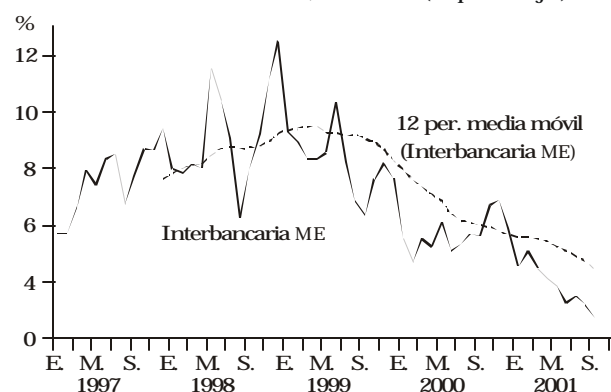
Cuadro 1

TASAS INTERBANCARIAS Y EXCEDENTE DE LIQUIDEZ:
COEFICIENTES DE VARIACIÓN, 1999-2001^a

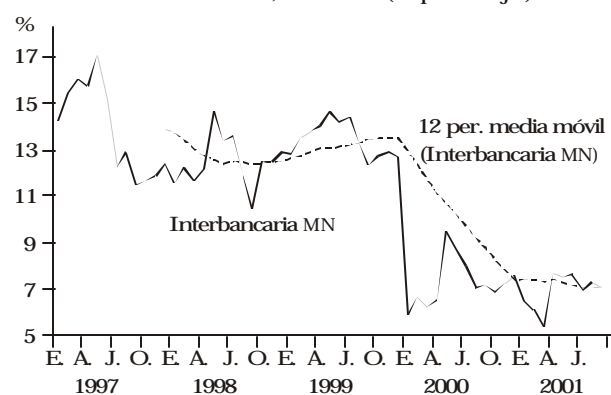
| Variables | 1999 | 2000 | 2001 ^b |
|--|------|------|-------------------|
| Tasas interbancarias – moneda extranjera | 0.14 | 0.17 | 0.23 |
| Tasas interbancarias – moneda nacional | 0.07 | 0.16 | 0.14 |
| Excedente de liquidez | 0.33 | 0.56 | 0.40 |

^a Con datos semanales. ^b Enero–septiembre de 2001.

timos años, lo cual también refleja la política monetaria expansiva, en particular desde 1999, periodo caracterizado por la desaceleración del crecimiento del producto.

GRÁFICA V. TASA INTERBANCARIA PARA OPERACIONES EN MONEDA EXTRANJERA, 1997-2001 (en porcentajes)

El análisis de los instrumentos que emplea el BCB para alcanzar sus objetivos permite evaluar también la orientación de la política monetaria. En los últimos años, el instituto emisor inyectó recursos a la economía mediante operaciones de mercado abierto (redención neta de títulos) y mantuvo expedito el acceso a sus ventanillas de créditos de liquidez con garantía del Fondo *RAL* y de operacio-

GRÁFICA VI. TASA INTERBANCARIA PARA OPERACIONES EN MONEDA NACIONAL, 1997-2001 (en porcentajes)

nes de reporto (cuadro 2). Esta posición expansiva de la política monetaria se reflejó en la disminución de las tasas de interés de los instrumentos del BCB que, desde mediados de 1999, disminuyeron significativamente.

Cuadro 2

INSTRUMENTOS DEL BCB: INYECCIÓN DE RECURSOS A LA ECONOMÍA, 1997-2000

(En millones de bolivianos)

| Concepto | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Ene–sep 2001 |
|---|-----------------|---------|---------|---------|--------------|
| Operaciones de mercado abierto (redención neta) | 408.6 | 80.3 | 262.2 | 387.5 | -47.9 |
| Créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL | -- ^a | 1 349.7 | 2 050.7 | 648.9 | 694.6 |
| Operaciones de reporto | 1 808.9 | 3 621.7 | 1 767.5 | 2 387.1 | 666.8 |

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

^a Los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL comenzaron a otorgarse en mayo.

IV. Mecanismos de transmisión de la política monetaria

1) Transmisión hacia los precios

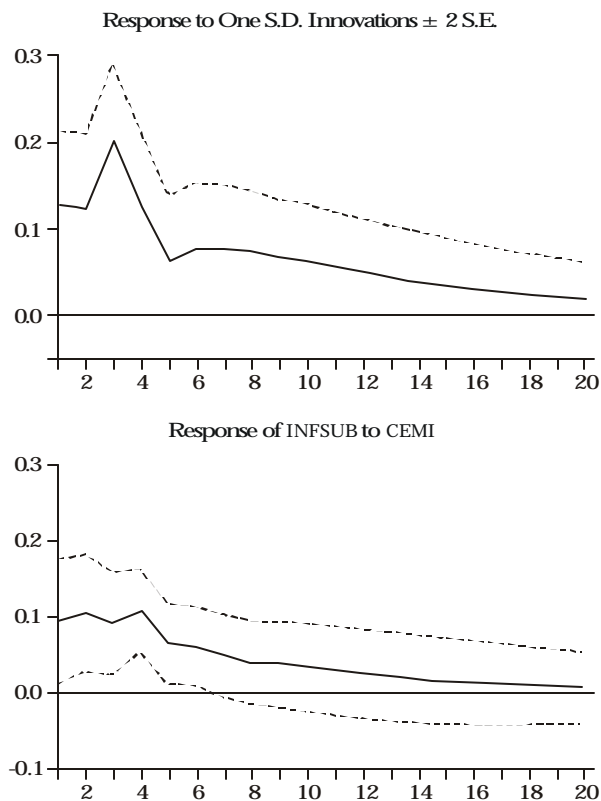
El control del tipo de cambio y, en menor medida, de la emisión monetaria se han convertido, desde 1985, en instrumentos importantes para asegurar la estabilidad de precios.

Para evaluar el efecto de la emisión y del tipo de cambio sobre la inflación, se estimó un modelo de vectores autorregresivos VAR (cuyos resultados no se reportan) entre el crecimiento de la emisión monetaria a doce meses (*CEMI*), la tasa de depreciación a doce meses elevada al cuadrado (*DEP*²) y la tasa de inflación subyacente (*INFSUB*).⁴

⁴ Se utilizaron variaciones anuales para salvar el problema de la elevada estacionalidad de la emisión. La inclusión de la variable *DEP*² y su significación en el modelo ratifican la relación no lineal entre la tasa de depreciación y la inflación (Orellana y Requena, 1999). El modelo también incluye variables *dummy* para capturar elevaciones de los precios de los carburantes, otra referida al fenómeno del niño y una última de ajuste para el cuarto trimestre de 1995. Mediante el test augmented Dickey-Fuller se comprobó que todas las series empleadas son estacionarias. El VAR fue estimado con datos mensuales para el período 1990.1 – 2001.6, con cuatro rezagos, según los criterios de información de Akaike y Schwarz. El coeficiente R² ajustado que se obtuvo fue de 0.57. Este modelo es una actualización del desarrollado por

La función impulso-respuesta del VAR permite analizar el impacto del crecimiento de la emisión. La respuesta más importante de la inflación subyacente ante un *shock* de la emisión se produce en los cuatro primeros meses (gráfica VII). El crecimiento de la emisión tiene un efecto inflacionario, estadísticamente significativo hasta el séptimo mes. El gráfico también muestra que el *shock* que afecta a la inflación se agota rápidamente luego del cuarto período.

GRÁFICA VII. FUNCIONES IMPULSO-RESPUESTA (RESPUESTA A UNA S.D.)



Por otro lado, innovaciones en la variable DEP^2 incrementan significativamente la inflación subyacente en los primeros cuatro meses, alcanzan su máximo en el tercer período y, aunque se extienden durante varios meses, dejan de ser estadísticamente significativas desde el duodécimo mes.

El análisis de descomposición de la varianza del error de pronóstico señala que, en un horizonte de veinte meses, los *shocks* en $CEMI$ y DEP^2 explican, en conjunto, algo más de 40% de la variabilidad de la inflación subyacente (cuadro 3). Destaca también el importante efecto de los *shocks* en DEP^2 , sobre la variabilidad de $INFSUB$ (30 por ciento).

es una actualización del desarrollado por Orellana *et al.* (2000).

Estos resultados muestran que el crecimiento de la emisión monetaria y la tasa de depreciación son variables que explican el comportamiento de los precios, medido a través de la inflación subyacente. Empero, estas variables explican menos de la mitad de la variabilidad de la inflación subyacente, debido a que otros factores inciden también en su comportamiento.

Cuadro 3

DESCOMPOSICIÓN DE VARIANZA

| (En porcentajes) | | | |
|------------------|---------|--------|----------|
| Mes | DEP^2 | $CEMI$ | $INFSUB$ |
| 1 | 6.65 | 3.41 | 89.94 |
| 3 | 21.75 | 8.14 | 70.11 |
| 5 | 24.59 | 11.40 | 64.02 |
| 7 | 26.36 | 12.30 | 61.34 |
| 12 | 29.25 | 12.67 | 58.08 |
| 15 | 29.93 | 12.68 | 57.39 |
| 20 | 30.38 | 12.65 | 56.97 |

2) El canal de la tasa de interés

La teoría establece que una política monetaria expansiva permitirá una reducción de las tasas de interés, lo que estimulará la demanda agregada a través de un incremento del consumo y la inversión. La expansión de la oferta monetaria afectaría, en primera instancia, a las tasas del mercado interbancario y, a través de éste, al mercado de depósitos con menores tasas pasivas, que luego determinarían también menores tasas activas. Este último efecto posibilitaría aumentar el volumen de crédito, con lo cual, la demanda agregada y la producción se expandirían. El sistema bancario juega un papel fundamental en el funcionamiento de este mecanismo.

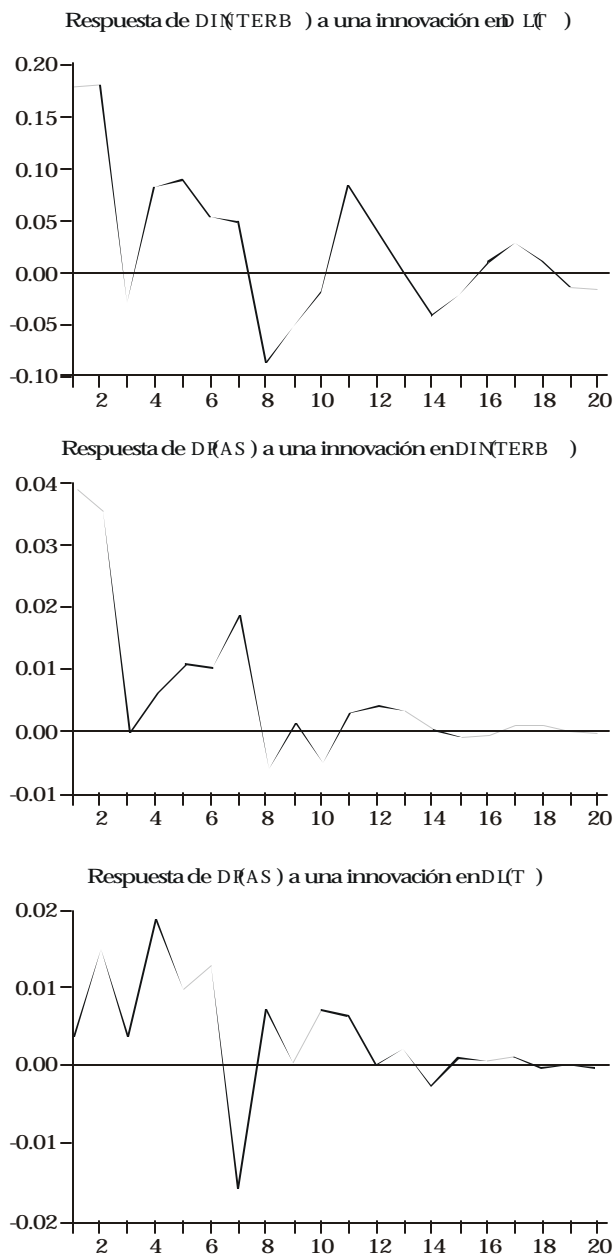
Para verificar la existencia de este canal de transmisión en el caso boliviano, se estructuró otro modelo VAR que incorpora como variables endógenas las primeras diferencias de la tasa de letras del Tesoro en moneda extranjera a trece semanas (LT), de la tasa del mercado interbancario para operaciones en moneda extranjera ($INTERB$), y de la tasa pasiva ($INTERB$).⁵

⁵ La utilización del VAR pretende solucionar problemas de simultaneidad que se presentan en este conjunto de mercados (monetario, interbancario y bancario), donde las tasas y cantidades transadas se determinan simultáneamente. Como variables explicativas se introdujeron el crecimiento de los depósitos y de los créditos, el *spread* entre tasas activas y pasivas y algunas variables ficticias. Para trabajar con variables estacionarias se utilizaron las series en primeras diferencias, excepto los casos en que se trabajó con tasas de crecimiento. El R^2 ajustado de la ecuación donde $INTERB$ es explicada principalmente por LT alcanza a 0.51 mientras que el R^2 obtenido para la estimación de PAS fue de 0.51. Las estimaciones realizadas gozan de las propiedades estadísticas deseables en un modelo VAR.

Los resultados encontrados, que no se reportan, indican que *INTERB* es determinada de manera significativa por *LT*. A su vez, *INTERB* es determinada de manera directa por *INTERB*, siendo también significativas la variable de crecimiento del crédito y de los depósitos. Por tanto, la tasa de interés monetaria tiene un impacto directo sobre la tasa interbancaria, e indirecto sobre la tasa pasiva.

La función de impulso-respuesta del VAR (gráfica VIII) muestra que el efecto de un *shock* aleatorio en la primera diferencia de la tasa monetaria (*LT*) tiene su efecto más apreciable en la tasa interbancaria durante los dos primeros periodos, luego de los cuales el efecto disminuye. Asimismo, un *shock*

GRÁFICA VIII. FUNCIONES IMPULSO-RESPUESTA

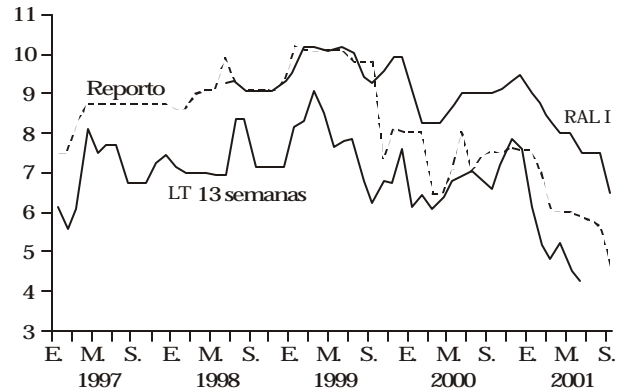


en la primera diferencia de *INTERB* impacta positivamente sobre la primera diferencia de *INTERB* hasta el séptimo periodo, luego del cual, el efecto se disipa. Finalmente, un *shock* en la primera diferencia de *LT* afecta positiva y significativamente a *INTERB* hasta el decimocuarto, excepción hecha de la caída brusca que se presenta en el séptimo periodo.

Los resultados del trabajo realizado no permiten encontrar un efecto importante de transmisión por el canal de las tasas de interés hasta las tasas activas, puesto que la influencia de las acciones de la autoridad monetaria –vía reducción de las tasas de interés monetarias- llega a las tasas pasivas, pero la transmisión hacia las tasas activas parece no producirse.⁶

Un ejemplo de ello es el comportamiento observado desde 1999 con un descenso de las tasas de reporto, de los préstamos de liquidez del banco central (*RAL*) y de los instrumentos monetarios (gráfica IX). Como ya se mencionó, esta tendencia se tradujo en un descenso en las tasas interbancarias tanto en MN como en ME (gráficas V y VI). Sin embargo, este comportamiento no determinó menores tasas activas, debido a que los bancos incrementaron el diferencial entre tasas activas y pasivas, neutralizando, de esta manera, las acciones del banco central (gráfica X).

GRÁFICA IX. TASAS MONETARIAS PARA INSTRUMENTOS EN ME, 1997-2001 (en porcentajes)

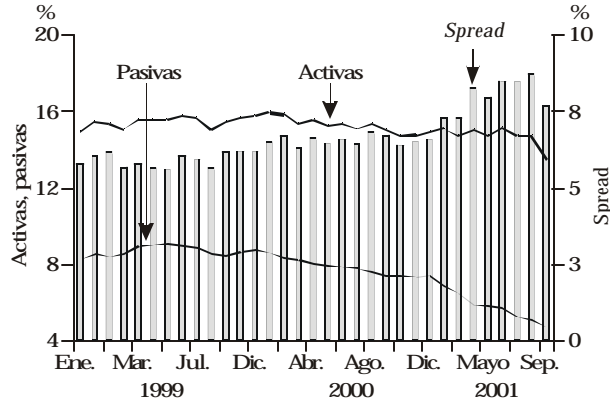


V. Limitaciones de la política monetaria

La economía boliviana es una economía pequeña y abierta al comercio internacional y al flujo de capitales, características que impactan de manera importante en la conducción de la política monetaria. Asimismo, el elevado grado de dolarización de

⁶ La razón de ello podría radicar en las características microeconómicas del mercado financiero boliviano que no es plenamente competitivo.

GRÁFICA X. TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO (ME), 1998-2001 (en porcentajes)



la economía, la presencia de un sistema financiero poco competitivo y el escaso desarrollo del mercado de capitales determinan que la política monetaria tenga un alcance limitado.

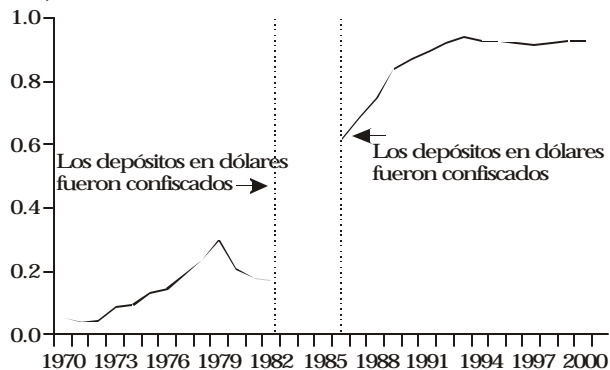
1) Dolarización de la economía

La dolarización de la economía boliviana se inició en años posteriores al programa de estabilización de 1985. Se acentuó en los años setenta y se profundizó de manera dramática luego de la crisis de 1982-85, cuando los depósitos en dólares fueron convertidos de manera forzosa a moneda nacional (gráfica XI).

Como parte del programa de estabilización de 1985 se eliminó, en octubre de ese año, la prohibición que existía de mantener depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero. Esa disposición y la estabilidad macroeconómica lograda desde entonces, determinaron una importante recuperación del nivel de depósitos, aunque en proporciones crecientes en moneda extranjera.

La distinción entre la dolarización como resultado de una sustitución de monedas o de una sustitución de activos tiene implicaciones impor-

GRÁFICA XI. DOLARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA BOLIVIANA, 1970-2000 (ratio depósitos en moneda extranjera a total depósitos)



tantes para diseñar, programar y ejecutar la política monetaria. Información disponible señala que el fenómeno de la sustitución de activos se encuentra muy arraigado en la economía boliviana: la proporción de depósitos a plazo en moneda extranjera respecto al total de depósitos a plazo supera el 90%, prácticamente desde inicios de la década de los noventa. En el período 1999-2001 esa proporción sube a 97.6 por ciento.

En un contexto de elevada sustitución de activos, en que los agentes prefieren ahorrar en moneda extranjera, la cartera de créditos del sistema financiero se encuentra también casi exclusivamente colocada en dólares, ya que las entidades financieras deben mantener un calce de monedas entre sus activos y pasivos, según criterios de minimización de riesgo y en cumplimiento de normas prudenciales en vigencia.

Por otro lado, existe evidencia que sugiere la presencia de cierto grado de sustitución de monedas, pues una elevada proporción de los depósitos vista también se encuentra en moneda extranjera (75.3% en promedio para el período 1999-2001). Luego de la estabilización económica iniciada en 1985, la moneda nacional ha ido recuperando su rol de medio de pago. En la actualidad, los agentes efectúan casi todas sus transacciones de bajo valor, en moneda nacional. Otras transacciones que involucran la adquisición de bienes de consumo duradero se realizan, por lo general, en dólares. Algunas estimaciones establecen que alrededor de 40% del circulante en la economía se encontraría expresado en dólares (Orellana, 1999).

La dolarización impone limitaciones a las políticas monetaria y cambiaria, entre las que destacan: *i)* la vulnerabilidad del sistema financiero; *ii)* la transmisión de la depreciación a la inflación; *iii)* la necesidad de una mayor cobertura de las reservas internacionales; *iv)* la compensación de los cambios en el CIN; y *v)* una limitada flexibilidad cambiaria.

i) Vulnerabilidad del sistema financiero. La elevada dolarización de la cartera crediticia del sistema bancario constituye una limitación para la política cambiaria y es fuente de vulnerabilidad para el sistema financiero. Puesto que la mayor parte de los prestatarios perciben ingresos en moneda nacional, cada vez que la moneda nacional se deprecia, los deudores deben asignar una proporción creciente de sus ingresos para cumplir con el servicio de su deuda en dólares. Por ello, depreciaciones aceleradas del tipo de cambio nominal afectan al sistema financiero, posiblemente, en la forma de mayores niveles de morosidad.

ii) *Transmisión de la depreciación a la inflación.* A medida que la dolarización determine la fijación de algunos precios en dólares, ésta restringe la posibilidad de ejecutar una política cambiaria más dinámica. Estimaciones del BCB muestran que la transmisión de la depreciación hacia la inflación es no-lineal, pues cuando el ritmo de depreciación es bajo, la transmisión a los precios también lo es; mientras que en presencia de mayores tasas de depreciación, los precios se incrementan de manera más que proporcional (Orellana y Requena, 1999).

iii) *Necesidad de una mayor cobertura de reservas internacionales.* Una función importante del banco central es garantizar el funcionamiento del sistema de pagos, nacional e internacional. La elevada proporción de activos y pasivos en dólares en el sistema financiero nacional obliga al BCB a mantener un mayor nivel de reservas internacionales que en otras economías de similar tamaño pero sin dolarización. En la actualidad, las reservas internacionales brutas del BCB representan alrededor de siete meses de importaciones y ofrecen una cobertura, en promedio para el período 1995 a septiembre 2001, del 37% de los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero boliviano (cuadro 4).

iv) *Compensación de los cambios en el CIN.* Debido a la dolarización, los intentos de afectar la emisión monetaria controlando el *CIN* tienden a neutralizarse a través de cambios en las *RIN*. Si la expansión del *CIN* genera una oferta de emisión monetaria mayor a la demanda por moneda nacional, el público convertirá dicho excedente a moneda extranjera, lo que incidirá en definitiva en una contracción de las *RIN*. Mendoza y Boyán (2001) encuentran que los cambios en el crédito interno neto del BCB son compensados en forma significativa por cambios en las *RIN*, lo que se refleja en un elevado coeficiente de compensación.⁷ Esta situación implica que intento expansivos de la autoridad monetaria, vía incrementos del *CIN*, afectan sólo de manera limitada a la emisión monetaria.

v) *Limitada flexibilidad cambiaria.* Por el elevado grado de dolarización, el régimen cambiario vigente en Bolivia es poco flexible, lo que, a su vez, impone limitaciones a la conducción de la política

monetaria. En efecto, bajo un esquema de tipo de cambio fijo la política monetaria pierde su efectividad, ya que la cantidad de dinero en la economía no puede ser determinada por la autoridad monetaria. Esta situación, conocida como la “trinidad imposible” en la literatura económica, determina que en una economía abierta, con tipo de cambio fijo, no sea posible conducir de manera totalmente efectiva la política monetaria. En Bolivia, la política monetaria tiene cierto margen de acción, al tener un esquema cambiario deslizando (*crawling-peg*) y sustitución imperfecta entre activos internos en dólares y activos internacionales.

Cuadro 4

RESERVAS INTERNACIONALES: COBERTURA DE DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA E IMPORTACIONES, 1995-2001

(En millones de dólares)

| Año | Depósitos (A) | Importaciones mensuales (B) | RIN (C) | RIB (D) | Ratio (D)/(A) | Ratio (D)/(B) ^a |
|-------------------|---------------|-----------------------------|---------|---------|---------------|----------------------------|
| 1995 | 1.984 | 119 | 650 | 790 | 0,40 | 6,17 |
| 1996 | 2.898 | 128 | 951 | 1.107 | 0,38 | 7,10 |
| 1997 | 3.376 | 156 | 1.066 | 1.190 | 0,35 | 8,32 |
| 1998 | 3.691 | 143 | 1.063 | 1.193 | 0,32 | 7,90 |
| 1999 | 3.073 | 151 | 1.114 | 1.223 | 0,40 | 7,69 |
| 2000 | 2.997 | 159 | 1.085 | 1.146 | 0,38 | 7,90 |
| 2001 ^b | 2.851 | 145 | 1.025 | 1.105 | 0,39 | 7,30 ^e |

FUENTES: Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística.

^a Meses de importaciones del año siguiente. ^b Corresponde a septiembre de 2001.

Las limitaciones impuestas por la dolarización, han determinado que el tipo de cambio sea un importante instrumento para el control de la inflación y, por tanto, que la respuesta de la política cambiaria ante *shocks* externos deba ser gradual, como lo fue ante la gran devaluación del real brasileño en enero de 1999 y las significativas depreciaciones en 2001 del mismo real y del peso chileno, monedas de dos importantes socios comerciales del país. Asimismo, la dolarización justifica la importancia de que el banco central deba contar con mayores niveles de reservas internacionales a los que mantendría en una economía no dolarizada.

2) Mercados financieros poco competitivos y escaso desarrollo del mercado de capitales

Diversos estudios sobre el sistema financiero boliviano coinciden en señalar que el mismo se carac-

⁷ Este coeficiente mide la proporción de los cambios en el *CIN* que es compensada con cambios en las *RIN*. Con información mensual para el período 1989.01-2000.12, los autores estiman un coeficiente de compensación de 0.89.

teriza por ser un mercado no competitivo. Nina (1993) y Antelo, Cupé y Requena (1996) señalan que la estructura del mercado bancario boliviano impone una serie de limitaciones microeconómicas al comportamiento de las tasas de interés, lo cual determinaría que la autoridad monetaria tenga escaso margen para influir sobre las tasas de interés activas, y, por esta vía, sobre el crédito y la actividad real.

El sistema bancario boliviano se caracteriza por la presencia de importantes problemas de información asimétrica (Requena, 2001) y un elevado grado de concentración de los depósitos y cartera. En teoría, un número reducido de entidades financieras grandes podría establecer acuerdos colusivos que determinen inflexibilidades en las tasas de interés (en particular, de las tasas activas). Un comportamiento del tipo "líder-seguidor" determinaría que las entidades pequeñas emulen esta conducta para beneficiarse de elevados *spreads*.

Estudios empíricos (Laguna, 1999 y Orellana, *et al.*, 2000) muestran que las tasas de interés activas del sistema bancario son inflexibles a la baja. En términos de la política monetaria, una orientación expansiva del banco central influiría en un descenso de las tasas pasivas del sistema bancario, pero encontraría dificultades para inducir a una disminución de las tasas activas. Este comportamiento, reflejo de un mercado poco competitivo, ya fue ilustrado en gráfica X.

Una alternativa frente al desempeño del mercado bancario en la intermediación de recursos es el impulso del mercado de capitales. Desde la perspectiva de la política monetaria, la presencia de un mercado de capitales desarrollado es importante en la transmisión de las decisiones del banco central, ya sea vía precios de los activos, o mediante el canal de las expectativas que afectan las decisiones de inversión de las empresas. En Bolivia, el incipiente mercado de capitales se caracteriza, casi exclusivamente, por operaciones con instrumentos de renta fija, de corto plazo y sin que existan instrumentos derivados (Garrido, 2001).⁸

VI. Agenda futura

La evolución del contexto macroeconómico en la última década y el desempeño de las políticas moneta-

⁸ El mercado de valores boliviano es todavía muy pequeño y "aún no cumple su principal función de constituirse en una opción para acrecentar el ahorro financiero de los inversionistas a través de la canalización de recursos hacia las empresas y el gobierno, quienes requieren financiamiento para emprender proyectos productivos y de desarrollo que generen empleos y riqueza para el país" (Bolsa Boliviana de Valores, 2000).

ria y cambiaria, especialmente luego de promulgación de la Ley del BCB, han determinado el logro sistemático de sus objetivos, pero a la vez plantean algunos temas de reflexión para el instituto emisor. Entre ellos destacan: a) remonetizar o dolarizar la economía; b) incrementar la eficiencia en la intermediación financiera y desarrollar el mercado de capitales y c) considerar nuevas formas de instrumentación de la política monetaria.

1) Remonetizar o dolarizar la economía

La dolarización de la economía boliviana es resultado de una historia de inflación y devaluaciones que crearon importantes problemas de reputación e indujeron a los agentes a preferir una moneda fuerte como el dólar, especialmente como depósito de valor ("*peso problem*").

Estudios empíricos sobre regímenes cambiarios señalan dos aspectos importantes: *i*) independientemente del régimen cambiario elegido, la adecuada coordinación de las políticas monetaria y fiscal es una condición necesaria para alcanzar resultados macroeconómicos apropiados; y *ii*) los regímenes más rígidos permitirían alcanzar niveles inflacionarios más moderados, en tanto que los flexibles tendrían mayor éxito para atenuar los *shocks* externos negativos (Gosh *et al.*, 1996 y Edwards y Savastano, 1999).

El colapso de algunos regímenes cambiarios fijos en el este asiático en 1997, así como las serias dificultades por las que atraviesa Argentina, han puesto nuevamente en relieve los beneficios de adoptar regímenes cambiarios flexibles. Los beneficios de la flexibilidad parecen hacerse aun más evidentes ante eventos como el ajuste cambiario de Brasil a inicios de 1999 y las rápidas recuperaciones económicas de Chile, México y Colombia en ese año (Perry, 2001).

En Bolivia, con moderadas tasas de inflación, la política monetaria ha ido ganando independencia, de modo que los beneficios de un régimen cambiario más rígido no serían muy evidentes. Además, la dolarización completa o el tipo de cambio fijo impondrían mayores restricciones a la economía boliviana al reducir el número de instrumentos disponibles para la autoridad monetaria (Aguilar, 2000). Por otra parte, la introducción de un régimen cambiario más flexible que el actual, en un contexto de elevada dolarización, podría afectar negativamente a los agentes que tienen activos en moneda nacional y pasivos en moneda extranjera.

Otros estudios sugieren que existirían beneficios de avanzar hacia una remonetización de la economía boliviana, respecto a la alternativa de adoptar un esquema extremo como la dolarización completa. Tales beneficios incluirían: *i*) mayor recolección

de *señoreaje*; *ii*) mayor autonomía de la política monetaria; *iii*) mayor flexibilidad de la política cambiaria para absorber *shocks* externos; *iv*) fortalecimiento del banco central como prestamista de última instancia; y *v*) reducción de los costos de transacción en la economía, que actualmente opera con dos monedas (Lora, 1999). La remonetización debería ser voluntaria para que los agentes escojan libremente sus tenencias de activos.

A continuación se señalan brevemente algunas medidas de política monetaria y cambiaria que podrían apoyar la remonetización de la economía:

- *Introducción de una unidad de cuenta indexada a la inflación.* La introducción de esta unidad de cuenta tendría el propósito de ofrecer un instrumento adicional de protección de valor que sea alternativo al tipo de cambio. Ello permitiría indizar títulos públicos, instrumentos financieros y otras operaciones desarrolladas en el sistema financiero. Las experiencias de algunos países permiten rescatar lecciones para que un instrumento de indexación sea exitoso: *i*) el instrumento debe estar a salvo de cambios frecuentes en su definición; *ii*) la unidad de cuenta debe proteger efectivamente contra la inflación; *iii*) la regla de indexación debe ser clara, simple y estable; *iv*) la autoridad debe renunciar a utilizar este instrumento como una herramienta de su política de ingresos; y *v*) los instrumentos indizados deben tener rendimientos competitivos respecto a otros activos.*

- *Políticas de encaje legal.* El actual régimen de encaje legal establece tasas uniformes para las distintas monedas en depósitos vista y en caja de ahorro, pero su estructura ha buscado favorecer a los depósitos a plazo fijo en moneda nacional. En la perspectiva de lograr una remonetización de la economía, se podría considerar un tratamiento diferenciado que favorezca los depósitos en moneda nacional. Por ejemplo, la eliminación o reducción significativa del encaje legal para depósitos en moneda nacional debería conducir a tasas de interés más atractivas para captaciones o colocaciones en esta moneda.*

- *Ampliación del spread cambiario.* Una ampliación del *spread* entre el tipo de cambio de compra y de venta podría contribuir a la remonetización de la economía. Puesto que una importante proporción

* Nota del editor: Cuando se preparaba el presente trabajo en octubre de 2001, el BCB ya había realizado estudios para crear la unidad de cuenta mencionada. En diciembre de 2001 se normó el funcionamiento de la Unidad de Fomento a la Vivienda, una unidad de indexación a la inflación, desarrollada con base en las propuestas del BCB.

del público percibe sus ingresos en moneda nacional, la ampliación del *spread* actuaría como una disuasión a la práctica de realizar conversiones de bolivianos a dólares (“ida”) como reserva temporal de valor y posteriormente de dólares a bolivianos (“vuelta”) para realizar transacciones. En este caso, la medida debería reflejarse en mayor tenencia de moneda nacional por parte del público para fines transaccionales.

- *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 mediante la provisión de cobertura contra el riesgo de devaluación (Garrido, 2001). A este respecto, existirían, al menos en el corto plazo, dos limitaciones para la introducción de este tipo de instrumentos: *i*) el poco desarrollo del mercado de valores con el que cuenta Bolivia y, en general, el relativamente escaso uso de estos instrumentos en la actualidad; y *ii*) actualmente la rentabilidad real de las inversiones financieras en dólares (por ejemplo, depósitos a plazo fijo o títulos públicos) es elevada. Así, los agentes no tendrían incentivos para contratar una cobertura cambiaria.

Como complemento de las medidas descritas, el sector público también puede favorecer la remonetización. Por ejemplo, puede optar por una mayor emisión de deuda en moneda nacional y por la desindexación de impuestos, multas y tarifas públicas al tipo de cambio. Además, podría considerar que la suscripción de contratos con el sector privado, que los programas de fortalecimiento del sector financiero y las políticas de crédito con fines sociales, se hagan con mantenimiento de valor respecto a la inflación y no a la devaluación.

2) Mayor eficiencia en la intermediación financiera y desarrollo del mercado de capitales

En una economía de mercado, el rol fundamental del sector público se concentra en la regulación y supervisión. Hasta la fecha, Bolivia ha dado pasos muy importantes hacia la consolidación de su sistema financiero, que había sido seriamente afectado por la crisis económica e hiperinflación de mediados de los ochenta. La Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras fue importante en el establecimiento de normas orientadas a conseguir un sistema financiero más sólido y transparente.

La diversificación del mercado financiero es un elemento crucial para el desarrollo de largo plazo con estabilidad, pues una estructura financiera amplia, con un adecuado mercado de valores, favorece

el desarrollo del sistema bancario. Morales (2001) destaca que el desarrollo del mercado de capitales depende, entre otros, de: *i*) la transparencia y veracidad de la información de las firmas, *ii*) un sistema legal que garantice la propiedad y promueva el cumplimiento de contratos, y *iii*) una legislación de quiebras que posibilite la movilidad del capital hacia sectores con mejores perspectivas.

En este ámbito, deben establecerse reglas uniformes de contabilidad, promover la apertura de las empresas al capital, eliminar las barreras de acceso a la emisión de títulos y, especialmente, completar el marco jurídico adecuado para el funcionamiento de este mercado, aspecto en el cual se han dado significativos avances entre 1998 y 2001.⁹

3) Nuevas formas de instrumentación de la política monetaria

Pueden citarse tres alternativas de instrumentar la política monetaria: *i*) metas intermedias; *ii*) tipo de cambio fijo, cajas de convertibilidad o dolarización completa y *iii*) metas explícitas de inflación. En consideración a las limitaciones de la economía boliviana, y a la luz de las innovaciones financieras y del contexto macroeconómico actual, conviene preguntarse si una nueva forma de instrumentar la política monetaria en Bolivia podría permitir mejores resultados. A continuación se analiza solamente el primer y tercer puntos. El segundo fue tratado en la sección VI (1).

a) Metas intermedias

Actualmente, la política monetaria en Bolivia se instrumenta mediante el procedimiento convencional de utilizar una meta intermedia de cantidad que fija límites al crecimiento del *CIN*. La alternativa consistiría en establecer la conveniencia de elegir otro agregado monetario como meta intermedia.

El enfoque actual de programación monetaria, que parte de la identidad en la que la suma de las reservas internacionales y el *CIN* es igual a la emisión monetaria, podría ser extendido para considerar agregados monetarios más amplios que reflejen la cantidad de dinero y cuasidineró en la economía, incluyendo moneda extranjera.

Para establecer una relación entre los distintos agregados monetarios y la inflación se estimaron modelos VAR (no reportados) con diez rezagos a fin

⁹ Avances importantes se lograron con la Ley 1834 del Mercado de Valores (1998), la Ley 1864 de Propiedad y Crédito Popular (1998), además de diversas resoluciones de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros y del Comité de Normas Financieras de Prudencia, en el que también participa el BCB.

de cuantificar el efecto, en bloque, de los coeficientes estimados para los agregados sobre la inflación. En la especificación de estos modelos se incluyó, además del crecimiento de los propios agregados y la inflación, variables como la depreciación de la moneda nacional (para explorar el efecto *pass-through*), la depreciación elevada al cuadrado (para verificar la presencia de no linealidades en la relación depreciación-inflación) y variables *dummy*.¹⁰

Los resultados obtenidos para los coeficientes estimados en bloque son reveladores (cuadro 5). En primer lugar, al pasar de agregados restringidos hacia definiciones más amplias, el efecto del crecimiento de los agregados sobre los precios parece disminuir, relación intuitivamente correcta pues los agregados más restringidos representan el dinero empleado para fines transaccionales, que se refleja, en última instancia, en el IPC.

Cuadro 5

VAR AGREGADOS-INFLACIÓN: PRINCIPALES RESULTADOS

| Agregado monetario | Suma de los coeficientes de todos los rezagos empleados ^a |
|--------------------|--|
| Emisión monetaria | 0.120 |
| M_1 | 0.087 |
| M_2 | 0.091 |
| M_3 | 0.077 |
| M'_1 | 0.039 |
| M'_2 | 0.028 |
| M'_3 | 0.033 |

NOTAS: Definición de los agregados: M_1 = Circulante + Depósitos vista en MN. M_2 = M_1 + Caja de ahorro en MN. M_3 = M_2 + Depósitos a plazo en MN. Los agregados M'_1 , M'_2 y M'_3 incluyen además los depósitos en dólares.

^a Suma de todos los coeficientes de los rezagos del agregado monetario. No se reporta información sobre otras variables significativas en los VAR.

Por otra parte, el impacto del crecimiento de los agregados sobre la inflación es mucho menos significativo cuando se consideran definiciones de dinero que incluyen moneda extranjera. Por tanto, los precios se moverían en mayor medida en respuesta a agregados monetarios en moneda nacional.

Ello apoya la hipótesis de que la dolarización de la economía boliviana se caracteriza principalmente por una sustitución de activos, antes que por una

¹⁰ Todas las variables empleadas, entre ellas la inflación y la tasa de crecimiento de los agregados monetarios, resultaron ser estacionarias. Se incorporaron *dummies* estacionales, *dummies* que capturan bruscas elevaciones de los precios de los carburantes, una *dummy* referida al fenómeno del niño y otra *dummy* de ajuste para el cuarto trimestre de 1995.

substitución de monedas. Una explicación alternativa es que el IPC refleja principalmente transacciones de una canasta básica, que son realizadas especialmente en moneda nacional.

Sin embargo, conviene preguntarse si se podría incorporar dentro de la programación monetaria algún agregado como la base monetaria, que además de los billetes y monedas en poder del público, incluya a las reservas de los bancos, tanto en sus propias cajas como en aquellas mantenidas en el banco central.¹¹ El propósito de ampliar el concepto de dinero, sería la incorporación de un agregado monetario sobre el cual el banco central tenga mayor control. En efecto, mediante una política expansiva instrumentada vía operaciones de mercado abierto o a través de un menor costo de los recursos de liquidez, el banco central puede afectar las reservas bancarias y, por tanto, influir en cierta medida sobre la base monetaria.

Desde un punto de vista más empírico, el desarrollo de un programa monetario que considere la base monetaria en lugar de la emisión, dependerá de cuán estable resulte la demanda por base y, en qué medida, ésta se relacione con la evolución de los precios. Cuando ambas condiciones se cumplan, las variaciones expansivas o contractivas del crédito interno neto tendrán impacto predecible sobre la cantidad de dinero (base monetaria) en la economía.

b) Metas explícitas de inflación

En los últimos años, varios países enfrentaron dificultades al instrumentar la política monetaria basados en la utilización de metas intermedias. Por ello, algunos adoptaron, por un lado, esquemas de cajas de convertibilidad o dolarización completa y, por otro lado, regímenes basados en metas explícitas de inflación. Algunos autores como Mishkin y Savastano (2000) señalan que una estrategia de metas monetarias ya no es viable para Latinoamérica, debido a la inestabilidad de la relación entre los agregados monetarios y la inflación.

Varios países industrializados y otros en desarrollo han adoptado regímenes de "metas explícitas de inflación" para instrumentar la política monetaria. Bajo este esquema, la estabilidad entre la meta intermedia y el objetivo último de la política monetaria deja de ser crucial y la autoridad puede hacer uso de toda la información e instrumentos disponibles y no sólo de las metas intermedias u operativas. Este esquema reduce el problema del control in-

¹¹ Las reservas bancarias 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.

perfecto de la política monetaria sobre la tasa de inflación actual, porque la política se ajusta a una evaluación sistemática de la tasa de inflación esperada. Un requisito importante consiste en que el banco central tenga independencia para instrumentar la política monetaria, lo que requiere un sistema financiero sólido y ausencia de predominio fiscal. También se atribuye a este esquema ciertas desventajas, como la de incrementar la inestabilidad del producto y aumentar la discrecionalidad de la autoridad monetaria.

Con relación a este tema, análisis del BCB encuentran que la dolarización de la economía boliviana constituye una limitación importante para la adopción de un esquema de metas explícitas de inflación en Bolivia (Mendoza y Boyán, 2001). Por ejemplo, la mayor flexibilidad del tipo de cambio que el esquema de metas explícitas requiere, puede deteriorar más rápidamente los balances de las empresas y familias cuyo pasivos se encuentran en dólares. Una conclusión preliminar, para el caso boliviano, es que las alternativas de instrumentación de la política monetaria que se tienen (dolarización, tipo de cambio fijo o metas explícitas de inflación) parecen ser menos atractivas que la actual.

VII. Conclusiones

Este trabajo revisa la instrumentación de la política monetaria en Bolivia y su desempeño, analiza los mecanismos de transmisión de la política monetaria, identifica las limitaciones que enfrenta y delinea algunos temas de futura reflexión.

La instrumentación de la política monetaria evolucionó gradualmente de instrumentos directos de intervención, como eran los límites a las tasas de interés y asignaciones directas de créditos, hacia el uso de instrumentos indirectos como las operaciones de mercado abierto, créditos de liquidez, operaciones de reporto y reservas obligatorias. Algunos instrumentos también evolucionaron en el tiempo. El régimen de encaje legal fue reemplazado por un requerimiento de activos líquidos que, además de reducir los costos de encaje, permite a los bancos acceder con oportunidad y rapidez a créditos de liquidez del banco central.

El diseño reciente de la política monetaria ha permitido al ente emisor cumplir con el objeto señalado por Ley, que es el de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional. Desde la promulgación de la Ley 1670, en octubre de 1995, la tasa de inflación observada ha sido decreciente, a la vez que se respetaron los límites establecidos para el *CIN* y *RIN*.

El análisis de la política monetaria en la presente coyuntura económica, caracterizada por bajo crecimiento, muestra que, desde fines de 1999, el instituto emisor inyectó liquidez a la economía, lo que propició un descenso de tasas en los mercados monetario e interbancario.

Con relación a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, existe evidencia de transmisión hacia los precios. Las principales variables identificadas en este mecanismo son la emisión y la depreciación de la moneda nacional. La transmisión de la política monetaria hacia el sector real de la economía es menos clara. Las acciones de la autoridad monetaria para reducir las tasas de interés en el mercado monetario no se transmiten plenamente al mercado bancario y, por tanto, al mercado crediticio. Una de las causas de esa escasa transmisión se debería a que el sistema financiero tiende a compensar las menores tasas monetarias con incrementos en el diferencial entre tasas activas y tasas pasivas.

La principal limitación para la conducción de la política monetaria en Bolivia es el elevado grado de dolarización de la economía, que repercute en la vulnerabilidad del sistema financiero. Si bien los bancos mantienen un prudente calce de monedas en sus balances, asumen un importante riesgo crediticio cuando prestan en dólares a clientes que tienen ingresos en moneda nacional. Asimismo, con la dolarización, el tipo de cambio se constituye en un indizador que, a niveles altos de depreciación, determina mayores tasas de inflación.

La dolarización también dificulta las funciones de prestamista de última instancia del banco central que, en este contexto, deben realizarse en dólares. Por ello, las economías dolarizadas requieren de un mayor nivel de reservas internacionales que otras que no enfrentan ese fenómeno. La dolarización también determina un elevado coeficiente de compensación, según el cual, una política expansiva del banco central que implique una oferta de emisión monetaria mayor a la demanda, se traduce rápidamente en una pérdida de *RIN*.

Asimismo, la dolarización reduce las opciones para la política cambiaria, principalmente porque un régimen cambiario más dinámico podría debilitar más rápidamente al sistema financiero. El régimen cambiario boliviano tiene un margen estrecho para compensar choques cambiarios en las monedas de nuestros principales socios comerciales y choques de términos del intercambio.

Finalmente se proponen algunos temas para reflexión futura. El tema central de esta agenda es la dolarización de la economía. El debate entre dolarización y remonetización parece inclinarse, en el caso de Bolivia, en favor de la segunda alternativa.

Avanzar en la remonetización voluntaria de la economía permitiría obtener grados adicionales de libertad en la política cambiaria, sin poner en riesgo el objetivo de la política monetaria.

Referencias bibliográficas

- Aguilar, M. A. (2000), *La política cambiaria boliviana en el debate actual sobre regímenes cambiarios*, Banco Central de Bolivia, La Paz (Documentos de Trabajo, nº 01/2000).
- Antelo, E., E. Cupé y B. Requena (1996), "Determinantes macro y microeconómicos de las tasas de interés pasivas y los *spread*", *Análisis Económico* (Unidad de Análisis de Políticas Sociales y Económicas), vol. 15.
- Baliño, T., A. Bennet, y E. Borensztein (1999), *Monetary Policy in Dollarized Economies*, FMI (Occasional Paper, nº 171).
- Banco Central de Bolivia, *Boletín Estadístico*, varios números.
- Banco Central de Bolivia, *Boletín Informativo*, varios números.
- Bolsa Boliviana de Valores (2000), *Plan de trabajo: gestiones 2000 y 2001*, BBV, La Paz.
- Edwards, S., y M. Savastano (1999), *Exchange Rates in Emerging Economies: What do we know? What do we need to know?*, NBER, Cambridge, Mass. (Working Papers, nº 7228).
- Garrido, L. (2000), "Instrumentos financieros y cambiarios para incentivar el uso de la moneda nacional en el sistema financiero", *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 3, nº 1.
- Gosh, A., A. Gulde, J. Ostry y H. Wolf (1996), *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?*, FMI, Washington, D. C. (Economic Issues, nº 2).
- Laguna, M. (1999), "El comportamiento de las tasas de interés en el sistema bancario boliviano y el margen del banco central para políticas de tasas de interés", *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 2, nº 1.
- Lora, Ó. (1999), "Ventajas de mantener la moneda nacional en Bolivia", *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 2, nº 2.
- Mendoza, R., y R. Boyán (2001), "Metas explícitas de inflación y la política monetaria en Bolivia", *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 3, nº 1; publicado también en *Monetaria*, vol. 25, nº 4, octubre-diciembre de 2002, pp. 349-89.
- Mishkin, F., y M. Savastano (2000), *Monetary Policy Strategies for Latin America*, NBER (Working Paper Series, nº 7616), marzo.

- Morales, J. A. (2001), "La banca y el desarrollo", *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 3, nº 1.
- Nina, O. (1993), *Determinantes microeconómicos de las tasas de interés*, tesis de licenciatura, Universidad Católica Boliviana.
- Orellana, W. (1999), "Estimación del circulante y del multiplicador monetario en dólares", *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 2, nº 1.
- Orellana, W., y J. Requena (1999), "Determinantes de la inflación en Bolivia", *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 2, nº 2.
- Orellana, W., Ó. Lora, R. Mendoza y R. Boyán (2000), "La política monetaria en Bolivia y sus mecanismos de transmisión", *Revista de Análisis* (Banco Central de Bolivia), vol. 3, nº 1.
- Perry, G. (2001), *How much value is there in LAC currencies? or When is it worth giving up your currency?*, texto mimeografiado, Banco Mundial.
- Requena, J. (2001), *Información asimétrica y el mercado de crédito*, texto mimeografiado, Banco Central de Bolivia.
- Sachs, J., y F. Larraín (1999), "Why dollarization is more straitjacket than salvation", *Foreign Policy*, nº 116, otoño.
- Savastano, M. (1992), "The Pattern of Currency Substitution in Latin America: An Overview", *Revista de Análisis Económico* (Instituto Latinoamericano de Doctrina y Estudios Sociales), vol. 7, nº 1.

Coordinación macroeconómica en América Latina*

Enrique V. Iglesias

I. Introducción

Permítanme comenzar por agradecer a nuestro anfitrión, el señor Edward Gramlich, y a su institución, la Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva, de Estados Unidos, por su hospitalidad. Quisiera agradecer especialmente por su intermedio al señor Alan Greenspan, como buen amigo de América Latina y el Caribe, por el interés y apoyo que siempre ha demostrado por la región.

Quisiera también extender un saludo especial al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) en la persona de su Director General, doctor Kenneth Coates, y a todo su personal hoy aquí presente. Mi saludo es, además, en nombre del BID, que ha disfrutado de una larga relación de diálogo y cooperación con el Centro. A lo largo de los años el Centro ha acogido muchas figuras sobresalientes de nuestra región, como el señor Javier Márquez, quien brindó muchos años de servicio a nuestra institución.

CEMLA ha sido por mucho tiempo un lugar de encuentro de la banca central, pero sobre todo es un centro de investigación y de capacitación técnica con el cual todos estamos en gran medida endeudados, especialmente aquellos de nosotros que hemos tenido el honor de integrar la familia de los bancos centrales y participar de la amistad de las distinguidas personalidades de dicho medio.

Si damos un paso atrás y evaluamos lo positivo y negativo de nuestra región, resulta claro cómo la

gestión de la banca central ha asumido una creciente responsabilidad en años recientes, con un alto nivel de profesionalismo e independencia. Como resultado, hoy disfrutamos de niveles de estabilidad que representan un logro valioso dentro de nuestros esfuerzos, arduos pero necesarios, para asegurar fundamentos sólidos para nuestras economías. El CEMLA ha hecho una importante contribución para permitir a estas instituciones avanzar en el largo camino hacia la madurez institucional y la gestión responsable.

II. ¿Es deseable y posible la coordinación macroeconómica en América Latina?

Quisiera enfocar mis comentarios hoy en un tema que ha estado creciendo en importancia durante años recientes, pero que adquiere especial relevancia en las circunstancias que actualmente definen a nuestra región. El tema es si existe la necesidad de coordinación macroeconómica en América Latina y, si así fuera, ¿cuáles debieran ser los objetivos e instrumentos de tal coordinación?

Antes de contestar la primera interrogante, debemos preguntarnos: ¿cuándo es aconsejable coordinar políticas macroeconómicas entre países? Podría decirse que cuando las decisiones económicas de un país afectan seriamente a otro. ¿Es éste el caso preciso hoy en América Latina?

La reacción inicial aparentaría ser negativa. Aún cuando la interdependencia comercial entre los países de América Latina y el Caribe haya crecido en los últimos años, las relaciones comerciales continúan en niveles modestos. Al mismo tiempo, la interdependencia financiera entre grupos de países en la región permanece débil como resultado del bajo volumen de transacciones financieras intrarregionales; la pertenencia a un grupo regio-

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, los conceptos vertidos por E. V. Iglesias, presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, en ocasión de la cena conmemorativa del Cincuentenario del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, celebrada bajo los auspicios de la Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva, en Washington, D. C., el 26 de septiembre de 2002.

nal no ha creado canales fuertes para un claro contagio financiero de un país a otro. Una excepción reciente es Uruguay, dados sus estrechos lazos con los mercados financieros de Argentina.

Sin embargo, la reacción es bastante distinta si la coordinación macroeconómica es vista como una herramienta para la integración regional, o como parte de una visión adelantada de cooperación económica entre países unidos por una historia en común, por sus valores, por su geografía, y por relaciones financieras y económicas con gran potencial de profundización. Bajo tales circunstancias la coordinación se hace tanto necesaria como oportuna en momentos de inestabilidad financiera y de crisis.

Dentro del contexto de esa visión, ¿qué papel puede jugar hoy en la región la coordinación macroeconómica?

Durante los años noventa los países de América Latina y el Caribe registraron avances significativos en el campo de la estabilidad macroeconómica, así como en una serie de reformas estructurales dirigidas a lograr una mejor asignación de recursos. Aún cuando algunas de las reformas no lograron plenamente sus objetivos, y continuaron existiendo algunos bolsones de desequilibrio macroeconómico, la situación había mejorado sustancialmente.

A pesar de ello, la región no ha podido retornar a tasas razonables de crecimiento. En años recientes varios países han visto reaparecer la inestabilidad macroeconómica y el estancamiento –y aún la caída– de su coordinación. Parte del problema indudablemente radica en reformas incompletas y políticas económicas inapropiadas, que en muchos casos eran incompatibles con los regímenes cambiarios adoptados. El deterioro en la situación económica de la región también puede atribuirse a los choques externos desencadenados por la brusca caída en los flujos de capital como consecuencia de crisis financieras y cambiarias en otras partes del mundo. Dada la propia naturaleza del desarrollo en gran escala de los mercados de capitales en años recientes, la magnitud y las características del choque fueron similares al que sacudió a la región a comienzos de los años ochenta. En cualquier caso y de una forma u otra, la inestabilidad de algunos países tuvo un efecto de contagio sobre otros, y el estancamiento y la inestabilidad de los primeros años de esta década evocan tiempos que la región parecía haber superado.

Europa también experimentó inestabilidad y contagio durante los años ochenta y a comienzos de los noventa, aunque en un grado menor al de nuestra región. La respuesta consistió en profundizar el proceso de integración y, en especial, la

coordinación macroeconómica, lo que en última instancia llevó a la adopción de una moneda común.

La lección aprendida de esta valiosa experiencia parecería indicar que la coordinación macroeconómica es apropiada para nuestra región en la coyuntura actual y para el futuro previsible.

Las siguientes cinco preguntas ofrecen un punto de partida para el debate: *i)* ¿Qué forma debería adoptar esta coordinación?; *ii)* ¿Es posible actualmente dicha coordinación?; *iii)* ¿Cuáles serían los costos reales de esta coordinación para los países participantes?; *iv)* ¿Qué incentivos podrán movilizarse para fomentar esta coordinación?; y *v)* ¿Cómo podría incluirse la coordinación de políticas cambiarias en este objetivo?

A continuación se ofrecen algunas breves respuestas a estas preguntas.

III. ¿Qué forma debería adoptar esta coordinación?

Al pensar en si tal coordinación sería recomendable, surge la interrogante paralela en cuanto a qué tipo de coordinación sería la más apropiada para la región. Dejando a un lado por el momento al tema de adoptar una moneda común, pensamos que la coordinación debería enfocar dos aspectos clave: la convergencia macroeconómica, y las reformas institucionales para asegurar la sustentación del proceso de convergencia. La convergencia macroeconómica debería buscar establecer límites específicos al déficit fiscal, al endeudamiento y a la inflación. Teniendo en cuenta la vulnerabilidad de la región, los niveles del déficit fiscal y de la deuda necesitan ser inferiores a los establecidos en la Unión Europea, y basado en la experiencia europea, la meta de desequilibrio fiscal debería establecerse en términos del déficit estructural y no del déficit corriente. Considerando que nuestra región está expuesta a los choques externos, parecería un camino apropiado el establecer límites al déficit en cuenta corriente y al endeudamiento externo de corto plazo. Si el proceso de convergencia ha de ser sostenible en el tiempo, es a la vez aconsejable y necesario implementar una serie de reformas tales como la autonomía de la banca central, una nueva estructura institucional para manejar la relación entre los gobiernos nacional y provinciales, y una adecuada regulación y supervisión del sistema financiero. Estas reformas no deberían verse como sustitutivas sino más bien complementarias al plan maestro de convergencia.

Un acuerdo sobre convergencia debiera perseguir dos objetivos. En primer lugar, debería redu-

cir la inestabilidad en la región y, segundo, debería permitir la profundización del proceso de integración, ya que proporcionaría un incentivo a lograr acuerdos con el “socio responsable” en vez de aislar al socio en dificultades. Ambos objetivos deben ser necesariamente compartidos por todos los países de la región. La estabilidad es un “bien público”, y como tal es importante no sólo para el país que lo logra sino también para la región en su totalidad. La integración comercial y financiera de las sub-regiones es una idea compartida por los países involucrados e indudablemente potenciará la capacidad de crecimiento de toda la región. Por lo tanto, en la medida que la coordinación reduzca la inestabilidad y permita profundizar el proceso de integración, la única respuesta posible en cuanto a si es aconsejable avanzar con arreglos para la coordinación macroeconómica es afirmativa.

IV. ¿Es posible actualmente dicha coordinación?

La respuesta es algo más compleja en cuanto a la posibilidad real de avanzar en este proceso. Ante todo, los incentivos deberán ser lo suficientemente fuertes para mantener comprometidos a los países bajo distintas circunstancias. En Europa los incentivos se basaron en: una pérdida de imagen de no participar en el proceso; fuertes interrelaciones comerciales que dejaban en muy mala luz la inestabilidad de cualquiera de los socios (en especial con relación a los tipos de cambio); y sanciones económicas y políticas al incumplimiento de las metas (sanciones impuestas respectivamente por los mercados y la ciudadanía de cada país). Estos factores no están necesariamente presentes en nuestra región. Aunque las relaciones comerciales han crecido en forma significativa, ninguno de nuestros acuerdos sub-regionales equivale ni a la tercera parte de la relación existente en Europa a comienzos de los años noventa; no hay un “costo en reputación” asociado al incumplimiento de un acuerdo de nivel regional; y –en parte por lo antedicho pero también porque los acuerdos no son lo suficientemente transparentes– no existen sanciones por su incumplimiento.

Aún así, a pesar de la necesidad de mayor interdependencia comercial y de la eliminación de todas las medidas proteccionistas en el marco de los acuerdos de integración, existe un grado significativo de interdependencia financiera, y esto es lo que ha engendrado los recientes problemas de contagio. En consecuencia, la inestabilidad de cualquier socio es claramente un problema, y uno que la coordinación macroeconómica podría contribuir a mitigar. Aún cuando la tentación de abandonar

a un socio en dificultades es algo que todos los países han experimentado en más de una ocasión, la experiencia demuestra que ello no necesariamente elimina el contagio, especialmente en la presencia de fuertes vínculos comerciales. Asimismo, los distintos acuerdos de integración en la región buscan profundizar la interdependencia, de manera que se esperaría que este aspecto incrementara con el tiempo, y esto debe tomarse en cuenta. Finalmente, la fijación de metas regionales aumentaría las posibilidades de lograr mayor disciplina interna en cada uno de los países, lo que claramente configuraría un incentivo positivo para los gobiernos de la región. En este contexto vale la pena notar que las restricciones macroeconómicas creadas por un acuerdo regional en el cual los países tuvieran una presencia sustancial podrían generar reacciones más positivas que si se vieran como impuestas “desde afuera”.

V. ¿Cuáles serían los costos reales de esta coordinación para los países participantes?

Los beneficios de la coordinación deben también compararse con los costos asociados al proceso, específicamente con la menor autonomía de los países para fijar su propia política económica. La percepción de un costo muy alto en este terreno se basa en el supuesto, en primer lugar, que todos los países pueden manejar los instrumentos de la política económica con soltura, y segundo, que la coordinación necesariamente implica cumplir con reglas y criterios que limitan en gran medida la libertad de las autoridades económicas y políticas. Sin embargo, la experiencia demuestra que el margen de acción de la política económica se ha reducido considerablemente en tiempos recientes, y que el tipo de coordinación que estamos proponiendo no puede interpretarse como eliminando este margen para las autoridades nacionales. Salvo que alguien esté en contra de fijar metas razonables para el desequilibrio fiscal y la inflación, claro está. O que alguien se oponga a crear una estructura institucional que fomente la estabilidad del sistema financiero (regulación y supervisión financiera) o que controle la inflación (autonomía del banco central).

La coordinación macroeconómica aquí propuesta no reduce, sino más bien aumenta, la libertad de las autoridades políticas y económicas de la región. Esta libertad disminuye o desaparece cuando trepan las tasas de inflación, cuando los déficits fiscales dejan que la deuda alcance niveles impagables, cuando los sistemas financieros son inestables, o cuando un socio comercial es muy

inestable. La solución a estos problemas ensanchará el margen de políticas sociales y económicas en la región.

VI. ¿Qué incentivos podrán mobilizarse para fomentar esta coordinación?

En todo caso (y al margen de nuestra evaluación) deben emprenderse esfuerzos para crear incentivos que enfatizen los beneficios de la coordinación, en vista de que la experiencia demuestra que las autoridades nacionales suelen percibir que estos son inferiores a los costos de la coordinación. Hay varias vías de acción posibles.

- En primer lugar las agencias multilaterales, especialmente el BID, podrían avanzar con programas de apoyo a las reformas estructurales necesarias para la coordinación macroeconómica, así como a otro tipo de reformas que fomenten la interdependencia entre los países, y por añadidura, potencien la demanda de coordinación.
- Segundo, hace falta un marco institucional que haga más transparentes los acuerdos, junto a la presión que puedan ejercer la ciudadanía y los mercados sobre los gobiernos. No haría falta una superestructura para ello: simplemente una presencia institucional con suficiente peso relativo; por ejemplo, un equipo de expertos macroeconómicos para asesorar y evaluar los resultados, y sobre todo, aumentar la transparencia y credibilidad del proceso. Dadas su historia y su presencia dentro de la región, el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) sería un candidato ideal para manejar este tema.
- Tercero, necesitamos incrementar los contactos entre los líderes políticos de la región, porque sólo mediante el diálogo y la confianza mutua será posible lograr avances graduales pero permanentes. El CEMLA, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el BID podrían trabajar juntos en esta área. El BID ya ha ganado alguna experiencia en este campo por medio de los Diálogos de Política Regional que ha lanzado en varios temas, buscando así fomentar la comunicación entre los formuladores de política en la región.

Claro que no existe un sustituto para la voluntad política, sin la cual todo lo que he expuesto aquí es mera entelequia. Estamos convencidos, sin

embargo, que existe una genuina voluntad política en la región para profundizar la interdependencia y reducir la volatilidad, por lo cual sí tiene sentido avanzar enérgicamente con la cooperación macroeconómica.

VII. ¿Cómo podría incluirse la coordinación de políticas cambiarias en este objetivo?

También hace falta decir algunas palabras acerca de la coordinación de políticas cambiarias. La teoría y la experiencia, ambas, han demostrado que los tipos de cambio altamente inestables dentro del marco de los acuerdos de integración llevan a problemas económicos y políticos. La devaluación de la moneda de uno de los socios, generalmente resultante de una insostenible apreciación previa, es percibida como un comportamiento oportunista y desencadena reacciones proteccionistas y complicaciones políticas que conspiran en contra del proceso de integración. Este fue uno de los principales motivos que condujeron a la adopción de una moneda única en la Unión Europea. Sin embargo, ello no aparece como una opción viable para la región (al menos hoy), dada la actual diversidad de regímenes cambiarios –que van desde la dolarización hasta la libre flotación– y la ausencia de una moneda lo suficientemente fuerte, tal como el marco alemán. Si a pesar de ello en algún momento se tornara aconsejable la adopción de una moneda común bajo alguno o todos los acuerdos regionales de integración, ello sería el resultado de muchos años de convergencia macroeconómica y una demostración irrefutable de voluntad política en apoyo al proceso por parte de los países. Esto nos deja con el problema de la inestabilidad cambiaria y su impacto en la integración y coordinación macroeconómica. Poco puede hacerse en este terreno, salvo tener la certeza de que algún grado de convergencia macroeconómica contribuiría a reducir la inestabilidad cambiaria en la región. También en este contexto, los distintos tipos de choques externos y la existencia de varios regímenes cambiarios indican que continuará habiendo considerable volatilidad. Permanece inconcluso el debate acerca de lo aconsejable –en los casos de acuerdos de integración donde parece haber excesiva fluctuación en los precios relativos– de instalar mecanismos automáticos para compensar este fenómeno, y evitar así los problemas políticos y económicos aludidos anteriormente. Sin duda este es un tema controversial, y además complicado de instrumentar, pero debe ser incluido en el debate técnico.

VIII. Conclusiones

Dos comentarios de clausura. Primero, si los países están resueltos en avanzar con los acuerdos de integración sub-regionales, entonces las agencias financieras multilaterales deberán apoyar –o al menos respetar– dicha realidad. Por lo tanto, el diseño o las recomendaciones de política al nivel nacional deben ser evaluados desde un punto de vista regional.

Por último, un comentario acerca de la naturaleza y la magnitud de los choques externos. Si los países de la región continúan experimentando choques como los de los últimos años, no sólo será difícil coordinar políticas macroeconómicas, sino que también será difícil mantener la estabilidad y el crecimiento. Por lo tanto, debemos pen-

sar en otro tipo de coordinación, uno que complementaría al tipo de coordinación que hemos estado comentando aquí. Me refiero a la coordinación para establecer mecanismos compensatorios al nivel internacional –y también regional– que permitan sobrellevar los choques externos de forma de minimizar la disrupción al crecimiento. Este tema, sin embargo, ha sido objeto de un amplio debate, y seguramente podremos verlo de nuevo la próxima vez que nos encontremos.

Cuotas, condicionalidad y la Oficina Independiente de Evaluación del FMI: estado de situación*

A. Guillermo Zoccali

I. Introducción

En primer lugar, deseo sumarme a los que me precedieron en el uso de la palabra con un especial reconocimiento y felicitaciones al CEMLA por la valiosa tarea desarrollada durante cincuenta años en la promoción de un mayor entendimiento de cuestiones monetarias y bancarias en nuestra región.

Con el objeto de complementar los comentarios de mis colegas sobre el proceso de cambio y reforma en el cual está inmerso el Fondo Monetario Internacional, permítaseme brindar un breve estado de situación sobre tres temas claves para su funcionamiento institucional: la doceava revisión general de cuotas, la simplificación de la condicionalidad y la puesta en marcha de la Oficina Independiente de Evaluación.

II. La doceava revisión general de cuotas del Fondo

El Directorio Ejecutivo ha considerado aspectos conceptuales relacionados con el rol y el tamaño del Fondo, al igual que diferentes enfoques cuantitativos para evaluar la suficiencia de la base actual de recursos de la institución. A pesar de los esclarecimientos logrados, no existe aún consenso entre los Directores Ejecutivos acerca de la necesidad de un incremento de cuotas y se observa más bien

oposición de parte de algunos importantes accionistas. En particular:

- Existe un reconocimiento amplio de que el creciente uso de financiamiento proveniente de los mercados privados ha aumentado la posibilidad de *shocks* sobre la cuenta capital de muchos países, y que estos *shocks* pueden ser sustanciales tanto en términos absolutos como en términos relativos, con respecto al tamaño de sus economías.
- Se favoreció el desarrollo de una nueva fórmula para el cálculo de cuotas, más simple y transparente que las cinco actualmente empleadas. Como punto de partida es útil tener en cuenta que la aplicación de las fórmulas vigentes, usando 1999 como fecha de corte, arrojan un aumento en la participación de los países industrializados del 62 al 69%, en desmedro de las participaciones de las economías en transición y, particularmente, en desarrollo que caerían del 31% actual al 26%. En el ejercicio se analizó el uso de variables como el PBI medido con base en la paridad de poder adquisitivo (PPP) y de distintos indicadores de variabilidad en los flujos de capitales y apertura de las economías, tanto bajo fórmulas lineales como multiplicativas. En el mejor escenario de las simulaciones realizadas sin predeterminar la participación de los países en desarrollo, el total de sus cuotas calculadas no supera el 35.7% del total. Fue levantada también la conveniencia de que los países en desarrollo no sigan perdiendo voz en el organismo, y en este sentido resurgió la propuesta de ajuste en los votos básicos que tiende a favorecer las jurisdicciones con un mayor número de países, principalmente de África, sin aumentar su derecho de acceso a recursos con-

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el informe presentado por A. G. Zoccali, Director Ejecutivo en el FMI, en la XXXVIII Reunión de Gobernadores de América Latina, España y Filipinas ante el FMI-BIRF, celebrada en Washington, D. C., el 26 de septiembre de 2002.

dicionales. En todos estos aspectos, subsisten diferencias de enfoques que ponen de manifiesto las dificultades subyacentes de un ejercicio distributivo de suma cero de este tipo.

- Se reconoció, no obstante, que la globalización de los mercados puede conllevar riesgos de contagio financiero, a pesar de los esfuerzos de los países y del Fondo orientados a reducir la frecuencia y severidad de las crisis financieras, en este último mediante una supervisión (*surveillance*) mejorada que promueva políticas económicas coherentes y fortalezca el funcionamiento de los mercados financieros internos e internacionales
- Se coincidió también que el Fondo necesita seguir jugando un papel central en la resolución de crisis, dado la alta probabilidad de ocurrencia de nuevas crisis, para lo cual es necesario contar con una adecuada disponibilidad de recursos.
- Sin embargo, no existe aún una visión común sobre el grado de necesidad de recursos adicionales para el Fondo como consecuencia de estos acontecimientos.

El Fondo continúa adaptando sus políticas para fortalecer su rol en la economía global más integrada y expuesta a flujos volátiles de capitales. Ello involucra la adaptación de la condicionalidad asociada a su financiamiento, la clarificación de sus políticas de acceso a recursos en casos de crisis en la cuenta capital, el desarrollo de nuevos enfoques para involucrar el sector privado a la resolución de crisis y el intento de estrenar su línea de crédito contingente (CLL), aunque en este último punto sin mayor éxito.

El debate gira, entonces, en torno a la recalibración de la relación entre autodisciplina de los países miembros y el grado de cooperación internacional deseable para facilitar un proceso ordenado de ajuste. En el contexto actual, la Gerencia no ve a la función financiera de la institución como la de un prestamista internacional de última instancia, aunque hace hincapié que debe contar con una masa adecuada de recursos que le permita asistir a los países que ejecutan políticas consistentes para sobrellevar las turbulencias y superar problemas fuera de su control. Esta visión se traduce en un apoyo a un incremento prudencial de la base de recursos ordinarios del FMI, como una “inversión a una mejor globalización”.

Por otra parte, las preocupaciones de riesgo moral, que han cobrado creciente fuerza, han servido para que algunas sillas hagan relativa la justi-

ficación de un aumento en la base de recursos para mitigar el costo potencial de ajustes desordenados. En este sentido, se puede aseverar que las discusiones sobre adaptación de la condicionalidad para el apoyo de programas e iniciativas de involucramiento del sector privado (PSI) y reestructuración de deuda soberana (SDRM), como los principales medios para enfrentar problemas potenciales de riesgo moral por parte de los acreedores, han avanzado más que la definición del tamaño apropiado de recursos del Fondo.

Tampoco hubo coincidencia sobre la conveniencia de mantener el tamaño del Fondo en términos de los indicadores tradicionales, como el producto mundial u otras variables macroeconómicas.

Si bien se reconoció la dificultad para prever tanto el tamaño como el momento de futuras crisis, y la importancia de mantener un nivel prudencial de liquidez del Fondo para preservar su capacidad de respaldar los esfuerzos de ajuste de los países miembros y para prevenir contagios muchos países del G-7 indicaron que no existe hoy necesidad de un aumento de cuotas, pues el nivel de recursos disponibles no comprometidos es sustancial. También se argumentó que el uso proyectado de la línea de crédito contingente sobrestima las necesidades y no se contradice con la ausencia de interés en esta facilidad.

En conclusión, sería deseable que las discusiones actuales sobre la doceava revisión general de cuotas, resulten en un aumento en el tamaño total de los recursos ordinarios del Fondo para fortalecer su rol en la resolución y prevención de crisis. Al mismo tiempo, la revisión de fórmulas usadas para el cálculo de las cuotas de los miembros muestra la dificultad de acordar una metodología que avance simultáneamente una distribución que permita reflejar adecuadamente tanto la posición económica relativa de los miembros como la mantención de la participación relativa de los países en desarrollo. Subsisten diferencias de enfoque que se extienden también a la conveniencia de ajustar el número de votos básicos, como método alternativo para fortalecer la disminuida voz de los países en desarrollo. La factibilidad de avanzar rápidamente en este tema dependerá de la evolución del proceso internacional de ajuste, y del nivel de resistencia política, particularmente en países del G-1. O, a seguir financiando a través del Fondo programas de ajuste requieren montos sustanciales de crédito en presencia de factores de riesgo moral. En este sentido, influirá el grado de éxito en operar la iniciativa de PSI, y poner en marcha un mecanismo para la SDRM.

III. Simplificación de la condicionalidad

En lo relativo a la adaptación de la condicionalidad del Fondo para fortalecer la titularidad (“*ownership*”) de los países sobre sus programas, caben las siguientes observaciones: El Directorio ha completado la etapa final de una revisión amplia y de largo alcance, que comenzara hace dos años, de los lineamientos que deben guiar al *staff* en la aplicación de condicionalidad basada en una más efectiva colaboración con el Banco Mundial. El objetivo del ejercicio fue simplificar y focalizar la condicionalidad, para aumentar la probabilidad de éxito y eficacia de los programas apoyados por el Fondo, promoviendo el sentido de titularidad sobre las reformas identificadas como necesarias.

Este ejercicio procuró avanzar cuatro principios básicos interrelacionados: *i) parsimonia* en la aplicación de condicionalidad, es decir, se reconoció la importancia de limitar las condiciones a un mínimo necesario para alcanzar los objetivos del programa o para evaluar su implementación. También se hizo hincapié en relacionar más claramente las condiciones con los objetivos perseguidos, en particular basado en el criterio de criticidad o relevancia macroeconómica; *ii) diseño* de programas acordes a las circunstancias de cada país miembro, sopesando las causales de las dificultades de balanza de pagos para establecer prioridades más diferenciadas entre los miembros e internalizando tanto las limitaciones en la capacidad de ejecución como la experiencia pasada en lo que respecta a récord de cumplimiento con programas anteriores; *iii) coordinación* más efectiva con otras instituciones multilaterales en particular el Banco Mundial en cuanto a la aplicación de condicionalidades estructurales y el necesario fortalecimiento institucional; y *iv) claridad* en la especificación de las distintas condiciones.

Tendrá que verse sobre la marcha el impacto de la adaptación de estas directrices en materia de condicionalidad, para el logro de los objetivos trazados. Más específicamente su éxito en: *i)* asegurar que los recursos del Fondo sean usados para la resolución de problemas de balanza de pagos en forma consistente con el Convenio Constitutivo, es decir para evitar recurrir a medidas destructivas de la prosperidad nacional o internacional y para resguardar el carácter rotatorio temporalmente acotado de los recursos prestados; *ii)* instalar la prevención temprana en la adopción de políticas económicas y financieras correctas para evitar una crisis de balanza de pagos o financiera; *iii)* conferir al país miembro la responsabilidad primaria en la selección, diseño e implementación de sus políticas económicas y financieras. Se espera, sin embargo,

que el *staff* de la institución colabore estrechamente con las autoridades en lo que respecta al análisis de estrategias alternativas o contingentes para alcanzar los objetivos del programa.

En síntesis, el ejercicio procuró que los instrumentos del Fondo sean empleados para asegurar en primer lugar, la consistencia de los programas con sus propias políticas relacionadas al uso de recursos. En segundo lugar, para verificar que el país miembro está suficientemente comprometido en la implementación de los compromisos asumidos. En tercer lugar, para afianzar el concepto de viabilidad externa de mediano plazo de los países en un contexto de crecimiento sostenido equitativo y que mantenga una razonable estabilidad de precios. Para ello, el Fondo ha pretendido focalizar sus condicionalidades y por ende su responsabilidad, sobre lo monetario, fiscal y cambiario, incluyendo los aspectos institucionales y estructurales en esas áreas de relevancia crítica para la estabilidad macroeconómica y del sistema financiero. Se dejó claramente la tarea del diseño y monitoreo de las demás condiciones estructurales deseables o complementarias al Banco Mundial bajo el concepto de organismo líder. Las nuevas directivas sobre condicionalidad quedaron también sujetas a una revisión bianual con vistas a evaluar su aplicación.

Lo novedoso, es que se instaló en el debate, aunque sin consenso aún, el concepto de un nuevo par de ojos (“*fresh pair of eyes*”) para diferenciar hacia adelante las tareas de negociación y evaluación de programas con el fin de preservar la coherencia de las recomendaciones de políticas y de su ejecución.

IV. La Oficina Independiente de Evaluación del Fondo

La Oficina Independiente de Evaluación del Fondo (IEO) se encuentra ahora en pleno funcionamiento y cumpliendo con el programa de trabajo que se propuso para el ejercicio 2002-2003, oportunamente respaldado por el Directorio de la institución. Dicho plan consta de tres proyectos principales, el primero ya finalizado trata sobre el uso prolongado de recursos y fue considerado el pasado 20 de septiembre. El segundo proyecto, que la IEO espera enviar al Directorio a fines de marzo del próximo año, analizará el rol del Fondo en casos de crisis en la cuenta capital de la balanza de pagos a partir de los casos de Corea, Indonesia y Brasil. El tercero, que se espera remitir al Directorio a fines de abril del 2003, se concentrará en el análisis de los senderos de ajuste fiscal en progra-

mas respaldados por el Fondo en un grupo de países de ingresos bajos y medios.

El informe sobre uso prolongado de recursos del Fondo fue presentado en dos volúmenes, que pronto estarán disponibles en el sitio del Internet de la institución, acompañado por comentarios del *staff* y del Director Gerente, la respuesta de la IEO a los mismos y la síntesis de la reunión de Directorio dedicada al tema. El primer volumen aborda esta problemática con profundidad, presentando un diagnóstico y recomendaciones, mientras que el segundo analiza los casos de Pakistán, Filipinas, Senegal y también Marruecos y Jamaica como países “graduados”. El informe, no obstante está concentrado en los rasgos más salientes de uso prolongado, abarca un campo muy amplio incluyendo las tareas de supervisión del Fondo, la condicionalidad y diseño de los programas y política de acceso a los recursos del Fondo, entre otros

El informe procura avanzar una definición de uso prolongado de recursos y sobre esa base realiza comparaciones con otros casos de uso temporario. También, destaca las características negativas de un uso prolongado tanto para los países involucrados como para la institución. En el primer caso, por su efecto sobre el grado de compromiso de los países con la ejecución y políticas en los programas. En el segundo caso, porque la sucesión de programas que no alcanzan los objetivos trazados contribuye a erosionar la credibilidad del Fondo, que muchas veces se le ve como imponiendo condicionalidades sin tener en cuenta las restricciones imperantes tanto financieras, como técnicas y políticas.

En lo que respecta a las causas del uso prolongado de recursos, el informe detalla condiciones objetivas que requieren un involucramiento del Fondo por períodos más largos que los originalmente previstos en el Convenio Constitutivo, particularmente tratándose de reformas estructurales en los países de bajos ingresos. En este sentido, no se esgrimen consideraciones similares para los países de ingresos medios, en términos del tiempo y recursos requeridos para avanzar reformas igualmente complejas, particularmente en el campo de la reforma del sector público, las privatizaciones, el fortalecimiento de las instituciones fiscales, las relaciones con las provincias, el sistema previsional y la asistencia social a los grupos más postergados. La falta de énfasis en estos aspectos para los países de ingresos medios se traduce en una presentación del problema de uso prolongado como algo más preocupante en el caso de los países de ingresos medios que de las economías en transición y los países de bajos ingresos, a pesar de que estos últi-

mos constituyen el mayor número de casos de uso prolongado.

Dejando de lado las causas objetivas que pueden justificar un involucramiento prolongado del Fondo con países miembros, el informe identifica como la causa determinante del uso prolongado de recursos del Fondo, al carácter que los mercados y la comunidad internacional, en general, le han otorgado a los programas con el Fondo: el de representar un sello de aprobación (“*seal of approval*”) de las políticas macroeconómicas y estructurales para acceder a otras fuentes de financiamiento oficial y privado, es decir para gatillar el rol catalítico de la institución.

Se destaca que la búsqueda del sello de aprobación tiene la consecuencia de generar una presión fuerte sobre la institución para que respalde un programa, aunque las condiciones institucionales del país, su capacidad de ejecución de las medidas contempladas, o la voluntad de implementarlas no estén totalmente presentes. La IEO relaciona esto con la falta de titularidad (“*lack of ownership*”). Adicionalmente, plantea que programas negociados en condiciones de presión generalmente no están bien diseñados, particularmente cuando se considera la tendencia habitual del *staff* de la institución a incorporar proyecciones demasiado optimistas con respecto al crecimiento del producto y de las exportaciones.

Con respecto a las recomendaciones para enfrentar el problema de uso prolongado de recursos del Fondo el informe, consecuente con su diagnóstico, propone buscar mecanismos alternativos a la aprobación de un programa con el Fondo, que puedan cumplir con la función de otorgar un sello de aprobación. Esta solución se visualizó como muy difícil ya que el financiamiento que el Fondo otorga, es lo que le permite aplicar una condicionalidad más estricta a los países miembros.

En sus aspectos operativos, el informe remite a decisiones ya tomadas por el Directorio para contrarrestar el fenómeno de uso prolongado, pero señala que éstas no fueron adecuadamente implementadas. La explicación que da por las falencias en la aplicación, es la inexistencia de una definición operativa de uso prolongado y la resistencia a nombrar países dentro de esa categoría. Se propone como definición considerar cada año como usuarios prolongados a aquellos países que en los 10 años precedentes hayan usado recursos del Fondo durante 7 años para facilitar, en la opinión de la IEO, la articulación de una política más específica.

La IEO reconoce la vigencia de tres pilares fundamentales: adelantar la condicionalidad, inclu-

yendo acciones previas a la aprobación de un programa; postergar desembolsos hacia etapas más avanzadas del programa (*"backloading"*), y someter programas finalizados a un escrutinio minucioso para determinar las causas en caso de no haberse logrado los objetivos trazados o que haya surgido la necesidad de un programa sucesorio.

Se propone, a su vez, otras medidas tales como incrementar la tasa de cargo a los programas que entran en la categoría de uso prolongado, propuesta que fue unánimemente rechazada en la reunión del Directorio; así como también promover una mayor permanencia del *staff* afectado a los países para poder hacer un mejor uso de la experiencia acu-

mulada y facilitar el diálogo con las autoridades.

Finalmente, la Gerencia ha resuelto crear un grupo de trabajo que propondrá medidas concretas basadas en las recomendaciones finales, de la IEO a consideraciones del Directorio con miras a acrecentar el éxito de los programas que se recomienden al Directorio para su aprobación.

Actividades del CEMLA durante diciembre de 2002-febrero de 2003

| <i>Actividad</i> | <i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i> |
|--|---|
| | <i>Curso</i> |
| Estadísticas Monetarias y Financieras | Fondo Monetario Internacional St. Kitts, 3 – 21 de febrero |
| | <i>Seminario</i> |
| V Seminario sobre Sistemas de Pagos | Banco de Pagos Internacionales Río de Janeiro, 2 – 4 de diciembre |
| | <i>Reunión</i> |
| Grupo de Trabajo de Sistemas de Pagos | Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento Río de Janeiro, 5 de diciembre |
| | <i>Misiones institucionales</i> |
| Evaluación a Países de Sistemas de Pagos | Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento Willemstad, 10 – 17 de diciembre |
| Fortalecimiento Institucional | Debt Relief International La Paz, 13 – 24 de enero |

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXV, nº 4, octubre-diciembre

Money Affairs, vol. XV, nº 2, julio-diciembre

Diego Winkelried Quezada

*Interdependencia y contagio financiero
en América Latina*

Leonardo Villar
Hernán Rincón

*Flujos de capital y regímenes cambiarios
en los noventa*

Eduardo Jallath
José Luis Negrín

*Evolución y estructura de los medios de pago
distintos al efectivo en México*



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

BOLETÍN

Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 18.00 dólares (América Latina y el Caribe: 12.00 dólares; estudiantes y maestros: 9.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

*Claudio Antonovich
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 255
Telefax: (5255) 55-25-44-32
E-mail: antonovich@cemla.org*

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

| | |
|---|--|
| Banco Central de la República Argentina | Banco de Guatemala |
| Centrale Bank van Aruba | Bank of Guyana |
| Central Bank of the Bahamas | Banque de la République d'Haïti |
| Central Bank of Barbados | Banco Central de Honduras |
| Central Bank of Belize | Bank of Jamaica |
| Banco Central de Bolivia | Banco de México |
| Banco Central do Brasil | Bank van de Nederlandse Antillen |
| Eastern Caribbean Central Bank | Banco Central de Nicaragua |
| Cayman Islands Monetary Authority | Banco Central del Paraguay |
| Banco Central de Chile | Banco Central de Reserva del Perú |
| Banco de la República (Colombia) | Banco Central de la República Dominicana |
| Banco Central de Costa Rica | Centrale Bank van Suriname |
| Banco Central de Cuba | Central Bank of Trinidad and Tobago |
| Banco Central del Ecuador | Banco Central del Uruguay |
| Banco Central de Reserva de El Salvador | Banco Central de Venezuela |

COLABORADORES

Bancos centrales

| | |
|---|--------------------------------------|
| Deutsche Bundesbank (Alemania) | Banque de France |
| Bank of Canada | Banca d'Italia |
| Banco de España | De Nederlandsche Bank (Países Bajos) |
| Federal Reserve System (Estados Unidos) | Bangko Sentral ng Pilipinas |
| European Central Bank | Banco de Portugal |

Otras instituciones

| | |
|--|---|
| Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia) | Superintendencia de Bancos (Panamá) |
| Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador) | Superintendencia de Bancos (República Dominicana) |
| Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador) | Banco Centroamericano de Integración Económica |
| Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras) | Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A. |
| | Fondo Latinoamericano de Reservas |