



**ESCENARIOS Y ALTERNATIVAS
PARA UNA SALIDA ORDENADA DEL ESQUEMA
DE TIPO DE CAMBIO EN BOLIVIA**

FUNDACIÓN JUBILEO

2022

PRESENTACIÓN

El tipo de cambio es una variable económica fundamental que, entre otros aspectos, regula o afecta al comercio exterior, es decir, las importaciones y exportaciones, y sus consecuentes efectos en la economía.

En el marco del trabajo de seguimiento y análisis de la situación económica, que como Fundación Jubileo realizamos por varios años, hemos visto con preocupación el tema del déficit en Balanza Comercial y la caída de Reservas Internacionales, por lo que, desde el año 2016, venimos insistiendo con la necesidad de flexibilizar el tipo de cambio.

Bajo el actual tipo de cambio, que ha sido congelado desde 2011, la moneda nacional se encuentra sobreapreciada, lo que favorece a las importaciones (y al contrabando) en desmedro de la producción nacional, y conlleva una caída casi constante de las Reservas Internacionales, que son el respaldo de nuestra moneda y la economía.

En varios documentos hemos expresado nuestra preocupación por no haber dado solución a este problema de manera oportuna. Hoy, ante un escenario aún más adverso, presentamos este documento, con la finalidad de aportar con elementos de análisis, experiencias internacionales y propuestas de alternativas.

Una salida ordenada del esquema de tipo de cambio, controlada a través de políticas públicas, nos parece más pertinente que un colapso o salida descontrolada que podría tener efectos nefastos en la inflación y en la economía en general.

A su vez, exhortamos a las autoridades de gobierno para que, en el marco de la responsabilidad, se aborde esta problemática, en unidad, diálogo y concertación, para evitar un escenario de inestabilidad económica y que podamos trascender esta situación con la menor afectación posible para la población.

Fundación Jubileo 2022

ESCENARIOS Y ALTERNATIVAS PARA UNA SALIDA ORDENADA DEL ESQUEMA DE TIPO DE CAMBIO EN BOLIVIA

INDICE

1.	Antecedentes.....	4
1.1.	Breve Introducción Teórica de los Sistemas de Tipo de Cambio – ventajas y desventajas.	4
1.2.	Sistemas de Tipo de Cambio en la Región	11
1.3.	Lineamiento de Política Económica en Bolivia y su influencia en el Tipo de Cambio	14
2.	Tipo de Cambio en Bolivia.....	17
2.1.	Tipo de cambio Nominal y Tipo de Cambio Real Multilateral.....	18
2.2.	Términos de Intercambio y Balanza Comercial de Bolivia	23
2.3.	Fondos de Pensiones y su vulnerabilidad	30
2.4.	Financiamiento de las Empresas Públicas Bolivianas.....	31
3.	Evolución de las Reservas Internacionales Netas en Bolivia	35
3.1.	Deuda Pública y Servicio de Deuda externa.....	40
3.2.	Remesas.....	40
4.	Buenas Prácticas para Salir del Esquema de Tipo de Cambio	41
4.1.	Experiencias de Economías que han Salido de un Sistema Fijo de Tipo de Cambio a uno más Flexible	42
4.2.	Establecimiento de Metas de Inflación Conforme a la Dinámica de las Expectativas de los Agentes Económicos	57
4.3.	Gestión del Riesgo Cambiario	61
4.4.	Desarrollo y Reglamentación del Mercado Cambiario	62
4.5.	Formulación de Políticas de Intervención de las Autoridades Monetarias.....	64
5.	Salidas a un Nuevo Sistema de Tipo de Cambio.....	65
6.1.	Base de una Propuesta del Régimen de Cambio Programado - Gabriel Loza (2017).....	71
6.2.	Un Mecanismo de Subasta Doble Competitivo de Divisas para Bolivia - Fernández et. al. (2018).....	74
6.3.	Alternativa de combinación entre Régimen Programado y Subasta Doble Competitivo para la Determinación del Tipo de Cambio de equilibrio	75

7.	Conclusiones	84
8.	Bibliografía	86

INDICE DE IMÀGENES

<i>Imagen 1. Prospectiva: Desventajas del Tipo de Cambio Fijo</i>	8
---	---

INDICE DE CUADROS

<i>Cuadro 1. Esquemas Actuales del Tipo de Cambio en la Región</i> (al 2 de septiembre de 2022)	11
<i>Cuadro 2. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible - Chile</i>	49
<i>Cuadro 3. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible - Israel</i>	50
<i>Cuadro 4. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible – Polonia</i>	51
<i>Cuadro 5. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible - Brasil</i>	52
<i>Cuadro 6. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible - República Checa</i>	53
<i>Cuadro 7. Experiencia de salida hacia un tipo de cambio flexible - Uruguay</i>	54
<i>Cuadro 8. Síntesis de alternativa propuesta de salida de Esquema de Tipo de Cambio para Bolivia</i>	78

INDICE DE FIGURAS

<i>Figura 1. Tipo de Cambio Fijo y Expansión de Producción y/o Expansión Fiscal</i>	6
<i>Figura 2. Índice Tipo de Cambio Nominal, Principales Socios Comerciales de Bolivia</i> (enero 2012 – agosto 2022)	19
<i>Figura 3. Tipo de Cambio Paralelo Promedio, Real Multilateral e Inflación Tasas de Variación Porcentual a 12 meses, (enero 2018 – enero 2022)</i>	21
<i>Figura 4. Términos de Intercambio Bolivia y Socios Comerciales América Latina (2018 = 100)</i>	24
<i>Figura 5. Balanza Comercial Bolivia - US\$ MM (enero 2012 - agosto 2022)</i>	26

<i>Figura 6. Disgregación de las Importaciones de Bolivia - US\$ MM (enero 2012 – agosto 2022)</i>	27
<i>Figura 7. Ingreso, Gasto Fiscal, Operaciones Consolidadas en Sector Público MM de Bs, (enero 2012 - octubre 2021)</i>	30
<i>Figura 8. Reservas Internacionales Bolivia - US\$ MM (enero 2012 - agosto 2022)</i>	37
<i>Figura 9. Estimación de Producción de Gas de Sproule vs Producción Real; En MMm3/día (2019 - agosto 2022)</i>	38
<i>Figura 11. Remesas - US\$ MM (primer trimestre 2000 – cuarto trimestre 2021)</i>	41
<i>Figura 12. Proyección de la Serie “Divisas” 24 Meses - US\$ MM - ARIMA Model: (0,2,1) -Nonseasonal Differences: 2</i>	

Introducción

A partir de la gestión 2014 se manifiesta la espuria fortaleza económica de Bolivia, sostenida por las materias primas. En dicho desarrollo económico, una piedra angular ha sido el uso del sistema actual de tipo de cambio. El descubrimiento de acumulaciones de hidrocarburos, en una etapa económica histórica anterior, ha permitido la existencia de las reservas hidrocarburíferas¹ que puedan explotarse para que de este modo Bolivia presencie su mayor expansión económica nunca antes vivida.

No obstante, actualmente se observa que las políticas implementadas prácticamente dilapidaron la oportunidad de desarrollo de Bolivia. No se repusieron los hidrocarburos que fundamentaron el actual modelo económico, ocasionando con ello su insostenibilidad; es ahí donde se advierte que el sistema de tipo de cambio debe ser modificado acorde al feble respaldo que otorgan los actuales niveles de divisas. En este sentido, es oportuno y con urgencia plantear salidas del actual esquema de tipo de cambio, para evitar una crisis similar a la vivida por Bolivia en la década de los años 80.

Por consiguiente, abordar el examen de salida del tipo de cambio actual de Bolivia, obliga a una mirada de perspectiva a considerar a finales de 2022: 1) Etapa descendente del ciclo económico boliviano, 2) Uso de recursos para el respaldo de financiamiento de empresas públicas, 3) Desincentivo del sector privado productor y exportador de manufacturas y agrícolas, 4) Desaliento a la profundización financiera, 5) Bolivianización del sistema financiero, 6) Mantenimiento de los subsidios a los hidrocarburos en el mercado doméstico, 7) Disuasión de la contratación formal de trabajadores y 8) Fomento a importaciones (y contrabando) debido a un tipo de cambio apreciado que va en contra la producción boliviana.

¹ Es importante reconocer los pasos y condiciones sinequ岸um para que los recursos hidrocarburíferos se consideren como reservas. Para que las reservas sean clasificadas es necesaria una certificación internacional que defina los volúmenes implícitos de los hidrocarburos y que presenten sobre todo las facilidades concomitantes para su comercialización hacia mercados formales. En este sentido, las reservas representan aquellos volúmenes comerciales de hidrocarburos descubiertos que pueden ser extraídos y transportados hacia mercados; es decir se encuentran asociados a los campos productores actuales. Lo señalado implica detentar vías de comunicación, ductos, plantas; baterías, etc. Por consiguiente, el volumen de hidrocarburos que se resume en el apelativo de reservas presenta condiciones de inversiones previas y esfuerzos logísticos antecedentes.

Más allá de contribuir a mantener una moderada inflación, los resultados y las líneas de política económica que incluye el mantenimiento actual del sistema de tipo de cambio desplazan al sector privado por el estatal. En otras palabras, las políticas actuales inhiben al sector económico privado moderno, que presenta sobre todo formalidad, competitividad y productividad, por un sector económico estatal ensombrecido por serias dudas sobre eficiencia y probidad, dado que este sector por su dinámica carece de los incentivos ante la quiebra económica de los proyectos encarados y el control de los Directorios enmarcados en el Código de Comercio.

En este sentido, es importante diferenciar elementos de contexto que desfavorece el mantenimiento del actual esquema de tipo de cambio, pero también considerar los esfuerzos realizados para perpetuar el actual tipo de cambio apreciado. Una vez que se avizora, el panorama que existe en Bolivia es posible contrastar dicha situación con las habituales prescripciones de organismos y experiencias internacionales que expresan del “cómo” es posible efectuar una salida de un tipo de cambio a uno más flexible. En esta línea y dadas las buenas prácticas para la transición a un tipo de cambio más flexible, todos los esfuerzos se rubrican a potenciar la profundización financiera de la economía, así como fomentar la diversificación productiva para lograr una independencia ante los shocks internos de producción y externos de precios; sin duda, todo lo contrario, a lo que se ha estado realizando en Bolivia.

Es importante remarcar que al efectuar el repaso de las medidas tomadas en Bolivia, surge el cuestionamiento de cómo un país en su mejor momento económico, paradójicamente puede ubicarse en una posición adversa. Obviamente no es consistente pensar que los ingresos de hidrocarburos pueden mantener el superávit comercial de forma *perenne* permitiendo el elevado gasto de gobierno y mantener el actual tipo de cambio apreciado.

El presente documento, tiene por objeto efectuar un análisis de la insostenibilidad actual esquema de tipo de cambio y proponer plausibles alternativas de salida ordenada, hacia un sistema de tipo de cambio más flexible a pesar de los condicionamientos establecidos en Bolivia. En este sentido, la estructura hermenéutica se divide en 7 apartados. El primero se centra en los fundamentos del tipo de cambio desde la óptica teórica, ilustrando las ventajas y desventajas en mundo globalizado, para después describir los tipos de cambio en la región. Seguidamente, se

describen los lineamientos de política económica en Bolivia que influyen en la determinación del tipo de cambio.

El segundo apartado, describe el tipo de cambio vigente en Bolivia y su correspondiente relación con la inflación, términos de intercambio y el comercio internacional. Asimismo, se describe la potencial vulnerabilidad de los Fondos de Pensiones ante una eventual depreciación, dado que una importante proporción de las inversiones se encuentran en moneda nacional. Finalmente, en el segundo apartado se hace una breve revisión de los créditos del Banco Central de Bolivia para financiar empresas públicas que afectan a las Reservas Internacionales Netas (RIN).

Seguidamente, en el tercer acápite se efectúa un examen histórico de las RIN y su correlación de la evolución del consumo de las reservas de hidrocarburos. Asimismo, se efectúa un breve repaso de la reciente evolución de la deuda y el correspondiente servicio. Posteriormente se describen los flujos de remesas a Bolivia, aspecto que significa un colchón de ingreso de divisas. Para finalizar en este acápite se efectúa una proyección estadística de la evolución de las divisas en el corto y mediano plazo si las autoridades monetarias no hicieran nada. En general, hasta aquí se reconocen las dimensiones agregadas y derivadas de variables, tal como un caleidoscopio de perspectivas para advertir el escenario ante un cambio de sistema de tipo de cambio.

En la quinta sección se manifiesta el relevamiento y sistematización de estrategias y de experiencias internacionales, para salir del esquema de tipo de cambio conforme a las recomendadas buenas prácticas. Desde luego son experiencias de economías emergentes destacando las diferencias de ambientes, crisis e inestabilidades económicas. Estas experiencias se presentan con el objeto de absorber las experiencias y contextos de transición de sistema de tipo de cambio.

Seguidamente, en la sexta sección se plantean las propuestas y alterativas de salidas de esquema de tipo cambio para el caso boliviano. Finalmente, en el séptimo capítulo, se consignan las conclusiones más relevantes que recopilan los más importantes hallazgos.

1. Antecedentes

A medida que pasa el tiempo, el sistema de tipo de cambio se mantiene, pese a que se advierte la disminución gradual de las RIN. ¿Cuáles podrían ser las razones para mantener el sistema de tipo de cambio? En el sentido positivo, si las cosas se hubiesen hecho bien, habría una justificación para mantener el actual esquema de tipo de cambio sin la necesidad de advertir la plausible crisis económica que se avecina. Por consiguiente, en este apartado, con finalidad ilustrativa y para contrastar la propuesta de salida de tipo de cambio, primero se pone de relieve una sucinta descripción teórica de los sistemas de tipo de cambio y como contempla dicha herramienta en la región, para después describir el actual marco de lineamiento de política económica y su influencia en la determinación del tipo de cambio.

1.1. Breve Introducción Teórica de los Sistemas de Tipo de Cambio – ventajas y desventajas

Cuando se revisa el soporte teórico de los sistemas de tipo de cambio es posible advertir variadas perspectivas explicativas dependiendo del interés de punto de vista. Los sistemas de tipo de cambio se encuentran en función a los equilibrios en términos de expectativas. Si al análisis se le añade la dimensión temporal, es posible observar las tendencias y puede que se adviertan los ciclos económicos. Desde luego, el análisis se hace más rico con el añadido de la dimensión temporal y de contexto. Sin embargo, es precisamente el contexto de estructura económica y su dinámica que determina en un momento del tiempo tomar acciones de política económica y con ello establecer el sistema de tipo más conveniente. En este sentido, para resumir el andamiaje teórico de los sistemas de tipo de cambio, con fijación o sin fijación, el tipo de cambio y el tipo de interés nominal deben satisfacer la condición de la paridad de los tipos de interés:

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*) \left(\frac{E_t}{E_{t+1}^e} \right) \quad (1)$$

Donde:

$$E_t = \frac{EP}{P^*} = \text{Tipo de cambio real.}$$

$$E = \text{Tipo de cambio nominal.}$$

P = Precios domésticos.

P^* = Precios internacionales.

i_t = Interés del mercado doméstico.

i_t^* = Interés mercados internacionales.

E_{t+1}^e = Futuro tipo de cambio (expectativas de los agentes).

El Tipo de Cambio Real (TCR) se calcula multiplicando el nivel interior de precios por el tipo de cambio nominal y dividiendo por el nivel de precios extranjero. De acuerdo con Blanchard et al. (2012), el TCR es un número índice que a su vez se encuentra en función a los deflatores del PIB utilizados para calcular el TCR son a su vez números-índice (1-100) de un año base en particular. No obstante, la utilidad del tipo cambio real se fundamenta en la tasa de variación de dicho indicador. De este modo es importante señalar que la variación de estos indicadores, si el tipo de cambio es flexible, se denominan apreciaciones o depreciaciones reales. Caso contrario, si el tipo de cambio es fijo, se denominan devaluaciones o apreciaciones reales.

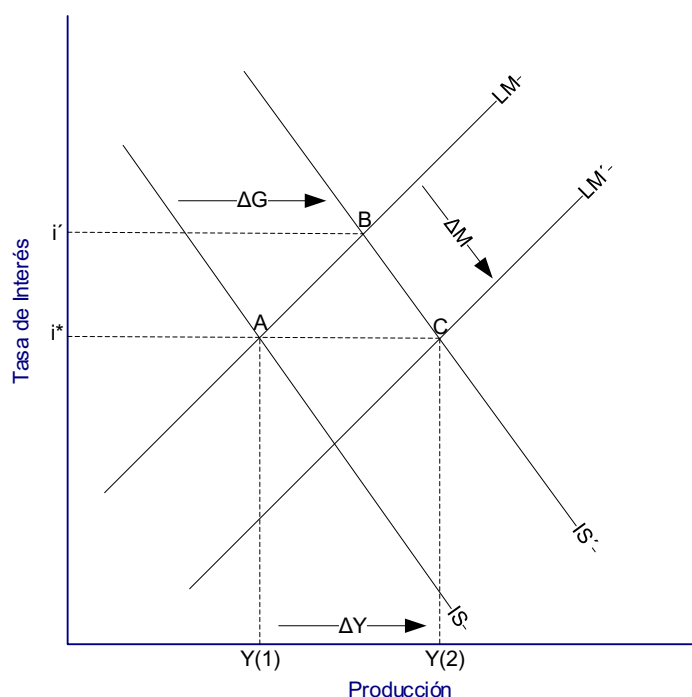
En cuanto a los criterios de diferenciaciones entre el tipo de cambio flexible y tipo de cambio fijo con respecto a la relación matemática de equilibrio (1); si $E_t = \bar{E}$ a razón de una fijación del tipo de cambio y si al mismo tiempo los mercados financieros y de divisas presentan las mismas expectativas sobre el futuro tipo de cambio, entonces $E_{t+1}^e = \bar{E}$, por lo que la relación de paridad de tipos de interés se convierte en:

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*); i_t = i_t^* \quad (2)$$

Por otra parte, si los inversores financieros esperan que el tipo de cambio no varíe, exigirán el mismo tipo de interés nominal entre la economía doméstica y el exterior. Por consiguiente, Blanchard et al. (2012) sostienen que, *con un tipo de cambio fijo y movilidad perfecta de capital, el tipo de interés de la economía doméstica debe ser igual al extranjero*. Dicha situación, presenta importantes condiciones para la determinación de la efectividad de las políticas fiscales y monetarias.

De acuerdo con la teoría macroeconómica, existen ejemplos teóricos que se aproximan al marco condicionante para el caso boliviano. En principio, en Bolivia no existe movilidad perfecta de capitales, aspecto que limita el análisis teórico, pero si debe ajustarse a través de restricciones al mercado interno igualar a las tasas internacionales de capital. Es el caso particular donde la producción se expande ΔY en un escenario de tipo de cambio fijo, el Banco Central debe aumentar la masa monetaria ΔM para mantener el tipo de interés doméstico con restricciones, manteniendo con ello la paridad de tipos de interés con respecto a la tasa de interés extranjero. La política fiscal en un contexto de sistema de tipo de cambio fijo con la cobertura de expansión de las capacidades productivas es un ejemplo de éxito momentáneo si dicha expansión se efectúa a través de la iniciativa privada, tal como se puede advertir en el siguiente gráfico.

Figura 1. Tipo de Cambio Fijo y Expansión de Producción y/o Expansión Fiscal



Fuente: Elaboración propia.

Por consiguiente, es posible advertir que la condición presenta una importante consecuencia, dado que conforme a la condición de equilibrio según la cual tanto la oferta como la demanda deben ser iguales y al mismo tiempo las tasas de interés de la economía doméstica como el exterior son iguales $i_t = i_t^*$, la condición de equilibrio se convierte en:

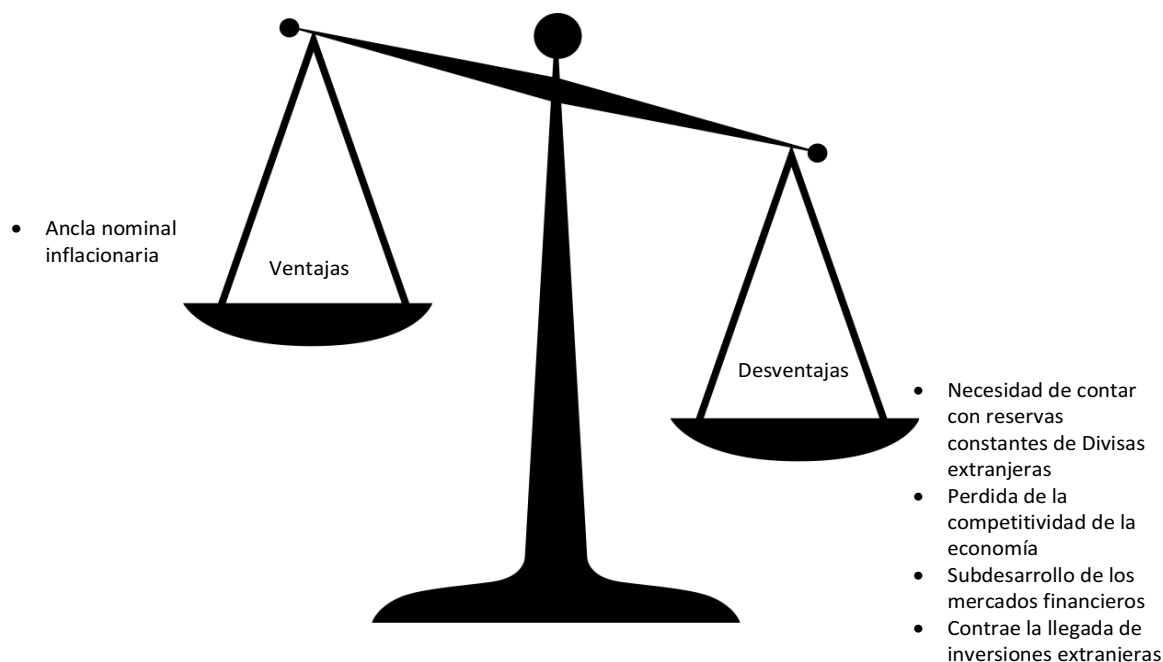
$$\frac{M}{L} = YL(i_t^*) \quad (3)$$

En este caso, tal como ocurrió en Bolivia gracias a las exportaciones de los *commodities*, la producción interior ha elevado la demanda de dinero, así como políticas fiscales expansivas dado el incremento de gasto e inversión del gobierno. Esta situación dada las características de la economía, el Banco Central no puede mantener constante la cantidad de dinero. Situación por la cual el Banco Central debe elevar la oferta monetaria en la misma medida que se eleva la demanda de dinero, con el objeto de que la tasa de interés no varíe en un contexto en general con bajas tasas de interés internacionales. Dado el nivel de precios, el dinero nominal M debe ajustarse de tal manera que se cumpla la ecuación (3).

Bajo un sistema de tipo de cambio fijo, el Banco Central renuncia a la política monetaria como instrumento de política económica en el sentido estricto de movimientos de Masa Monetaria. Asimismo, bajo un sistema de tipo de cambio fijo, el tipo de interés doméstico debe ser igual al tipo de interés extranjero, ajustando la oferta monetaria para mantener la tasa de interés. En síntesis, en el marco de un sistema de tipo cambio fijo, un aumento de la producción y una política fiscal expansiva produciría, una expansión económica Blanchard et al. (2012), sí y solo si, existiesen las reservas suficientes para sostener el tipo de cambio fijo ante potenciales déficits de Balanzas de Pagos.

Desde una perspectiva teórica existen lineamientos generales que ayudan a comprender las realidades económicas que son modificadas por un contexto cambiante. En este sentido, es posible observar las diferencias en la aplicabilidad de esquemas de tipo cambio fijo y decantarnos a un sistema más flexible.

Imagen 1. Prospectiva: Desventajas del Tipo de Cambio Fijo



Fuente: Elaboración propia

El único aspecto útil para mantener un sistema de tipo de cambio fijo es la de evitar los efectos de la volatilidad del tipo de cambio y con ello anclar las expectativas inflacionarias. Aspecto que debe ir acompañado por otras políticas como el de la disciplina fiscal entre otras. Usualmente, conforme a la evidencia empírica el tipo de cambio fijo solo es usado de manera circunstancial si la economía doméstica manifiesta un proyecto de desarrollo basado en la diversificación y competitividad. Comúnmente, son las economías pequeñas y exportadoras de *commodities* las que fijan su tipo cambio a las divisas más fuertes Estados Unidos de América (EUA) o sobre la Unión Europea, dado que se comercian con esas monedas.

El otro lado de la moneda, las inconveniencias de mantener un tipo de cambio fijo radican principalmente en la necesidad de mantener reservas en divisas extranjeras. Normalmente, las reservas en divisas extranjeras se obtienen a través del superávit de la balanza comercial. No obstante, en las situaciones donde el superávit se torna en déficit comercial permanente, el gobierno se verá obligado a devaluar la moneda doméstica, lo que elevaría los precios de las importaciones, situación que equilibraría dicha balanza, aunque podría trasladarse a la economía en forma de inflación.

Uno de los inconvenientes más acuciantes es el segundo momento cuando ya se produce la crisis al haber mantenido el tipo de cambio fijo. En este caso, las autoridades económicas podrían carecer de las herramientas para responder de manera adecuada a un shock de este tipo sin evitar una devaluación. La devaluación de la moneda doméstica en los mercados negros puede ser dramática, dada la desconfianza de los agentes económicos sobre todo cuando se quieran ejercer controles ineficaces². El valor de la divisa local podría provocar ventas masivas y el gobierno, sin divisa extranjera disponible para absorber ese exceso de oferta, no tendría capacidad de evitar un desplome de facto en el valor real de la moneda doméstica produciendo una inflación descontrolada.

Por otra parte, una de las desventajas más conocidas es el argumento de la pérdida de competitividad de la economía doméstica cuando la moneda de esta se encuentra en una posición de apreciación frente a las otras. Este aspecto es reconocido por la teoría económica a través de la condición de Marshall Lerner³, donde una devaluación debería fomentar las exportaciones y reducir las importaciones, con la consiguiente mejora de la balanza comercial. Aquí es útil efectuar la diferenciación de los bienes elásticos e inelásticos al precio, ya que la canasta exportadora de una economía es un conglomerado de bienes y servicios. Desde luego, la apreciación sostenida del tipo de cambio va a afectar de una manera rotunda en la competitividad de bienes transables cuya elasticidad precio sea mayor a uno, tal como supone la industria manufacturera y agrícola, tal como se expondrá en adelante.

El esquema de tipo de cambio fijo que tiende a una apreciación como el caso boliviano, es posible circunstancialmente en el contexto exportador de bienes inelásticos al precio. Es decir, bienes exportados que ante una subida de precios no necesariamente se reduzcan las cantidades demandadas como la exportación de gas natural. Por otro lado, una divisa flexible que acompaña la dinámica mundial es equilibrada y garantiza a los inversores extranjeros que sus activos en la economía receptora no van a devaluarse de un momento a otro. En el marco del enfoque de

² Ejemplo de Argentina y Venezuela

³ La condición de Marshall-Lerner establece que las depreciaciones reales incrementan las exportaciones netas. Sin embargo, existe evidencia empírica de que una depreciación real puede conducir al deterioro de las cuentas externas en el corto plazo, situación que al revertirse en el tiempo forma una Curva J.. Blanchard y otros (2012)

atracción de Inversión Extranjera Directa (IED), existe el enfoque “macroeconómico y de múltiples zonas monetarias” para explicar los motivos por el cual las inversiones fluyen de una economía a otra. Aliber (1970) es quien propuso la concepción teórica de la expansión empresarial propulsada por las imperfecciones que producen las distintas zonas monetarias.

De esta manera, también se indica que, al margen de los beneficios propios del desarrollo de los mercados, existe el incentivo por los enormes privilegios que producen las rigideces de diversos tipos de cambio y la incertidumbre general de determinadas zonas monetarias que causan, raudamente, diversos matices de tasas de interés. En consecuencia, son las rigideces que producen distorsiones y que influyen en la atracción de IED. Las empresas de esta forma toman prestado en mayor cantidad donde las tasas de interés se encuentren más bajas y presta más en el centro donde están más altas⁴.

Uno de los inconvenientes de mantener un tipo de fijo es el subdesarrollo implícito de los mercados financieros domésticos, salvo que dichas economías puedan ser prácticamente plazas financieras como las Islas Cayman que es un tipo de excepción. El mantenimiento de un tipo de cambio también supone un cerco y aislamiento de la economía doméstica a los flujos de capitales que bien canalizados pueden ejercer efectos multiplicadores en la economía doméstica. Asimismo, un tipo de cambio fijo desanima a la profundización financiera de la economía que podría determinar otras anclas de inflación como la dinámica de la tasa de interés.

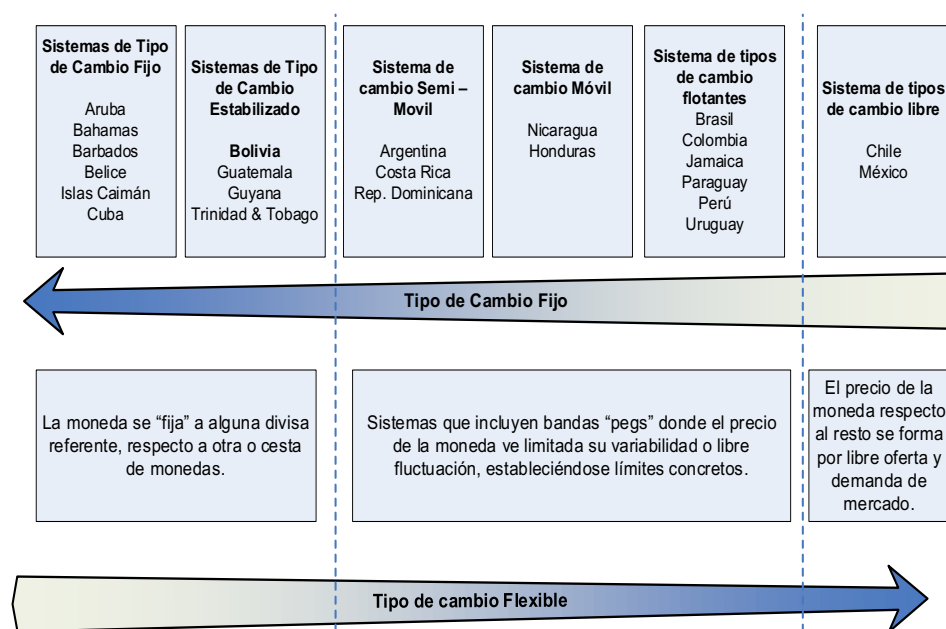
En síntesis, el tipo de cambio es una de esas variables “clave” en economía, tanto por su importancia a la hora de afectar otras variables (inflación, reservas internacionales netas) como por los efectos redistributivos que su manipulación conlleva.

⁴ La ventaja que tienen las empresas con instalaciones, representaciones o nexos jurídicos en muchas economías, consiste en que las filiales no solo proporcionan información de las oportunidades y riesgos, sino que van acompañadas de acciones para aprovechar dichas oportunidades. Otra ventaja de las Empresas Transnacionales es la multiplicidad de conexiones financieras que dichas empresas tienen en diversos centros. Toda esta fortaleza una vez consolidada refuerza con creces el desarrollo de sus actividades sectoriales.

1.2. Sistemas de Tipo de Cambio en la Región

Es importante considerar el lugar de clasificación donde se encuentra el tipo de cambio de Bolivia, en precisión, contrastado con el resto de las economías de la región. Esto para observar en perspectiva la heterogeneidad de sistemas de tipos de cambio, dado los diferentes matices entre tipo de cambio fijo y tipo de cambio flexible. Para tal efecto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) reporta el *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2021*, donde catalogan los tipos de cambio de la región. Esta clasificación, en rigor posibilita concatenar la deriva de política económica en la región.

Cuadro 1. Esquemas Actuales del Tipo de Cambio en la Región (al 2 de septiembre de 2022)



Fuente: Elaboración propia⁵

Conforme al orden del Cuadro antecedente, es posible observar las caracterizaciones de tres esquemas y de 6 sub-esquemas de cambio en los países de americanos con excepción de EUA y Canadá. Es importante señalar que, entre los esquemas ya definidos, tipo de cambio fijo y libre,

⁵ Datos Macrofinancieros I – Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)

<https://www.cemla.org/DatosSelectosMacroeconomicos/Datos%20Selectos%20Macrofinancieros%20I%20v5.html>, Consulta 2/09/22.

existen los tipos de cambio entre bandas “pegs” donde existe intervención de las autoridades monetarias para el control sobre todo de la inflación sin arriesgar del todo de sus reservas internacionales en otras monedas.

Sin embargo, llama la atención que las economías con mayores libertades financieras y el país con mayor restricción financiera mantengan un tipo de cambio fijo. El ejemplo que caracteriza la polarización de visiones económicas puede estar representado por las Islas Caimán y Cuba, el primero considerado un paraíso fiscal⁶ y el segundo una economía comunista. Sin embargo, la utilidad de tipo de cambio fijo tiene diferente finalidad. Las Islas Caimán al ser una economía donde albergan billonarias inversiones extranjeras y al mismo tiempo es canalizadora de capitales requiere un tipo de cambio fijo que genere sólidas expectativas por parte de los agentes económicos donde no se genere ruido por la moneda doméstica. Caso contrario, en Cuba el tipo de cambio fijo permite al gobierno obtener los beneficios del diferencial de tipo de cambio en su economía, siendo el principal agente económico de la economía cubana, apropiándose de gran parte de los excedentes económicos que en otro tipo de economía serían de los *lobbies*. En síntesis, los tipos de cambio estrictamente fijos, los países fijan formalmente su tipo de cambio de facto a una tasa fija respecto a otra moneda o una canasta de monedas y al mismo tiempo las autoridades del país se encuentran dispuestas a mantener la paridad fija mediante la intervención directa.

Muy parecido a un tipo de cambio fijo se encuentran los tipos de cambio estabilizado, sub-esquema de tipo de cambio donde se encontraría Bolivia, donde se denomina como sistema de tipo de cambio administrado. Esta categorización implica un tipo de cambio en el mercado *spot* que permanece dentro de un margen del 2 % durante seis meses o más y que no es flotante. Es en este grupo de economías donde se puede identificar que todas ellas son economías pequeñas. También llama la atención el caso boliviano y de Trinidad & Tobago, ambas economías se hincharon de

⁶ Los “paraísos fiscales”, también llamados “centros financieros”, se encuentran en países o colonias con determinada autonomía, en el que la reglamentación monetaria y fiscal es más flexible y favorable para los intereses privados que en el resto del mundo. Esta posición privilegiada atrae capitales legales o ilegales – blanqueo de dinero – y los distribuyen a particulares igualmente legales o ilegales a cualquier parte del mundo. La principal característica de estos países, es la poca transparencia de las operaciones financieras y la permisividad generalizada del habilitamiento de empresas off-shore and trust y cuentas anónimas; todo sujeto a la preeminencia del secreto bancario. Es frecuente en una compañía off-shore que en lugar de los nombres de los titulares aparezcan solo los llamados *nominee directors* que suelen ser abogados que protegen el anonimato de los verdaderos titulares beneficiarios *owners*. También el anonimato se protege desde la figura del derecho anglosajón denominado trust donde no figura el nombre del *settlor* – dueño de los activos – quien cede sus activos los *trustee*; personas jurídicas y naturales quienes aparecerán para todos los efectos.

divisas extranjeras cuando se combinaron elevados precios y se maximizaron los volúmenes de exportación de hidrocarburos, sin embargo, ambas economías se dirigieron por diferentes derroteros ya que los recursos explotados no tuvieron el mismo grado de reposición, aspecto que se profundizará en adelante.

Por otra parte, en el subsistema Semi-Móvil reptante con elevada intervención de las autoridades monetarias no puede ser considerado como flotante. A dicho subsistema de tipo de cambio estarían las siguientes economías: Argentina, República Dominicana y Costa Rica. Cada una de estas economías presentan distintos desempeños macroeconómicos, destacándose la precariedad de la economía argentina al encontrarse a las puertas de una hiperinflación producto de un elevado gasto fiscal financiado con emisión monetaria. En contraste se encuentran Costa Rica y República Dominicana que presentan criterios responsables para el manejo macroeconómico, dado que estas economías presentan un intenso comercio internacional con el mercado estadounidense.

En cuanto al subsistema Móvil, donde se encuentran Nicaragua y Honduras, el tipo de cambio de facto se ajusta en pequeñas cantidades, a una tasa fija o en respuesta a cambios en indicadores cuantitativos seleccionados. Por consiguiente, con base en los diferenciales entre la meta de inflación y la inflación esperada en los principales socios comerciales, modifican el tipo de cambio. Por tanto, este subsistema de tipo de cambio que se enfoca en el control de inflación, dado que estos países reciben en buena proporción de divisas por concepto de remesas.

Antes de los sistemas flotantes, se encuentran las economías que determinan sus tipos de cambio entre bandas, dejando al mercado determinar el tipo de cambio entre parámetros de flotación determinado por las autoridades monetarias. La intervención en el mercado cambiario puede ser directa o indirecta, y dicha intervención sirve para evitar fluctuaciones del tipo de cambio. Los regímenes flotantes pueden exhibir cierta volatilidad, dependiendo de la magnitud de los choques que puedan afectar a la economía. En otras palabras, en este subsistema dejan libre a los mercados la determinación de los mercados al tipo de cambio, siempre y cuando se encuentren enmarcados entre parámetros de máximos y mínimos.

Finalmente, el tipo de cambio libre puede clasificarse como flotante libre si las intervenciones ocurren solo en casos excepcionales y tienen como objetivo corregir desequilibrios que el mercado cambiario no puede corregir sin un ajuste que cause irremediables pérdidas a la economía doméstica. En rigor el FMI considera que un tipo de cambio libre es tal, cuando las autoridades proporcionan información que confirmen que las intervenciones han ocurrido en un máximo de tres instancias en los seis meses anteriores, donde cada una de estas duró no más de tres días hábiles. En esta categoría se encuentra México y Chile, países miembros de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), club de economías robustas y donde se premia la institucionalidad de los órganos del Estado.

1.3. Lineamiento de Política Económica en Bolivia y su influencia en el Tipo de Cambio

Los lineamientos de política económica determinan el sistema de tipo de cambio. Por tanto, es fundamental visualizar la política económica planteada por el Estado Plurinacional de Bolivia. Al margen de los lineamientos en la Carta Magna, los planes de desarrollo se establecen a partir de la gestión 2006, a través del Plan Nacional de Desarrollo 2006-2011, para después decantar en sucesivos planes que finalizan en el Plan General de Desarrollo Económico y Social (PGDES) 2021-2025⁷.

En síntesis, los planes de desarrollo que plantean las diversas instancias de gobierno son metas, sobre resultados en conformidad a lo deseable para el país y sus ciudadanos, desde los primeros planes consecutivos. A partir del lema del PDES (2021-2025) es *“Reconstruyendo la Economía para Vivir Bien, Hacia la Industrialización con Sustitución de Importaciones”*. Dejando de lado, el tema de “reconstrucción” se contempla claramente que la orientación del citado plan se concentra en el hecho particular de la “Industrialización con Sustitución de Importaciones”. La receta Cepalista de los años sesenta del siglo XX que podría interpretarse como protector del mercado doméstico con elevada intervención del Estado.

⁷ http://www.planificacion.gob.bo/uploads/Presentacion_PDES_2021-2025.pdf

En concreto, de acuerdo con el marco de Lineamientos de Política, se encuentran los Ejes 1 y 2, donde señalan: Reconstruir la Economía restaurando el modelo Económico Social Comunitario Productivo con Estabilidad Macroeconómica e; Industrialización con Sustitución de Importaciones y exportación con valor agregado. Por tanto, se infiere que al 2025 se esperaría una Bolivia donde convivan en armonía las diversas economías plegadas entre sí que definen un mercado interno insertado en el “capitalismo andinoamazónico” (industria moderna convencional, microempresa urbana artesanal e industria indígena comunitaria)⁸. Y, por otro lado, se espera una estabilidad macroeconómica que permita una industrialización que a su vez posibilite exportar con valor agregado pero que también sustituya las importaciones. En otras palabras, a partir de un anhelo de convivencia armoniosa de los equilibrios entre economías internas y en un ambiente de estabilidad macroeconómica, el plan debía destacar el cambio de estructura económica boliviana a partir de la exportación de bienes y servicios con valor agregado sustituyendo importaciones, tal como validan Madrid (2011) y Gray Molina (2010).

La justificación de la deriva de la administración del tipo de cambio en Bolivia se debe a la influencia de la escuela económica estructuralista. Es Michal Kalecki⁹, quien destaca como uno de los formalizadores de las ideas de rigideces de las instituciones formales e informales, tomando en cuenta las estructuras económicas y otros criterios propios de las economías en desarrollo. En función a dicho autor, Taylor (1989) señala que los factores enunciados son de importancia meridiana al momento de ejecutar políticas económicas sobre todo en economías pequeñas y abiertas como la boliviana, donde se destaca la relevancia de la importación de bienes de capital e intermedios para su desarrollo.

Ahora bien, para Loza (2000, 2002) si nos centramos en el sector hidrocarburífero, minero y agropecuario (intensiva en capital respectivamente), por su relevancia y su relación directa con la balanza de pagos (comercio exterior) son los que generan la fuerza impulsora para el desarrollo económico. Es ahí que el tipo de cambio apreciado es dirigido, primero para potenciar el consumo

⁸ García Linera A. *El capitalismo andino-amazónico* en Le Monde Diplomatique, Edición boliviana, enero, 2006.

⁹ (Polonia Lodz, 1899 - Varsovia, 1970) Economista, se le consideró un precursor en varios aspectos, y la teoría marxista en la versión de R. Luxemburg y M. Tugan-Baranovski. Los objetos de su análisis son, sobre todo, los aspectos dinámicos del funcionamiento del sistema económico, efectos de las inversiones, en las que desarrolló los conceptos de riesgo marginal creciente e imperfecciones del mercado. Recogió las interacciones entre las variables económicas y las variables sociales y políticas, y elaboró un modelo macroeconómico donde se establecían clases sociales, niveles de producción, la distribución del rédito y el nivel de precios. Extraído de: <http://www.biografiasyvidas.com/biografia/k/kalecki.htm> Consulta [11/06/2014]

interno y segundo, para la compra de bienes intermedios y de capital más asequibles para un Estado protagonista.

Al margen del potenciamiento del consumo interno, el argumento de que una economía como la boliviana, no dispone las condiciones ni las economías de escala para producir gran parte de los insumos intermedios que precisa, por lo que debe importarlas a menores precios, es una premisa considerada para apreciar el tipo de cambio.

En suma, el esquema de tipo de cambio, apreciado, se encuentra dentro de la política de mirar hacia adentro, que, sin embargo, profundiza el “rentismo” de la economía boliviana.

Ahora bien, desde hace algunos años en Bolivia las RIN se han reducido drásticamente desde sus máximos históricos logrados en 2014. El mantenimiento del sistema de tipo de cambio actual no es sustentable. La dinámica del contexto que condiciona y determina al actual sistema del tipo de cambio se trastoca y, por tanto, exige adscribirse a un nuevo equilibrio y consecuente ajuste dentro de la economía boliviana.

Un cambio desapacible de sistema de tipo de cambio tendría un efecto, sin duda, explosivo sino se realiza de una manera ordenada y prudente. La confianza en el sistema económico se encuentra en conformidad a las expectativas de los agentes económicos. Usualmente, la experiencia empírica señala que la dilación para enfrentar el problema cuando es posible que los efectos sean menos traumáticos evitarían grandes crisis macroeconómicas. Por tanto, las autoridades macroeconómicas tienen la responsabilidad de efectuar una transición a un nuevo sistema que genere confianza en los agentes económicos, pero sobre todo que proyecte una cobertura para atenuar los efectos negativos de políticas agresivas que promuevan una mayor inflación, por ejemplo, el control de precios y cuotas de consumo. La hiperinflación sufrida en Bolivia en los años ochenta produjo valiosas lecciones que Bolivia no puede olvidar - Morales & Sachs 1987.

2. Tipo de Cambio en Bolivia

La historia reciente de las posiciones de las autoridades monetarias determinó políticas firmes en cuanto al manejo del sistema de tipo de cambio. Es en 1985, se introdujo un mecanismo cambiario basado en la subasta pública de divisas que posteriormente se transformó en un mecanismo administrado "crawling peg" - Ferrufino (1991) -. Entre 1987 hasta el 2005 la política cambiaria estuvo orientada sobre todo en la competitividad cambiaria de la economía. Ese periodo se caracterizó por continuas y graduales depreciaciones nominales de la moneda en un contexto de déficits mellizos, tanto en Balanza Comercial como de Déficit Fiscal, a través de las operaciones de "bolsín"¹⁰.

A partir de 2006, la orientación de la política cambiaria se modificó dando inicio a un periodo de apreciaciones del tipo de cambio. Este cambio respondió a un contexto de elevados precios internacionales de alimentos y de depreciación del dólar estadounidense frente a otras monedas, que generaron mayores presiones inflacionarias externas (De Sousa & Zeballos 2015). Por lo tanto, se distingue la modificación del enfoque de la política cambiaria a partir de 2006, pasando de uno centrado en la competitividad cambiaria, a uno basado en mantener estable el poder adquisitivo de la moneda boliviana.

A finales de 2011, la política macroeconómica decidió mantener estable el tipo de cambio de venta en Bs 6,96 y el de compra en Bs 6,86, niveles que aún se encuentran vigentes. Este diferencial entre los tipos de cambio de compra y venta fue introducido por el BCB en marzo de 1989 y era equivalente a 1 centavo de boliviano. Después de continuas modificaciones del citado *spread* en marzo de 2006 se amplió pasando de 8 a 10 centavos, diferencial que se mantiene actualmente. Esta medida, tiene como objeto de impulsar la moneda nacional en Bolivia, dado que encarece las operaciones de cambio de ida y vuelta de moneda extranjera y desincentiva su uso como reserva temporal de valor a favor de la moneda nacional como medio de pago. Al mismo,

¹⁰ Mecanismo desarrollado por el Banco Central de Bolivia (BCB), como instrumento de subasta diaria de moneda extranjera, creado para determinar el tipo de cambio del boliviano respecto al dólar estadounidense, cuyo precio base es establecido por el BCB.

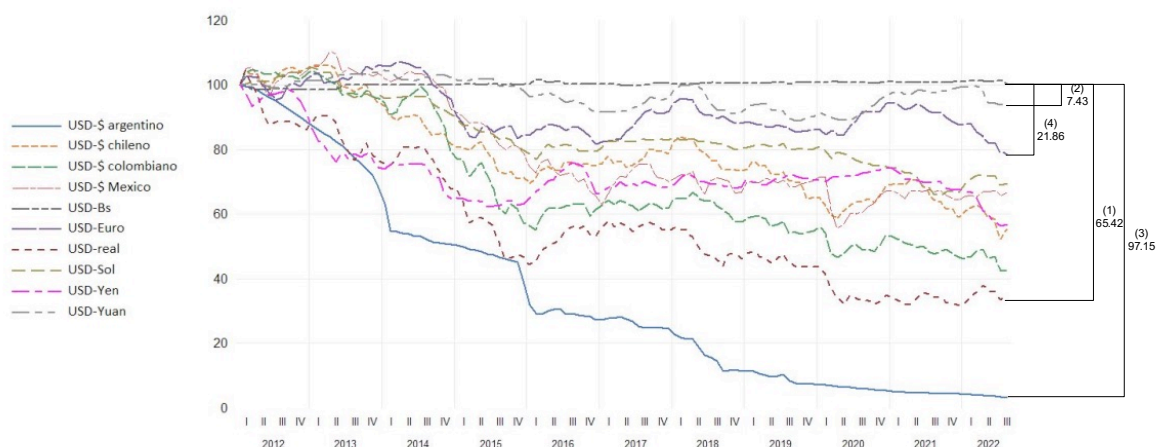
tiempo este aspecto se refuerza con la implementación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) que grava las transferencias bancarias, incluyendo las retiradas e ingresos en efectivo en moneda extranjera.

Por otra parte, la operativa que hace distinta la intervención del BCB para mantener el tipo de cambio, radica que dicha autoridad monetaria determina a comprar o vender divisas (dólares) de acuerdo con la demanda de éstas en el mercado y así mantener el tipo de cambio. Por tanto, en la mencionada situación el BCB necesita reservas internacionales (ahorro en dólares) para poder comprometerse a comprar o vender divisas, manteniendo de esta forma el tipo de cambio.

2.1. Tipo de cambio Nominal y Tipo de Cambio Real Multilateral

Mucho se señala la apreciación del tipo de cambio de la moneda boliviana. Este aspecto se hace más acuciante cuando se comparan las monedas desde la perspectiva nominal. El tipo de cambio nominal de Bolivia no se mueve y al contrastarlo con sus principales 9 principales socios económicos de Bolivia, es posible apreciar importantes asimetrías. En la figura 2 se advierte las principales diferencias entre los tipos de cambios más relevantes para Bolivia. El principal socio exportador de bienes a Bolivia es Brasil, que conforme al Índice de Tipo de cambio Nominal habría depreciado su moneda, enero 2012 = 100, con respecto a Bolivia en un 65,42 % en agosto de 2022. El tercer gran socio en los términos enunciados es Argentina, cuya relación de Tipo de Cambio Nominal se ha depreciado con respecto a Bolivia en un 97,15 %. Mucho menos espectacular son las diferencias son con el Euro, cuya depreciación rondaría el 21,86 %, la cuarta zona económica de dónde vienen las importaciones bolivianas. Sin embargo, llama la atención que China siendo la segunda economía más importante de donde provienen las importaciones bolivianas, se deprecia nominalmente con respecto a Bolivia, tan solo en un 7,43 %. Por consiguiente, pareciera que el tipo de cambio boliviano se encontraría excesivamente apreciado considerando los espacios temporales de análisis.

Figura 2. Índice Tipo de Cambio Nominal, Principales Socios Comerciales de Bolivia (enero 2012 – agosto 2022)



Fuente: Elaboración propia, sobre <https://www.x-rates.com/> y Banco Central de Reserva del Perú

Sin embargo, cuando se contrastan tipos de cambio nominales, si bien es posible observar tendencias no se considera el incremento de los precios de los socios exportadores a Bolivia. En otras palabras, para hacer las comparaciones se debe realizar en conformidad al TCR, que considera la inflación de las economías que comercian con Bolivia. En ese sentido, a continuación, se toma en cuenta el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM)¹¹ que es un índice construido por el BCB de Bolivia.

¹¹ Calculados con el método de ponderadores variables, cuya forma de cálculo es (fuente BCB):

$$I_t = I_{t-1} \prod_i \left[\frac{\frac{e_t P_{i,t}}{p_t}}{\frac{e_{t-1} P_{i,t-1}}{p_{t-1}}} \right]^{w_{i,t}}$$

I_t Es el índice del período t, que toma el valor de 100 en agosto de 2003

e Es el tipo de cambio nominal expresado en bolivianos por unidad de la moneda del socio i

p_i Es el índice de precios al consumidor del socio i

p Es el índice de precios al consumidor de Bolivia

w_i Es el ponderador del socio i , que puede cambiar anualmente, según la participación del comercio con el socio i en el comercio total de Bolivia. Solo se consideran los países cuya

Una medida comparativa de la apreciación de una moneda es la observación del TCRM contrastada con el Índice de Precios del Consumidor (IPC)¹² y el Tipo de Cambio Paralelo Promedio¹³. El TCRM mide de manera comparada las variaciones de tipo de cambio e inflación en Bolivia en relación con las variaciones de tipo de cambio e inflación de nuestros socios comerciales. En otras palabras, el TCRM manifiesta el tipo de cambio agregado de los socios comerciales deflactado por sus correspondientes inflaciones, mostrando de esta manera con mayor precisión la posición de la economía boliviana en términos de apreciación o depreciación real de su moneda.

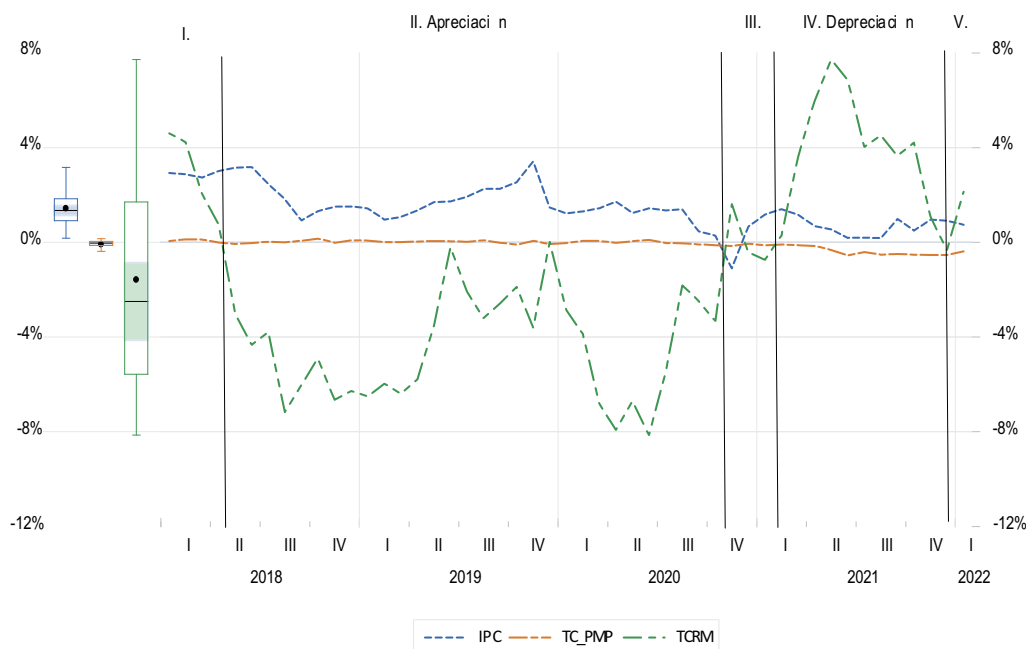
En la siguiente Figura, se expone las variables mencionadas del párrafo antecedente con la cualidad de medir las variaciones a 12 meses, debido a que con ello se evita la potencial estacionalidad de dichas variables¹⁴. Cuando el TCRM se encuentra por encima del Tipo de Cambio Promedio del Mercado Paralelo TC_PMP existe una tendencia de depreciación, debido a la apreciación cambiaria real de los socios comerciales. Caso contrario cuando la TCRM se encuentra por debajo del TC_PMP existe una tendencia de apreciación, a consecuencia de la depreciación real de los socios comerciales. Por consiguiente, la depreciación del TCRM como su apreciación dependen del efecto neto de las variaciones de los tipos de cambio nominales y los efectos de variaciones de precios de los socios comerciales en un contexto donde sus sistemas de tipo de cambio son flexibles.

¹² El IPC es un indicador que mide la variación de los precios de un conjunto de bienes y servicios, representativos del gasto que efectúan los hogares. El IPC con base 2016 comprende un alcance a 6 ciudades capitales del país (Sucre, Oruro, Potosí, Trinidad y Cobija) y tres conurbanos La Paz (Nuestra señora de La Paz, El Alto, Viacha y Achocalla), Región Metropolitana de Kanata (Cercado, Quillacollo, Sacaba, Colcarpirhua, Tiquipaya, Sipe Sipe, y Vinto) y Santa Cruz (Santa Cruz de la Sierra, La Guardia, Cotoca y Warnes).

¹³ Fuente BCB, a partir de junio 2005, tipo de cambio paralelo estándar promedio ponderado por monto, reportado por el sistema financiero, Promedio de Tipo de Cambio Paralelo = (Tipo de Cambio Paralelo de Compra - Tipo de Cambio Paralelo de Venta) / 2.

¹⁴ Es la variación de la variable entre el mes de referencia y el mismo mes del año inmediatamente anterior.

Figura 3. Tipo de Cambio Paralelo Promedio, Real Multilateral e Inflación Tasas de Variación Porcentual a 12 meses, (enero 2018 – enero 2022)¹⁵



Fuente: Elaboración propia, en base a los reportes del Banco Central de Bolivia (BCB), Instituto Nacional de Estadística (INE).

En la Figura 3, es posible distinguir dos escenarios identificables, donde la apreciación de la moneda es la que manifiesta su preeminencia sobre la depreciación. En general, a continuación, solo se muestra la dinámica a observar donde la apreciación se encuentra por encima de la depreciación. Así se nota la apreciación del tipo de cambio entre abril 2018 hasta noviembre 2020 (II). El segundo de una breve depreciación del tipo de cambio, entre febrero a noviembre 2021, debido a las acciones monetarias de los socios comerciales de Bolivia (IV). El resto de los escenarios de depreciación y apreciación del tipo de cambio corresponden a los ajustes (I), (III) y (V), dada las restricciones de información que permiten la presente perspectiva. No obstante, es posible advertir claramente las posiciones del TCR boliviano con respecto a sus respectivos socios comerciales e inflación. Sin embargo, conforme a González et. al. (2022) el TCR de Bolivia se

¹⁵ El periodo se ciñe a la disposición de información, sobre todo debido a que el INE reinicia el cálculo del IPC con base 2016 =100. Por otra parte, el BCB a la fecha ha proporcionado el cálculo del TCRM hasta enero de 2022. Por tanto, el Cuadro 5 se circunscribe a la periodicidad mensual entre enero de 2018 hasta enero 2022.

encuentra apreciado en un 34 % contemplando los últimos 7 años, aspecto que debe ser modificado para reencontrarnos en equilibrio.

En junio de 2020 la tasa de apreciación cambiaria real a 12 meses era de 8,14 %, en un momento en que la inflación llegaba a solo 1,44 %. Uno de los efectos del Covid 19 ha sido la paralización de gran parte del comercio mundial y las caídas de los precios de exportación de materias primas, explica este comportamiento. No obstante, la apreciación cambiaria real antes y después de los efectos del Covid-19 se debía principalmente por las devaluaciones del tipo de cambio nominal por parte de los socios comerciales.

Llama la atención la variabilidad del TCRM - diagrama BoxPlot ¹⁶-, donde las medidas centrales (mediana y promedio) se encuentran por el debajo del TC_PMP, señalando que en el periodo de análisis en términos netos el TCR en Bolivia se ha apreciado. Caso contrario, se encuentra la variabilidad del TC_PMP y del IPC, dado que presentan certidumbre y uniformidad en las expectativas de los agentes económicos en Bolivia. Por consiguiente, se observa un contexto de apreciación del TCRM e inflación controlada menor al 5 % contra certidumbre de la disposición de contar con divisas.

En ese entendido, llama la atención el análisis del potencial *pass-through* en Bolivia, que deviene del concepto empírico de los efectos de la variabilidad del tipo de cambio sobre los precios de la economía doméstica o, mejor dicho, el efecto transmisión del tipo de cambio a los precios del consumidor de bienes transables. Dada la evidencia aquí mostrada, el mantenimiento de un TCRM apreciado puede que haya incidido de sobre manera en el control de la inflación. Al respecto, De Sousa y Zeballos (2015), analizan las características de las etapas más relevantes en la conducción de la política cambiaria efectuada en Bolivia, donde estiman empíricamente la magnitud del coeficiente de traspaso del tipo de cambio a los precios empleando modelos de vectores autorregresivos (VAR), señalando que los movimientos del tipo de cambio afectan menos a los precios finales, dado un incremento del tipo de cambio nominal de 10 % lleva a una inflación

¹⁶ El diagrama BoxPlot ordena gráficamente de una manera intuitiva la información en cuartiles (25%), la caja representa el 50% de la información, por lo que en la misma se concentra la información. De esta manera se puede observar el rango máximo y mínimo de la información histórica.

de precios importados de 5,1 % y que se traduce a los consumidores finales en un 2,6 % en el mediano y largo plazo, bajo el contexto de control del sistema actual de tipo de cambio. Por tanto, una potencial devaluación del tipo de cambio en Bolivia en el marco actual, de acuerdo con los autores, el impacto en los consumidores podría superar el 5 % de inflación.

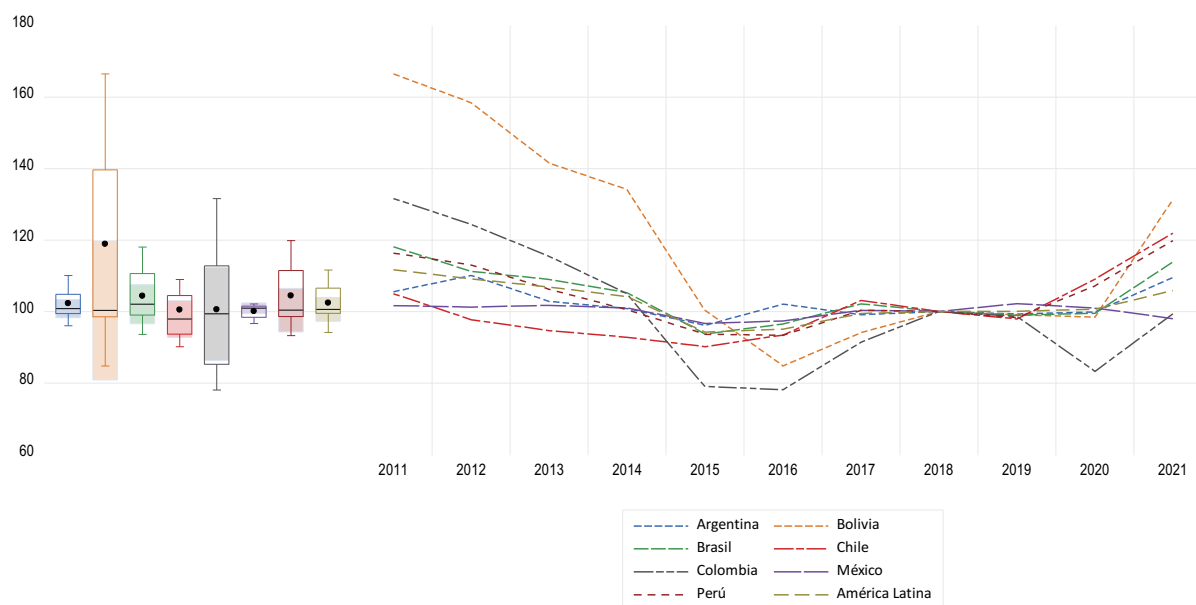
En síntesis, es importante considerar que, dadas las condiciones actuales, la apreciación o depreciación real del tipo de cambio en Bolivia también depende intrínsecamente de la apreciación o depreciación del tipo de cambio de los socios comerciales del país. Partiendo de la base de González et. al. (2022), asumiendo que el TCR se encuentra apreciado en un 34 %, situación que viene dándose a través de los años, se estaría afectando negativamente al desarrollo de las actividades de bienes transables Humérez (1998). Es en esta tesitura que conviene observar la evolución de los términos de intercambio¹⁷ de Bolivia con respecto a las principales economías Latinoamericanas con las cual comercia. De esta manera, es posible apreciar igualmente plausibles respuestas al momento de considerar la importación de inflación extranjera.

2.2. Términos de Intercambio y Balanza Comercial de Bolivia

Llama la atención la variabilidad de los Términos de Intercambio (TI) de Bolivia con relación a sus principales socios en Latinoamérica, tal como se puede apreciar en la siguiente Figura.

¹⁷ Los términos de Intercambio (TI) son una medida del precio que tienen las exportaciones con relación a las importaciones de un país. Se calcula dividiendo el índice de precios de las exportaciones en el índice de precios de las importaciones. Por lo tanto, para medir los TI se toma en cuenta el índice de precios de las exportaciones y el de las importaciones, los resultados de esta medición valoran los términos de intercambio de una economía con respecto al exterior. Si los TI superan el índice 100 significa que debe pagar menos por los productos que importa y viceversa.

Figura 4. Términos de Intercambio Bolivia y Socios Comerciales América Latina (2018 = 100)



Fuente: Elaboración propia, en base la CEPAL

La variabilidad de los TI de Bolivia es una de las más elevadas de la región. Si el índice provisto por la CEPAL gestión 2018 = 100 manifiesta una caída progresiva del TI desde la gestión 2011 a 2018, implica que dichos TI se han desplomado, es decir, se ha comprado menos con relación a lo que se exporta en términos de precios. Sobre todo, en la composición de las importaciones, etapa donde se ha dado énfasis en los bienes de capital importados promovidos por la canalización de los créditos del Banco Central de Bolivia (BCB) sostenidos por las RIN.

La teoría económica señala que en el marco de una apreciación del TCRM los bienes y servicios exportados de dicha economía perderían competitividad conforme a la condición Marshall Lerner, produciendo con ello un mayor desajuste de Balanza Comercial. En otras palabras, las exportaciones se verían afectadas de manera que al ser más caras tendrían menos opciones de ser adquiridas por el exterior. Desde luego, este aspecto funciona de la manera planteada conforme al bien que se exporte, sobre todo de la elasticidad precio de los bienes exportados. Los obstáculos a las actividades de exportación de bienes manufacturados y agrícolas son rotundas en cuanto a la apreciación del TCR conforme a la evidencia de los resultados provistos por Loza (2000), ya que las exportaciones de manufacturas y las exportaciones agrícolas

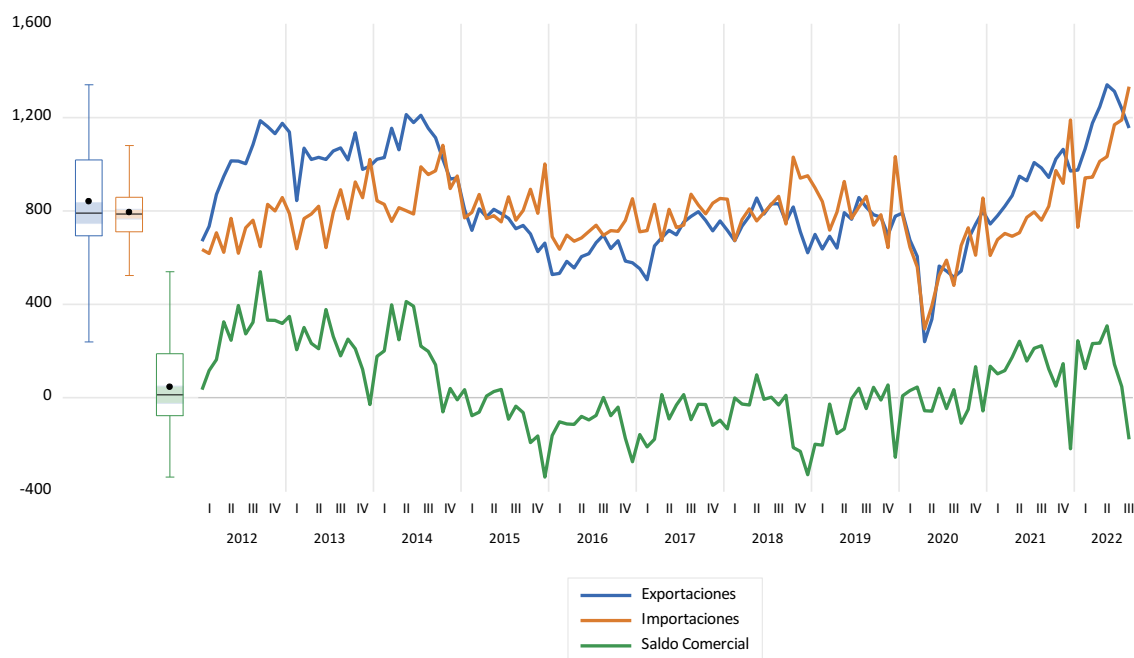
son altamente elásticas al tipo de cambio (sobre un marco de análisis de información de los años 90), con coeficientes de 1,61 y 1,58 respectivamente, mientras que las exportaciones mineras son inelásticas (0,52). Las relaciones de largo plazo muestran coeficientes más altos para las exportaciones agrícolas (2,48) y para las manufacturas (2,18). Esta evidencia refuerza que el mantenimiento de un TCR apreciado en un 34 % resultado de 7 años de esta práctica desincentivan las actividades privadas sobre todo de manufacturas y agrícolas que deben enfrentarse a dicho obstáculo por años.

Existen argumentos y evidencia empírica que aseguran (para el caso boliviano) una relación positiva entre el TCR, la balanza comercial y el producto de estudios que se elaboraron antes del año 2000 cuando se mantenía un esquema de tipo de cambio más competitivo. Los resultados obtenidos sugieren que los efectos positivos de una depreciación no son inmediatos, ya que existe un período de ajuste y respuesta, en el cual tanto la balanza comercial como el producto pueden deteriorarse. Luego que la economía responde, a los cambios en precios relativos, y se reasignan recursos hacia el sector productor de transables, el impacto se torna positivo Ferrufino (1991).

Por tanto, los efectos de devaluación ayudan hasta que las decisiones empresariales tengan la confianza sobre la credibilidad de las autoridades monetarias para establecer un TCRM equilibrado, ya que las decisiones privadas de largo aliento requieren una maduración suficiente hasta que las inversiones se hagan tangibles. De manera consiguiente, la apreciación del TCRM no detentan las implicancias mencionadas líneas arriba.

Por otra parte, la mejora de los TI se explica por el debilitamiento del impulso inversor del Estado para potenciar las empresas estratégicas cuyo eje objetivo era la industrialización de los recursos naturales. El financiamiento esencial de los esfuerzos inversores se basaba en gran parte por los créditos BCB, sostenidos a su vez por las RIN. Al advertir que las RIN no se reponen en la medida de las decisiones discrecionales, se dejaron de importar bienes de capital con la intensidad efectuada en años anteriores, aspecto que mejoro los términos de intercambio y que se analizara adelante.

Figura 5. Balanza Comercial Bolivia - US\$ MM (enero 2012 - agosto 2022)



Fuente: Elaboración propia, en base a los reportes de Balanza Comercial del Instituto Nacional de Estadística (INE).

En la Figura 5, es posible observar la evolución de las variables que componen la Balanza Comercial entre enero de 2012 hasta agosto 2022. En dicho espacio temporal puede establecerse tres estadios evolutivos. En la primera etapa hasta finales de 2014 superávit comercial, pasando a la segunda fase a un déficit comercial, enero 2015 a diciembre 2020. A partir de enero 2021 se advierte que la tendencia se revierte a un superávit comercial y desde agosto 2022 nuevamente se ingresa a un déficit comercial. En suma, la preeminencia del Déficit Comercial es tangible.

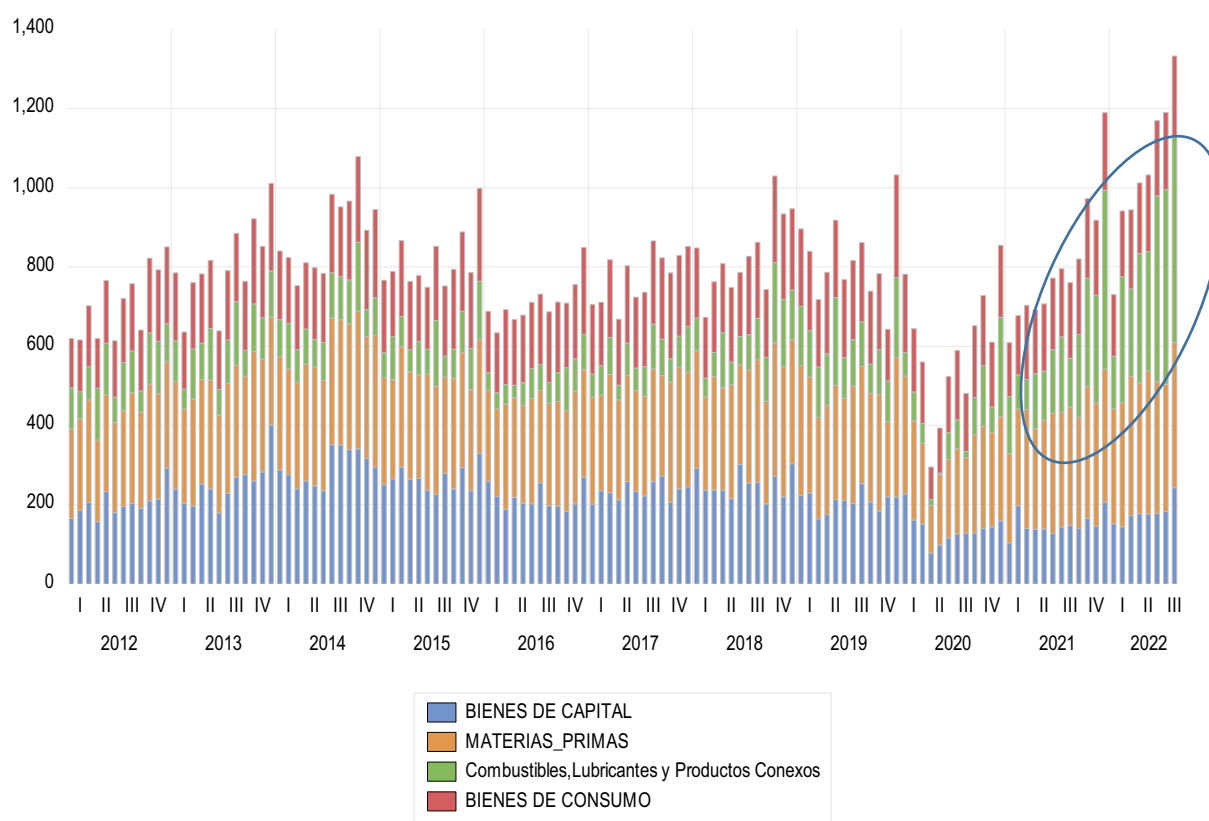
De las variables estudiadas destaca las importaciones que presentan un desempeño con menor variabilidad que las exportaciones. Las importaciones representan una variable más estable, dado que se encuentran en conformidad a una canasta de bienes más diversa que las exportaciones. Las exportaciones dependen de una restringida canasta de bienes sobre todo bienes primarios influenciados por la variabilidad de los precios internacionales, por tanto, su comportamiento es lógicamente más variable que las importaciones.

Se identifica que en agosto de 2022 las importaciones alcanzaron un máximo histórico USD 1332 MM. Nunca hasta ahora se había importado en esas magnitudes de valor. Por tanto, es útil reconocer a que se debe el citado desempeño importador, que se obtiene a partir de la descomposición de los agregados importados.

En la siguiente Figura, es posible observar, entre enero de 2012 y agosto 2022, la importancia de los bienes de capital y las materias primas sobre el total de las importaciones globales. Este comportamiento de las variables analizadas es recurrente en gestiones anteriores incluso al 2010. Loza (2010) señala que:

....en el caso de Bolivia, existe una alta asociación entre las importaciones y la actividad económica, debido al alto componente importado al interior de los insumos utilizados por los sectores productivos, ocurriendo algo similar en el caso de la inversión, la cual es intensiva en bienes de capital importados.

Figura 6. Disgregación de las Importaciones de Bolivia - US\$ MM (enero 2012 – agosto 2022)



Fuente: Elaboración propia, Instituto Nacional de Estadística (INE).

No obstante, en la Figura 6, se puede advertir que la importación de Combustibles, Lubricantes y Productos Conexos, en adelante Combustibles, comienza a dispararse a partir del último trimestre de 2021. Entre junio y agosto de 2022, la importación de Combustibles representaba 40% del total de las importaciones totales, en contraste con el primer trimestre de 2016 cuando dichas importaciones representaban el 7% del total de las importaciones¹⁸. Este aspecto se hace más evidente cuando se contrastan las tendencias del resto de las importaciones, las cuales permanecen conforme a las expectativas, la estacionalidad y secuencia usual de comportamiento con excepción de los Combustibles importados. Desde luego, hay un tema estructural de fondo relacionado con el agotamiento de las reservas de hidrocarburos, el actual esquema de subsidios a los combustibles y gas aunado a la actual Ley boliviana de Hidrocarburos que sobre todo no incentiva realizar actividades de exploración y explotación de petróleo.

Por tanto, el escenario actual en los términos señalados estimula al déficit gemelo, tanto en Balanza Comercial como Fiscal. Esta situación puede escalar negativamente, dado que el contexto se hace cada vez más adverso. Por esta razón es útil describir someramente los aspectos que pueden incidir en mayores déficits gemelos y sobre todo advertir los límites que podrían soportar las RIN en Bolivia.

El subsidio de los combustibles comenzó el 2004, el 2019 llegó a 2.727 millones de bolivianos y en el 2022 se prevé que el Estado boliviano deba subsidiar en 4.795 millones de bolivianos. La relevancia del análisis del subsidio es que profundiza el déficit fiscal, ya que de todas maneras gracias a las políticas actuales en tema de hidrocarburos no se alienta a la producción de líquidos, por lo que los combustibles se deben importar a precios internacionales y venderlos a precios subsidiados en el mercado doméstico. No obstante, las previsiones realizadas por el gobierno contemplan en sus planes de presupuesto el West Texas Intermediate (WTI) en USD 50,47¹⁹, previsión subvalorada dadas las tendencias actuales de precios internacionales más allá

¹⁸ Dejando de lado los impactos del Covid 19, cuando la economía mundial prácticamente se paralizó. En el segundo trimestre de 2020, las importaciones de Combustibles representaron el 6 % del total de importaciones.

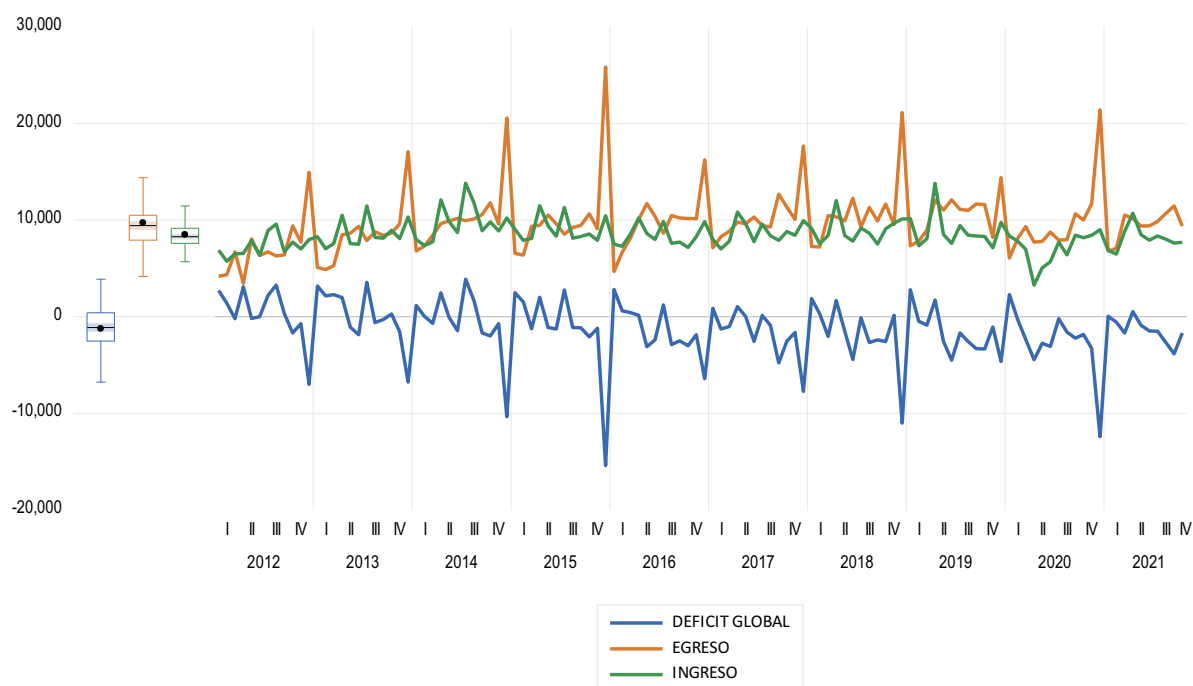
¹⁹ Ley de Presupuesto General de la Nación 2022.

de la mitad de la gestión 2022. En este sentido, es probable que la subvención a los combustibles supere los mil millones de dólares.

Bolivia había considerado como política de Estado congelar los precios de las gasolinas y diésel habida cuenta que a través de la producción nacional podía abastecer a las necesidades de la economía boliviana a precios bajos. Esto sin necesidad de igualar a los precios internacionales en los denominados “gasolinazos” que no eran otra cosa que el sinceramiento con los precios mundiales, pero que naturalmente castigaban a la población sobre todo a la más vulnerable con el aumento de la inflación. No obstante, la política pública de subsidios por construcción no puede ser permanente, aspecto que se hace más agudo cuando la Ley de Hidrocarburos boliviana no promueve inversiones para reponer las reservas hidrocarburíferas.

Cuando se analiza la evolución de los ingresos y gastos del sector Público, ver Figura 7, es posible concluir que en términos generales Bolivia se ha encontrado en un Déficit Global. Ahora bien, es más probable que el Déficit Corriente presente un mejor comportamiento y que en suma no presente un déficit fiscal. Lo ilustrativo de la evolución de las variables son los picos recurrentes en los últimos trimestres de cada año. Situación que manifiesta el gasto dada la decisión política. De hecho, los diagramas BoxPlot muestran que las mayores variabilidades se encuentran del lado del gasto y no así en el ingreso. En consecuencia, el déficit fiscal se origina por las decisiones políticas.

Figura 7. Ingreso, Gasto Fiscal, Operaciones Consolidadas en Sector Público MM de Bs, (enero 2012 - octubre 2021)



Fuente: Elaboración propia, en base a los reportes del Banco Central de Bolivia (BCB).

2.3. Fondos de Pensiones y su vulnerabilidad

La normativa boliviana obliga a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en los Fondos del Sistema de Capitalización Individual en Títulos Valores de orden público y privado vía Bolsa Boliviana Valores (BBV). En general, conforme a la memoria anual de la BBV 2021, las AFPs administran el 84% del total de la cartera de los inversionistas institucionales, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs) administran el 13% del total de la cartera de los inversionistas institucionales y finalmente las compañías de seguros administran el restante 3% del total de la cartera de los inversionistas institucionales. Esta situación ha hecho de las AFPs sean los más importantes inversionistas institucionales.

Asimismo, conforme a Fundación Jubileo (2020), el 90% de las inversiones de las AFPs se encuentran colocadas en moneda nacional, sin mantenimiento de valor, y solo 10% en Unidades

de Fomento a la Vivienda (dólares o bolivianos con mantenimiento de valor). De este 10%, 4% se encuentra invertido en Bonos de deuda soberana emitido por el Estado Plurinacional de Bolivia en el exterior. Sin duda, la poca diversificación de posibilidades de inversión en Bolivia, así como la imposibilidad de invertir en otras Divisas con la finalidad de ofrecer garantías suficientes a los pensionistas, permite visualizar un panorama de riesgo de cartera.

La disminución del poder adquisitivo de los montos de pensión de los actuales y futuros jubilados se vería afectado ante una eventual depreciación de tipo de cambio, dada una crisis económica por insostenibilidad del actual esquema. Al respecto, en Fundación Jubileo (2020) plantea convertir el funcionamiento de los Fondos en Unidad de Fomento de Vivienda UFV , de manera tal que las inversiones sean protegidas de plausible inflación provocada por una inflación no prevista y segundo, permitir que una proporción a definirse a criterios técnicos pueda ser dirigida a mercados externos con la finalidad de diversificar la cartera y garantizar una mayor rentabilidad de las inversiones. para que dicho efecto pueda ser encausada a una mayor percepción de pensiones a los beneficiarios. Sin duda, los costos inherentes en implementar tales medidas salvarían con creces la jubilación de nuestros mayores, ahora dada la centralización de las pensiones hacia Gestora Pública de la Seguridad Social de Largo Plazo.

2.4. Financiamiento de las Empresas Públicas Bolivianas

Al observar la importante llegada de flujos de divisas a Bolivia, los gestores de política económica de Bolivia prestaron atención ante la oportunidad de utilizar dichas divisas para implementar las políticas económicas prometidas en los diversos planes de gobierno, citados en la sección 1.2. Por tanto, la idea de transferir recursos para su reinversión en proyectos denominados como “estratégicos” desde la órbita y control del gobierno se llevó a cabo a partir de la gestión 2006, gran parte con financiamiento BCB. La idea de las intenciones se enfoca en la industrialización de los recursos naturales de Bolivia, para que estos a su vez generen un nuevo impulso de excedentes, donde una proporción se dirija para fortalecer el gasto público.

Existen algunos aspectos a considerar cuando el Estado se aventura a desarrollar actividades empresariales. Al respecto, existen numerosos economistas que sostienen que muchas

de las empresas públicas no son ineficientes, argumento sostenido por los responsables gubernamentales bolivianos, donde tienden a apropiarse de los discursos de economistas como Vernon (1992):

En muchos de los países donde los gobiernos han demostrado ser responsables y competentes en el manejo de las empresas públicas, la actuación técnica de las empresas de propiedad estatal no ha parecido muy diferente al de las empresas privadas. El desempeño notablemente eficiente de una empresa de propiedad estatal ha arrojado dudas adicionales sobre el estereotipo ingenuo de la empresa pública como un despilfarro perenne.

Está claro que pueda que existan evidencias de lo citado por Vernon, sobre todo en economías donde persista un “Estado de Derecho” consolidado, es decir, en economías dotadas de una institucionalidad desarrollada y en mercados con tendencia monopolista. Un escenario pertinente para la Estatal petrolera Statoil de Noruega, por citar un ejemplo de lo que se quiere señalar. En este sentido, puede que Bolivia se encuentre muy distante al escenario propuesto por Vernon.

Los planes de gobierno de Bolivia y el impulso a las empresas estatales tuvieron financiamiento, en gran parte por el BCB. Las divisas, al ser el activo más líquido de las RIN es parte de un componente financiero de Balance del Estado boliviano. En el sector real boliviano, las empresas estatales requerían financiamiento para operar; por consiguiente, del componente financiero del Estado donde existía abundancia de recursos, las autoridades monetarias, dan curso para el financiamiento del sector público real. Se aprobaron contratos de préstamo en favor a las empresas estatales, y estas procedieron a la compra bienes de capital e insumos extranjeros en dólares. Situación por la cual se dio una gran desacumulación de divisas, profundizando con ello el potencial déficit comercial.

Las inversiones de las “empresas estatales” requieren maduración para producir los efectos esperados, por lo que las inversiones en etapas iniciales no generan ingresos, para compensar los

esfuerzos inversores, salvo los potenciales *spillovers*²⁰ producidos en la economía local. Por tanto, existe un descalce natural de la reposición de divisas, si se asume que una parte de los ingresos, de las empresas estatales, provendrían de las ventas al exterior, ya que la devolución de los créditos es en moneda nacional.

Es en este escenario y de acuerdo con Cuevas (2021), es a partir de 2011 que el crédito bruto a las empresas estatales fue el principal factor de expansión del crédito del BCB al Sector Público No Financiero (SPNF). Asimismo, señala que entre 2016 y 2017, el crédito bruto del BCB llegó a representar el 71 % del crédito total otorgado al SPNF, ya para la gestión 2020 su importancia relativa cayó a 43 % debido a la necesidad de atender los problemas de liquidez del Tesoro General de la Nación (TGN) como emergencia de la pandemia del COVID-19.

Por otra parte, al margen de los créditos BCB, las empresas públicas recibieron créditos del Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO). Dicho fondo tiene la particularidad que se ha iniciado con USD 1200 millones, provenientes de las RIN. Un fideicomiso que proviene de la transferencia no reembolsable del BCB por USD 600 millones y un préstamo del BCB por USD 600 millones sin costo financiero, a un plazo de 30 años, desembolsable de una sola vez, pagadero a vencimiento y con la garantía del patrimonio del fideicomiso²¹. Si bien el FINPRO otorga los créditos, en última instancia los recursos provienen del BCB.

²⁰ Efecto derrame de las actividades producidas por la inversión.

²¹ Ley 232 de 9/04/2012.

Tabla 1. Créditos a las EPNE y Otras Empresas

FINPRO (Saldo junio 2021)	Millones Bs	BCB (*) (Saldo sept 2021)	Millones Bs	MEFP (Saldo diciembre 2019)	Millones Bs
ECEBOL	3.689	ENDE	19.536	TELEFERICO Lpz	4.450
ENVIBOL	396	YPFB	10.109	Fcc. Montero-Bulo Bulo	1.626
YACANA	263	YLB	5.145		
CORANI	256	EASBA	1.812		
HUANUNI	250	EBIH	101		
QUIPUS	235				
COLQUIRI	191				
LACTEOBOL	174				
EMAPA	151				
ENATEX	142				
PROMEL	134				
VINTO	114				
BOA	52				
EDITORIAL	17				
Total	6.064		36.703		6.076

Fuente: Elaboración propia, Cuevas (2021) y Comunicado de Prensa 42/2021 de 14 de septiembre de 2021 BCB.

Tal como se puede apreciar en la Tabla 1 se presenta la lista de empresas públicas beneficiarias de créditos concesionales donde se advierte el saldo deudor de capital. Al respecto, el BCB a través de Nota de Prensa de 14 de septiembre de 2021, la última comunicación en estos términos señalaba que: el BCB recibió a la fecha Bs 12.860 millones y pago de intereses por Bs. 2.770 millones. Esta situación implica que el BCB hasta septiembre de 2021, habría otorgado créditos por valor de Bs. 49.563 millones (36.703 + 12.860) y si a este se la añade los USD 1.200 de FINPRO²², además de los créditos del MEFP Bs. 6.076, se obtendrían USD 9.194 millones (Tipo de cambio 6,96 Bs/USD).

²² La finalidad del Fideicomiso es administrar los recursos del Fondo para la Revolución Industrial Productiva – FINPRO, cuyo objeto es financiar la inversión de emprendimientos productivos del Estado que generen excedentes, debidamente aprobados por el órgano ejecutivo. Beneficiarios: Puede beneficiarse de los recursos del Fideicomiso toda empresa pública y/o sociedad comercial con participación mayoritaria del Estado, emprendimiento conjunto del nivel central del Estado y las entidades territoriales autónomas u otra entidad pública que cuenten con un emprendimiento productivo. Extractado de la página web del Banco de Desarrollo Productivo (BDP).

Si bien es cierto, que la información disponible se encuentra entre diciembre de 2019 a septiembre de 2021, manifiesta el estado de situación de las magnitudes destinadas en créditos del BCB y del MEFP, así como el fideicomiso y préstamo del BCB al FINPRO. En suma, un equivalente a más de USD 9.000 millones representarían un monto similar a las divisas desacumuladas desde la gestión 2014. Finalmente, es posible señalar que la calidad de los proyectos, la transparencia en los criterios de compra de los insumos y bienes de capital, así como las localizaciones de los proyectos y la proyección de los mercados, a razón de eficiencia y sustentabilidad a lo largo del tiempo es otro tema de debate que desborda el presente análisis pero que se deben considerar.

3. Evolución de las Reservas Internacionales Netas en Bolivia

Las RIN en Bolivia se encuentran representados básicamente por tres²³ componentes: 1) divisas, 2) Derechos Especiales de Giro (DEG), 3) Oro. Las divisas corresponden al dinero en efectivo bajo diversas denominaciones, usualmente se encuentran en conformidad a la composición de socios comerciales, pero donde prima los dólares estadounidenses. Los DEG²⁴ representan un activo de reserva internacional creado en 1969 por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros.

El oro metálico en el caso de Bolivia detenta una mención aparte. La Ley 1670 del BCB no impide disponer de las reservas internacionales de oro, solo le prohíbe dar en garantía en cumplimiento de una obligación (pignorar). Actualmente, el BCB ya cuenta con la certificación *Good Delivery*, certificación que le permite realizar operaciones internacionales. Asimismo, el

²³ También en las RIN de Bolivia se encuentra de manera marginal lo que se denomina como, posición del FMI. El país que entrega activos de reserva al FMI —como parte de la suscripción de su cuota o porque se usa su moneda— recibe un título de crédito líquido contra el FMI (denominado posición de reserva o posición en el tramo de reserva) que puede hacer efectivo en todo momento si necesitara activos de reserva por motivos de balanza de pagos

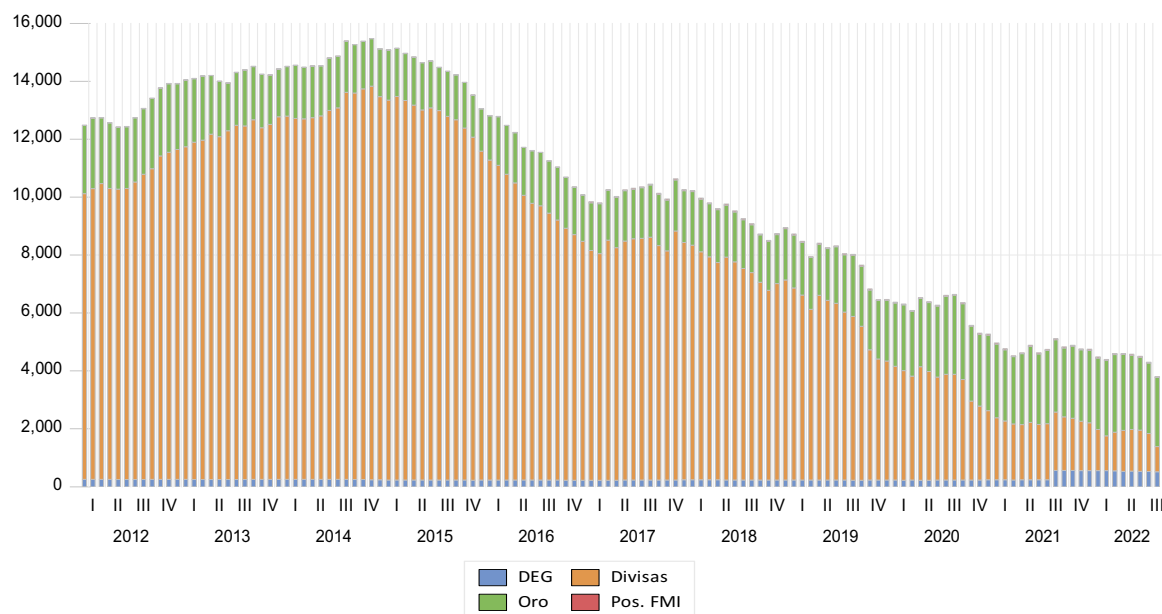
²⁴ El valor del DEG se basa en una cesta de cinco monedas: el dólar estadounidense, el euro, el renminbi chino, el yen japonés y la libra esterlina y representa un derecho potencial frente a las monedas de libre uso de los países miembros del FMI, pudiéndose canjear por monedas de libre uso. Fuente, FMI <https://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>

BCB ha presentado una ley al legislativo para la compra de oro doméstico y la posibilidad de pignorar dichas reservas para obtener préstamos ante insuficiencia de liquidez.

Cabe mencionar que, conforme a las recomendaciones del FMI, las RIN deben coberturar al menos 4 meses de importación. Sin duda las expectativas de los agentes económicos juegan un papel fundamental para el sistema de tipo de cambio actual, el cual pretende ser sostenido por medidas desesperadas para mantener el actual sistema de tipo de cambio. El ordenamiento de la producción aurífera que linda entre lo informal y formal, por lo que dicho argumento puede mejorar las expectativas de los agentes, ver Poveda & Nogales & Calla (2015), al capturar el oro contra moneda boliviana.

Es importante aclarar que las RIN se constituyen en un stock; es decir, una variable que se mide en un momento del tiempo, y no se constituye en un flujo, en todo caso las “magnitudes flujo” que alimentan las Reservas son las exportaciones y las remesas. En la sección 3.4 se expuso que las RIN respaldaron el financiamiento de las empresas públicas bolivianas cuyos recursos suponen más de USD 9.000 millones, ha sido dirigido a la compra de bienes de equipos, insumos intermedios y servicios, y fue uno de los motivos principales de desacumulación de divisas. A continuación, se presenta la evolución de las RIN hasta los últimos meses de 2022 para posteriormente analizar su comportamiento.

Figura 8. Reservas Internacionales Bolivia - US\$ MM (enero 2012 - agosto 2022)



Fuente: Elaboración propia, en base a los reportes del Banco Central de Bolivia (BCB).

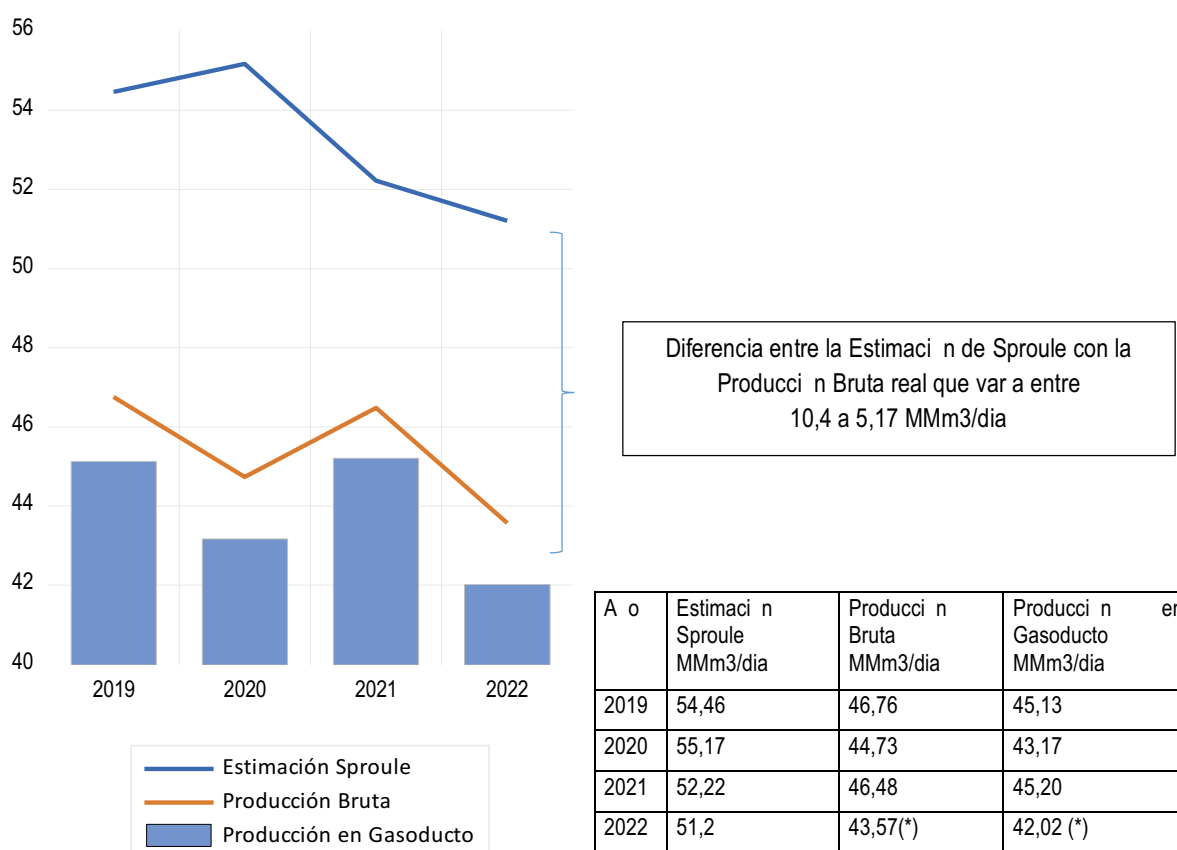
La fuente principal de divisas ha sido originada por la exportación de gas natural. Por tanto, la planificación de uso de divisas se encuentra en función a la deriva de la producción de gas natural. En este sentido, se advierte que la declinación de las RIN se correlaciona con la caída de la producción de gas natural. Una importante proporción de la producción, aunque cada vez menor, es exportado a los mercados de Brasil y Argentina, a pesar de las cláusulas contractuales. En consecuencia, una menor proporción de gas natural exportado no puede reponer la disminución gradual de las divisas, tal como se había estado gestando hasta la gestión 2014. Dicho de otro modo, la producción de gas natural, en declinación, reduce la captación de divisas vía balanza comercial resultando con ello un proceso inercial desacumulativo de divisas en Bolivia, dado el nivel de importaciones.

En otras palabras, si la producción de gas se encontrara conforme a los planes de exploración y de producción esperados por YPFB, para el 2022²⁵ se estaría produciendo 68 MMm³ día, producción

²⁵ Datos del Plan de Exploración y Desarrollo de FIGAS, Santa Cruz de la Sierra Bolivia, año 2017. Hasta el 2017 YPFB hacía conocer los Balances de Oferta y Demanda de gas y otros carburantes. La declinación de los campos, el reducido éxito exploratorio de nuevos recursos que ingresen a los mercados y la expansión de la demanda interna, propiciaron que la exposición de la información no sea conveniente.

dramáticamente inferior a la producción bruta actual de 44 MMm3 día (diferencia de 24 MMm3 día). No obstante, el informe de las expectativas de estimación de producción de gas natural más solvente es la expuesta por Sproule, empresa que certificó las actuales reservas hidrocarburíferas de Bolivia al 31 de diciembre de 2018, donde el escenario más probable de producción para la gestión 2022 sería de 51,2 MMm3 día. Por tanto, ninguna expectativa ha sido cumplida, sino todo lo contrario y a la baja. La brecha entre lo estimado y lo real comprenderían entre 10,4 a 5,17 MMm3/día, tal como se aprecia en la siguiente Figura.

Figura 9. Estimación de Producción de Gas de Sproule vs Producción Real; En MMm3/día (2019 - agosto 2022)



Fuente: Elaboración propia, en base al Informe de Cuantificación y Certificación de Reservas de Hidrocarburos en Bolivia la 31 de diciembre de 2018 elaborado por Sproule, Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB).

(*) Promedio de producción hasta agosto de 2022.

Por lo expuesto, se puede deducir que Bolivia se encontraría en un escenario contrario y no previsto. Existe un margen de error de estimación muy elevado (12 al 23 %) que ha tenido sus repercusiones en la obtención de divisas. En este contexto, lo que se esperaba era una producción

mayor de gas natural que amplie la producción remitida a los mercados externos, no solo de gas sino de derivados industrializados, que implica lo siguiente: 1) La producción deba superar la demanda interna de consumo subsidiado; 2) Posibilitar una acumulación progresiva de divisas tal como se había estado gestando hasta el 2014. Está claro que las expectativas se encontraban por encima de lo que ocurrió en realidad, contexto a su vez castigado desde el punto de vista normativo tanto para iniciar proyectos exploratorios como para el desarrollo de hidrocarburos en Bolivia²⁶ que imposibilitaron la recepción de inversiones extranjeras para dinamizar el sector y hallar en consecuencia las esperadas nuevas acumulaciones de hidrocarburos para sustentar el cambio económico que esperaban los políticos de turno.

Es así que, se observa que existe una dicotomía de expectativas del ejecutivo boliviano recurrente entre la planificación y la realidad de la producción de gas natural, debido a la dinámica de la industria hidrocarburífera. La dependencia es evidente. En todos los planes de Balance Energético de Bolivia (balances de producción y demanda de hidrocarburos), nunca se manifestó un escenario de decrecimiento de producción de gas natural en el corto plazo. De hecho, a partir de la gestión 2018 dejaron de publicarse al público los balances energéticos, debido a que la situación era insostenible y podría poner en riesgo las expectativas ya formuladas desde los máximos históricos de producción que se lograron en la gestión 2014.

Las expectativas formuladas de producción de gas natural pueden generar decisiones contraproducentes. La falta de coordinación entre las esferas de gobierno con el rigor adecuado es un ejemplo entre muchos. Al revisar, la organización del ejecutivo boliviano no existe jefaturas en el BCB y en el MEFP que monitoreen la producción de gas natural tal como lo hace YPFB al margen subordinado de información que se encuentra el Ministerio de Hidrocarburos y Energía (MHE) y la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH). La descoordinación es institucional, lo que supone asumir rezagos y tomar en consideración escenarios determinísticos favorables, en suma, aspectos que influyen en la toma de decisiones de las autoridades monetarias sobre expectativas exitosas, dados los reportes institucionales de como se perfilaba la producción de hidrocarburos en el corto y mediano plazo.

²⁶ Para una explicación detallada de cómo se perfilan proyectos hidrocarburíferos en Bolivia ver Mogrovejo (2019).

3.1. Deuda Pública y Servicio de Deuda externa

Las decisiones de endeudamiento externo, así como el consecuente servicio de la deuda, por tratarse de operaciones de entrada y salida de recursos en divisas, tienen efecto en las Reservas Internacionales.

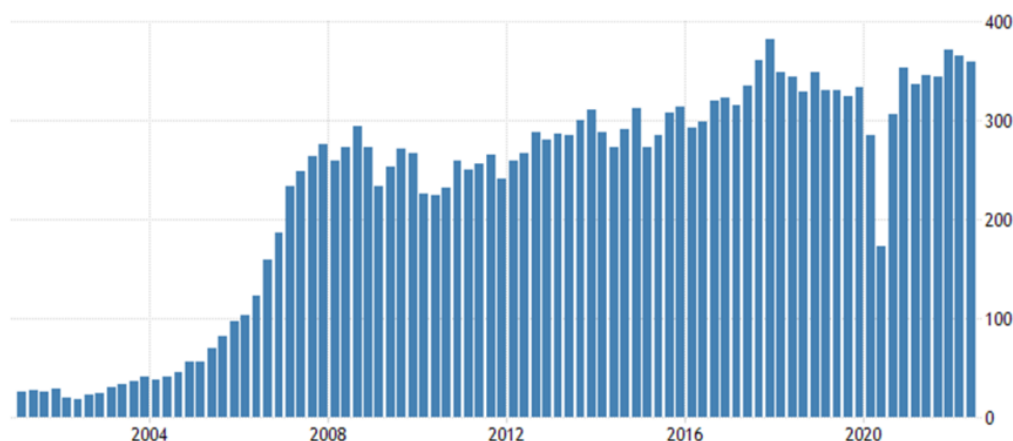
Según datos del BCB, el crédito externo a fines de 2021 sumó USD 12.697 millones (mientras la deuda del TGN fue de USD 14.303 millones).

En el periodo de comparaciones entre las gestiones 2000 a 2020, es posible apreciar que, el servicio de deuda externa registro en el año 2009 el nivel más bajo de USD 222.8 millones, contrastando dicho dato con el servicio de deuda externa del año 2022 de USD 815.9 millones. El servicio de deuda externa tuvo un crecimiento bastante significativo en este periodo, por lo que está claro que Bolivia requiere divisas para sostener la deriva económica actual y mantener el sistema de tipo de cambio imperante.

3.2. Remesas

Las remesas consisten en la transferencia financiera de individuos, sean migrantes o no de divisas de una economía extranjera a una economía doméstica. Existe un vínculo directo entre migración y estado de desarrollo de las economías de origen. Por otra parte, tienen la característica de ser recursos privados de individuos hacia individuos y familia del país de origen.

Figura 11. Remesas - US\$ MM (primer trimestre 2000 – cuarto trimestre 2021)



Fuente: Elaboración propia, en base a los reportes del Banco Central de Bolivia (BCB).

La evolución de este tipo de ingresos financieros a Bolivia se dispara a partir de la gestión 2004. Los ingresos por remesas son una variable flujo que transcurre en el tiempo. En la figura antecedente es posible apreciar que existe un crecimiento gradual de las remesas hacia Bolivia que entre los años 2017 a 2022 superan los USD 1.000 millones anuales, con una ligera salvedad en la gestión 2020 por el tema de la pandemia mundial Covid 19. En otras palabras, se puede observar que se ha llegado a un estado estacionario de recepción de remesas, es decir, han llegado a un punto de flujos constantes que son aportes a las RIN. Las remesas, para muchas economías, que exportan fuerza de trabajo, incluida la boliviana, significan un colchón adicional que provee divisas.

4. Buenas Prácticas para Salir del Esquema de Tipo de Cambio

El FMI señala, dada la evidencia empírica Duttagupta et. al. (2006) que las salidas de un sistema de tipo de cambio fijo a uno flexible se pueden realizar de forma planificada o desordenada. Desde luego una salida ordenada se efectúa de acuerdo con un lineamiento de política económica donde prima la eficiencia, competitividad y diversificación de la economía; para que de este modo la economía doméstica engrane con el resto del mundo para el beneficio común que manifiesta ingresar de pleno en los mercados de bienes y servicios tangibles y mercados financieros. Caso contrario, son las salidas desordenadas, por efecto atribuible a una crisis donde los costos suelen ser elevados,

Las salidas de un esquema de tipo de cambio fijo a uno más flexible devienen del marco de la política económica sostenida. Sin embargo, mantener un tipo de cambio apreciado en las condiciones dadas, solo puede sostenerse con préstamos y en conformidad a las expectativas de los agentes económicos.

En este sentido, en el presente apartado en primera instancia se abordará las experiencias internacionales de algunas economías que trascendieron a un tipo de cambio más flexible. Seguidamente, se esbozan las condiciones que se requieren para una salida, en estos términos, hacia un tipo de cambio más flexible, las que se fundamentan en la ejecución de cuatro etapas: 1) establecimiento de metas de inflación en conformidad a la dinámica de las expectativas de los agentes económicos; 2) gestión del riesgo cambiario; 3) desarrollo y reglamentación del mercado cambiario y 4) formulación de políticas de intervención de las autoridades monetarias. En general, se manifiestan las condiciones que se deberían estar ejecutándose previamente y en curso para una salida exitosa hacia un tipo de cambio más flexible, que muestran un horizonte base de políticas para ubicar en perspectiva la posición de Bolivia de lo que se podría hacer.

4.1. Experiencias de Economías que han Salido de un Sistema Fijo de Tipo de Cambio a uno más Flexible

Efectuando el repaso de las experiencias internacionales de un tipo de cambio de características fijas a uno más flexible, puede observarse que el hilo conductor de dichas experiencias se enfoca en el desarrollo de las economías y la apuesta por un orden financiero coherente e institucionalizado Robe Ötker & Vávra David (2007), Duttgupta et. al. (2006), Eichengreen et. al. (1998). Los ejemplos de países parten de situaciones de desarrollo dispares y de acumulación de reservas para afrontar los cambios. Aquí únicamente se hace la distinción de salidas ordenadas y desordenadas a un esquema de tipo de cambio más flexible con el objetivo de visualizar de acompañar el proceso de liberalización en el manejo del tipo de cambio.

Una característica de la transición a un tipo de cambio flexible radicó en dotar de mayor flexibilidad a los objetivos de política monetaria, con énfasis de reducir la inflación, por lo que se ejecutaron salidas graduales. En la mayoría de los casos, sobre todo en la etapa inicial de transición, se lograron los objetivos de reducir la inflación y salvaguardar la competitividad por lo que se

condujo a la adopción de paridades móviles anunciadas previamente (sistema en que el tipo de cambio de un país está ajustado al de otra(s) divisa(s)).

La necesidad de una mayor flexibilidad del tipo de cambio ha sido resultado de las políticas económicas conforme a las intenciones de crecimiento económico de los países. A medida que las economías se abrían al resto del mundo, abrieron sus cuentas de capital, recibiendo en algunos casos ingentes magnitudes de divisas que complicaron la gestión monetaria. Los esfuerzos para mantener los objetivos de inflación y tipo de cambio requirieron simultáneamente esterilizaciones a gran escala que finalmente se volvieron costosas y contraproducentes en muchos casos al estimular nuevas entradas. Los tipos de cambio flexibles ayudaron a absorber el impacto de las entradas y permitieron que las autoridades monetarias fijaran las tasas de interés en niveles consistentes con las metas de inflación.

A continuación, se presenta los pasos concretos que tomó un número seleccionado de países en la transición hacia una mayor flexibilidad del tipo de cambio. Lo que, sin duda manifiesta los atributos operativos que resultaron útiles para promover transiciones exitosas. En este sentido, se encuentran los ejemplos de salidas bajo presión del mercado (Brasil, República Checa y Uruguay) y los ejemplos de transiciones graduales y ordenadas (Chile, Israel y Polonia). Desde luego, los ejemplos se presentan en un marco contextual particular dada las características propias de cada economía y sobre las condiciones previas para la flotación de tipo de cambio y como estos influyen a una salida ordenada.

Es didáctico apreciar que las salidas bajo presión de mercado suponen el colapso del régimen de paridad fija República Checa (1997) y de la banda móvil en Uruguay (2002), en un período máximo de seis meses. Las salidas graduales implicaron un movimiento paso a paso hacia una flotación completa a través de “Pegs” cada vez más flexibles (Gráficos 16 a 21). Todos los países involucrados finalmente salieron a una flotación libre con objetivos de inflación explícitos (Brasil, Chile, República Checa, Israel y Polonia) u objetivos monetarios (Uruguay, con un plan para adoptar objetivos inflacionarios). En todas las salidas graduales, la transición cuyo fundamento radica sobre objetivos inflacionarios, también fue gradual a través de la búsqueda

simultánea de tasas de cambio e inflación. Los países con salidas desordenadas (excepto Uruguay) adoptaron objetivos para contener la inflación más rápidamente.

En general todas las salidas a un tipo de cambio flexible fueron duraderas. Por otra parte, las economías que salieron gradualmente continuaron su transición hacia un régimen flotante a través de mecanismos más flexibles y modernos. Igualmente llama la atención que las salidas bajo presión no fueron seguidas por un retorno a tipos de cambio fijos. No obstante, de acuerdo con las circunstancias se observaron algunas reversiones temporales: Por ejemplo, Chile redujo temporalmente el ancho de la banda móvil frente a la presión a la baja sobre el peso en 1998 e Israel recomenzó a intervenir en 1996 en respuesta a las grandes entradas de capital. En la misma línea las intervenciones en Brasil sobre las gestiones 2001 - 02 y 2005 - 06 fueron para corregir las condiciones del mercado y posibilitar el ingreso de divisas.

Es importante remarcar que las salidas graduales fueron largas, a pesar de que los beneficios de una mayor flexibilidad se habían reconocido en una etapa temprana. La transición a flotación completa tomó alrededor de 15 años en Chile, 20 años en Israel y 10 años en Polonia. Los ajustes al esquema de tipo de cambio fueron sumamente importantes y evitaron las salidas desordenadas.

El lento proceso de transición reflejó, en general, el manejo de las expectativas de los agentes del mercado para mitigar las preocupaciones sobre la flotación. Tales preocupaciones incluían socavar la credibilidad de las políticas o la pérdida de competitividad de las apreciaciones potenciales (en los tres países de salidas ordenadas), así como la transmisión a la inflación y los posibles efectos en el balance general (caso de Chile e Israel en las primeras etapas de la transición). Los aumentos graduales en la flexibilidad del tipo de cambio también ayudaron a profundizar los mercados de divisas, lo que contribuyó a los esfuerzos por establecer una mayor flexibilidad.

En el caso de las economías que estuvieron obligados por sus circunstancias económicas a un tipo de cambio más flexible, por lo general no reconocieron los beneficios de la flotación cambiaria. La gran preocupación de una flotación cambiaria se enfocaba en el avivamiento de la

inflación asociado con la pérdida de un ancla nominal creíble (República Checa) y los descalces de moneda en un sistema bancario mayoritariamente dolarizado (Uruguay), jugaron un papel en el retraso de las salidas. Las salidas rápidas y desordenadas no disfrutaron de un beneficio de credibilidad porque no tuvieron lugar desde una posición de solidez macroeconómica o financiera. En este sentido, era de suprema necesidad encontrar un ancla alternativa en un entorno de crisis, lo que a su vez complicaba la tarea de establecer credibilidad. Sin embargo, la existencia de algunos de los factores de apoyo limitó el período de inestabilidad posterior a la flotación (Brasil y República Checa).

Por otra parte, existieron los factores que desencadenaron el movimiento hacia mayor flexibilidad. Las transiciones forzadas fueron igualmente motivadas por el contagio de las crisis financieras internacionales que revelaron las vulnerabilidades macroeconómicas y/o financieras de los países. Para tal efecto, se manifiestan tres ejemplos de economías que experimentaron presión a la baja sobre sus monedas de los impactos de turbulencias financieras provocadas en “otros mercados emergentes” (la crisis rusa para Brasil, la crisis asiática para la República Checa y la crisis argentina para Uruguay), lo que condujo a un eventual colapso del esquema de tipo de cambio fijo. Las políticas monetarias internas habían atraído importantes entradas de capital a corto plazo sin las salvaguardas correspondientes.

Las mencionadas crisis fueron a su vez avivadas por las laxas políticas macroeconómicas, donde el déficit fiscal era un común denominador y ejercían presión en las bandas donde se fijaban el tipo de cambio (Brasil y República Checa). En Uruguay, el sistema financiero se encontraba altamente dolarizado y por tanto vulnerable, cuando se combinaron con choques externos se amplificaron los desequilibrios externos, situación que mermo la confianza del mercado, aspecto combinado que provocaron el colapso de la banda móvil, depreciando su moneda para reencontrarse en equilibrio.

En cuanto a las salidas ordenadas se fundamentaron en las acertadas políticas de Estado de los países, con la finalidad de profundizar los efectos multiplicadores de los flujos de capitales que llegaban hacia las economías domésticas. En Israel, por ejemplo, el cambio a un régimen de abanico móvil a mediados de 1997 tenía como objetivo evitar la percepción de riesgo bidireccional

del tipo de cambio: al permitir una ampliación asimétrica de la banda móvil en el límite de potencial depreciación y disminuir el margen de apreciación. Este cambio de régimen, combinado con la política de no intervención del Banco de Israel, en efecto ayudó al sector privado a darse cuenta de que tenía que hacer frente a la incertidumbre cambiaria, lo que a su vez alentó el desarrollo de herramientas de cobertura cambiaria. En otras palabras, la mayor flexibilidad cambiaria proporcionó un medio para mitigar algunos de los riesgos asociados con los tipos de cambio flexibles, reforzándose por sí mismo.

Uno de los objetivos en el establecimiento de lograr un tipo de cambio flexible es el desarrollo de un mercado de divisas desarrollado que manifieste suficiente liquidez. En el caso de salidas graduales, en un principio, el mercado de divisas carecía de liquidez y se encontraba subdesarrollado ya que los bancos centrales eran los únicos creadores de mercado. En cuanto a los casos particulares, el papel del banco central a través de su mecanismo de fijación se redujo gradualmente a medida que se desarrollaban los mercados; la fijación terminó formalmente en Israel en 1990 y en Polonia en 1999.

En la mayoría de los casos, el desarrollo del mercado comenzó solo después de que se introdujera cierta flexibilidad en el tipo de cambio: en Israel, cuando se permitió que el tipo de cambio variara dentro de una banda de ± 5 por ciento; en Chile, luego de ampliar la banda a ± 5 por ciento; y en Polonia, luego de la adopción de una banda móvil con un ancho de $\pm 7,0$ por ciento. Igualmente, en la República Checa, se introdujo cierta flexibilidad en 1996 poco antes de la salida desordenada, el mercado se desarrolló más rápidamente después de que la banda se ampliara de $\pm 0,5$ por ciento a $\pm 7,5$ por ciento. En la mayoría de los casos, el desarrollo de mercado comenzó a través de los mercados interbancarios directos.

En todos los casos, el mercado de divisas fue el primero en desarrollarse, seguido de los mercados de derivados (forward, swap, opciones y futuros) relacionados con el mercado de divisas al ser parte de los mercados financieros. Los mercados de Spot²⁷ estaban bien desarrollados en los seis países en el momento de la salida, pero los mercados de derivados para las divisas se

²⁷ El mercado spot es el tipo de cambio establecido al momento de pactar el contrato en cuestión. Es decir, hace referencia al cambio del momento entre un par de divisas determinadas, para que pueda ser liquidado de manera inmediata

introdujeron gradualmente: los mercados de derivados bien desarrollados existían en solo unos pocos países cuando comenzó el movimiento hacia la flexibilidad. En Uruguay, solo el mercado Spot estaba bien desarrollado antes de la flotación, mientras que los mercados de derivados eran prácticamente inexistentes; los esfuerzos para promover su desarrollo comenzaron después de la flotación en el año 2002. En Brasil y Chile, los mercados de divisas Spot y de derivados se desarrollaron paulatinamente a partir de 1990 hasta la flotación del tipo de cambio en 1999. En muchos de los países (Chile, República Checa, Israel y Polonia), el mercado de derivados de divisas se desarrolló junto con una mayor flexibilidad del tipo de cambio.

El proceso de establecimiento de mercados Spot comenzó en etapas bastante tempranas en el movimiento hacia una mayor flexibilidad. Los bancos centrales desempeñaron un papel importante en este proceso al crear infraestructura e instituciones. En particular las autoridades monetarias, estimularon el desarrollo del mercado considerando los siguientes aspectos: 1) permitir cierta flexibilidad a través de la ampliación de bandas comerciales; 2) reducir su papel en el mercado dejando de ser un creador de mercado único y poniendo fin a las intervenciones de fijación (República Checa, Israel, Polonia) o descontinuoando bandas internas más estrechas o niveles objetivo no declarados (Israel, Polonia, Uruguay); y 3) eliminar los obstáculos a la actividad del mercado al permitir las operaciones de arbitraje entre bancos y eliminar los límites al acceso a los mercados (Chile) o liberalizar el mercado de clientes bancarios (República Checa) y fomentar el comercio a través del mercado interbancario (República Checa, Uruguay).

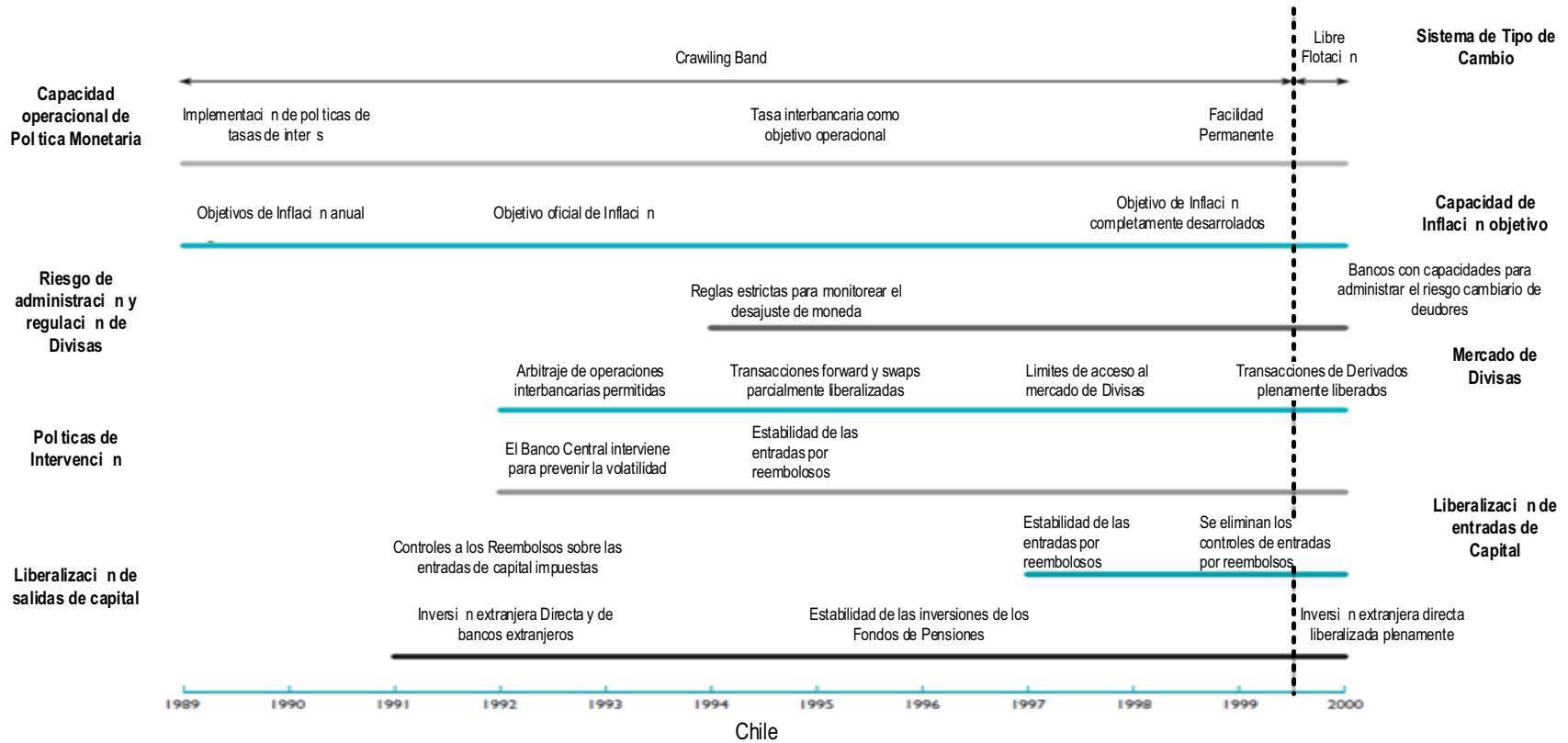
Finalmente, los bancos centrales también contribuyeron al desarrollo del mercado mediante la mejora de la infraestructura, por ejemplo, el banco central israelí generó mercados sofisticados de negociación y de negociación continua extrabursátil. Por otra parte, la presencia de otros mercados financieros complementarios también ha sido un factor importante en la creación de mercados de derivados profundos y líquidos de cobertura. Entre dichos mercados, el mercado interbancario y de valores gubernamentales presentaban el vínculo más cercano de referencia con los mercados de divisas spot y de derivados, porque las tasas de interés establecidas en estos mercados marcaban información para que la paridad de tasas de interés funcionara y para fijar los precios de los swaps, forwards y otros instrumentos de cobertura. Dichos mercados fueron esenciales para el desarrollo de los mercados spot en Israel y Polonia; en Uruguay la ausencia de

títulos en moneda nacional obstaculizó el desarrollo del mercado de derivados. Luego de la flotación, el Banco Central de Uruguay ejecutó medidas inmediatas para apoyar los mercados de letras en moneda nacional.

Una aprensión a la flotación del tipo de cambio es su volatilidad inherente. Por esta razón, las autoridades monetarias incentivaron y promovieron los mercados complementarios al de divisas. Sin embargo, se reconocieron que los mercados de derivados y las operaciones forward podrían permitir ataques especulativos de difícil control (casos de Israel y Polonia). No obstante, igualmente las autoridades reconocieron que es sumamente complicado detener el desarrollo de derivados una vez que se liberalizaran los mercados de instrumentos subyacentes (por ejemplo, letras y bonos del tesoro). De hecho, se concluyó que el mantenimiento de restricciones en las transacciones de derivados era contraproducente ya que condujo a un desarrollo aún más rápido de derivados en el extranjero en un intento de eludir las restricciones en el país (acudiendo a otras plazas financieras donde era posible efectuar dichas operaciones).

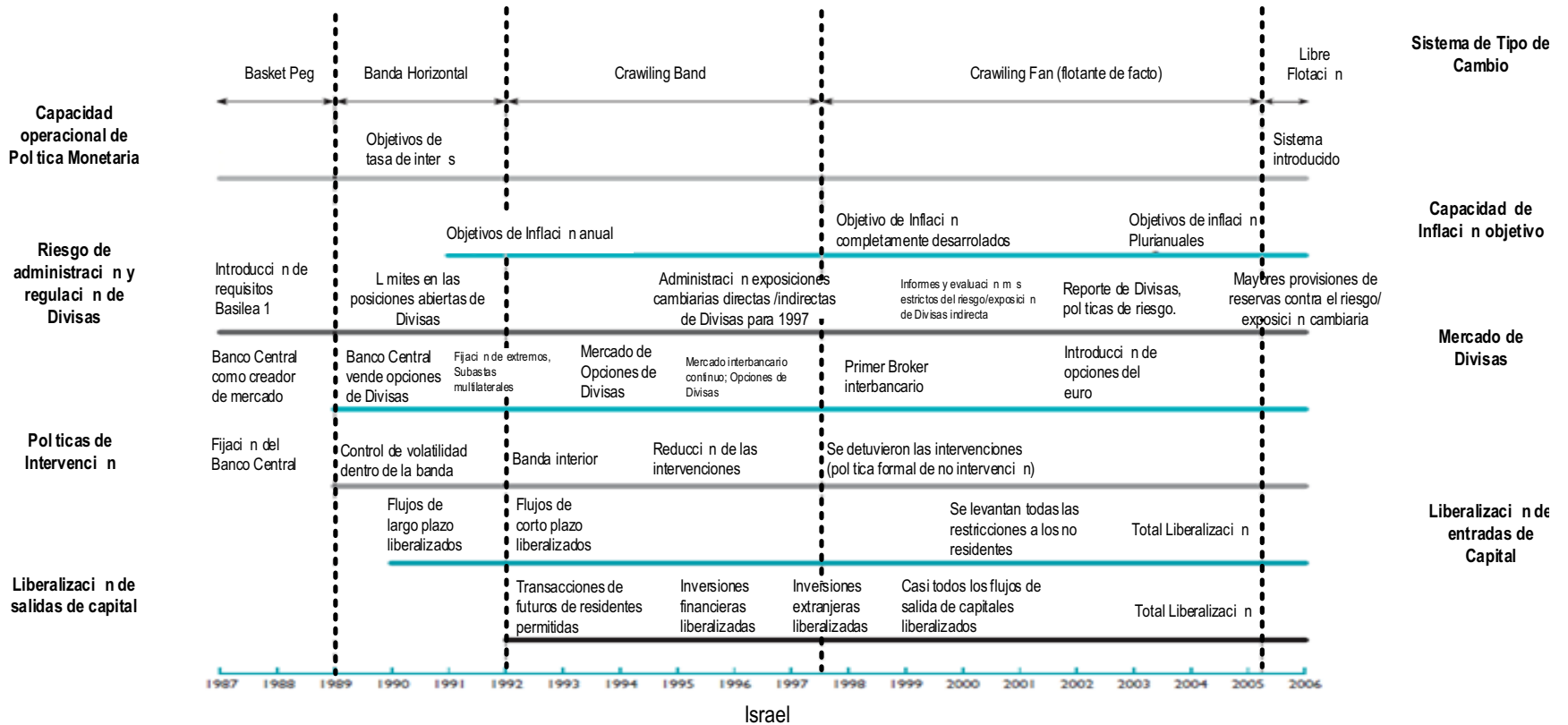
Al liberalizar las transacciones de derivados, las autoridades monetarias establecieron algunas precauciones para limitar dichos riesgos, como la legitimización de las transacciones subyacentes y normas prudenciales. Por ejemplo, en Chile, las operaciones de divisas y las transacciones de derivados se permitieron, solo en una etapa temprana para respaldar actividades comerciales o inversiones en el extranjero. En este sentido, el requisito de autorización para participar en transacciones de derivados con contrapartes externas se eliminó en el momento de la flotación del tipo de cambio. Por otra parte, en Israel, los requisitos de documentación se utilizaron para transacciones subyacentes por varios años. Sobre todo, en Israel y Polonia, las exposiciones directas e indirectas de los bancos a los riesgos cambiarios asociados con las transacciones de derivados también se incorporaron en los sistemas prudenciales.

Cuadro 2. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible - Chile



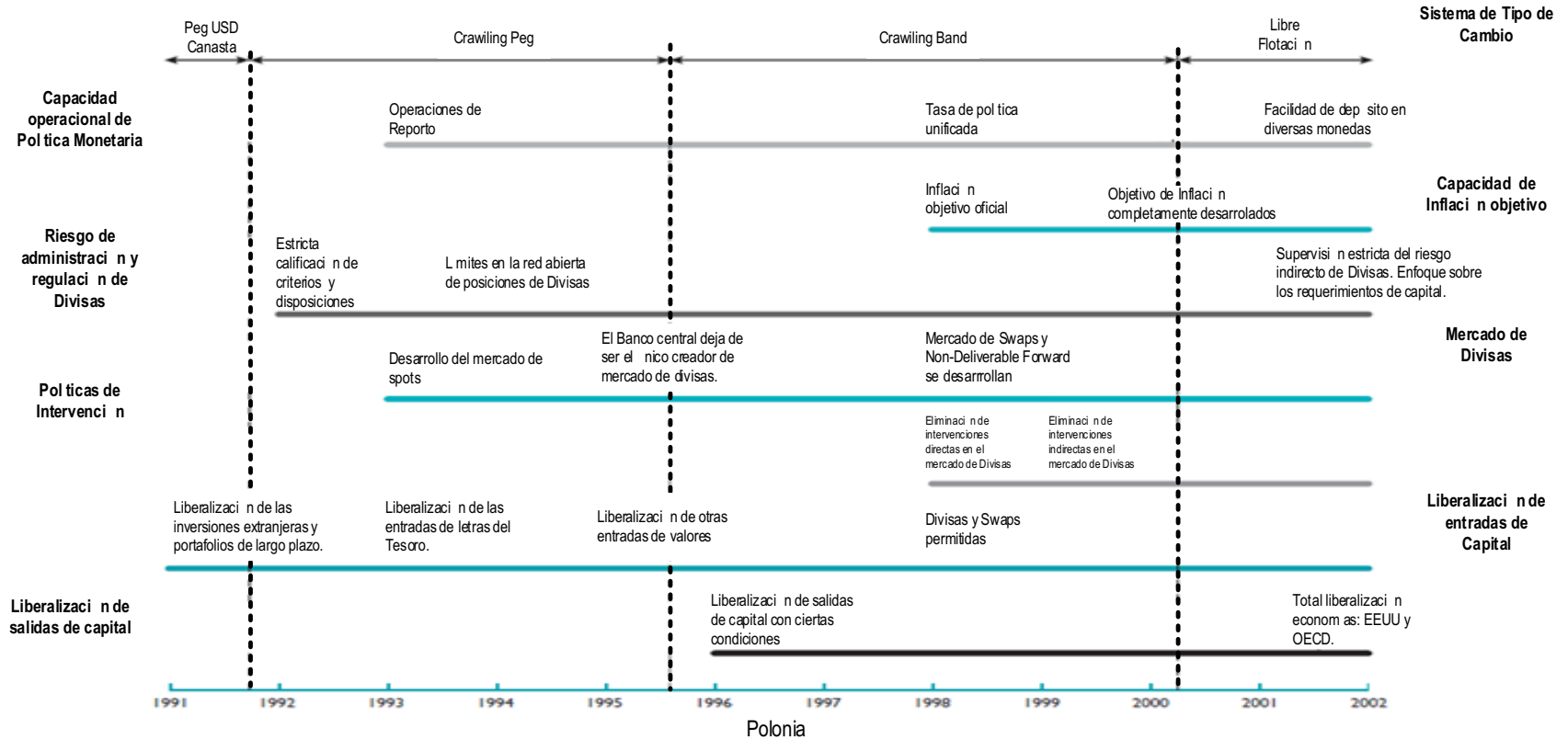
Fuente: Ötker-Robe & David Vávra (2007).

Cuadro 3. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible - Israel



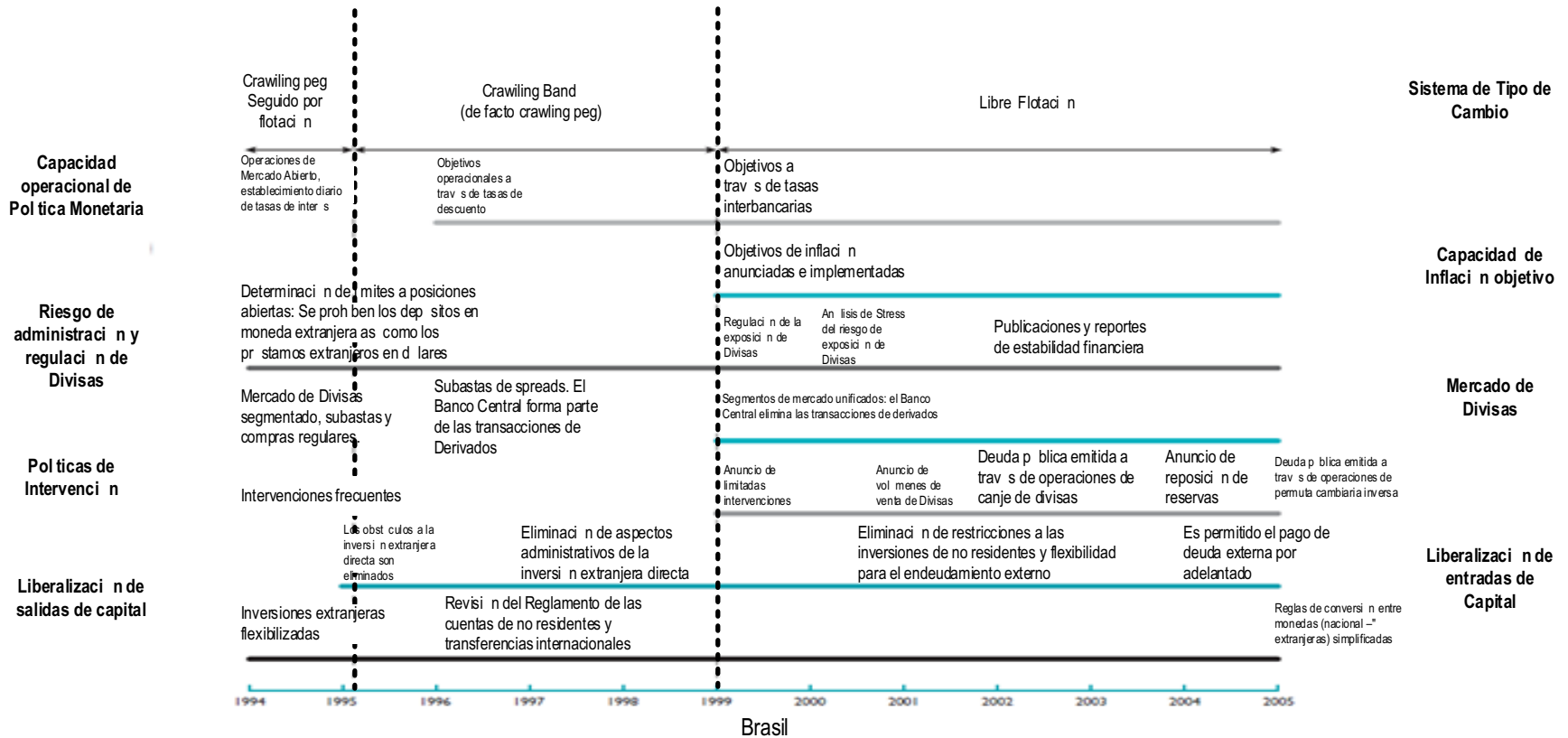
Fuente: Ötker-Robe & David Vávra (2007).

Cuadro 4. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible – Polonia



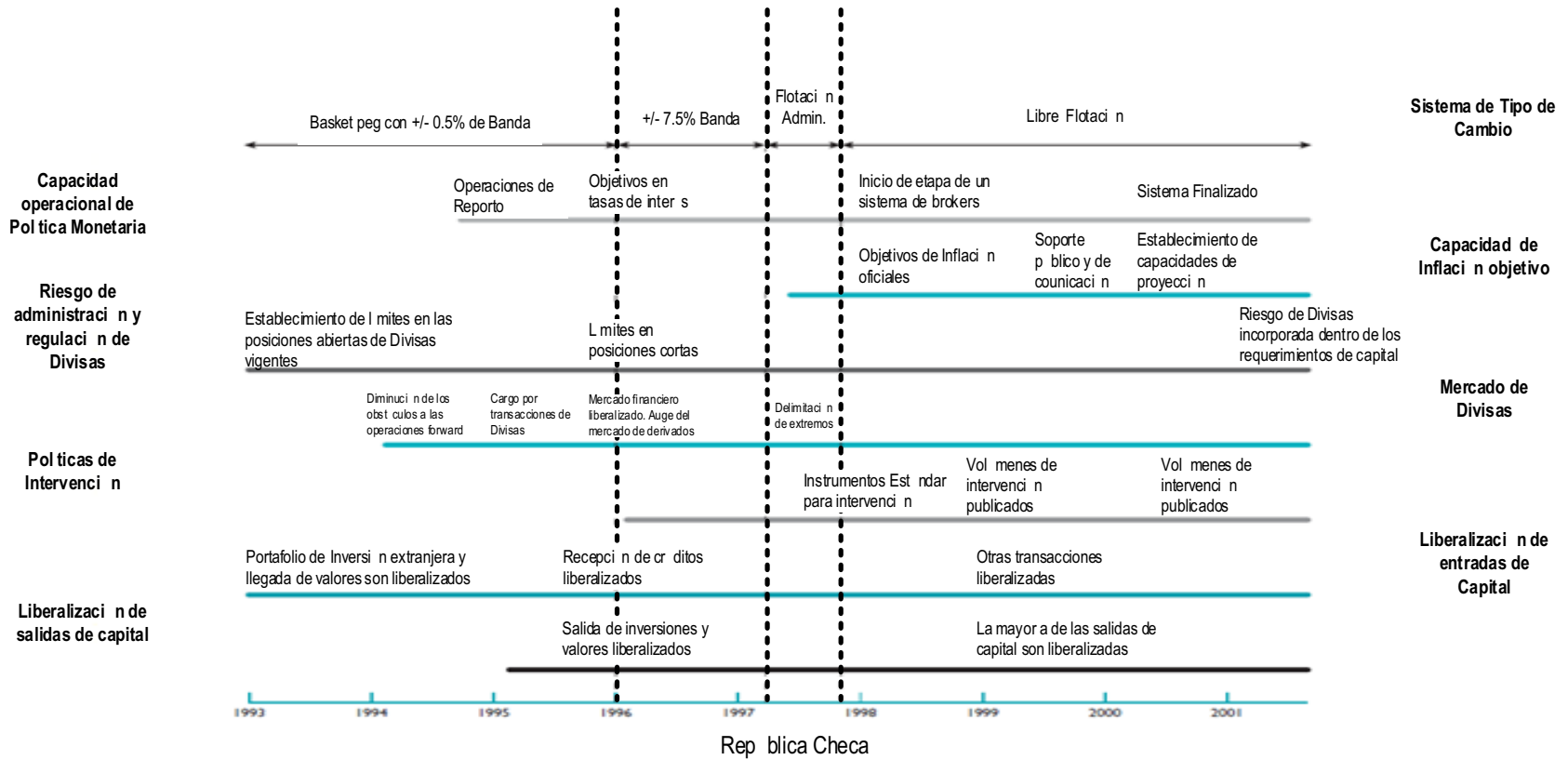
Fuente: Ötker-Robe & David Vávra (2007).

Cuadro 5. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible - Brasil



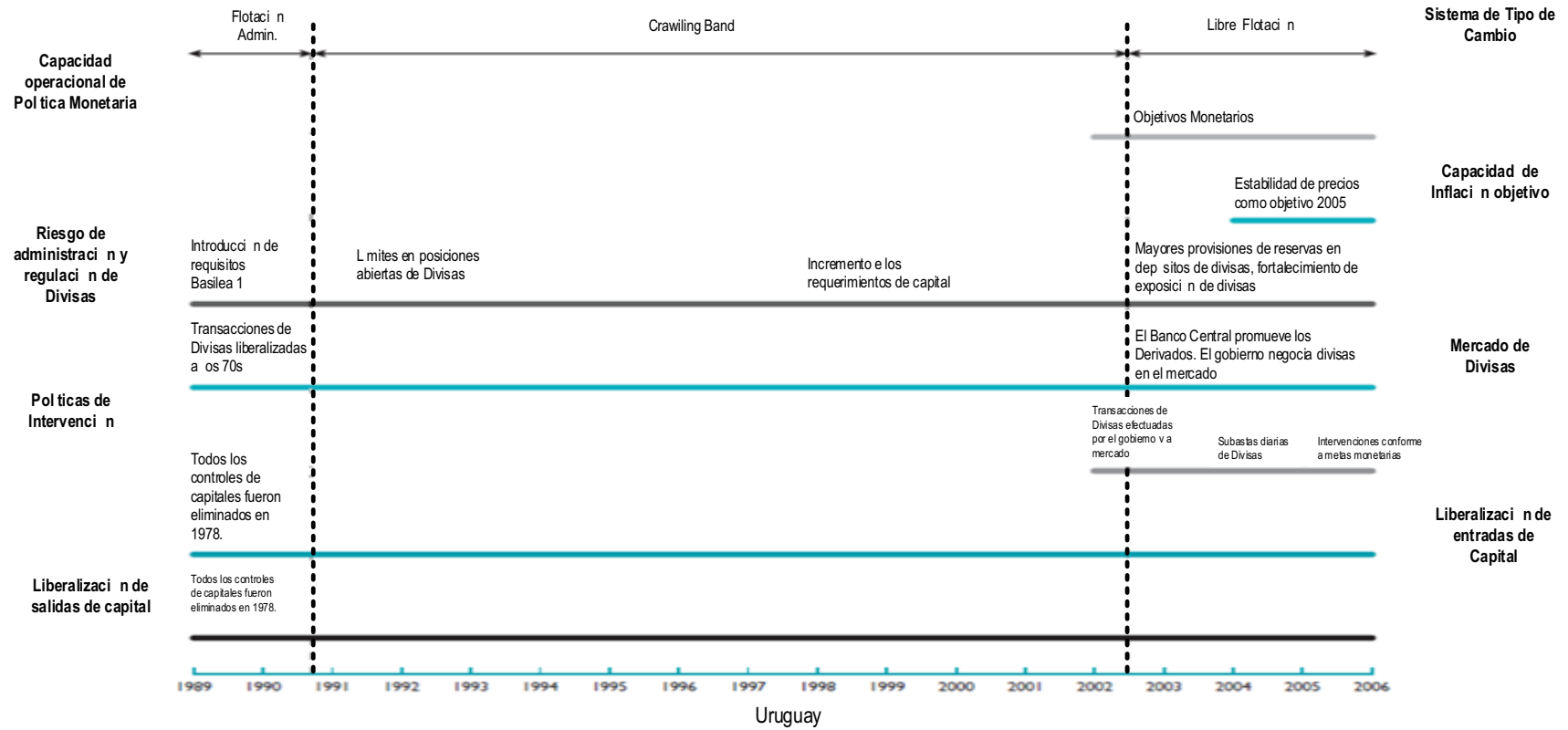
Fuente: Ötker-Robe & David Vávra (2007).

Cuadro 6. Experiencia de Salida Hacia un Tipo de Cambio Flexible - República Checa



Fuente: Ötker-Robe & David Vávra (2007).

Cuadro 7. Experiencia de salida hacia un tipo de cambio flexible - Uruguay



Fuente: Ötker-Robe & David Vávra (2007).

En general se observa de acuerdo con la experiencia empírica de seis economías, se debe hacer hincapié en: 1) Sistemas para evaluar y gestionar riesgos cambiarios; 2) Políticas de intervención cambiaria; 3) Ancla alternativa de inflación y 4) Nivel de participación de los Bancos Centrales. De este modo, es posible reconocer la ventaja de las experiencias internacionales para las recomendaciones consiguientes para Bolivia.

Las experiencias sugieren que un sistema financiero relativamente estable con poca exposición cambiaria²⁸ fue importante para lograr una salida exitosa. En Brasil y la República Checa, los bancos no tenían una exposición cambiaria significativa, lo que probablemente ayudó a limitar el contagio de las crisis cambiarias a los bancos. En Uruguay, los balances altamente dolarizados con una gran exposición cambiaria, combinados con una débil capacidad de gestión del riesgo cambiario, dificultaron la salida, con grandes pérdidas como resultado de la fuerte depreciación. En Chile, los bancos estaban bien capitalizados, con un sólido marco regulatorio y de supervisión creado después de la crisis bancaria de la década de 1980. La exposición cambiaria indirecta en Chile fue pequeña y bien cubierta. Por otra parte, el sistema prudencial y de supervisión se fortaleció en Israel después de la crisis bancaria de 1983. En Polonia, las estrictas regulaciones prudenciales con técnicas de gestión de riesgos de mercado, supervisión interna y externa, además de la presencia de bancos extranjeros dieron lugar a un sistema resistente a las fluctuaciones del tipo de cambio.

Por otro lado, la transparencia de las políticas de intervención cambiaria fue importante para establecer la credibilidad de los nuevos esquemas de tipo de cambio, especialmente después de las salidas forzadas. El Banco Central de Brasil publicaba ex post los volúmenes de intervención sin un patrón de preanuncio, no existía ninguna regla en cuanto a los montos y el momento de la intervención. En Uruguay, tanto la estrategia como la manera de ejecución se anunciaron en el momento de la salida a un tipo de cambio flexible, como respuesta para recuperar la credibilidad. En Chile, no se declaró una regla de intervención predeterminada, pero los objetivos y la intensidad de las intervenciones se comunicaban con fines de credibilidad. Por otro lado, en Israel y Polonia, la transparencia y

²⁸ Con carácter general, la exposición cambiaria se refiere a la sensibilidad de los activos-pasivos y/o ingresos-gastos de los agentes económicos ante las variaciones no anticipadas del tipo de cambio.

la credibilidad de las autoridades monetarias mejoraron con el tiempo y con el compromiso de no intervenir incluso en momentos de tensión y stress en los mercados.

En cuanto a la adopción de una nueva ancla inflacionaria (variable clave que sintetiza el devenir de la inflación ante los agentes económicos) creíble implicaba rediseñar el marco de política monetaria, para que dicha combinación permitiera una credibilidad suficiente ante los agentes económicos. La fuerte depreciación del tipo de cambio, la ausencia de un ancla de inflación y los recuerdos de períodos de alta inflación alimentaron los temores de un retorno a la hiperinflación, particularmente en Brasil y Uruguay. En este sentido, todas las economías optaron por adoptar un marco general de metas de inflación, donde toda la política monetaria debía engranarse para tal finalidad. Pero se observaron diferencias claras entre las economías de salidas graduales y las salidas rápidas. En los primeros casos la adopción de metas inflacionarias siguió un largo periodo de transición: 10 años en Chile y 8 años en Israel y 2 años en Polonia desde el momento en que se declararon las primeras metas anuales de inflación. Por el contrario, el proceso de metas inflacionarias en las economías de salidas rápidas se efectuó después del cambio de esquema de tipo de cambio, situación que afectó negativamente a dichas economías.

Asimismo, la participación del Banco Central a una transición de flotación libre de tipo de cambio es determinante en el mercado de divisas. En el caso de salidas desordenadas, la dificultad residía en determinar en qué medida el Banco Central debería limitar la volatilidad del tipo de cambio y su traspaso a la inflación. Para los países que siguieron transiciones graduales, el desafío fue determinar cómo reducir la participación del Banco Central en el mercado sin poner en riesgo el objetivo de tipo de cambio estimado. De hecho, las salidas desordenadas, solo pudieron controlarse sólo después de que se endurecieran las políticas monetaria y fiscal, y se adoptaran amplias medidas para la reestructuración bancaria.

En general y en todos los casos, la intervención del Banco Central se tornó más discrecional una vez que se restauró la credibilidad en la conducción de la política monetaria y se abandonó la práctica intervenciones anunciadas previamente. Está claro que los agentes económicos mantendrían en la etapa ex-post, la suficiente certidumbre sobre el accionar de

las autoridades monetarias. Por todo lo mencionado, las autoridades monetarias debieron coadyuvar, como condición *sinequanum* en la creación de mercados de divisas y mercados complementarios para salida exitosa a un sistema de tipo de cambio flexible.

4.2. Establecimiento de Metas de Inflación Conforme a la Dinámica de las Expectativas de los Agentes Económicos

Sin duda entre la lista de posibles anclas nominales para la política monetaria, el objetivo de control de la inflación del tipo de cambio ha sido la alternativa más destacada en las últimas dos décadas Frankel (2015). De esta manera un número creciente de Bancos Centrales establecieron como objetivo principal la estabilidad de precios, utilizando para ello los instrumentos monetarios a disposición. De hecho, el mandato explícito de preservación de la estabilidad de precios se encuentra como objetivo principal en muchos Bancos Centrales, donde se presenta la característica de mantener un elevado grado de autonomía que se denomina independencia del Banco Central. En este entendido, el tipo de cambio utilizado como instrumento monetario es utilizado para evitar la importación de inflación externa. Sin embargo, en los casos de salidas desordenadas de un esquema de tipo de cambio fijo, la depreciación o devaluación tienen impactos profundos desencadenantes de una inflación en espiral.

La experiencia de Crisis Financieras presenta un detonante idéntico (crisis de Malasia, Indonesia y Argentina - finales de los años 90) Chesnais (2001): comenzaron con una devaluación de la moneda local que se había tornado a causa de un déficit comercial, cuya gravedad se debe a la ruptura inevitable con el dólar estadounidense. Por consiguiente, dada la tendencia de pronunciarse el déficit comercial la solución suele dar a lugar la caída libre del tipo de cambio, aunado con la huida de capitales y el derrumbe del mercado financiero de la economía local. Dicha situación produjo una contracción del crédito seguida de otra contracción de la producción sin la posibilidad inmediata de la ayuda del FMI y de países amigos dispuestos a contener la crisis.

Originalmente, con una devaluación se espera una reactivación de las economías, pero que no ocurre necesariamente de la forma esperada, sino que en muchos casos puede

producir, si no se hace de una manera ordenada, profundizar un proceso de crisis económica. En países en desarrollo los productores - comerciantes, son también los consumidores, sobre todo en aquellos Micro y Pequeños productores que sostienen gran parte del equilibrio interno de las economías locales, empleando y sosteniendo a la mayoría de sus poblaciones locales. Aspectos que se deben tomar en cuenta a la hora de flexibilizar el tipo de cambio.

Pero es preciso subrayar que las políticas que permiten una fuerte devaluación o depreciación de tipo de cambio podrían afectar a las pequeñas unidades económicas. Esta situación implica el deterioro económico de una gran parte de la población, contrayendo los círculos de consumidores que dinamizan las economías locales. Por tanto, las soluciones financieras sobre todo debe llevarse a cabo desde la tangibilidad del tejido productor – consumidor y mantener el empleo directo e indirecto.

Francois Chesnais profesor de París XIII, sostiene acertadamente lo siguiente, gracias a la evidencia empírica:

.....ningún consumo rentista podrá jamás compensar los mercados destruidos por el desempleo masivo o la pauperización absoluta impuesta a comunidades que antes podían asegurar su manutención y expresar con ello cierta demanda solvente..... Las soluciones deben buscarse más allá de las finanzas.

De una manera meridiana, Chesnais manifiesta que las decisiones de devaluación de la moneda doméstica ante presiones ineluctables, tal como se muestra en el caso boliviano, debe acompañarse de otras medidas como la disciplina fiscal. Sin embargo, la inflación potencialmente descontrolada generada por la devaluación abrupta del tipo de cambio debe evitarse a toda costa.

De acuerdo con Mishkin (2004), son cinco diferencias institucionales fundamentales que deben considerarse en los países de mercados emergentes, para el

control de inflación a partir de los tipos de cambio: 1) Débiles instituciones fiscales; 2) Frágiles instituciones financieras y regulatorias; 3) Baja credibilidad de las instituciones financieras; 4) Fácil sustitución de monedas y dolarización de los pasivos; 5) Vulnerabilidad a paradas repentinas (de entradas de capital). Sin embargo, los países avanzados no son inmunes a los problemas con sus instituciones fiscales, financieras y monetarias, sobre todo en los tres primeros elementos de la lista anterior, solo existe una gran diferencia en la intensidad de los problemas en los países de mercados emergentes.

Los casos de Chile, Sudáfrica, Hungría, México, Ecuador y Argentina son ejemplificadores a la hora de reconocer la calidad institucional, el contexto del entramado interno y externo de las economías. Una de las principales amenazas inflacionistas ocurre cuando los residentes nacionales cambien a una moneda extranjera que conduzca a la sustitución de moneda, por experiencia inflacionaria pasada, como unidad de cambio y valor, tal como ha ocurrido con Ecuador y actualmente con la Argentina.

Este fenómeno ha inducido a la autoridad monetaria a permitir que los bancos ofrezcan depósitos en divisas. De esta manera, un cambio repentino de moneda nacional a moneda extranjera no tiene por qué resultar en una corrida bancaria, ya que, en presencia de depósitos en divisas, tal cambio de cartera podría implementarse simplemente cambiando la denominación de los depósitos bancarios. De lo contrario, los depósitos se retirarían para comprar divisas, lo que provocaría una corrida bancaria.

Una respuesta a una potencial crisis de tipo de cambio ha sido la dolarización de los pasivos Buscio et. al. (2012). Es decir, ofrecer préstamos denominados en moneda extranjera, generalmente dólares. Por lo tanto, la dolarización de pasivos (cuando el descalce de monedas tiene lugar en los balances de las empresas y los hogares) puede convertirse en un problema importante para las economías que están relativamente cerradas y altamente endeudadas (este ha sido el caso típico en varios países de mercados emergentes después de la expansión del capital) en periodo de afluencia en la primera mitad de la década de 1990.

Por otra parte, una característica de las economías emergentes a la hora de la transición a un nuevo esquema de tipo de cambio por motivo de una crisis inminente es la parada de flujo de capitales Roso & Maldonado (2017). Las economías en desarrollo intentan a su vez desarrollar sus mercados financieros a la usanza de las economías desarrolladas. Los flujos de capitales que arriban a la economía doméstica son bienvenidas pero la salida de capitales no. La salida de capitales a razón de un quiebre de expectativas como la rusa en la década de los 90 o desde los centros financieros en el año 2007 ha afectado a las economías receptoras de capitales que no son parte de los centros mundiales. Un efecto global que afecta más a las economías en desarrollo²⁹.

También es importante que los bancos centrales reconozcan que es probable que el traspaso de las variaciones del tipo de cambio a la inflación dependa del esquema de tipo de cambio. Después de un período sostenido de baja inflación diseñado por un régimen de metas de inflación, es probable que disminuya el efecto del tipo de cambio en el proceso de formación de expectativas y las prácticas de fijación de precios de los hogares y las empresas en la economía Bernanke (2007) y Galil et al. (2001). Por lo tanto, es probable que las metas de inflación ayuden a limitar el efecto *pass through*.

Por otra parte, en el marco de los ajustes para una transición a un tipo de cambio que permita una acumulación ordenada de divisas y al mismo tiempo que genere expectativas confiables e inocuos en la inflación, debe tomarse en cuenta en rigor evitar todo tipo de especulaciones post medida³⁰. Previendo que un sistema de cambio impida la obtención de ganancias de capital futuras, cuyo objeto no sea el de contribuir al financiamiento de la producción y del comercio. Eliminar las expectativas de ganancias

²⁹ El efecto de las paradas repentinas en países individuales no es uniforme. En América Latina, por ejemplo, Argentina sufrió una dislocación muy seria, mientras que el vecino Chile salió relativamente ileso (aunque Chile ha visto caer su tasa de crecimiento en más del 50 por ciento). En Asia, Corea ha tenido una fuerte recuperación, mientras que Indonesia todavía se está recuperando del impacto. El análisis tentativo sugiere que estos diferentes resultados tienen mucho que ver con las condiciones iniciales. Chile tenía una deuda baja en relación con Argentina y no sufrió la dolarización de pasivos, mientras que en el momento de la crisis la mayoría de los instrumentos de deuda en Argentina estaban denominados en dólares estadounidenses. Por otro lado, aunque tanto Corea como Indonesia padecían deudas en divisas, Corea pudo socializar gran parte del problema financiero (como resultado, la deuda de Corea aumentó de alrededor del 12% al 33% del PIB en 1996-98). Por lo tanto, una vez más, la deuda y el descalce de monedas parecen haber jugado un papel crucial en la determinación de la profundidad de la crisis (Mishkin 2004).

³⁰ Kaldor (1939) define la especulación como: Se conoce la definición clásica de la especulación hecha en 1939 por N. Kaldor: "compra o venta de bienes con intención de reventa (o de re-compra) en una fecha posterior, cuando la acción está motivada por la esperanza de una modificación del precio vigente y no por una ventaja ligada al uso del bien, una transformación cualquiera o la transferencia de un mercado a otro".

futuras en la cotización de títulos, deudas y todo tipo de potenciales activos que pueden beneficiarse a un nuevo sistema de tipo de cambio es parte de la agenda que se encuentra en los siguientes pasos de transición ordenada de esquema de tipo de cambio.

4.3. Gestión del Riesgo Cambiario³¹

Una de las ventajas de adoptar un esquema de tipo de cambio flexible, radica en evitar la volatilidad de capitales transfronterizos por depreciación o apreciación de la moneda. De manera tal de evitar que los agentes económicos y gobierno asuman los costos de la variabilidad no esperada del tipo de cambio. Muchos países son reacios a dejar que sus monedas floten por temor a una volatilidad excesiva, inquietud central en países en que los balances son vulnerables al riesgo cambiario Karacadag et. al. (2004). Una manera de gestionar el riesgo cambiario ha sido establecer una banda de fluctuación en función a la expectativa de los agentes como régimen intermedio a una transición más flexible (Chile, Israel, Polonia, Hungría), con el control de la inflación como punto focal que se traduce en un ancla nominal.

Para mitigar el riesgo cambiario es imprescindible, que las autoridades monetarias, cuenten con la liquidez suficiente de divisas para afrontar las expectativas negativas de los agentes económicos. Asimismo, la gestión del riesgo supone el control de descalce de las obligaciones privadas en moneda extranjera. Análogamente, la crisis del Sudeste Asiático de los años 90 del siglo pasado demostró que el endeudamiento del sector empresarial en moneda extranjera, sin cobertura de riesgos, puede ocasionar pérdidas para los bancos acreedores y un auge de la demanda de divisas.

Por otra parte, la evaluación del riesgo cambiario entraña un análisis menudo de los balances, no solo de la composición por monedas de las partidas del balance, sino también de los vencimientos, la liquidez y la calidad crediticia de los activos y pasivos en divisas

³¹ Es el riesgo financiero que se asume en el comercio internacional a cambio de divisas en la compra y venta de las mismas y en la contingencia que una de las divisas operadas sufra una devaluación abrupta y no prevista, produciéndose con ello mercados paralelos.

extranjeras. En el caso particular boliviano, dicho riesgo cambiario ha sido apaciguado gracias a que la moneda de Bolivia recobra en mayor grado las funciones convencionales del dinero: medio de pago, unidad de cuenta, depósito de valor y patrón de pagos diferidos. En realidad, es un proceso de “desdolarización de la economía boliviana” que se le ha denominado como “bolivianización”, gracias a diversas medidas de política monetaria que incluyen: la apreciación cambiaria, encaje legal, impuestos, límites a la posición de cambios, instrumentos financieros, indexados, diferencial de rendimientos, etc.; Levy (2021), ha permitido dejar la dependencia de la moneda extranjera en Bolivia, aspecto que puede trastocarse por las expectativas de los agentes ante una plausible inflación descontrolada, por lo que este escenario puede considerarse frágil.

Sin embargo, en el caso de una transición ordenada es preciso concentrar esfuerzos para la gestión del riesgo cambiario por parte de las instituciones financieras. La misma comprende establecer sistemas de información para llevar un seguimiento de las fuentes de riesgo, diseñar fórmulas de base contable y emplear técnicas analíticas de medición del riesgo basadas en la evolución prevista, y crear políticas y procedimientos sobre el riesgo interno.

4.4. Desarrollo y Reglamentación del Mercado Cambiario

Las recetas del FMI en cuanto al desarrollo del mercado cambiario ilustran en un extremo la posibilidad de un panorama de ganancias y pérdidas que determinan precios y por ende en la determinación del tipo de cambio. Desde luego, la parte negativa del desarrollo de un mercado cambiario debe evitarse con un batería de medidas que inhiba la especulación. De este modo, se debe restringir las posibilidades de que algunos agentes de mercado cambiario tengan la capacidad de determinar el bienestar económico de millones de personas.

En este sentido, lo ideal es desarrollar mercados cambiarios para la determinación y formación de los precios de tipo de cambio. Es una característica que las economías en desarrollo el mercado cambiario sea ineficiente, propio de su desarrollo institucional. Entre las medidas para lograr una mayor profundización del mercado cambiario es importante efectivizar lo siguiente Karacadag et. al. (2004) y Duttagupta et. al. (1996) como alternativas a seguir: 1) Reducir la función de mercado al banco central; 2) Divulgar más información;

3) Eliminar gradualmente la normativa que inhibe la actividad de mercado; 4) Unificar y simplificar la legislación cambiaria y evitar cambios frecuentes; 5) Facilitar el desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo.

Para la profundización del mercado cambiario es preciso que las autoridades monetarias dejen de participar activamente, salvo para preservar objetivos de la estabilidad de precios y toda la estabilidad macroeconómica de mediano a largo plazo. En este sentido, los Banco Centrales deben dejar de fijar tasas de compra y venta, para generar con ello a los agentes económicos la creación de mercado. En otras palabras, dejar que las entidades financieras sean, bancos y otras entidades autorizadas dejar que tengan influencia en la determinación de precios antes de dar paso a la flexibilidad del tipo de cambio.

De este modo, en el sentido de la creación de mercados de cambio que puedan generar precios de la interacción de la oferta y demanda, los Bancos Centrales deben divulgar la información de las divisas en cuanto a las fuentes y usos. De esta manera, los agentes económicos puedan emitir criterios eficientes y creíbles con respecto al tipo de cambio. En esta línea, al disminuir la intervención de los Bancos Centrales, que se deben eliminar gradualmente la normativa que inhibe, que dificulta la actividad de mercado, ya sea eliminación de impuestos de transferencia, recargos sobre las transacciones en moneda extranjera y todo tipo de restricciones inhibitorias a las transacciones financieras (interbancarias, por ejemplo).

Por último, es sumamente importante unificar y simplificar la legislación de una manera permanente en el sentido de coherencia doctrinal. Los cambios normativos frecuentes únicamente causan expectativas negativas que obstaculizaría la formación de los mercados cambiarios. Por principio deben ser sencillos, de fácil comprensión, sin resquicios para la obtención de beneficios por la incompetencia legisladora. Es así como, dicha legislación debe ser debatida técnicamente por expertos en conformidad a la lectura del contexto económico doméstico y externo. Para culminar con los lineamientos de establecimiento de un mercado cambiario, las autoridades monetarias deben facilitar el desarrollo de instrumentos de riesgo

desde la perspectiva de los agentes de mercado y no desde la visión paternalista de las autoridades monetarias.

4.5. Formulación de Políticas de Intervención de las Autoridades Monetarias

Una vez que las autoridades de gobierno y monetaria determinan una salida ordenada de salida de tipo de cambio fijo, es necesario definir el marco de intervención de las autoridades monetarias. Los referentes internacionales manifiestan en estos términos, que es preferible las intervenciones selectivas de alcance limitado. La determinación de bandas de tipo de cambio que pueden ser revisados regularmente deben contener los tipos de intervención de corto y largo plazo.

Por consiguiente, las intervenciones de los Bancos Centrales deben enfocarse desde el punto de vista de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Las herramientas para detectar y cuantificar los desajustes de tipo de cambio al ser desarrolladas son fundamentales para una actuación puntual. Por otra parte, es de mucha utilidad diferenciar los tipos de impulso y respuesta de una determinada volatilidad del tipo de cambio. Las experiencias internacionales muestran que la mayoría de las veces no se justifica intervenir en el corto plazo, más al contrario muchas veces la intervención puede aumentar la volatilidad, tal como ha ocurrido en Chile y México en la década de los años 90 del siglo pasado French-Davis (2001).

En síntesis, una intervención infrecuente y concreta presenta mayor efectividad, consolidando con ello que el mercado cambiario funciona y se desarrolla conforme a principios para la actuación eficiente de los agentes de mercado. Dicha estructura de mercado sostiene la determinación de la flexibilidad del tipo de cambio, generando a su vez la institucionalidad necesaria para formación sostenida de las expectativas de los agentes del mercado cambiario. Por tanto, es necesario que en esta etapa se fomente una actuación concreta y contundente de las autoridades monetarias para precautelar la salida ordenada, validando con dicha actuación la formación de expectativas transparentes ante el mercado cambiario.

Dada la secuencia recomendada por el FMI, una salida ordenada y gradual del esquema del tipo de cambio debe sostenerse sobre un desarrollo institucional y de solvencia de los mercados financieros domésticos. En contraste, una salida rápida a un esquema de tipo de cambio con mayor flexibilidad puede ejecutarse con éxito si se retorna a un esquema anterior. Dicha salida rápida es más eficiente aun si se detenta un escenario macroeconómico sólido que conjugue una política monetaria prudente que no es el caso boliviano. De este modo, es posible emitir señales fiables de credibilidad ante los agentes de mercado. Sin duda, independientemente de la velocidad de salida de esquema del tipo de cambio el éxito radica en la confianza y solvencia de las instituciones que forman parte del mercado cambiario.

5. Salidas a un Nuevo Sistema de Tipo de Cambio

El tipo de cambio es parte de un conjunto de herramientas macroeconómicas que disponen las autoridades monetarias y en el caso particular de Bolivia dicho instrumento ha sido utilizado conforme a los lineamientos de política económicaes decir el *modelo* y planes planteados.

Entre otros elementos, se inhibió el desarrollo del mercado financiero boliviano, desestimando la creación de mercados financieros complementarios, poco o ningún incentivo al desarrollo del mercado de valores. Por ende, uno de los requisitos para la transición a un tipo de cambio más flexible se hace más engorroso, si el mismo Estado no permite que existan mercados complementarios y se promueva la profundidad financiera en Bolivia.

Por otra parte, al mantener un tipo de cambio apreciado por tiempo indeterminado se ha afectado al sector productivo exportador en Bolivia. El sector económico que debe mantenerse competitivo frente al resto del mundo, que debe innovar permanentemente y estar al frente de los cambios tecnológicos y de paradigmas de consumo, ha sido perjudicado con este tipo de cambio apreciado, lo que en muchos casos ha obligado a las empresas bolivianas a localizarse en otros países más ventajosos para seguir produciendo y en otros casos cerrar. Por consiguiente, abandonar un sistema de tipo de cambio a uno flexible debería tener la motivación principal de preservar la estabilidad económica ante la disminución de las RIN,

diversificar la economía y ser competitivos frente al mundo y. Este último aspecto, al parecer, no se encuentra en la agenda de política económica actual.

El modelo económico boliviano necesita ser constantemente financiado, aspecto que no es sostenible manteniendo el tipo de cambio actual. Sin embargo, el financiamiento se va agotando, dado que no reponen las reservas de hidrocarburos, así como divisas que han financiado las intenciones de cambio económico. Tal como se ha detallado en un anterior apartado, las divisas se han reducido a un ritmo tal donde ya se tienen serias dudas de que se pueda mantener el actual sistema de tipo de cambio. La falta de liquidez para afrontar al menos, cuatro meses de importaciones ya ha encendido las consecuentes alarmas. Por tanto, es posible un advenimiento de una plausible crisis de insostenibilidad del actual modelo económico boliviano.

Una vez analizado el contexto y las variables que afecta la disposición de divisas y las buenas prácticas para realizar una transición ordenada a un tipo de cambio con mayor flexibilidad; es importante efectuar un repaso de las circunstancias que deben darse para considerar mantener o cambiar el esquema de tipo de cambio, para el caso boliviano. Al respecto, el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) determina, cuáles son las condiciones para que una economía adopte algún esquema de régimen cambiario:

Tabla 2. Condiciones para adoptar un esquema de Tipo de Cambio

Crterios	Observaciones	Tipo de cambio fijo	Tipo de cambio flexible
1. La participación en los mercados internacionales de capital es reducida;	El Estado boliviano no ha incentivado el desarrollo de mercados financieros en Bolivia, dado que no es conveniente para su política de transición a una economía planificada.	SI	NO
2. La proporción del comercio que se realiza con el país cuya moneda se esté considerando como vínculo es elevada;	Los contratos de exportación de gas natural con Brasil y Argentina se encuentran en dólares y son con dichas economías que se tiene un importante vínculo comercial, destacándose que ambas economías depreciaron sus monedas con respecto a la moneda boliviana.	SI	SI
3. Las autoridades están dispuestas a renunciar a la independencia monetaria a cambio de la credibilidad monetaria del país socio;	La credibilidad del BCB se encuentra en duda. La única ancla nominal en las expectativas de inflación sigue siendo el tipo de cambio.	NO	SI
4. La economía y el sistema financiero ya dependen considerablemente de la moneda de ese país;	Aunque se ha efectuado la "bolivianización" del sistema financiero en Bolivia, una potencial depreciación de la moneda boliviana puede producir un descalce significativo con los pasivos externos, sobre todo en la incidencia de deuda externa.	SI	SI
5. A raíz de los altos niveles de inflación heredados, resulta atractiva la estabilización basada en el tipo de cambio;	Dada que el periodo de hiperinflación ocurrido en los años ochenta en Bolivia y la seguida bolivianización del sistema financiero boliviano el tipo de cambio oficial debe estar acompañado por el tipo de cambio paralelo.	SI	NO
6. La política fiscal es flexible y viable;	La política fiscal parece creíble cuando tiene ingresos que ya no tiene y es flexible cuando los ajustes son sobre la inversión pública y sobre los trabajadores públicos que presentan escasa protección legal.	NO	SI
7. El mercado laboral es flexible;	El trabajo informal es la moneda de cada día en la economía boliviana. La excesiva regulación, el poco apoyo institucional, control estricto del servicio de impuestos a los emprendimientos formales, hace que la contratación de empleados formales sea marginal.	SI	SI
8. El nivel de reservas internacionales es elevado.	Las Divisas de Bolivia fueron destinadas a financiar proyectos estatales, cuyos réditos, si es que lo tienen maduran en el mediano a largo plazo y que no necesariamente se traducen en la generación de nuevas Divisas.	NO	NO

Fuente: Elaboración Propia, Datos Macrofinancieros I – Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)

Es importante considerar que la lista de factores detallados en la Tabla 3, se refieren a condicionamientos previos antes de efectuar una transición a un esquema de tipo de cambio. Desde luego, las recetas de organismo multilaterales confieren un análisis usualmente desde una perspectiva *cross section*, es decir, desde un punto de vista de un momento en el tiempo sin considerar la dinámica en juego y sobre todo desde una posición donde los agentes privados sean los generadores de riqueza. Para el caso boliviano, las consideraciones del CEMLA ofrecen inputs de análisis y no así de lineamientos, dado que omite los aspectos de política económica aplicados.

En este sentido, Bolivia ha trabajado para organizar una economía de preeminencia estatal sobre la privada. Al apreciar el tipo de cambio se ha incurrido en una imposición de política económica contra el productor exportador, sobre todo de bienes y servicios que generan valor agregado. Al mismo tiempo, no se han efectuado esfuerzos para la profundización del mercado financiero y menos aún de mercados complementarios de divisas. De esta manera, las políticas económicas se han centrado en mantener un tipo de cambio apreciado y con obstáculos de inicio para una transición a un tipo de cambio más flexible. A continuación, se puntualiza algunas aclaraciones del CEMLA conforme a la Tabla 3. cuya utilidad manifiesta para contrastar el estado de situación para la transición a un tipo de cambio más flexible:

1. Bolivia por política económica, desde la gestión 2005, no se ha incentivado el desarrollo de mercados financieros en Bolivia. Ergo Bolivia tiene una participación reducida en los mercados internacionales muy por debajo a su potencial. De hecho, las prohibiciones y excesiva regulación han inhibido el desarrollo de mercados de capitales. Gutiérrez et al. (2009) destacan que, no despegado la bolsa de valores, señalando que el impacto reducido de sus actividades y con un margen estrecho para tener una participación en el crecimiento de la economía y su relación con la intermediación financiera. Para el año 2022 la Gestora Pública de Bolivia reemplaza a los Fondos de Pensiones que implica un retroceso en la modernización del mercado de capitales en Bolivia, por tanto, el control estatal pasa a una siguiente etapa. En este sentido, una forma de ver las magnitudes que representa la participación en los mercados de capitales de Bolivia, como variable proxy es categorizar el grado de profundización financiera. Latinoamérica se encuentra en la antepenúltima región del mundo antes de África y la Europa oriental en cuanto a la profundización financiera con relación al PIB. Es decir, la profundización puede medirse como el total activos (acciones, títulos de deuda privada, títulos de deuda pública, depósitos bancarios) como porcentaje del PIB, siendo Japón la economía que triplica su PIB, seguido cerca por EEUU (fuente *McKinsey Global Institute-Global-financial-stock database*). Por consiguiente, Bolivia al ser la catorceava economía de la región con un PIB de 41 mil millones de USD, superado por 59 Mil millones de USD por Uruguay (CEPAL 2021),

se deduce su restringida participación de los mercados capitales en el ámbito regional e internacional. Por todo lo dicho, la participación de Bolivia en el mercado de capitales es mínima e incluso las perspectivas de marginalidad pueden acentuarse.

2. El comercio exterior representa una proporción importante en el PIB boliviano. Los ingresos de hidrocarburos provienen de contratos de largo plazo cuyo componente de variabilidad proviene de los precios. La estabilidad cambiaria apreciada solo trae beneficios para los importadores (y el contrabando) que comercian bienes asequibles que son trasladados al mercado interno boliviano, compitiendo contra la producción nacional. Llama la atención que Bolivia concentra sus exportaciones en pocas economías y con limitados productos, reducidos en economías de la región y algunos países como EEUU, Unión Europea, China y Japón que detentan tipos de cambio flexibles, por lo que los ajustes cambiarios que ocurren en estas economías se traducen en ajustes que se deben realizar en Bolivia contra divisas.

5. El control de la inflación a través del ancla nominal de tipo de cambio es útil cuando persiste en la memoria los recuerdos de una inflación descontrolada. Bolivia había dado pasos importantes para lograr la institucionalidad necesaria que garantizan la estabilidad de precios, dada una política monetaria responsable hasta que comenzó a financiar proyectos estatales que no presentan el control y seriedad que se hace a la empresa privada, por lo cual arroja dudas sobre la institucionalidad actual del BCB. El objeto del BCB no es financiar al Estado. Por tanto, es esencial restaurar la institucionalidad del BCB y establecer una política coherente de gasto e inversión con el Ministerio de Planificación del Desarrollo (MPD), y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) para generar las expectativas de confianza suficiente ante los agentes económicos y efectivizar una política fiscal flexible y viable utilizando los mecanismos de mercados.

6. El mercado laboral boliviano tiene un elevado componente de informalidad, sin embargo, el sector laboral formal exportador es rígido. Esto quiere decir que existe una dicotomía laboral en Bolivia, entre un mercado laboral exportador excesivamente

regulado y rígido, que desincentiva la contratación formal y un sector informal mayor al 80 % de la población económicamente activa. La apreciación permanente del tipo de cambio ha desestimulado las actividades empresariales exportadoras, lo que implícitamente igualmente no ha ayudado a una contratación de mano de obra. De hecho, las leyes laborales aplicadas al sector privado boliviano son cada vez más rígidas. El 7 de julio de 2022, se aprueba la Ley de Procedimiento Especial para la Restitución de Derechos Laborales aplicable únicamente al sector privado ya que los funcionarios públicos pueden ser despedidos sin derecho a la misma normativa, ya que no poseen la misma protección. El sector formal exportador que acarrea divisas para la economía boliviana requiere un tipo de cambio flexible, ya que una apreciación aumenta los costos laborales rígidos.

Por lo mencionado, la transición a un tipo de cambio más flexible se encuentra ensombrecido por las medidas tomadas en el marco de una ideología política cuyo plan es el control económico por parte del Estado. Mantener el tipo de cambio en el contexto actual que es sostenido por divisas y/o financiamiento externo es indefendible. Toda la evidencia manifiesta que se debe tener los suficientes recaudos en la transición a un esquema de tipo de cambio flexible a pesar de los obstáculos que se deben sortear.

Caso contrario y paradigmático es el ejemplo de Guyana que manifiesta como abordar el panorama ante futuras ingentes entradas de divisas. En Guyana gracias a la apertura de inversiones extranjeras se han descubierto hidrocarburos comercialmente recuperables de alrededor de 11 mil millones de barriles de petróleo. De esta manera Guyana pasaría de ser una economía agrícola y minera en una potencia petrolera. Para el año 2022, este descubrimiento permitiría una oportunidad trascendental como la que tuvo Bolivia a finales del siglo XX. En esta tesitura, conforme a Bhattacharya (2022), la recomendación aceptable consiste en adoptar una paridad móvil dentro de bandas cada vez más amplias en su transición a regímenes de tipo de cambio flotante como condiciones previas clave para un régimen de tipo de cambio flotante exitoso. La adopción de bandas móviles permite que los mercados se desarrollen y se ajusten a las fluctuaciones de Tipo de Cambio, sin dejar de utilizar el tipo de cambio como ancla nominal, hasta que las autoridades monetarias consoliden los marcos

institucionales de mercados de divisas y complementarios para limitar la sobre-reacción del tipo de cambio y con ello tener con claridad las consecuentes metas de inflación. Por tanto, es imprescindible contar con una infraestructura de mercados para soportar un tipo de cambio más flexible, tal como se ha enunciado en el apartado de los ejemplos de salidas ordenadas.

El ejemplo de Guyana es clarificador en el sentido de que las exportaciones no petroleras de Guyana son sensibles a los movimientos de los precios relativos, tanto a corto como a largo plazo. Asimismo, Bhattacharya (2022), manifiesta que el canal de competitividad de la depreciación del tipo de cambio tiende a ganar fuerza con el tiempo y compensa cualquier efecto negativo que emane del balance o de los canales financieros. El caso boliviano ha sido el contrario con la perpetuación de la apreciación del TCR. Dicho de otro modo, el tipo de cambio más flexible beneficia en rigor a la diversificación económica, manteniendo la competitividad de los agentes privados que compiten contra el resto del mundo.

Ahora bien, con todos los insumos que se encuentran a disposición, el cúmulo de evidencias de contexto y experiencia empírica de otras economías es posible esbozar las salidas a un nuevo esquema de Tipo de Cambio. Al respecto Loza (2017) y Fernández et al. (2018), reflexionan y formulan propuestas para sistemas de Tipo de Cambio para Bolivia. En este entendido, a continuación, se resumen los aportes e ideas más adecuadas para afrontar esta temática.

6.1. Base de una Propuesta del Régimen de Cambio Programado - Gabriel Loza (2017)

La propuesta de Loza (2017) se fundamenta en un Tipo de Cambio en función al TCR coberturado por mecanismo cambiario (forward)³². En otras palabras, la propuesta persigue

³² Las operaciones de compraventa forward de divisas son derivados financieros debido a que su valor depende o se deriva del valor de otro instrumento llamado subyacente, en este caso la divisa, formalizados mediante un contrato entre dos partes. Este contrato es hecho a la medida de sus necesidades para comprar o vender divisas en una fecha futura, fijando en la fecha de celebración las condiciones básicas del instrumento financiero derivado, como son el precio, monto, fecha de entrega de

un Tipo de Cambio de equilibrio contrastado con los principales socios comerciales y que al mismo tiempo aboga por la creación de un mercado de divisas que permita un mecanismo de cobertura cambiaria (*forward*). De este modo, se sincera la apreciación artificial que afecta el stock de divisas que no pueden sostener el tipo de cambio administrado en Bolivia y se aquieta la posibilidad de potencial inflación importada de las economías con las que comerciamos.

La propuesta es un esquema intermedio cambiario con participación del mercado, pero con intervención del BCB, tal como recomienda las experiencias internacionales para una salida ordenada del esquema de Tipo de Cambio actual hacia un Tipo de Cambio con flexibilidad limitada. Es decir, propone retornar a la situación similar que se tenía antes del 2006 con el añadido de potenciar la cobertura cambiaria a través de los mecanismos de *forward* en el mercado de divisas. Determinar las expectativas de inflación, como meta, por ejemplo, alrededor de 5% (tal como propone el autor en el año 2017) que prácticamente era el promedio de los últimos seis años que incluía la inflación subyacente, como indicador de guía de política monetaria.

En ese contexto, la variable condicionante de inflación esperada debería ajustar el crédito del BCB al sector público no financiero y a las RIN. En este sentido, la responsabilidad prácticamente es fiscal. Esta estructura va a exigir un marco fiscal sostenible, dado que Bolivia se encuentra en la parte decreciente del ciclo económico, utilizando como meta operativa la liquidez del sistema financiero a través de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA). Los recortes a la inversión pública son ineludibles en este contexto.

A diferencia de lo que ocurría con el esquema de Tipo de Cambio antes del 2005, *crawling peg incompleto* donde no se anunciaba el Tipo de Cambio, Loza (2017) propone que el nuevo esquema tenga una meta predeterminada y anunciada del nivel del Tipo de Cambio nominal con una trayectoria pública anual. De esta manera se otorgaría expectativas positivas, internalizando dichos anuncios en el sistema financiero. Dichas proyecciones de

la divisa y modalidad de entrega. En el *forward* de compra, el Banco actúa en calidad de adquirente de la divisa pactada en el futuro. En el *forward* de venta el Banco actúa en calidad de enajenante de la divisa pactada en el futuro.

trayectoria del Tipo de Cambio se encontrarían acorde a las proyecciones de TCRM y variables claves a considerar (precios de materias primas de exportación como del gas natural, por ejemplo), así como la demanda de divisas. En este sentido, Loza (2017) propone una “tablita” de expectativas determinística que sería salvaguardado por los mecanismos de *forward* de compra y venta de divisas en el BCB.

Los *forwards* se encontrarían a 3 meses o 6 meses más un costo de transacción. Prácticamente consiste en una cobertura cambiaria de operaciones futuras, donde se honra el compromiso a futuro previa negociación, donde los agentes económicos se comprometen a realizar las transacciones de compra y venta de divisas al tipo de cambio anunciado. En este sentido, tanto la tasa de interés en moneda nacional, los Bonos BCB y Letras del Gobierno deberían incluir las plausibles variaciones de Tipo de Cambio, por lo que la “tablita” debe ser resultado de una prolija coordinación y justificación técnica.

Loza (2017) recoge la preocupación de las expectativas que supone la sobre-reacción de los agentes económicos ante las potenciales devaluaciones en el marco de que los precios no son sensibles a la baja. Para contrarrestar las expectativas negativas, propone la fijación de la meta del *crawling peg completo* estableciendo anuncios de Tipo de Cambio a futuro y defendidos por el BCB. En caso de una devaluación anunciada, citando a De Souza & Zeballos (2015), una devaluación de 10 % implicaría una inflación de 5,1 % en el mediano a largo plazo, inflación por cierto manejable si se asume *ceteris paribus*. Por cierto, las devaluaciones implicarían minidevaluaciones anunciadas en torno a la meta de un 10 % acumulado.

En síntesis, el problema de fondo es la credibilidad que supone una “tablita” determinística que resulta de las proyecciones a mediano plazo esperadas. La coordinación técnica y en conformidad a la lectura de las tendencias de la economía es fundamental. Básicamente, la propuesta de Tipo de Cambio programado se sustenta en dos componentes principales: 1) Tipo de cambio programado y anunciado al público conforme al TCRM; 2) dotar de un mecanismo de cobertura cambiaria, con operaciones *forward* de compra y de venta de divisas en el BCB. Al margen de lo señalado propone una comisión a las

transferencias al exterior tal como se ha estado efectuando y un reintegro automático a las exportaciones no tradicionales para estimular a los productores exportadores.

6.2. Un Mecanismo de Subasta Doble Competitivo de Divisas para Bolivia - Fernández et. al. (2018)

Fernández et. al. (2018) proponen un mecanismo competitivo de subasta doble de divisas para el caso boliviano. Con ello proponen migrar de un régimen esencialmente fijo hacia uno intermedio de flotación administrada. Esto a su vez implicaría la versatilidad suficiente para que dicha transición sea gradual y que preserve los logros alcanzados en materia de preservación de la estabilidad de precios y la desdolarización de la economía. Dicho mecanismo sería administrado por el BCB en su condición de autoridad cambiaria, que actúa como “martillero” pero también como potencial participante, en función a las condiciones del mercado y los objetivos de política macroeconómica.

La aplicación de subasta doble de divisas presenta un mecanismo en dos etapas (doble bolsín) que permite al BCB contar con información suficiente acerca de los niveles de demanda y oferta de divisas, advirtiendo con ello las consecuentes presiones de depreciación o apreciación de la moneda local. De esta manera, el BCB podría actuar, validando las trayectorias o participar para corregir las expectativas de los agentes intervinientes. En suma, la propuesta de subasta dobles permite una actuación de mercado acotada en conformidad a los lineamientos generales de trayectoria de Tipo de Cambio.

Las subastas dobles son de uso común en los principales mercados de capitales del mundo como el mercado de valores de Nueva York y el mercado de *commodities* de Chicago. Permiten responder a las expectativas de mercado cuyos precios de transacción permiten converger con rapidez a un equilibrio competitivo. Existen numerosas experiencias internacionales relativas al mercados de divisas como el Moscow Interbank Currency Exchange que congrega simultáneamente a compradores y vendedores de moneda extranjera a partir de 1992. Por otra parte, y de gran interés es el mecanismo de determinación de Tipo de cambio de algunas economías Centro Asiáticas como: Armenia, Georgia, Kazajstán, que

en definitiva tenían como objetivo liberar gradualmente sus regímenes cambiarios a más flexibles.

La aplicación propuesta implica la creación de un mercado de divisas con participación del BCB en conformidad a lineamientos de trayectoria del Tipo de Cambio, tal como la “tablita” de Loza (2017). La ventaja del mecanismo propuesto por Fernández et. al. (2018) es la flexibilización gradual del Tipo de Cambio, permitiendo sobre todo amortiguar los shocks externos. Finalmente, los autores proponen la decimalización del Tipo de Cambio, contemplando variaciones en las décimas de centavo, en lugar de los centavos (i.e., con tres posiciones decimales en lugar de dos), ya que los precios en un mercado son propuestos en cada vez más pequeños incrementos, existen más oportunidades y menos costos para los agentes en sus decisiones de mejorar posturas de demanda o reducir aquéllas de oferta. Esta situación favorece una generación eficiente de precios de mercado para equilibrar el mismo.

6.3. Alternativa de combinación entre Régimen Programado y Subasta Doble Competitivo para la Determinación del Tipo de Cambio de equilibrio

Tras reconocer las dos propuestas, tanto de Loza (2017) como Fernández et. al. (2018), es posible señalar que son complementarias y puede resultar una propuesta útil de salida ordenada a un esquema más flexible de Tipo de Cambio. En el marco de revisión de las experiencias de salidas ordenadas a un Tipo de Cambio más flexible es necesario un cambio de orientación de la política económica en Bolivia, de otra forma, la salida a un Tipo de Cambio flexible sería a razón de una crisis económica. Situación por lo cual es imprescindible la creación de un mercado de divisas e incentivar la profundización financiera por dos motivos: 1) Para determinar el Tipo de cambio dada la demanda y oferta de divisas y 2) Para fomentar el desarrollo de la credibilidad en los agentes económicos para establecer nuevas anclas inflacionarias como la tasa de interés. Esta propuesta, debe estar acompañada por las herramientas monetarias disponibles para acompañar esta tesitura, sea a través de las OMA y la disciplina fiscal.

La combinación y acotación de ambas propuestas tendría como objetivo precautelar los objetivos de inflación y generar suficientes expectativas de los agentes para el

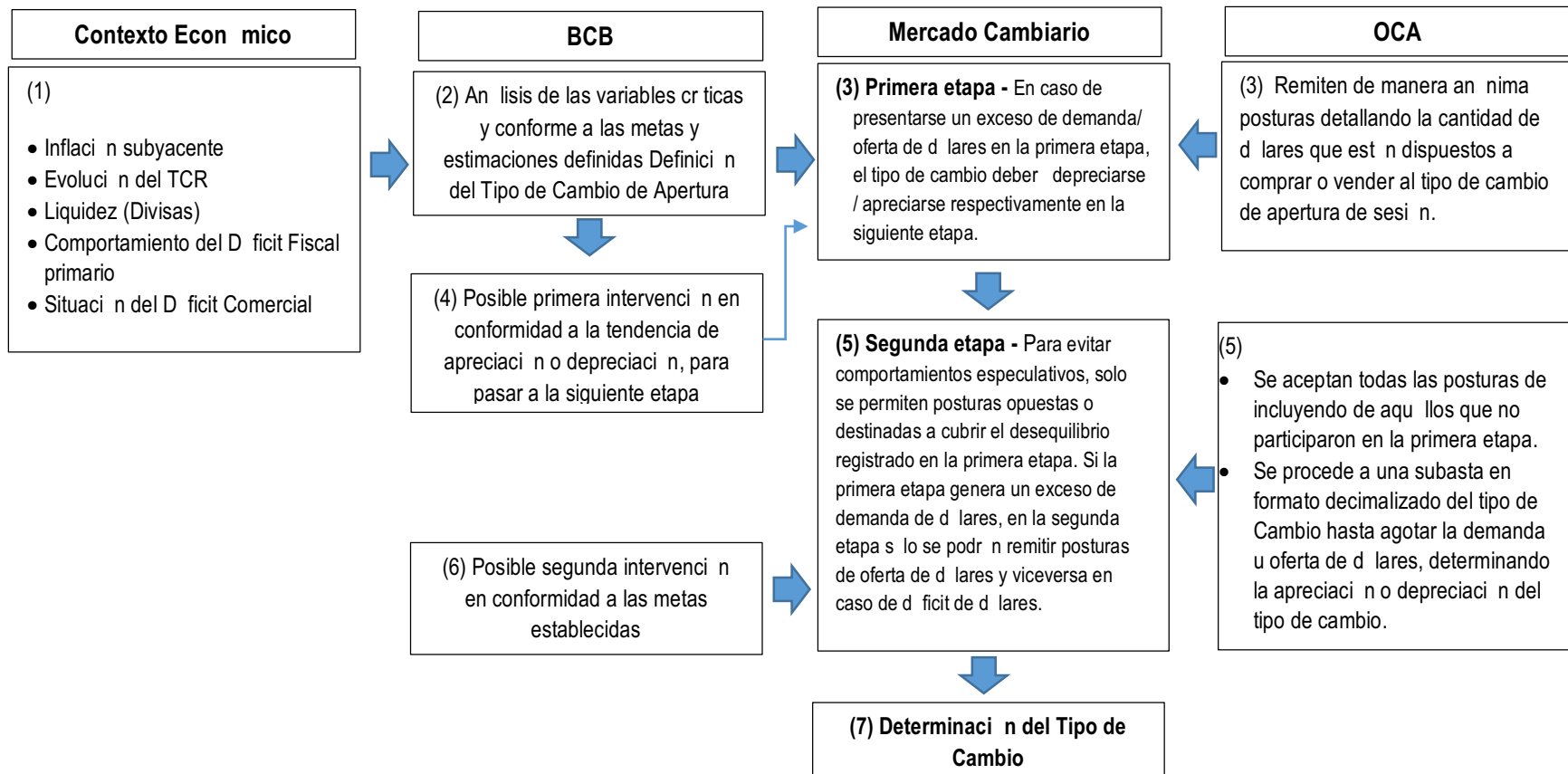
funcionamiento del nuevo esquema de tipo de cambio en una etapa transitoria a un esquema de tipo de cambio más flexible. Asimismo, pretende trasvasar las fluctuaciones innecesarias o variabilidad, de manera tal que sostenga unas expectativas razonables y certidumbre para los agentes económicos de Bolivia. En este sentido, llama poderosamente la atención del análisis que efectúa González et. al. (2022) en cuanto a los efectos de una liberalización del tipo de cambio en Bolivia.

González et. al. (2022) emplean un modelo de equilibrio general estocástico dinámico de la economía boliviana, donde evalúan la sostenibilidad de largo plazo de plausibles esquemas de Tipo de Cambio, donde se calculan trayectorias de ajuste óptimas para la transición de la situación actual a un nuevo sistema de Tipo de Cambio. Por tanto, se efectúan diversas simulaciones para entrever la sostenibilidad del sistema de Tipo de Cambio de características óptimas concluyendo que la salida a un Tipo de Cambio más flexible es la salida optima, no obstante, el mantenimiento del sistema actual no es óptimo, pero sostenible si solo si se plantea una disciplina fiscal férrea. No obstante, el aporte de dichos autores se sustrae a que el modelo apunta que una depreciación real acumulada del 10 % para llevar a Bolivia a un equilibrio sostenible, contemplando que conforme a los autores el TCR se encuentra apreciado a finales de 2021 en 34 % (a razón de los últimos 7 años), claro está teniendo en consideración el acompañamiento de una política fiscal ya que la depreciación por sí misma no tendría los efectos inflacionarios previstos en Bolivia Comboni (1992), sino transitorios sobre el TCR por lo que se ajustan precios y salarios que anula el efecto de la variación del tipo de cambio nominal Candia (1990).

Contemplando lo dicho, las metas inflacionarias son fundamentales, ante plausibles depreciaciones del Tipo de Cambio dado que no se ha desarrollado otra ancla inflacionaria como la tasa de interés. En el siguiente cuadro puede advertirse la síntesis de la propuesta combinada, donde se destacan 7 pasos cronológicos para lograr determinar un tipo de cambio de equilibrio. Ahí destacan dos actores fundamentales, el contexto económico y un mercado cambiario de dos etapas. El BCB junto con los denominados Operadores Cambiarios Autorizados (OCA) participan en el mercado cambiario de dos etapas, el cual debería ser regulado por la Autoridad del Sistema Financiero (ASFI). El contexto económico de

coyuntura y metas definidas por el BCB, MEFP y MPD, otorgarían los insumos para el correspondiente análisis en el logro de metas macroeconómicas en la definición del tipo de cambio.

Cuadro 8. Síntesis de alternativa propuesta de salida de Esquema de Tipo de Cambio para Bolivia



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Loza (2017) y Fernández et. al. (2018).

La propuesta de salida de esquema de tipo de cambio para Bolivia se basa en el gradualismo controlado hacia un sistema más flexible. Es un esquema de variación acotada y restringida del Tipo de Cambio, que presenta los siguientes lineamientos hermenéuticos para su funcionamiento:

- a) Determinación de una meta de largo plazo de inflación subyacente³³;
- b) Esquema de tipo de cambio en función a la disposición de las RIN, TCRM, Evolución del Déficit Fiscal Primario y Comercial;
- c) El BCB podrá participar como demandante u oferente en el mercado de divisas, pudiendo absorber el exceso o demanda de divisas;
- d) La determinación del tipo de cambio si bien presenta un lineamiento de inflación y de control de las RIN, es un mecanismo producto del mercado y de expectativas de los agentes sin un basamento especulativo y fundamentado sobre la economía real;
- e) Variación limitada del tipo de cambio, para un horizonte de aplicación: mensual, bimensual, trimestral; utilizando operaciones *forward*³⁴ de compra y venta, evitando con ello la variabilidad del tipo de cambio.

El primer y segundo paso implica el análisis para monitorear las variables claves que presionan al tipo de cambio y los posibles escenarios dadas sus potenciales variaciones. Para el control de las estimaciones y la determinación de escenarios existen desarrollados modelos en el marco de Modelos de Equilibrios General (MEG) como el de Gonzalez et al. (2022), los cuales son más eficientes cuando se enfocan sobre algunas características concretas de la

³³ La inflación subyacente es un indicador de la tendencia o inercia en el crecimiento de los precios de los bienes y servicios de una economía. Situación por lo cual se excluye la inflación producida por bienes y servicios de precios volátiles y estacionales.

³⁴ Las operaciones de compraventa *forward* de divisas son derivados financieros debido a que su valor depende o se deriva del valor de otro instrumento llamado subyacente, en este caso la divisa, formalizados mediante un contrato entre dos partes. Este contrato es hecho a la medida de sus necesidades para comprar o vender divisas en una fecha futura, fijando en la fecha de celebración las condiciones básicas del instrumento financiero derivado, como son el precio, monto, fecha de entrega de la divisa y modalidad de entrega. En el *forward* de compra, el Banco actúa en calidad de adquirente de la divisa pactada en el futuro. En el *forward* de venta el Banco actúa en calidad de enajenante de la divisa pactada en el futuro Loza (2017).

economía. Básicamente, uno de los productos de las estimaciones es la “tablita” de metas inflacionarias, que no necesariamente debe ser determinística sino acotada a una trayectoria de banda en conformidad al aumento de la dispersión de los valores esperados.

Asimismo, como el control y previsión de la inflación es sumamente importante, es posible acompañar dicho análisis contemplando los aportes de Frenkel (2015) para el desarrollo de un *Product Price Targeting* (PPT) que es un indicador para economías con estructuras exportadoras se basan en una canasta limitada de productos con elevada volatilidad³⁵. En general, una lectura completa del contexto de coyuntura y de largo plazo, sentaran las bases para definir la tendencia del tipo de cambio a través de su plausible intervención del BCB, pero con la incidencia de los OCA, quienes pondrían los decimales del tipo de cambio de equilibrio.

En el tercer y cuarto paso concierne a la primera fase de la subasta de divisas para determinar el tipo de cambio de equilibrio. Se propone realizar el análisis que corresponda para determinar la frecuencia para la determinación de tipo cambio, esto con la finalidad de evitar la especulación y los rodeos innecesarios de tipo de cambio que producen en suma incertidumbre en la economía real, por lo que se visualizan frecuencia: mensual, bimensual y trimestral. Está claro que la periodicidad debe ser atractiva para los agentes participantes de las subastas, pero con una periodicidad prudente se debe intentar reflejar las necesidades del sector real y no financiero.

³⁵ La idea puede considerarse como una modificación de la meta de Inflación, con la importante diferencia de que el índice de precios está orientado a la producción en lugar de al consumo. El deflactor del PIB funcionaría bien, pero sería más relevante contar con una medida distinta. El punto neurálgico es que el índice propuesto debe dar importancia a las materias primas que se producen para la exportación y poca importancia a las materias primas que se importan. El IPC lo hace al revés. ¿Por qué es importante la diferencia? Por un lado, si el producto de exportación está en el índice, como en el PPT, entonces la política monetaria acomodará automáticamente las fluctuaciones en el precio de exportación: la moneda se aprecia cuando el mercado mundial del producto de exportación es fuerte y se deprecia cuando es débil. Esta es una propiedad deseable, de la que carece la meta del IPC por sí solo. Por otro lado, si el producto de importación se encuentra en el índice, como en la meta del IPC, entonces la política monetaria reacciona de manera perversa a las fluctuaciones en el precio de importación: la moneda se aprecia cuando los precios de importación son bajos y se deprecia cuando son altos. Esta exacerbación de las fluctuaciones de los términos de intercambio es una propiedad indeseable, de la que afortunadamente carece el PPT. Por lo tanto, el PPT es menos procíclico que la orientación del IPC. El PPT se adapta a la fluctuación de los Términos de Intercambio (TI) como se supone que debe hacer la flotación y, sin embargo, al mismo tiempo proporciona un ancla nominal Frenkel (2015).

Por consiguiente, el BCB abre la subasta sobre una base referencial de tipo de cambio. Seguidamente, sobre un rango de tiempo definido (una hora), las OCA remitan sus posturas de demanda u oferta. Al terminar, la cesión de la primera fase se evalúa la sumatoria neta de la oferta y demanda de dólares. Al respecto, pueden existir tres escenarios, cuando la oferta supere la demanda o viceversa o cuando el mercado se equilibre por sí mismo. En el primer caso hay una tendencia para apreciar y en el segundo caso para depreciar el tipo de cambio. En los primeros casos el BCB puede participar tanto como oferente como demandante, de tal manera que pueda equilibrar de alguna forma las tendencias que se presenten conforme a lineamiento previo. Es importante mencionar que, en esta etapa, los agentes de mercado no conocerán las posturas de oferta y demanda hasta después de la intervención del BCB.

En función al resultado final la primera etapa, a su situación efectiva en términos de tenencia neta de divisas y a las expectativas de variación del tipo de cambio, cada OCA podrá establecer su estrategia para la segunda etapa. La segunda fase de divisas se centra en la magnitud de variación del tipo de cambio. Ahora bien, en los casos donde se advierta desajustes tanto de oferta como demanda al tipo de cambio de apertura y dada la intervención del BCB se da paso a la segunda subasta.

Es importante subrayar que Fernández et. al. (2018) ejemplifican el efecto del uso de dos condiciones para que la segunda subasta se encuentre en un marco competitivo. Solo deben permitirse posturas opuestas o destinadas a cubrir el exceso registrado en la primera etapa. Y abrir a todos los agentes registrados como OCA a participar de la segunda etapa de subasta. Todo ello para evitar la especulación y promover la más alta participación de los agentes económicos para la determinación de un tipo de cambio de equilibrio.

En la segunda fase, se deja al mercado subir o bajar el tipo de cambio para que se encuentre en equilibrio de acuerdo con una variación de centavos. Es decir, las modificaciones sucesivas del tipo de cambio continuarán hasta que el exceso de oferta o demanda sea cubierto por completo y la subasta concluya. La conclusión, conforme a la base de la primera subasta, determinará la magnitud de la apreciación o depreciación alcanzada en la sesión. En esta fase el BCB también puede participar como oferente o demandante de

divisas para liquidar los excesos de demanda u oferta. El tipo de cambio con el que se elimina el exceso de oferta o demanda es considerado el tipo de cambio de mercado de cierre y será utilizado para liquidar todas las operaciones de compra y venta de dólares registradas en ambas etapas de la subasta, posibilitando con ello que las OCA puedan deshacer las posiciones asumidas en la primera fase. Sin embargo, el BCB podrá desincentivar el uso de esta estrategia para fines especulativos, restringiendo el número de veces al año que una entidad puede deshacer completamente o parcialmente una posición, aunque está claro que habrá OCAs que saldrán más beneficiadas que otras.

Por otra parte, en conformidad a la frecuencia de las subastas se puede utilizar la propuesta de Loza (2017), al utilizar un mecanismo de cobertura cambiaria con operaciones forward de compra y de venta en el BCB. Es decir, que el BCB podría defender el tipo de cambio determinado por las subastas por el tiempo definido hasta la próxima subasta con el nivel de RIN. Sin embargo, se podría dar el caso que las subastas tengan mayor frecuencia que el mecanismo de cobertura cambiaria que podría encontrarse entre 3 a 6 meses más el costo de transacción. Tal como menciona Loza (2017) *...Equivaldría a una cobertura cambiaria en operaciones futuras*, dado que en caso de contrato de venta el BCB se comprometería a entregar al OCA dólares y este agente se comprometería a entregar bolivianos en la fecha futura que hayan pactado al tipo de cambio anunciado.

Bajo la estructura perfilada habrá menos incentivos a la especulación y mayores señales de certidumbre para tener el control del sector financiero a favor del sector real. Al margen, de lo enunciado, el esquema de tipo de cambio más libre y que promocióne la creación de un mercado cambiario competitivo debe efectuar los siguientes esfuerzos

- a) Eliminación de créditos de inversión del BCB para proyectos al Sector Público;
- b) Posibilidad in extremis de créditos del BCB al Sector Público para resolver déficit fiscal primario.

Por último, con el objeto de disminuir los déficits gemelos (fiscal y comercial) que presionan hacia una depreciación del tipo de cambio es imprescindible dejar de lado los subsidios a los hidrocarburos en Bolivia, a través de dos mecanismos al final de la cadena hidrocarburífera: 1) Discriminación de mercados en conformidad al tipo de motorizados que circulan en Bolivia (cilindrada, tipo de vehículos, modelo, tipos de gasolinas etc.) siendo que la ANH ya tiene el control del consumo de carburantes del país y la georreferenciación de hogares e industrias para clasificar las capacidades de pago y uso del consumo de gas; y 2) Libre importación de carburantes, otorgando con ello un mercado más competitivo para beneficio de los consumidores.

Sin duda, cualquier posición que se asuma Bolivia de aquí en adelante con respecto a una salida ordenada de esquema de tipo de cambio debe contener la actuación del BCB y constreñirse al papel de supervisor y sobre todo vigilante de la estabilidad macroeconómica de Bolivia. Otro papel distinto al mencionado puede ocasionar distorsiones económicas. Las decisiones que implican la intervención del BCB fuera de los objetivos de estabilidad macroeconómica pueden trastocar cualquier esquema de salida ordenada de Tipo de Cambio fijo. Cualquier apuesta de salida ordenada implica por redefinir la política económica hasta ahora implementada, supone apostar por la creación de mercados de divisas y desarrollar la profundidad financiera en Bolivia para una salida ordenada a cabalidad. Finalmente, es una opción válida retomar el anterior esquema *crawling peg* incompleto, dado que bajo este esquema la economía boliviana se desarrolló responsablemente.

7. Conclusiones

- Conforme al contexto económico actual no es factible mantener un sistema de tipo de cambio fijo.
- El riesgo desencadenante de inflación, ante una inminente crisis de sostenibilidad de tipo de cambio debe evitarse como prioridad nacional.
- De acuerdo con el FMI, el tipo de cambio en Bolivia se clasifica en el marco de un sistema de tipo de cambio estabilizado. En Bolivia se denomina tipo de cambio administrado.
- El Tipo de Cambio Real Multilateral de la moneda boliviana muestra la apreciación general en los últimos años con la variabilidad implícita de los movimientos de los tipos de cambio de los principales socios comerciales.
- La evolución de los Términos de Intercambio de Bolivia contrastado con los principales socios de Latinoamérica muestra que se han deteriorado, pero esto ha sido aminorado debido a que Bolivia se ha concentrado en exportar bienes inelásticos a sus precios de referencia.
- La importación de combustibles, alrededor del 40% del total importado por Bolivia entre junio y agosto de 2022, expone la incidencia negativa en el déficit comercial y en el déficit público por la subvención.
- El 90% de las inversiones de las AFPs se encuentran colocadas en moneda nacional, sin mantenimiento de valor, cartera vulnerable heredada a la Gestora Pública de la Seguridad Social de Largo Plazo, por lo que es urgente tomar medidas para proteger las jubilaciones.
- Las Empresas Públicas Nacionales Estratégicas EPNE y otras empresas públicas, han sido financiadas por un valor aproximado de más de USD 9.000 millones, a través de créditos del BCB y del MEFP, así como el fideicomiso y préstamo del BCB al FINPRO, aspecto que finalmente afecta a la desacumulación de las divisas en Bolivia por la utilización de divisas para sus compras e inversiones.
- Asimismo, la producción de gas natural, en declinación, reduce el ingreso de divisas vía balanza comercial afectando con ello la reposición de divisas en Bolivia.

- Conforme a las estimaciones de producción de hidrocarburos por la última certificación de reservas hidrocarburíferas, Bolivia se encontraría en el peor escenario estimado de producción, por lo que el marco de captación de divisas se reduce raudamente.
- Conforme a las experiencias internacionales una introducción prematura de la flexibilidad del tipo de cambio puede ser perjudicial; la preparación anticipada es esencial para asegurar un nuevo esquema de tipo de cambio más fluido.
- Asimismo, de acuerdo con las experiencias internacionales es fundamental la creación de mercados de divisas y mercados complementarios para salida exitosa a un sistema de tipo de cambio flexible.
- Se delinean las buenas prácticas para salir del esquema de tipo de cambio, donde se enfocan en reducir los riesgos para fortalecer las expectativas de los agentes económicos, para con ello controlar la potencial inflación que puede suscitarse en la transición a un sistema más flexible.
- Para mitigar el riesgo cambiario es imprescindible, que las autoridades monetarias, cuenten con la liquidez suficiente de divisas para afrontar las expectativas negativas de los agentes económicos. Es decir que se necesitará financiamiento para asumir una transición.
- La variable de ajuste de un tipo de cambio más flexible es la plausible inflación suscitada, aspecto que debe ser tomado en cuenta y medido con cautela, dado que es impuesto regresivo a los hogares, cuya ocupación informal, supera el 80% de la población económicamente activa.
- Se propone una alternativa combinada de salida ordenada del esquema de tipo cambio que precautela los objetivos de inflación, donde se combina un lineamiento de comportamiento de tipo de cambio previo análisis de variables claves de la economía boliviana, para después dejar al mercado cambiario ajustarlo de acuerdo con las fuerzas de mercado con una intervención controlada por parte del BCB.
- Por último, el regreso al anterior sistema de tipo de cambio deslizante puede considerarse atractivo, habida cuenta que la economía boliviana ya había funcionado bajo este esquema.

8. Bibliografía

Aliber, R. (1970), A theory of foreign direct investment, en C. P. Kindleberger (ed.), The international corporation, The MIT Press, Cambridge.

Morales Juan Antonio y Sachs Jeffrey (1987), La Crisis Económica en Bolivia. Instituto de Investigaciones Socio Económicas (IISEC). Documento de Trabajo No. 08/87.

Taylor Lance (1989), Macroeconomía Estructuralista, Modelos Aplicables en el Tercer Mundo, Edición Trillas- México, Colección Temas de Economía.

Candia Pereira Gaby. (1990), Tipo de Cambio Real. UDAPE. Análisis Económico Volumen 05. La Paz, Bolivia.

Ferrufino Goitia Rubén. (1991), El Tipo de Cambio Real en el Periodo Post Estabilización en Bolivia. UDAPE. Análisis Económico Volumen 06. La Paz, Bolivia.

Ffrench-Davis Ricardo (compilador) (1991), Crisis financieras en países exitosos. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Naciones Unidas. McGRAW-HILL/INTERAMERICANA DE CHILE LTDA. ISBN: 956-278-146-1.

Comboni S Javier. & De la Viña M José. (1992), Precios y Tipo de Cambio en Bolivia: Evidencia Empírica del Período de Post-Estabilización. UDAPE. Análisis Económico Volumen 07. La Paz, Bolivia.

Vernon Raymon (1992), La promesa de la privatización: Un desafío para la política exterior de los Estados Unidos, Fondo de Cultura Económica/ Economía Contemporánea.

North Douglas (1993), Instituciones, Cambio Institucional y Desempeño Económico: Fondo de Cultura Económica, 189 pp, ISBN 9789681639822, México DF, México.

Eichengreen Barry & Masson Paul with Hugh Bredenkamp . . . [et al.]. (1998), Exit strategies : policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility / by a staff team led by—Washington DC : International Monetary Fund.

Humérez Quiróz Julio. (1998), Tipo de Cambio Real, Gasto Fiscal y Devaluación: Bolivia: 1989 – 1992. UDAPE. Análisis Económico Volumen 12. La Paz, Bolivia.

Loza Gabriel. (2000), Tipo de Cambio, Exportaciones e Importaciones: El Caso de la Economía Boliviana, Revista de Análisis del Banco Central de Bolivia, Revista de Análisis v.3 n.1 La Paz, Bolivia.

Chesnais Francois. (2001). La mundializacion financiera. Génesis, costo y desafíos . Editorial Losada, Buenos Aires 1999, señalada como 1º. Edición agosto 2001

Loza Gabriel. (2001), El Deterioro de los Precios de los Productos Básicos de Exportación de Bolivia durante el Shock Externo de 1998 y 1999. CIDES-UMSA. Revista de la Academia - Volumen 24. La Paz, Bolivia.

Loza Gabriel. (2002), El shock de precios de los productos básicos en Bolivia, Revista Cepal 76, Santiago de Chile.

Gray Molina George. (2003), Crecimiento de Base Ancha: Entre la espada y la pared. Unidad de Análisis de Políticas Sociales y Económicas (UDAPE). Tinkazo. La Paz, Bolivia..

Karacadag Cem, Duttagupta Rupa, Fernández Gilda, Ishii Shogo, (2004), From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility. IMF Working Paper 04/126.

Dutttagupta et. al. (2006), Transición hacia un tipo de cambio flexible ¿Cómo, cuándo y a qué ritmo?. Fondo Monetario Internacional, ISBN 1-58906-540-9, Washington, D.C. 20431, EE.UU.

Halkos, George & Kevork, Ilias. (2006), Forecasting an ARIMA (0,2,1) using the random walk model with drift. University of Thessaly, Department of Economics, MPRA Paper No. 31841.

Robe Ötker & Vávra David, and a team consisting of Luis Ahumada . . . [et al.] (2007). Moving to greater exchange rate flexibility: operational aspects based on lessons from detailed country experiences / Inci— Washington, DC : International Monetary Fund.

Gutiérrez Andrés & Yujra Reynaldo & Quelca Gerardo (2009), Profundización Financiera, Determinante para el Manejo de la Política Monetaria y el Crecimiento Económico en Bolivia, documento de investigación para el ii encuentro de economistas de Bolivia, Banco Central de Bolivia.

Canavire-Bacarreza Gustavo & Mariscal Ayaviri Mirna. (2010), Implicaciones de la política macroeconómica, los choques externos, y los sistemas de protección social en la pobreza, la desigualdad y la vulnerabilidad en América Latina y el Caribe. UDAPE. Informe Final de Investigación del Proyecto. La Paz, Bolivia.

Loza Gabriel. (2010), Política Cambiaria y crisis internacional: el rodeo innecesario. International CEPAL Naciones Unidas. Santiago de Chile, Chile.

Madrid R. (2011). Bolivia: Origins and Policies of the Movimiento al Socialismo. En Levitsky, S. & Roberts K. (Eds.). The Resurgence of the Latin America Left (pp. 242-267). Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Blanchard, O., Amighini, A. y Giavazzi, F. (2012), Macroeconomía Pearson. 5ta ed. ISBN: 978-84-8322-7886.

Frankel, Jeffrey A. 2012. *The Natural Resource Curse: A Survey of Diagnoses and Some Prescriptions*. HKS Faculty Research Working Paper Series RWP12-014, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

De Sousa Daniella & Zeballos David. (2015), *La política cambiaria en Bolivia, objetivos y efectividad*. *Revista de Análisis*, Julio - Diciembre 2015, Volumen N° 23, pp. 63-102. Banco Central de Bolivia.

Frenkel Roberto Martin Rapetti Martin. (2015), *An appraisal of floating Exchange Rate Regimes in Latin America*. Buenos Aires University. Associazione italiana per lo studio delle asimmetrie economiche Buenos Aires Argentina.

Poveda P., Nogales N., Ortega R. (2015). *El oro en Bolivia, Mercado, producción, y medio ambiente*. Centro de Estudios para el desarrollo Laboral y Agrario (CEDLA). xii; 288 p. La Paz, Bolivia.

Bustos Paul & Aguilar Cruz. (2017), *Estimando la condición Marshall Lerner para la economía boliviana: 2003 – 2014*. *Revista de Análisis*, Enero - Junio 2017, Volumen N° 26, pp. 103-144. Banco Central de Bolivia.

Loza Gabriel. (2017), *Bolivia: Crisis externa y política cambiaria*. Editorial Plural. ISBN: 978-99954-1-759-8, La Paz, Bolivia.

Fernández Bernando, Fernández Vladimir, Aldazosa René, (2018), *Una subasta doble de divisas para la determinación del tipo de cambio en Bolivia*. LAJED No 29, 151 – 175, ISSN: 2074 – 4706. La Paz, Bolivia.

Mogrovejo M. Jesús A. (2019), *Renta petrolera, government take en Bolivia, perspectivas de valoración de las inversiones exploratorias*, Duodécimo Encuentro de Economistas de Bolivia, Banco Central de Bolivia, Agosto, La Paz, Bolivia.

Sproule. (2019), Cuantificación y Certificación de Reservas de Hidrocarburos en Bolivia la 31 de diciembre de 2018, Informe encargado por Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos, CNIH, YPFB.

Fundación Jubileo (2020), Estructura y Funcionamiento del Sistema de Fondo de Pensiones en Bolivia, Serie Debate Público N° 77.

Banco Central de Bolivia (2021), Créditos otorgados a las EPNE por el BCB, Comunicado de Prensa CP 42/2021, 14 de septiembre de 2021.

Cuevas Javier (2021), Las empresas públicas bajo el escrutinio, ¿Qué hacer con ellas?, Situación económica y de financiamiento de las empresas estatales. Revista de Análisis N 33, pp. 7-19. Fundación Milenio.

Levy Eduardo, (2021), Dolarización y desdolarización financiera en el nuevo milenio, Documento Trabajo, Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), enero.

Bhattacharya, Rina. (2022), Managing Guyana's Oil Wealth: Monetary and Exchange Rate Policy Considerations, MF Working Paper, WP/22/224.

González Andrés, Jafarov Etibar, Rodríguez Diego, Walke Chris, (2022), Fix vs. Float, Evaluating the Transition to a Sustainable Equilibrium in Bolivia, IMF Working Paper WP/22/43.