

# El régimen de **caja de conversión** en la **estabilización búlgara**

El programa de estabilización de Bulgaria más reciente, que incluyó un régimen de caja de conversión, marca el término de un período de conmoción económica de acelerada inflación. ¿A qué se debe este éxito?

*Anne-Marie Gulde*

**T**ras varios intentos fallidos de estabilización, Bulgaria estableció una caja de conversión el 1 de julio de 1997. Aunque controvertido y difícil de poner en práctica, este mecanismo ha sido un factor crucial del éxito del programa de estabilización más reciente. Combinando un régimen cambiario tradicional —basado en normas— con medidas jurídicas y estructurales encaminadas a resolver urgentes problemas bancarios y fiscales, la caja de conversión fue bien concebida para la tarea en cuestión: convincente pero suficientemente flexible para que Bulgaria pudiera hacer frente a una crisis sistémica del sector bancario.

## **Situación inicial**

A fines de 1996, Bulgaria atravesaba una crisis bancaria y entraba en un período de hiperinflación. El Gobierno perdía popularidad y se multiplicaban las protestas en las que se exigían nuevas elecciones. Dado el fracaso de los programas de estabilización adoptados en el pasado, se hizo común la idea de que, para ser creíble, un nuevo intento de estabilización requeriría un sistema y basado en normas claras, del tipo de los regímenes de caja de conversión. Sin embargo, los problemas económicos y financieros de Bulgaria parecían insuperables.

### *Contexto macroeconómico y estructural.*

La crisis macroeconómica era muy profunda. La tasa anual de inflación había llegado cerca del 500% en enero de 1997 y sobrepasó

el 2.000% en marzo. La rápida aceleración de la inflación había sido provocada, entre otras cosas, por las frecuentes inyecciones de liquidez en respaldo del sistema bancario, el continuo financiamiento del déficit fiscal por parte del banco central y el creciente deterioro de la confianza en el lev búlgaro, que redujo la demanda interna de dinero. En un esfuerzo por atenuar la depreciación de la moneda, de lev 487 a lev 1.588 por dólar de EE.UU. en el primer trimestre de 1997, el banco central agotó sus reservas internacionales; las reservas restantes cubrían menos de dos meses de importación. Al mismo tiempo, la baja del producto y la creciente evasión de impuestos causaron una notable reducción del ingreso tributario, de un valor (anualizado) equivalente a casi un 40% del PIB al 14,7% del PIB en febrero de 1997. Para financiar el déficit fiscal, el Gobierno emitió letras del Tesoro con plazos de vencimiento cada vez más cortos y tasas de interés cada vez más altas. El producto real, que había aumentado en 1994 y 1995, disminuyó más del 10% en 1996.

Los problemas estructurales eran igualmente graves. Había comenzado a gestarse una crisis bancaria desde 1995, o tal vez antes. En una evaluación efectuada en 1996 se determinó que, de los diez bancos estatales, que representaban más del 80% de los activos del sector bancario, nueve tenían un nivel de capital negativo, y más de la mitad de las carteras de los bancos estatales consistían en préstamos en mora. La mitad de los ban-

cos privados, incluidos los más conocidos y de mayor tamaño, estaban también técnicamente en quiebra. Los rumores sobre la situación del sector bancario dieron lugar a varias retiradas masivas de depósitos.

Una primera serie de cierres de bancos, en mayo de 1996, se limitó a las instituciones más débiles y no bastó para restablecer la confianza en el sector bancario. La situación siguió deteriorándose, y en septiembre de 1996 el Banco Nacional de Bulgaria (BNB) colocó otros nueve bancos bajo el control de un interventor. Se había cerrado un total de bancos que representaba un tercio del sistema bancario de Bulgaria. El BNB anunció que esta segunda serie de cierres sería la última, de modo que, al intensificarse los problemas del sector bancario, se encontró con las manos atadas y reaccionó inyectando liquidez a través de su ventanilla de crédito Lombard y recomprando bonos del Estado, medidas que estimularon la inflación.

*Deliberaciones y limitaciones en materia de políticas.* Hubo cada vez más conciencia de que, para superar de manera clara y convincente las políticas del pasado, había que restablecer una mínima normalidad en la economía. Además, la estabilización requeriría medidas encaminadas a prevenir la indisciplina fiscal, reducir la aplastante carga del servicio de la deuda pública y aumentar el atractivo del lev, así como una firme decisión de llevar a cabo las reformas y un amplio respaldo de la población.

En noviembre de 1996, una misión del FMI inició las primeras discusiones con las autoridades búlgaras y los principales grupos de interés —incluidos todos los partidos políticos y sindicatos, donantes externos, periodistas y representantes de la comunidad académica— sobre los méritos de una caja de conversión. La idea fue objeto de considerable debate.

Los propulsores de la idea estimaban que una caja de conversión constituía una solución ideal para los problemas de acelerada inflación, profuso crédito del banco central a los bancos comerciales y tasas de interés excesivamente altas sobre la deuda pública. En el marco de la caja de conversión, el banco central ya no podría actuar a discreción y tanto la tasa de inflación como la tasa de interés real bajarían a los niveles del país emisor de la moneda ancla. El contexto de política económica más creíble proporcionaría un mejor marco para la estabilidad y el crecimiento. La experiencia de los países que habían adoptado un régimen de caja de conversión —Argentina, Estonia, la RAE de Hong Kong y Lituania— respaldaba estos argumentos.

Los críticos no cuestionaban las ventajas potenciales de un régimen de caja de conversión pero sostenían que Bulgaria no cumplía las condiciones necesarias. Más importante aún, el sector bancario de Bulgaria era de mayor tamaño y adolecía de más problemas que el sector bancario de la mayoría de los países que habían adoptado un régimen de caja de conversión, y no se podía desconocer la necesidad de un prestamista de último recurso. Además, se estimaba que era necesario el acceso temporal al crédito en descubierto del banco central para hacer frente a las pronunciadas fluctuaciones estacionales del ingreso fiscal y para cubrir el rescate de los bonos emitidos. Por último, había un bajo nivel de reservas internacionales y una caja de conversión podría requerir una importante devaluación inicial.

## ¿Qué es una caja de conversión?

Una caja de conversión combina tres elementos: un tipo de cambio fijo entre la moneda de un país y una “moneda ancla”, convertibilidad automática y la decisión de mantener el sistema en el largo plazo, a menudo explícita en la ley del banco central. El principal objetivo de un país al considerar un régimen de caja de conversión es demostrar su determinación de llevar adelante una política antiinflacionaria.

Una caja de conversión sólo resulta creíble si el banco central mantiene suficientes reservas de divisas para cubrir por lo menos todos sus pasivos monetarios, dando seguridades de este modo a los mercados financieros y al público en general de que cada billete de moneda nacional está respaldado por un monto equivalente de moneda extranjera en las arcas estatales. La demanda de la moneda en un régimen de caja de conversión es mayor que la demanda de las monedas que no tienen este tipo de garantía puesto que los tenedores de la moneda saben que, en toda circunstancia, su dinero líquido podrá convertirse fácilmente en una de las principales monedas que se utilizan como divisa. Si esta situación llegara a producirse, según los creadores del sistema, hay estabilizadores automáticos que evitarían una salida masiva de divisas.

El mecanismo funciona a través de cambios de la oferta monetaria, que producen modificaciones de la tasa de interés, las que, a su vez, fomentan el movimiento de fondos entre la moneda nacional y la moneda ancla. Esencialmente, es el mismo mecanismo de un régimen de tipo de cambio fijo, pero la garantía del tipo de cambio implícita en las normas de la caja de conversión hacen que la modificación de las tasas de interés y los costos que ésta conlleva para la economía sean comparativamente más bajos.

Las ventajas evidentes de una caja de conversión son la credibilidad económica, la baja tasa de inflación y las bajas tasas de interés. Sin embargo, las cajas de conversión pueden resultar limitantes, sobre todo para los países que tienen un sistema bancario débil o que son propicios a las conmociones económicas. Al implantarse un régimen de caja de conversión, el banco central ya no puede actuar como prestamista de último recurso para los bancos en dificultades. A lo más, se limita a actuar como fondo de emergencia, que se establece en el momento en que se crea la caja de conversión o que se financia, a través del tiempo, con las utilidades del banco central. Otra desventaja es que, al haber una caja de conversión, ya no es posible utilizar la política financiera —es decir, ajustar el tipo de cambio y las tasas de interés internas— para estimular la economía. En lugar de ello, el ajuste económico sólo puede lograrse mediante ajustes de sueldos y de precios, que pueden ser más lentos y penosos.

Dada la complejidad de la cuestión y los problemas políticos del país, la decisión de establecer una caja de conversión sólo se adoptó de manera definitiva al asumir sus funciones el nuevo gobierno, en el segundo trimestre de 1998. En la etapa de preparación y diseño —que se prolongó debido a la incertidumbre política y técnica— se incluyó una evaluación completa del sector bancario encaminada a reducir al mínimo las posibles perturbaciones que podía causar un empeoramiento de la crisis bancaria. También se previeron medidas de respaldo, sobre todo un considerable fortalecimiento de la capacidad del banco central para supervisar los bancos comerciales.

La cuasiperinflación de fines de 1996 y comienzos de 1997, aunque difícil y costosa, contribuyó a la viabilidad de la caja de conversión. Al reducirse el valor real de la deuda interna, que en un comienzo había amenazado el equilibrio del

presupuesto, se hizo posible la gestión fiscal sin recurrir al banco central. Además, esto dio margen de maniobra a los bancos al devaluarse rápidamente sus pasivos en moneda nacional, en tanto que aumentó el valor real de los bonos del Estado denominados en dólares que mantenían en su poder.

### Diseño y puesta en práctica

Los regímenes de caja de conversión difieren considerablemente de un país a otro (véase Baliño y otros autores, 1997). Los principales elementos que deben determinarse al iniciarse la planificación son la moneda de vinculación, el tipo de cambio, la estructura del régimen, y los principios e instrumentos de operación.

En Bulgaria hubo acaloradas discusiones sobre la elección de la moneda ancla. Los partidarios del dólar de EE.UU. señalaban su amplio uso en transacciones informales y como reserva de valor, en tanto que otros señalaban el marco alemán como una moneda más compatible con la estructura comercial del país, que además facilitaría la integración del país en la Comunidad Europea. La decisión final, en favor del marco alemán, se adoptó al final del segundo trimestre de 1997.

La decisión sobre el tipo de cambio —lev 1.000 por DM 1— sólo fue adoptada el 5 de junio de 1997, pero no fue una sorpresa para los agentes del mercado, que sabían que las reservas externas del BNB tendrían que cubrir sus pasivos monetarios. El 31 de mayo de 1997 el tipo de cambio era de lev 922,41 por DM 1.

Al comienzo de las discusiones, se decidió que el mecanismo sería de gran transparencia, siguiendo el modelo del Banco de Inglaterra. El BNB se reorganizó en tres departamentos: emisión, banca y supervisión bancaria. Mensualmente se publican cuentas completas de todos los departamentos.

El departamento de emisión mantiene todos los pasivos monetarios del BNB: billetes y monedas y depósitos de los bancos y otros organismos no estatales, del Gobierno y del departamento de banca. El BNB debe tener en todo momento suficientes activos en divisas y oro para cubrir plenamente esos pasivos. El departamento de emisión debe emitir y rescatar pasivos monetarios a cambio de la moneda de vinculación al tipo de cambio oficial, a la vista y sin límite. Debe publicar semanalmente sus cuentas a fin de garantizar su cumplimiento de las normas de la caja de conversión.

En vista de los problemas con que se ve confrontado el sector financiero de Bulgaria, se creó un departamento de banca separado, y la caja de conversión tiene un “exceso de cobertura”, es decir, más divisas que las necesarias para cubrir los pasivos monetarios del banco central. El departamento de banca deposita estos fondos suplementarios, que pueden utilizarse para otorgar préstamos garantizados a los bancos comerciales en caso de una aguda crisis de liquidez en el departamento de emisión. El departamento de banca mantiene también todos los demás activos y títulos de crédito contra el banco central, incluidos los préstamos a largo plazo al Gobierno y los depósitos a largo plazo de los bancos co-



Anne-Marie Gulde,  
economista principal  
en el Departamento de  
Asuntos Monetarios y  
Cambiaros del FMI.

merciales, y actúa como el agente fiscal en las relaciones de Bulgaria con el FMI. Los activos y pasivos del departamento de banca, fuera de los vinculados a los giros contra el FMI, el crédito a los bancos comerciales y las variaciones relacionadas con el depósito de las utilidades del banco central no aumentarán durante la operación de la caja de conversión.

Hubo que modificar la ley del BNB a fin de crear una base legal para la caja de conversión. La nueva ley fue redactada por representantes del departamento jurídico del BNB, el Ministerio de Justicia y el gabinete del Primer Ministro. Tras otras medidas adoptadas por las autoridades con miras a establecer un consenso, en abril de 1997 el FMI patrocinó un seminario sobre cajas de conversión para los parlamentarios búlgaros. La ley nueva del BNB, aprobada por el Parlamento el 5 de junio, entró en vigencia el

1 de julio de 1997.

Por otra parte, se incluyeron en la ley del BNB y el programa de estabilización medidas encaminadas a prevenir factores de perturbación. Concretamente, se adoptaron dos medidas para poner fin al financiamiento del presupuesto en gran escala. En primer lugar, la nueva ley permite el représtamo de recursos obtenidos del FMI con miras a estabilizar el presupuesto, si bien se aplican estrictas salvaguardias y requisitos de transparencia. Segundo, se creó una cuenta de reserva fiscal para contribuir a hacer innecesario el financiamiento a corto plazo del presupuesto por parte del banco central, y todos los depósitos del gobierno central y las cuentas de los 12 principales fondos extrapresupuestarios se consolidaron en esa cuenta. El saldo de la cuenta de reserva fiscal —mantenido en el departamento de emisión del BNB y plenamente cubierto por reservas externas— representa los fondos de que dispone el Gobierno en todo momento. El mantenimiento de un saldo mínimo en la cuenta, conforme al programa de Bulgaria respaldado por el FMI, da seguridades de que el Gobierno podrá cumplir sus compromisos presupuestarios y es, por lo tanto, un importante factor de estabilización.

A fin de incrementar la confianza en el sistema bancario, el plan de caja de conversión dio a los bancos la posibilidad de recibir asistencia limitada pero considerable a través del departamento de banca (unos US\$300 millones, un quinto de las reservas externas de Bulgaria al establecerse la caja de conversión). Se fortalecieron las leyes sobre banca y las normas prudenciales. Además, el BNB inició un vasto programa de asistencia técnica, coordinado por el FMI y respaldado por la Unión Europea y la Agencia de Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID).

### Reorganización y transición

La última tarea —lograr una transición suave— se vio complicada por el hecho de que la nueva administración del BNB asumió sus funciones en mayo de 1997 y sólo tuvo dos meses para familiarizarse con los principios del régimen de caja de conversión y adoptar las decisiones definitivas. A comienzos de junio, aún había unas cuantas cuestiones pendientes.

La reestructuración de las reservas de divisas del país con-

forme a la vinculación al marco alemán era una tarea prioritaria. Antes del plan de caja de conversión, las reservas se componían de una amplia gama de instrumentos y monedas, incluidos el oro y otros metales preciosos, diversas monedas extranjeras mantenidas en cuentas bancarias, así como bonos y otras inversiones. Dada la necesidad de salvaguardar el valor de las reservas de divisas del país, se decidió que la mejor opción era mantener activos denominados en marcos alemanes.

Las cuentas del BNB debieron separarse conforme a la nueva estructura de la caja de conversión. Un comité integrado por el subgobernador a cargo del proyecto, el jefe del departamento de contabilidad y algunos asesores del FMI elaboraron el marco contable definitivo. El 30 de junio de 1997, el BNB preparó un balance de cierre basado en el marco contable anterior, y el balance de apertura de la caja de conversión, el 1 de julio de 1997, reflejó la nueva estructura.

La gestión de la deuda pública interna representaba otro desafío. A fin de prevenir grandes fluctuaciones de liquidez, el ministerio de Hacienda convino en evitar las grandes inyecciones de liquidez al vencer voluminosos reembolsos debido a la concentración de los plazos de vencimiento. Se programó para el 30 de junio una emisión especial de letras del Tesoro a fin de absorber la gran inyección de liquidez de ese día.

Por último, se plantearon problemas de logística. Para mantener la calma del público, el BNB y sus sucursales debían mantener un volumen suficiente de billetes en marcos alemanes. Dado que esta moneda no se había utilizado antes con frecuencia, el BNB debió adquirir efectivo en el exterior y enviarlo a los puntos de distribución.

## Puesta en práctica del mecanismo

La introducción de la caja de conversión se llevó a cabo sin tropiezos y sin intentos de “probar el sistema”, dadas las pre-

siones al alza sobre el lev registradas antes de la implantación efectiva nueva del régimen. En unas 1.500 transacciones en efectivo, el BNB compró más de DM 3 millones, en tanto que vendió menos de DM 1.000. Además, el BNB fue comprador neto de marcos alemanes en el mercado interbancario. El aumento de las reservas después del primer día fue de más de DM 40 millones.

En el marco de la caja de conversión, Bulgaria redujo la tasa anual de inflación al 13% a mediados de 1998 y al 1% al final de 1998. Al mismo tiempo, aumentó sus reservas de divisas, de menos de US\$800 millones a más de US\$3.000 millones, más de seis meses de importación (véase el cuadro). La tasa de interés básica del BNB, que había sido superior al 200% en el peor momento de la crisis económica de Bulgaria, bajó al 5,2% al final de 1998. Las tasas de interés de los bancos minoristas alcanzaron niveles semejantes a los de Alemania apenas entró en vigor la caja de conversión. Ningún banco ha necesitado respaldo a través del departamento de banca desde la implantación del régimen. Debido a cuellos de botella que no guardan relación con el régimen monetario, la reanudación del crecimiento ha sido, hasta ahora, moderada. Sin embargo, la estabilización de Bulgaria no se vio afectada por la crisis de Rusia a mediados de 1998 pese a los estrechos vínculos entre los dos países.

La experiencia de Bulgaria pone de manifiesto la capacidad de un sistema creíble y basado en normas cuando se trata de modificar rápidamente las percepciones y el comportamiento económico. También se desprenden, no obstante, tres enseñanzas con carácter de advertencia. Primero, un régimen de caja de conversión requiere más preparación que otros programas de estabilización, y se trata de una preparación de diferente índole. Dado que los cambios pueden tomar tiempo, es posible que el régimen no pueda implantarse en los países que no cumplan las condiciones previas. Segundo, debido a las reformas jurídicas que exige una caja de conversión, se requiere un amplio respaldo parlamentario. Bulgaria pudo obtener el respaldo necesario porque la situación de cuasihiperinflación hacía indispensable encontrar una solución radical y porque se desplegaron grandes esfuerzos para establecer un consenso mucho antes de que se pusiera en práctica el plan. Tercero, la caja de conversión es sólo un elemento de un programa de estabilización. Si bien un mecanismo bien diseñado contribuirá a eliminar los desequilibrios macroeconómicos, su duración a largo plazo dependerá también de la adopción de medidas de respaldo adecuadas. **F&D**

### Indicadores macroeconómicos antes y después de la adopción de régimen de caja de conversión en Bulgaria

(Porcentaje)

	Primer trimestre				1998
	1995	1996	1997	1997	
Crecimiento del PIB real	2,1	-10,9	...	-6,9	3,5
Inflación <sup>1</sup>	32,9	310,8	2.040,4	578,5	1,0
Saldo fiscal (porcentaje del PIB)	-6,4	-13,4	-52,1	-2,1	1,3
Financiamiento bancario del saldo fiscal	4,9	14,5	40,7	-3,2	-0,3
Crecimiento de la base monetaria	50,5	92,4	780,0	780,0	9,8 <sup>1</sup>
Crecimiento de la base monetaria real en sentido amplio	5,1	-45,4	-75,3	-32,3	2,8
Credito del BNB a los bancos (variación porcentual de los pasivos monetarios)	-7,8	122,4	67,5	4,5	-36,6
Reservas externas incluido el oro (millones de dólares)	1.546,0	781,0	826,0	2.474,0	3.056,0
En meses de importación	2,9	1,6	1,7	5,1	6,1
Diferencial de tasas de interés nominales <sup>2</sup>	19,4	116,6	128,6	0,03	0,38
Tipo de cambio (lev/dólar de EE.UU.)	70,7	487,4	1.021,9	1.776,5	1.675,1
Tipo de cambio (lev/marco alemán)	49,3	313,4	946,9	1.000,0	1.000,0

Fuente: FMI.

<sup>1</sup> Variación anual, final de período.

<sup>2</sup> Diferencia entre las tasas de interés de los depósitos a tres meses en Bulgaria y Alemania, final de período.

... Indica datos no disponibles.

*Este artículo se basa en Anne-Marie Gulde, 1999, "The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization", documento de análisis de política económica 99/3 (Washington: Fondo Monetario Internacional).*

Referencia:

Baliño, Tomás, Charles Enoch, Alain Ize, Veerathai Santiprabhob y Peter Stella, 1997, Currency Board Arrangements: Issues and Experiences, Occasional Paper 151 (Washington: Fondo Monetario Internacional).