

POLÍTICAS DEL BCB PARA ENCARAR EL FENÓMENO DE LA DOLARIZACIÓN

El término dolarización se emplea generalmente para describir una situación en la que una moneda extranjera, en este caso el dólar americano, reemplaza en sus funciones de reserva de valor, unidad de cuenta y medio de cambio a la moneda nacional. Cuando la moneda extranjera reemplaza a la nacional en su función de medio de cambio que es la última en perderse, se habla más bien de sustitución de monedas.

Los orígenes de la dolarización se remontan en el país a la década de los cincuenta. El proceso, que ya era significativo en los años setenta se acelera en los años ochenta. A consecuencia del proceso hiperinflacionario del periodo 1982-1985, la moneda nacional perdió fuertemente sus atributos de reserva de valor y de unidad de cuenta y parcialmente de medio de cambio, al efectuarse transacciones de alto valor en dólares. Producto de ello y con el aval de varias disposiciones legales que autorizan las operaciones en moneda extranjera, se verifica un persistente proceso de dolarización, a pesar de la caída en las tasas de inflación y de devaluación.

La presencia de agudos procesos de dolarización no es exclusiva de Bolivia. Esta se observa en muchos países en desarrollo y en algunos países de Europa del Este, cada uno con sus propias características.

MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA ADOPTADAS POR EL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA EN EL PERIODO 1992-1997 PARA REDUCIR LA DOLARIZACIÓN.

1) Encaje Legal.- Antes de la promulgación de la Ley de Bancos y Entidades Financieras (LBYEF) de 14 de abril de 1993, las tasas de encaje legal vigentes eran de 20% para depósitos a la vista y en caja de ahorros tanto para moneda nacional como extranjera y de 10% para depósitos a plazo fijo en ambas monedas.

El artículo 82° de la Ley 1488 (Ley de Bancos y Entidades Financieras) establecía un encaje legal mínimo para los depósitos a la vista y ahorro del 10% y para depósitos a plazo hasta de un año de 4%. Los depósitos a más de un año, de acuerdo a este artículo, quedan exentos de encaje legal. También en este artículo se faculta al Banco Central de Bolivia para fijar encajes adicionales, que podrían ser constituidos con títulos autorizados para el efecto.

Mediante resoluciones de Directorio Nos. 142/93, de 23 de noviembre de 1993, y 065/94, de 17 de mayo de 1994, el Banco Central fijó una tasa de encaje legal adicional del 10% para depósitos a la vista y ahorro en Moneda Extranjera (ME) y en Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor (MNMV) y de 6% para depósitos a plazo fijo en ambas monedas, con vencimiento de hasta un año. Los depósitos en Moneda Nacional (MN) quedaron exentos de encaje adicional. Por otra parte, esta disposición prohíbe la compensación entre monedas para la constitución del encaje legal.

En resumen, entre los principales mecanismos de encaje que se adoptaron con el objeto de atenuar la dolarización de la economía boliviana, se tiene, la eliminación de la remuneración a excedentes de encaje legal con mantenimiento de valor, la eliminación de la compensación de monedas en la constitución del encaje, y la reducción de los requerimientos de encaje para depósitos en moneda nacional, al excluirlos del requisito de encaje legal adicional.

La reducción de la tasa de encaje legal para depósitos en moneda

nacional busca alentar el uso y las captaciones en moneda nacional. Con esta disminución y con el mantenimiento de encajes legales más altos para moneda extranjera, puede reducirse el costo de la intermediación financiera en bolivianos con relación a la intermediación en dólares. Se esperaba también que el sistema bancario tuviera una mayor cantidad de recursos crediticios en moneda nacional, lo que además de representar un rendimiento adicional, estimularía al sistema financiero a operar en bolivianos.

En diciembre de 1995, el ratio de reservas efectivas requeridas para moneda extranjera se situó alrededor del 9%, mientras que el de moneda nacional en promedio alcanzó al 8%. Esta última se aproximaba a 6% en diciembre de 1996.

2) Posición de Cambios.- La Resolución de Directorio N° 66/94 de 17 de junio de 1994 determinaba que las entidades financieras no podían mantener una posición sobre-venta en moneda extranjera, y limitaba la posición sobre-comprada en moneda extranjera y moneda nacional con mantenimiento de valor hasta el monto del patrimonio neto, deducido el monto del activo fijo de las instituciones financieras. Una resolución anterior de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF), permitía la sobre-compra en moneda extranjera hasta el total del patrimonio sin deducciones. Se dice que una entidad financiera está en posición sobre-comprada en una determinada moneda, cuando sus activos en esa moneda son mayores a sus pasivos. Esta en posición sobre-venta en una determinada moneda, cuando sus activos en esa moneda son inferiores a sus pasivos.

La medida del BCB tenía dos objetivos. Primero establecer normas prudenciales con relación a la posición de cambios, congruentes con las políticas monetaria y cambiaria que se habían adoptado en ese momento. Segundo, limitar la dolarización en la intermediación reduciendo el volumen de activos en moneda nacional que las instituciones financieras pudieran reemplazar por activos en moneda extranjera.

Posteriormente, considerando la disminución sistemática del riesgo cambiario, mediante Resolución de Directorio N° 109/97 de 8 de mayo de 1997, se redujo el límite de la posición sobre-comprada en moneda extranjera y moneda nacional con mantenimiento de valor al 80% del valor estipulado en la anterior R.D. N° 66/94. Asimismo, se autorizó una posición sobre-venta en moneda extranjera y moneda nacional con mantenimiento de valor que sumadas no excedan al 20% del mismo valor.

De esta manera se trató de reducir el sesgo existente contra la moneda nacional, flexibilizando las posiciones sobre-ventas. De la misma forma, vinculando los límites de la posición de cambios con el patrimonio de las instituciones financieras, se buscó lograr una mejor distribución de las inversiones patrimoniales en activos en diferentes monedas.

Inicialmente, debido a la rigidez de la cartera en el corto plazo, la corrección de la posición sobre-comprada en ME del sistema bancario, se realizó a través de un incremento en las captaciones del público en esta moneda; solamente un pequeño porcentaje se hizo con la colocación de nueva cartera en moneda nacional. Más tarde, la disminución de la posición sobre-comprada fue el resultado más sobresaliente de la aplicación de esta política. El impacto de esta política se puede apreciar en la TABLA N° 1.

TABLA N° 1
SISTEMA BANCARIO: POSICION DE CAMBIOS
(En millones de dólares)

	ME	POSICIÓN MNCV	LÍMITE DE SOBRECOPRA	DE SOBREVENTA
Al 31 de Julio 1997	111,1	8,83	177,9	0
Al 31 de Diciembre 1997(*)	94,0	7,1	175,3	71,4

(*) Con cifras de balances preliminares. - FUENTE: APE

Como se puede notar, el límite de sobre-compra en ME del sistema bancario prácticamente no fue afectado por las disposiciones de la R.D. N° 103/97; sin embargo, la flexibilización de la posición de cambios permitió al sistema constituir un límite de sobre-venta de aproximadamente 71 millones de dólares a diciembre 1997. Es importante añadir el hecho que la posición de sobre-compra disminuye en 17 millones de dólares entre julio y diciembre, hecho alentador para el objetivo de remonetizar en bolivianos a la economía nacional.

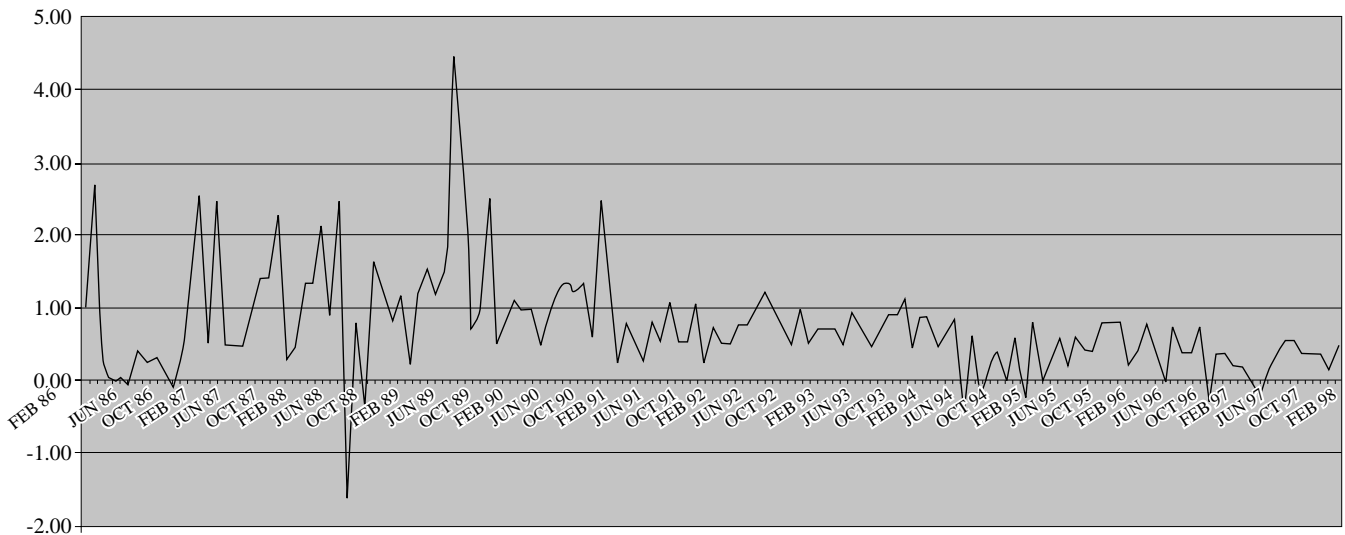
3) Política Cambiaria.- En sus inicios, luego del plan de estabilización de agosto de 1985, el Bolsín funcionó en un sistema de flotación administrada. Posteriormente, el Bolsín se convierte en un sistema de tipo de cambio deslizante activo, en el cual el tipo de cambio se fija de acuerdo a las metas del programa monetario y al

mantenimiento del tipo de cambio real, aunque siempre tomando en cuenta la información sobre el nivel de demanda.

El mantenimiento de un tipo de cambio real estable es para evitar pérdidas de competitividad, en relación a los principales socios comerciales. Esta política, asimétrica, que dio lugar a depreciaciones frecuentes de la moneda nacional, contribuyó al proceso de dolarización de la economía boliviana, como lo muestran diversos estudios.

En 1994, por primera vez, se efectuaron también revaluaciones de la moneda nacional, con lo que se eliminó el seguro que tenían entonces los tenedores de moneda extranjera de que sus tenencias no perderían valor en bolivianos.

GRÁFICO N° 1
TASA DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL



Como consecuencia de la devolución de la simetría a la política cambiaria, la volatilidad de la depreciación del tipo de cambio nominal registra una constante disminución. Es importante notar el hecho que durante los dos últimos subperíodos, se registra el mayor número de revaluaciones de la moneda nacional, aspecto que contrasta con las persistentes devaluaciones experimentadas desde noviembre de 1988 (GRÁFICO N° 1).

La disminución de la volatilidad conlleva dos efectos sobre el proceso de dolarización. El primero se relaciona con la disminución del costo de oportunidad esperado para los tenedores de moneda nacional. Los poseedores de dólares ven disminuidas sus ganancias esperadas con relación a los tenedores de moneda nacional, al ser el tipo de cambio más estable. El segundo, está relacionado con la disminución del efecto de transmisión del tipo de cambio sobre el nivel de precios (pass-through), el cual a su vez, incentiva en forma indirecta a la tenencia de moneda nacional, debido a un nivel de precios internos más estable.

4) Swaps de Monedas.- Mediante Resolución de Directorio N° 027/95 de 4 de abril de 1995, el Directorio del Banco Central aprobó el reglamento de operaciones swaps de monedas. Un Swap es una operación de compra y venta simultánea de una moneda pero con entregas en diferentes plazos. Por ejemplo, se compra dólares entregando bolivianos; al vencimiento del Swap se revierte la operación vendiendo los dólares, por más o menos el mismo monto de la compra inicial, y recibiendo bolivianos. El objetivo inicial de este instrumento era eliminar el riesgo cambiario de los títulos públicos en moneda nacional. Es así que el Swap solo se podía efectuar si al mismo tiempo se compraba títulos públicos en MN del Banco Central de Bolivia. Estas operaciones Swap comenzaron en el mes de marzo de 1996 pero sólo se llevaron a cabo hasta el mes de diciembre del mismo año. Esta corta duración de estas operaciones se explica principalmente por la diferencia entre la tasa de devaluación nominal observada y la prima por operación Swap que cobraba el BCB. En un principio, los agentes podían operar a plazos de 28 y 91 días respaldados con CD's y LT's respectivamente, pero pos-

teriormente a partir del mes de noviembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) autoriza a efectuar swaps con un plazo de 182 días, eliminando las operaciones a 28 días.

En estas operaciones, el Banco Central de Bolivia determinaba la tasa prima del Swap en base a la variación cambiaria y una prima de seguro por el riesgo cambiario. En un comienzo, la tasa prima del BCB fue del orden del 1,77%; a partir del 27 de marzo de 1996 ésta es prácticamente constante: 2,07%. Por el contrario, la tasa de devaluación nominal observada fluctúa hasta el mes de junio, luego de la cual registra una persistente reducción.

Estos dos factores desincentivaron a los agentes económicos a proseguir con las operaciones swaps, ya que a mayor estabilidad del tipo de cambio la "prima de seguro" que deben pagar los poseedores de moneda nacional es menor y mayor para los tenedores de dólares. Una vez que los agentes económicos comprobaron que podrían ganar más mediante operaciones directas en títulos públicos en MN, dejaron de utilizar swaps. En este sentido, el Swap en esta etapa cumplió un papel didáctico, al incentivar la compra directa de títulos públicos en MN.

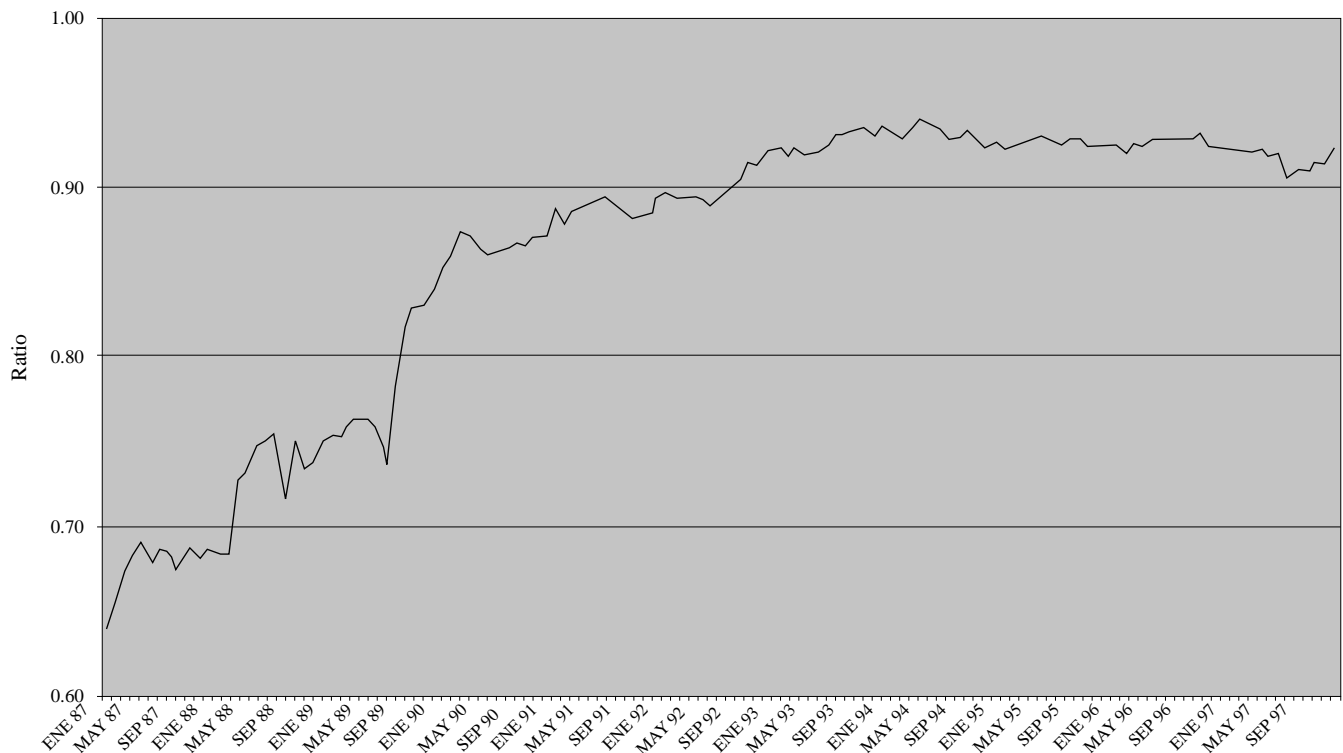
EVALUACIÓN GENERAL. - Una explicación para que los agentes persistan en sus demandas de dólares americanos, pese a las medidas correctivas y de política económica adoptadas, es la presencia de lo que los economistas llaman "histéresis" en el proceso. Histéresis es la persistencia de un fenómeno aún después de que las causas que lo originaron desaparecieron. Es así que la dolarización ha continuado, a pesar de que se ha controlado la inflación y que ya no hay más devaluaciones masivas.

El contexto de regulación del mercado cambiario puede haber contribuido a la dolarización, tal vez más precisamente a su formalización, ya que este comportamiento existía ampliamente antes en mercados informales. La autorización en el Decreto Supremo 21060, para que los agentes económicos puedan mantener y efectuar operaciones en moneda extranjera, constituyó una innovación financiera que tuvo mucha aceptación en el público. Por otra parte la disposición posterior, que permitió la apertura de cuentas corrientes en dólares, contribuyó aún más a la dolarización porque ya no sólo se afectaba a la decisión de ahorrar en bolivianos o en dólares, sino al sistema de pagos, es decir al uso de dólares como medio formal de pago en las transacciones internas.

Una manera de medir el grado de dolarización, está dada por el cociente entre los depósitos en moneda extranjera con respecto al total de depósitos en el sistema bancario. El GRÁFICO N° 2, nos proporciona una idea de las propiedades estadísticas de esta variable desde 1987.

Desde inicios de 1987 hasta fines de 1989, este cociente presenta una tendencia creciente, aunque con una pendiente ascendente pronunciada. En este periodo el coeficiente de dolarización aumenta de un valor aproximado de 0.65 a 0.75. A fines de 1989 y durante 1990, la dolarización se incrementa vertiginosamente hasta alcanzar, a fines de 1990, un valor de 0.87. Parecería que un fuerte shock afectó en ese año esta variable haciendo cambiar la media de esta serie de tiempo. A partir de 1991 la tendencia de esta variable también es ascendente pero con una menor pendiente que la experimentada a fines de los años ochenta. El cociente se estabiliza recién a partir de 1993.

GRÁFICO N° 2
BOLIVIA GRADO DE DOLARIZACIÓN: Ratio Depósitos en Moneda Extranjera sobre Total de Depósitos



Las medidas de política económica adoptadas por el BCB posiblemente tuvieron mucho que ver en la casi estabilidad que muestra el cociente de dolarización, a partir de 1993. Incluso, como se puede apreciar en el GRÁFICO N° 2, a fines del año 1996 se percibe una

leve disminución en este indicador. Se concluye que las medidas adoptadas tuvieron la virtud de desacelerar el proceso de dolarización en nuestra economía, pero que no son suficientes para revertir este fenómeno.