

EL BCB Y LA POLÍTICA CAMBIARIA

Objetivos de la Política Cambiaria

La Ley 1670 otorga al Banco Central de Bolivia (BCB) la responsabilidad sobre el régimen cambiario y la ejecución de la política cambiaria en el país que son manejadas por esta institución en base a lo dispuesto por el D.S. 21060, de agosto de 1985, que estableció un régimen de libre convertibilidad, con un tipo de cambio único, real y flexible.

La política cambiaria tiene como objetivos mantener un tipo de cambio real competitivo y apoyar el normal funcionamiento de los pagos internacionales, bajo la restricción fundamental de no poner en riesgo la estabilidad interna de los precios.

El Bolsín, eficaz instrumento de intervención

Si bien el mercado cambiario es libre, el BCB interviene en el mismo para alcanzar los objetivos referidos anteriormente y lo hace a través del Bolsín, el principal instrumento que tiene para cumplir esta tarea, que es un mecanismo competitivo de adjudicación de moneda extranjera creado para introducir señales del mercado en la determinación del tipo de cambio diario.

El Bolsín funciona todos los días hábiles del año con un mecanismo propio. El BCB establece la cantidad de divisas a ser vendida -en lotes unitarios de \$us 5.000 o múltiplos de este valor y la cotización base para cada sesión, en la que puede participar toda persona natural y jurídica que debe realizar su solicitud a través de una institución financiera que mantenga una cuenta corriente en el BCB. La cotización base no es conocida por el público sino hasta después de la sesión.

Las propuestas deben presentarse en sobre cerrado en el BCB hasta las 15:00 para ser abiertos oficialmente hasta las 15:30. Se adjudican las que proponen un precio superior o igual al de la cotización base y en caso de que el monto de divisas ofrecido por el BCB no fuera suficiente para atender todas las propuestas recibidas a un mismo tipo de cambio, se adjudican las divisas disponibles mediante prorrato. El adjudicatario recibe el monto adjudicado de divisas al precio que ha ofertado el día hábil siguiente a la sesión del Bolsín, mediante abono en la cuenta corriente que corresponda en el BCB.

El tipo de cambio oficial está determinado por el promedio ponderado de los precios por dólar de las demandas aceptadas. El BCB compra dólares del sistema financiero a dos centavos de Boliviano menos que el precio al que vende.

Régimen de Tipo de Cambio

En una primera etapa, el funcionamiento del Bolsín fue de flotación administrada del tipo de cambio. Se trataba de una subasta en la que los participantes debían pagar el precio que ofertaban. Las ofertas iguales o por encima del precio base eran calificadas para comprar los dólares al precio de cada oferta.

A partir de marzo de 1986, cuando todas las ofertas convergieron y se pegaron a la cotización base, el tipo de cambio evolucionó en la práctica hacia un sistema de tipo de cambio deslizante. A partir de entonces, los demandantes del Bolsín, actuando racionalmente, toman como estrategia ofrecer un precio igual al precio base de la subasta anterior. De esta manera, los porcentajes de depreciación del Boliviano permiten mantener la competitividad del sector externo, así como el nivel adecuado de reservas internacionales.

Es importante destacar que la cantidad diaria de divisas ofrecidas por el BCB a través del Bolsín fue variable hasta febrero de 1990, fluctuando entre uno y 12 millones de dólares. A partir de entonces

se fija la oferta. Hasta el 8 de diciembre de 1994 fue de cinco millones de dólares.

Más adelante, el monto establecido llegó a \$us 10 y a partir del 19 de octubre de 1995 el monto ofertado es de \$us 15 millones.

¿Cómo se toman las decisiones?

El Comité de Política Monetaria y Cambiaria, integrado por un importante y muy calificado grupo de ejecutivos de la institución, recomienda semanalmente al Presidente del BCB un margen de variación para la cotización base del Bolsín, como también los montos de divisas que serán ofertados para cada sesión de la semana. La cotización base para las sesiones diarias del Bolsín, sin alejarse del margen de variación, es fijada por el Presidente del BCB sobre la base de las recomendaciones del Comité de Política Monetaria y Cambiaria y de las propuestas recibidas en el Bolsín.

Modificaciones al Régimen Cambiario

La primera modificación al régimen cambiario, en febrero de 1989, fue la creación de una diferencia de un centavo de Boliviano entre el precio de compra y el de venta de divisas. Posteriormente, esta diferencia se incrementó a dos centavos para actualizar parcialmente el nivel de la comisión al tipo de cambio más alto en 1999 con relación al que prevalecía diez años antes. En los últimos diez años, el spread entre los tipos de cambio de compra y venta había disminuido hasta un 0,18%.

La apertura del spread debe dar lugar a la ampliación del mercado interbancario de divisas. Por otra parte, el spread compra-venta representa el costo de transacción de convertir dólares a Bolivianos y viceversa. Un incremento en el spread representa un aumento del costo de diversificación de monedas, lo que puede aumentar el uso del Boliviano como medio de pago.

Otra de las modificaciones de importancia fue la suspensión, en octubre de 1997, de la entrega obligatoria de divisas por exportaciones. A más de once años de la instauración del Bolsín, al existir fuentes alternativas de divisas y haberse logrado la estabilidad del tipo de cambio, se consideró que este procedimiento, contemplado en el D.S. 21060, ya no era necesario. Por el contrario, incrementaba los costos operativos de las partes involucradas.

El análisis precedente a esta suspensión sugería que la eliminación de la entrega obligatoria de divisas no produciría efectos adversos en la política cambiaria, ni en el tipo de cambio, ni en las reservas del BCB, en la medida que los bancos, en lugar de acudir al Bolsín, utilizarían las divisas del sector exportador. En efecto, como anticiparon esos estudios, la anulación no ha tenido ningún efecto negativo en el equilibrio del mercado cambiario; tampoco ha ocasionado pérdida de reservas en el BCB.

El sector exportador se ha beneficiado, en cambio, con la eliminación de los trámites administrativos que incrementaban sus costos de operación, que fueron una suerte de sesgo anti-exportador perjudicial para la competitividad del sector. La reducción de los costos de transacción es un incentivo adicional que deberá contribuir al incremento del nivel de las exportaciones en el mediano plazo.

Modificaciones en las pautas de la Política Cambiaria

A partir de su creación, en septiembre de 1985, el Bolsín ha constituido el principal mecanismo de intervención del BCB en el mercado cambiario, inicialmente como mecanismo genuino de subasta y posteriormente como sistema de minidepreciaciones congruente con la política de tipo de cambio real y de control de la inflación.

1 El D.S. 22139 del 21-02-89 autoriza al BCB establecer una comisión de una tasa mínima hasta un cero cinco por ciento (0,5%) sobre el valor de las ventas de moneda extranjera que realice.

Hasta junio de 1994, la política cambiaria tenía el objetivo central de mantener estable el tipo de cambio real bilateral con el dólar estadounidense. Más adelante surgió la necesidad de modificar la política cambiaria debido a que el comercio con Estados Unidos representa menos del 40% del comercio total de Bolivia y el convencimiento de que la competitividad de la economía merecía una definición más amplia.

La ligazón del tipo de cambio a la sola paridad con Estados Unidos, si bien implicaba una reducción de la variabilidad del tipo de cambio nominal, también causaba una excesiva variabilidad de la reenumeración real de las exportaciones a otras zonas. Al no tomar en cuenta las paridades con otras monedas se incrementaba la incertidumbre sobre la rentabilidad de las inversiones en los sectores exportadores y de sustitución de importaciones.

Por otra parte, debido a que el efecto de transmisión de la depreciación nominal del tipo de cambio hacia la inflación permanecía en niveles elevados, se hizo necesario reducir la retroalimentación entre estas dos variables con el fin de incrementar los grados de libertad para la acción de la política monetaria. Adicionalmente, la expectativa de un siempre creciente tipo de cambio nominal incentivó la sustitución de Bolivianos por dólares. A pesar de que es difícil revertir el proceso, señales de que el tipo de cambio nominal (Bs/\$us) puede también bajar, disminuyen los incentivos hacia una mayor dolarización de la economía.

Desde junio de 1994, la política cambiaria se ha orientado a mantener la estabilidad del tipo de cambio real multilateral, respetando fundamentos del mercado y buscando el equilibrio externo de la economía en el mediano plazo. EL BCB tomó inicialmente como referencia del tipo de cambio una banda de paridad central², cuyo límite inferior incluía las variaciones de las monedas de seis países con los cuales Bolivia tiene relaciones comerciales significativas y cuyo límite superior incluía las variaciones de las monedas de cuatro de los países industrializados.

Bajo esta nueva metodología, la depreciación ya no acompañaba necesariamente a la tasa de inflación interna, puesto que el tipo de cambio de paridad central tomaba también como referencia la inflación externa respecto a una canasta de cuatro países y otra canasta ampliada de seis países, además de considerar las variaciones del marco, el yen, la libra, el real y el peso chileno frente al dólar. La nueva metodología dio lugar también a la posibilidad de apreciaciones del Boliviano. De hecho, durante 1996 y 1997 el Boliviano se apreció algunas veces.

Desde mayo de 1997, el tipo de cambio real multilateral se basa en una canasta de ocho monedas de los principales socios comerciales, con ponderaciones dadas por el flujo comercial con Bolivia. Alrededor del tipo de cambio de paridad se considera un intervalo de variaciones de +/- 2.5% que sirven de referencia para la evolución de la política cambiaria. Con la introducción de esta nueva metodología se pretende abarcar una mayor proporción del comercio e introducir a Perú y Argentina, países cuyo intercambio comercial con Bolivia es importante.

Análisis de Datos

Los gráficos 1 y 2 permiten apreciar que la política cambiaria de minidepreciaciones ha permitido preservar la competitividad del sector transable de la economía, sin poner en riesgo la estabilidad de los precios internos. En el gráfico 1 se observa una tendencia en los últimos dos años y medio de aumento del tipo de cambio, más pronunciado a partir de julio de 1997. Las tasas de depreciación mensual han sido, en cambio, más variables, aunque han tendido a estabilizarse durante 1999. Si se analiza el gráfico 2 se puede ver que el índice del tipo de cambio real multilateral muestra una ligera apreciación, principalmente en este último año, explicada en gran parte por la importante depreciación del real brasileño en enero de 1999.

Esa apreciación es corregida gradualmente por la favorable evolución de inflación en Bolivia. Si se deja de lado a Brasil se puede observar, a partir de septiembre de 1998, una mayor competitividad en este indicador. Se debe notar, por otra parte, que el país ha incrementado significativamente su competitividad en relación a Estados Unidos, su principal socio comercial.

Dos aspectos deben ser subrayados. Primero, en lo que va de la década del 90, el tipo de cambio efectivo y real muestra una ganancia de competitividad de 9,5%. Segundo, la política cambiaria más activa y los reducidos niveles de inflación de 1999 han permitido revertir los efectos negativos de la depreciación brasileña que provocó además una aceleración en el ritmo de depreciación de las monedas de países vecinos.

GRÁFICO N° 1
TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y TASAS MENSUALES DE DEPRECIACIÓN

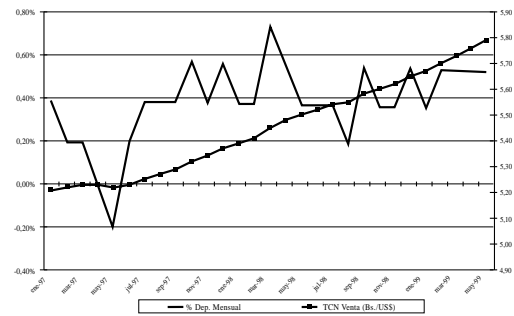
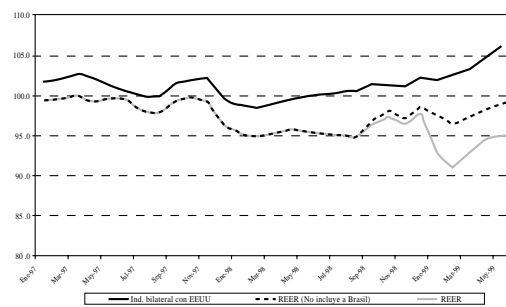


GRÁFICO N° 2
ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL Y EFECTIVO (REER)
(Prom. 1996=100)



Tipo de Cambio y Reservas Internacionales Netas

El nivel de Reservas Internacionales Netas del BCB (RIN) más el Fondo RAL⁴ en moneda extranjera, cuya disponibilidad es inmediata, alcanzaba a \$us 1295,3 millones a mayo de 1999. La emisión alcanzaba al equivalente de \$us 350,9 millones. El agregado monetario M1, que incluye el circulante más los depósitos a la vista en moneda nacional, a la misma fecha alcanzaba a \$us 483,9 millones.

Adicionalmente, si se analiza el agregado monetario más amplio en moneda nacional (M4), se puede observar en el cuadro 1 que la suma de las RIN y el Fondo RAL en moneda extranjera es superior en más de dos veces al nivel total de medios de pago en moneda nacional, lo cual es una prueba de que no existe riesgo de convertibilidad en Bolivia y permite descartar cualquier ataque contra el Boliviano.

Por último se ha de señalar que el agregado monetario más amplio M'3, que incluye depósitos en bolivianos y, en dólares, tiene una buena cobertura de reservas internacionales netas, que a mayo de 1999 alcanzaba a 23% (RIN/M'3).

2 El tipo de cambio de paridad central es una referencia del tipo cambio nominal estimada en base a una canasta de monedas, seleccionadas según la importancia del comercio y de la deuda externa de Bolivia en esas monedas.

3 Este grupo de países incluye EE.UU., Japón, Alemania, Inglaterra, Brasil y Chile.

4 El Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL) es el encaje constituido en títulos por las entidades financieras.

CUADRO N° 1
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, FONDO RAL EN M/E Y MEDIOS DE PAGO EN M/N
 (EN MILLONES DE DÓLARES)

DETALLE	1994	1995	1996	1997	1998	MAY-99
RIN + RAL ME ¹	502,4	650,2	950,8	1.066,0	1.362,6	1.295,3
Emisión	305,6	351,2	362,8	401,7	428,1	350,9
MI	402,2	472,3	497,2	570,1	579,8	483,9
M4	454,5	510,8	598,5	657,6	669,4	558,7
(RIN + RAL ME)/ M1	1,25	1,38	1,91	1,87	2,35	2,70
(RIN + RAL ME)/ M4	1,11	1,27	1,59	1,62	2,03	2,32

Fuente: Banco Central de Bolivia - Asesoría de Política Económica

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica - Área de Investigaciones

El Fondo RAL en moneda extranjera (RAL ME) se constituye a partir de mayo de 1998.

La limitaciones de la Política Cambiaria

Los estudios de la Asesoría de Política Económica del BCB muestran que solamente las exportaciones manufactureras son relativamente elásticas al tipo de cambio real. Esta situación se constituye en una limitación para la política cambiaria, debido a que su impacto en el sector transable de la economía es pequeño. El cuadro 2 muestra que en los últimos años las exportaciones de manufacturas en promedio han representado alrededor del 15% del total de las exportaciones.

Es importante mencionar que la inelasticidad de las exportaciones

al tipo de cambio real se debe a que somos tomadores de precios en los mercados internacionales y a que buena parte de nuestras exportaciones están constituidas por bienes primarios, los cuales enfrentan demandas poco dinámicas. Asimismo, se debe destacar que la depreciación del tipo de cambio incrementa la estructura de costos de aquellos sectores que utilizan insumos importados y son intensivos en bienes de capital.

Contrariamente a lo que sucede con las exportaciones, se puede inferir que la industria nacional que tiene que competir con las importaciones pudiese ser más elástica al tipo de cambio real. Un tipo de cambio real más alto sería más protector.

CUADRO N° 2
EXPORTACIONES SEGÚN CLASIFICACIÓN UNIFORME DEL COMERCIO INTERNACIONAL (CUCI)
 (EN MILLONES DE DÓLARES)

DETALLE	1994	1995	1996	1997	1998 ^r
Exportaciones manufactureras	217,8	148,0	177,9	161,3	150,0
Exportaciones no manufactureras	872,0	989,6	1036,6	1092,8	973,1
Total ¹	1.089,8	1.137,6	1.214,5	1.254,1	1.123,1
Exp. Manufactureras / Total	20,0%	13,0%	14,6%	12,9%	13,4%

Fuente: Viceministerio de Exportaciones

Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica - Área de Investigaciones

¹ No incluye efectos personales ni reexportaciones.

^r Preliminar

Otra limitación radica en que más del 90% de las captaciones y de las colocaciones del sistema bancario se encuentran en dólares. Esto implica que una política cambiaria muy agresiva podría afectar negativamente al sistema financiero, en la medida en que los prestatarios perciben sus ingresos en moneda nacional, pero deben cubrir sus obligaciones en moneda extranjera.

La Depreciación y la Inflación

Luego del proceso hiperinflacionario experimentado por la economía boliviana durante el período de 1982 a 1985, una de las principales medidas que se adoptaron para frenar el mismo fue la unificación del tipo de cambio oficial con el paralelo mediante la adopción de un tipo de cambio flotante único, determinado a través del Bolsín.

En la práctica, y durante muchos años, el tipo de cambio se convirtió en una especie de ancla de la inflación, debido a su relación directa con los precios internos.

La experiencia mostraba que cuando existían altas tasas de depreciación de la moneda nacional, el efecto de la transmisión de la depreciación a la inflación (pass-through) era importante.

Para el público, devaluación e inflación eran casi sinónimos. Sin embargo, a medida que la depreciación del Boliviano se ha reducido con relación a la situación de antes de 1996, el efecto de transmisión también ha caído. Estudios del BCB muestran que, efectivamente, la relación entre la tasa de depreciación y los precios no es lineal. Es decir que a menores niveles de depreciación, el "pass-through" (o transmisión) se reduce; pero cuando se acelera significativamente la tasa de depreciación, el efecto transmisión hacia la inflación podría incrementarse más que proporcionalmente.

En el contexto descrito, se descartan depreciaciones muy aceleradas, porque los posibles beneficios que pudieran obtenerse serían transitorios. Se considera que los incrementos en la productividad son siempre más eficaces para mejorar la competitividad de la economía, aunque no sean fáciles de alcanzar en el corto plazo.