

Ministerio de Planificación del Desarrollo
Unidad de Análisis de Políticas Sociales y Económicas
(UDAPE)

NOTAS DE CONYUNTURA

NOTA 1 SOBRE RUMORES FINANCIEROS Y CAMBIARIOS EN BOLIVIA

NOTA 2 EFECTOS DE LA APRECIACIÓN CAMBIARIA

Septiembre / 2006

Presentación

La Unidad de Análisis de Políticas Sociales y Económicas tiene el agrado de presentar el primer número de su publicación Notas de Coyuntura, con la finalidad de ofrecer información y algunos criterios sobre temas relevantes de discusión o preocupación de la situación económica actual.

Regularmente, UDAPE publica el Informe del Desempeño Económico y Social del país en dos oportunidades al año, así como su Revista de Análisis Económico. Sin embargo, en el entre tanto surgen una serie de temas, como en el caso de los “rumores financieros” o los efectos de la apreciación nominal del tipo de cambio en las exportaciones, que requieren de una respuesta y aclaración oportuna.

Normalmente, el ámbito de discusión se da a nivel de comentarios en la prensa oral y escrita, los cuales obviamente no son realizados con el tiempo y la profundidad requerida. Tampoco es conveniente entrar a un debate periodístico mediante aclaraciones o cartas al señor director sobre tal tema comentado por determinado analista.

Por tanto, estas notas de coyuntura tratan, en un lenguaje que se acerque al público junto con la rigurosidad técnica, de contribuir a la formación de los propios juicios de los lectores. Así, en el caso de los rumores financieros, el artículo concluye que estos son infundados, es decir no tienen una base objetiva para su surgimiento y por lo tanto constituyen un mal negocio para los agentes económicos hacer caso de ellos. El artículo sobre el efecto de la apreciación nominal del tipo de cambio en las exportaciones señala que éste es poco relevante y que es mejor utilizar el indicador del tipo de cambio real, que en el caso de Bolivia demuestra que se está preservando la competitividad de las exportaciones, así como también de los sustitutos de importaciones.

Finalmente, es necesario aclarar que los artículos son suscritos por los analistas de la Unidad y por tanto son de su entera responsabilidad y no comprometen a la institución.

Gabriel Loza Telleria
Director Ejecutivo de UDAPE

NOTA 1
SOBRE RUMORES FINANCIEROS
Y CAMBIARIOS EN BOLIVIA

SOBRE RUMORES FINANCIEROS Y CAMBIARIOS EN BOLIVIA

I. INTRODUCCIÓN

En la etapa electoral en 2005 y el tiempo transcurrido del 2006, se generó y divulgó una ola de rumores que se intensificó en ciertos momentos, como el triunfo electoral del actual Gobierno, el inicio de la nueva gestión gubernamental, la promulgación del D.S. 28701 que nacionalizó los hidrocarburos (1/5/2006) y el anuncio de la publicación del Plan Nacional de Desarrollo (PND).

Los rumores más comunes fueron una supuesta restricción total o parcial al retiro de depósitos bancarios en moneda extranjera, popularmente conocida como “corralito”¹, y la apreciación brusca e intempestiva del dólar, cuya cotización nominal pasaría por decisión gubernamental desde Bs.8 por un dólar a Bs.4.

Pese a los rumores, en lo que va de 2006 se tuvo un adecuado desempeño tanto en el sector real y externo de la economía, como en los sectores monetario-cambiarío, financiero y fiscal². Asimismo, cambió la situación social desde un ámbito de confrontación sectorial, regional y gubernamental propio de los últimos años, a otro con consensos democráticos y expectativas favorables sobre el futuro, pese a conflictos focales tanto de carácter sectorial como regional.

En este sentido, en el trabajo se tipifican los rumores de carácter financiero y cambiario que circularon en Bolivia, buscando determinar sus efectos potenciales sobre la economía y contrastarlos con la realidad.

II. TIPIFICACIÓN DE LOS RUMORES

La estabilidad del sistema financiero se fundamenta significativamente en la confianza de los agentes económicos. Así, los movimientos intempestivos de recursos financieros y su retiro masivo de las instituciones financieras, depende principalmente de la formación de expectativas negativas y adversas en el público. En experiencias de otras economías se generaron rumores que provocaron pánico entre el público, que a su vez desencadenó crisis cambiario-financieras, no obstante la solvencia del sistema financiero que solo presentaba problemas de liquidez.

Los rumores, pueden exacerbar el temor sobre una supuesta crisis e impulsar a los agentes a comportarse como si ella realmente existiera, desencadenando una suerte de comportamiento “de rebaño”, que a su vez retroalimenta los rumores, socavando y deteriorando de hecho la estabilidad financiera y del sistema económico en general, y generando lo que se conoce como una “profecía auto-cumplida”³.

En Bolivia, en los últimos meses circularon rumores sobre la inestabilidad del sistema financiero y la posibilidad que la nueva administración gubernamental congele o restrinja la libre disponibilidad de depósitos bancarios por parte del público. Asimismo, se especuló sobre una apreciación acentuada del tipo de cambio. Estos rumores ejemplifican eventos que podrían modificar las expectativas del público y, por ende, generar un comportamiento que realmente deteriore la solidez del sistema financiero y de la economía.

Si esos rumores se hubiesen internalizado, los tenedores de depósitos bancarios habrían retirado masivamente los mismos de las instituciones financieras, al punto de generar una verdadera crisis de liquidez, que podría haber conducido a las autoridades de política a asumir medidas extremas como “congelar” los depósitos, prohibiendo su retiro. Esa prohibición no hubiera sido el resultado de fallas objetivas o de un problema estructural del sistema financiero, sino que habría sido consecuencia de la repentina e injustificada falta de confianza del público, dados los rumores infundados.

1 Se denominan “corridos” a los retiros intempestivos y masivos de depósitos, de entidades de intermediación financiera, como las observadas en la crisis Argentina de 2000, cuando la prohibición del retiro de depósitos se denominó popularmente como “corralito”.

2 Ver UDAPE - 2006, “Informe Económico y Social. Primer Semestre 2006 y Perspectivas”.

3 Para una explicación del “comportamiento de rebaño”, y de la “profecía autocumplida”, ver Calvo G.A., (1999) “Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier”, H. Calvo y C. Reinhart, (2000) “When Capital Flows come to Sudden Stop: Consequences and Policy” y las referencias bibliográficas ahí citadas.

Como se constata después, pese a la propagación de los rumores no se produjo un pánico generalizado en el público, sino tan sólo leves caídas en el nivel de los depósitos bancarios, que pudieron responder a decisiones independientes de los agentes o que habrían sido una respuesta de aquellos con mayor aversión al riesgo.

Entre mayo-junio de 2006, surgieron también otros rumores acerca de una inestabilidad cambiaria, una supuesta apreciación de facto del tipo de cambio y la implementación de mecanismos de control de cambios similares a los de Venezuela. Si esos rumores habrían tenido credibilidad, los agentes se habrían precipitado hacia las entidades financieras para retirar sus depósitos en dólares y convertirlos en moneda nacional por motivo precautorio, generando “ataques especulativos” que hubieran producido una apreciación imprevista de la moneda nacional frente al dólar, haciendo que se auto cumpla la profecía.

Empero, los rumores cambiarios no fueron consistentes con la realidad, ni tuvieron un basamento objetivo. Como se muestra más adelante, actualmente es improbable una apreciación abrupta y discrecional del tipo de cambio nominal, considerando la situación vigente de los fundamentos macroeconómicos y la política de mini-apreciaciones/mini-devaluaciones del tipo de cambio nominal, implementada por el Banco Central de Bolivia (BCB) desde hace varios años.

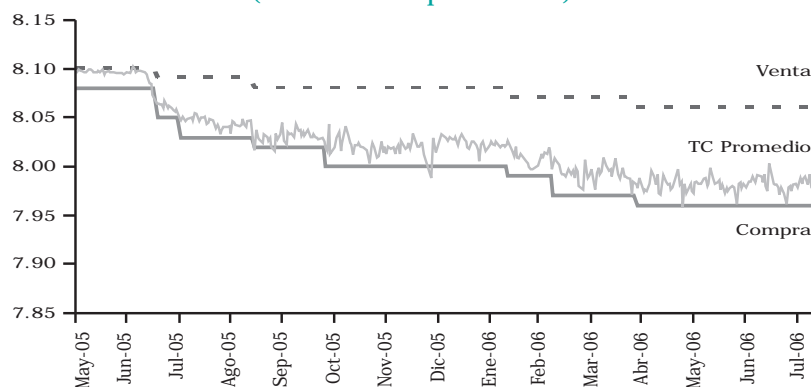
Asimismo, cabe preguntarse si con un sistema financiero estable que desde el año 2005 viene recuperándose, una política fiscal y monetaria prudentes, el fortalecimiento de la supervisión y regulación bancaria y el exceso de dólares en el mercado, ¿cuál pudo ser el origen de los rumores que pretendían desestabilizar la situación macroeconómica del país? Aunque es imposible identificar con precisión cuales fueron los hechos primarios que dieron lugar a los rumores, estos podrían responder a una intencionalidad política manifiesta de afectar el normal desempeño económico y social del país, para justificar acciones o salidas fuera del marco democrático.

III. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

Entre enero de 2005 y agosto de 2006, el tipo de cambio oficial de venta se movió en un rango de Bs.8,10 y Bs.8,05 por dólar, mientras que el tipo de cambio de compra lo hizo entre Bs.8,08 y Bs.7,95 por dólar. Como resultado de ésta política, aumentó el diferencial cambiario que busca incentivar tanto el uso de la moneda nacional como profundizar el mercado privado de divisas, desincentivando la utilización de moneda extranjera como reserva temporal de valor y medio de transacción.

Empero, durante los primeros 8 meses de 2006, el tipo de cambio oficial no registró una variación significativa, apreciándose desde Bs.8,08 por dólar a fines de enero, hasta Bs.8,05 al 31 de agosto. La apreciación fue consistente con la expansión de la oferta de divisas, que explica también el sostenido aumento del stock de reservas internacionales netas (RIN).

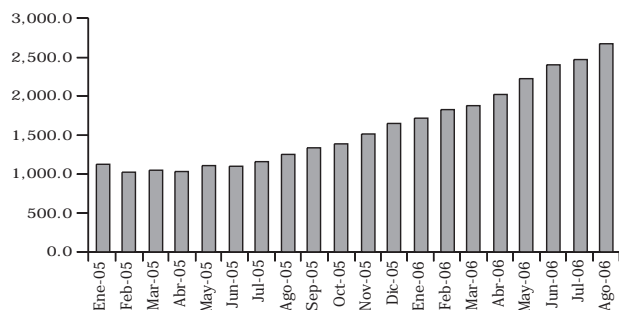
Gráfico 1
Tipo de cambio oficial y de mercado
(Bolivianos por dólar)



Elaboración: UDAPE, en base a información BCB.

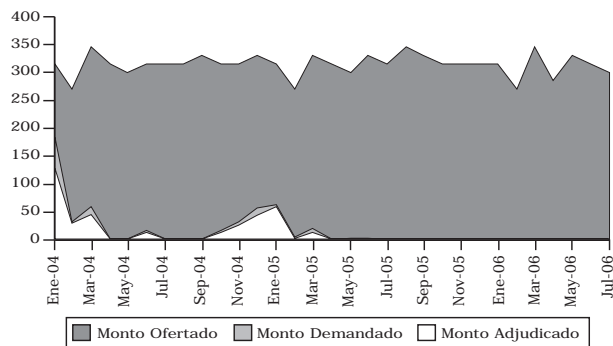
En efecto, durante el primer semestre de 2006 las RIN se incrementaron sostenidamente, llegando al 31 de agosto a un stock de \$us2776 millones, haciendo que su coeficiente de cobertura sobre el nivel de depósitos en dólares del sistema bancario supere el 100%, mientras que la razón del stock de RIN sobre el valor de las importaciones cubra 11 meses de las mismas.

Gráfico 2
Reservas Internacionales Netas
(En millones de dólares)



(*) Con información al 16 de agosto
Elaboración: UDAPE, en base a información del BCB

Gráfico 3
Operaciones del Bolsín
(En millones de dólares)

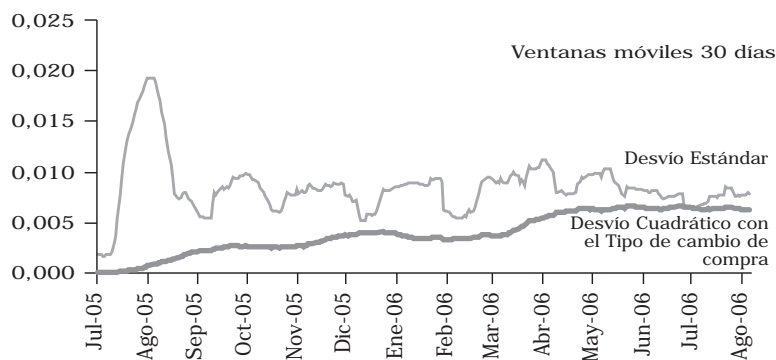


Elaboración: UDAPE, en base a información del BCB

El exceso en la oferta de divisas también se reflejó en la evolución de las principales variables del Bolsín, como el monto ofertado, demandado y adjudicado de las mismas. Además, a partir de julio de 2005, la demanda de divisas a través del Bolsín tendió a reducirse a cero. Todo ello explica la tendencia a la apreciación del boliviano respecto al dólar.

Empero, a partir del segundo trimestre de 2006 se observó un ligero incremento en la volatilidad del tipo de cambio efectivo, que podría asociarse a la presencia de cierto grado de incertidumbre entre los agentes económicos, aunque esa volatilidad se redujo paulatinamente desde el mes de junio, permitiendo el retorno del mercado cambiario a condiciones estables, asociadas a los fundamentos macroeconómicos.

Gráfico 4
Evolución de la volatilidad del tipo de cambio efectivo⁴
(Bolivianos por dólar)



Elaboración: UDAPE, en base a información BCB.

IV. EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS

En el primer semestre de 2006, el nivel de depósitos fue superior al de similar período de 2005; este movimiento se explica principalmente por la evolución del nivel de depósitos en el sistema bancario, el cual concentra la mayor parte de ellos. En lo que va de 2006, se dieron

4 Se usan dos medidas de volatilidad del tipo de cambio efectivo promedio ponderado del sistema financiero: (1) Desviación estándar poblacional con una ventana móvil de 30 días, y (2) Desvío cuadrático con relación al tipo de cambio de compra con una ventana móvil de 30 días.

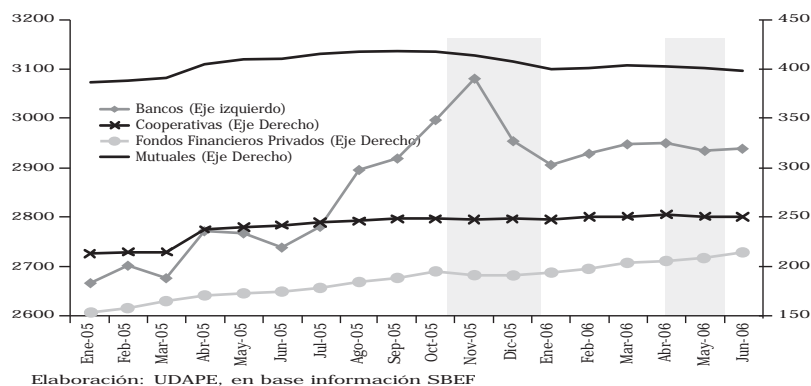
retiros principalmente de los llamados “depósitos a la vista” o en cuenta corriente, que por su naturaleza como medios de pago líquido, tienen una trayectoria más volátil con relación a los otros tipos de depósitos (cajas de ahorro y a plazo fijo).

En cuanto a la captación de depósitos, en los ocho meses transcurridos de esta gestión, se observaron altibajos en el conjunto de entidades financieras (bancos, mutuales de ahorro y crédito, fondos financieros privados y cooperativas de ahorro y crédito), aunque no en la magnitud que auguraban los rumores. En efecto, si se comparan los primeros semestres de 2005 y 2006, se observa que en ambos periodos se dio una evolución del nivel de depósitos sin extremos pronunciados.

Sin embargo, particularmente a fines de la reciente etapa electoral e inicio de la actual gestión de gobierno, se observó un incremento en los retiros de depósitos a la vista, casi exclusivamente en el sistema bancario, que no condiso con la tendencia al alza moderada pero constante del total de depósitos, observada desde junio de 2005.

Así, por ejemplo, entre septiembre y noviembre del pasado año, el saldo de depósitos subió en \$us192 millones, aunque en diciembre disminuyó en \$us158 millones. Esta situación fue inusual, al no tratarse propiamente de una recomposición de portafolio⁵, ya que tampoco se observó un aumento significativo de activos en los fondos de inversión abiertos (SAFIs).

Gráfico 5
Evolución de los depósitos en Entidades Financieras
(En millones de dólares)



Dicho comportamiento en los depósitos fue bastante aislado, si se considera el momento político cuando una corriente muy distinta a las anteriores se aprestaba a iniciar la administración del Estado. En este escenario, el público en general mostró un elevado grado de madurez, dada la transición democrática ordenada.

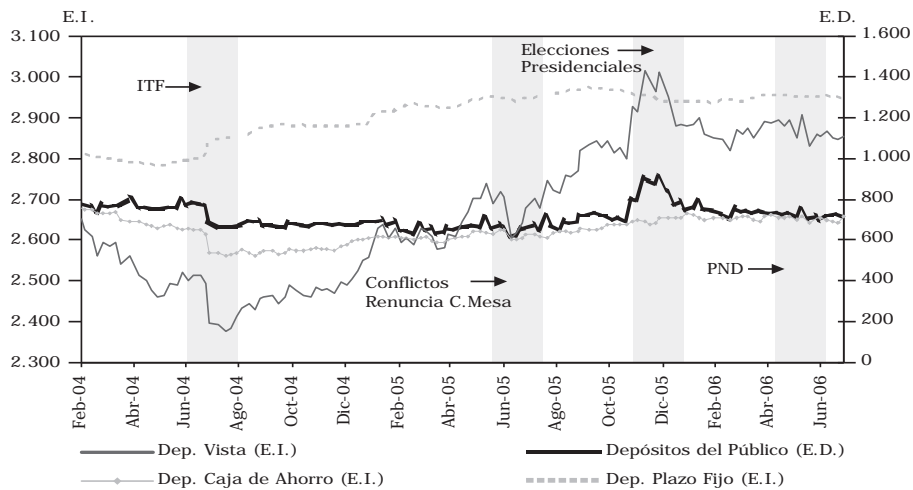
Posteriormente, durante los primeros meses del gobierno del Presidente Morales, los rumores no tuvieron una repercusión sustantiva sobre el nivel de depósitos, como puede apreciarse en la evolución de los mismos. En efecto, a julio de 2006, el saldo total de depósitos superó en \$us20 millones al de enero de éste año, registrando una tendencia ligeramente creciente. Sin embargo, entre abril y mayo del corriente año, ante el rumor que especulaba sobre la posibilidad que las autoridades implementasen una restricción al retiro principalmente de depósitos nominados en dólares, se registró una reducción de su saldo por \$us31 millones.

En ese sentido, puede hallarse alguna correlación entre los eventos políticos acaecidos en los últimos años y el movimiento de los depósitos bancarios. Aunque no sea posible explicar claramente las causas de dicha correlación, puede apelarse para ello al comportamiento que tuvo la estructura de depósitos por tipo⁶, donde se observa que el movimiento de los depósitos a la vista explica gran parte del comportamiento del total de los depósitos en el sistema bancario.

5 Más aún si se considera que el resto de depósitos no registró una evolución que permita corroborar tal conversión hacia depósitos menos líquidos (cajas de ahorro y a plazo fijo).

6 Depósitos en, cuentas a la vista, cajas de ahorro y DPFs.

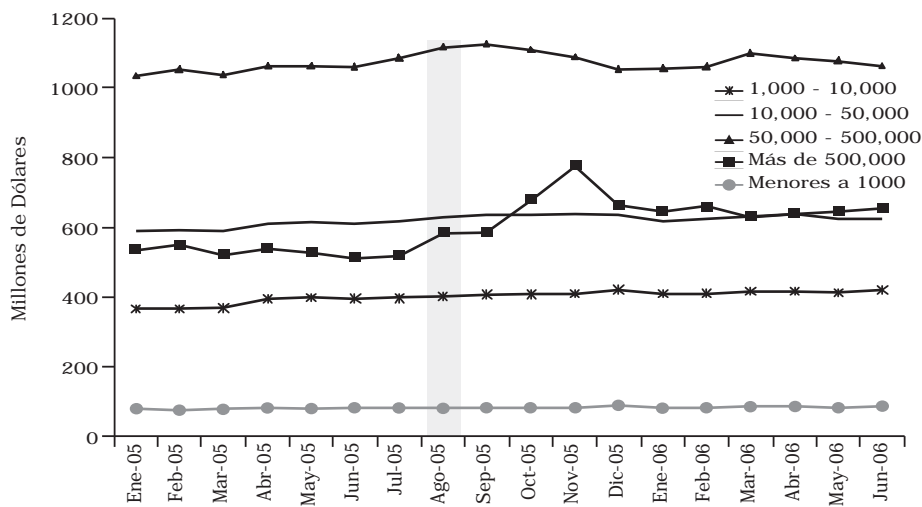
Gráfico 6
Eventos políticos y comportamiento de los depósitos bancarios
(En millones de dólares)



Elaboración: UDAPE, en base a información de la SBEF

Es importante observar que en la evolución de los depósitos a la vista, los con mayor volatilidad fueron los de alta denominación (mayores a \$us500 mil). Tal fenómeno pudo ocurrir considerando que las grandes empresas habrían depositado su excedente de liquidez en cuentas corrientes, para luego sacarlo fuera del sistema financiero. Es posible que tal decisión particularmente a fines de diciembre de 2005 y enero de 2006, hubiese sido influida por el inminente cambio de Gobierno.

Gráfico 7
Captaciones de bancos según monto de depósito
(Millones de dólares)



Elaboración: UDAPE, en base información SBEF

En general, la incertidumbre que pudo haberse generado con los rumores no resulta consistente con los actuales fundamentos macroeconómicos. Por ello, los rumores no tuvieron un efecto sobre la situación económica al carecer de un asidero real y serían sólo la expresión de la confrontación política de ciertos sectores con el Gobierno, divulgada sin importar los costos económicos y sociales para el país.

V. COMENTARIOS FINALES

1. No se hallaron evidencias que expliquen y fundamenten el surgimiento de rumores sobre una apreciación brusca e intempestiva del tipo de cambio nominal y una supuesta falta de solidez en el sistema bancario y financiero en general, que habría enfrentando supuestos problemas de liquidez. En contraste, se evidencia una situación cambiaria adecuada y consistente con la mayor oferta de divisas, un stock elevado de RIN que brinda una cobertura alta sobre los depósitos, así como solidez y solvencia en el sistema financiero.

Tipos de rumores y contraste

ÁREA TEMÁTICA	TIPO DE RUMOR	EVIDENCIA EN CONTRA
Cambiaria	Revaluación brusca del tipo de cambio	Política Cambiaria de minidesplazamientos Exceso de oferta de divisas
Financiera Bancaria	Corralito	Alta cobertura de reservas a depósitos
	Desdolarización	Desdolarización gradual a través de mecanismos de mercado: ITF Indexación de contratos a UFVs Spread (TC Venta - TC Compra)

2. Si bien se observó un ligero incremento en la volatilidad del tipo de cambio efectivo y ciertos retiros de depósitos del sistema financiero, particularmente de los bancos, que podrían asociarse al surgimiento de incertidumbre por la propagación de rumores entre los agentes económicos, tales rumores no se justificaron dada la situación de solidez financiera y la existencia de fundamentos macroeconómicos robustos.
3. Los agentes económicos que dieron crédito a los rumores y se comportaron con cierto grado de desconfianza ante un deterioro del tipo de cambio y/o hicieron retiros intempestivos de sus depósitos, en la práctica realizaron un mal negocio, puesto que después tuvieron que reconvertir nuevamente su moneda nominada en bolivianos a dólares, pagando la prima por el diferencial cambiario; además, al redimir sus depósitos antes de tiempo, perdieron el interés que debían reportarles.
4. Los rumores sin la suficiente racionalidad económica y sustento con la realidad, como los escuchados desde fines de 2005 y en el presente año, pudieron tener fines políticos intencionados y haber causado daños a la economía nacional. Para enfrentarlos conviene implementar una adecuada política comunicacional, que brinde información constante y oportuna sobre la situación económica del país. En otros países existe una legislación que sanciona la generación y divulgación de rumores económico

Documento elaborado por:

Humberto Arandia
Pablo Cuba B.
Victor Hugo De la Barra
Boris Zambrana
Humberto Zambrana

NOTA 2
EFECTOS DE LA APRECIACIÓN
CAMBIARIA

EFECTOS DE LA APRECIACIÓN CAMBIARIA

“El tipo de cambio real se ha convertido recientemente en una de las variables económicas más importantes en los países en desarrollo” (S.Edwards, 1990)

I. INTRODUCCIÓN

En la prensa local salió una nota señalando que la “depreciación del dólar en un centavo para la venta (8,05 bolivianos) y en uno para la compra (7,95), impacta negativamente en la competitividad de los exportadores al reducir el poder adquisitivo de esa moneda”.¹ Inicialmente, es necesario definir el concepto de tipo de cambio que usualmente se maneja como el precio de una moneda en términos de otra, lo que en nuestro caso representaría cuantos bolivianos se requiere para comprar un dólar estadounidense. En tal sentido, una disminución del tipo de cambio (de 8,06 a 8,05 bolivianos por un dólar-venta) representa una apreciación del boliviano y no del dólar.

En cualquier caso, el artículo pretende referirse a la apreciación del tipo de cambio nominal y a su probable impacto negativo sobre los exportadores. Al respecto, cabe considerar lo siguiente: el efecto de la medida sobre la competitividad cambiaria de las exportaciones resulta difuso y tenue; puesto que la apreciación es muy pequeña.

Además, para un análisis del poder adquisitivo de la moneda extranjera en el comercio exterior debe considerarse el nivel real del tipo de cambio, como el indicador que resume la variación cambiaria en términos de la relación entre precios nacionales e internacionales.

Así, en el presente trabajo, se explora con rigor analítico algunos de los posibles efectos de la reciente medida, desprendiendo de ello algunas líneas de análisis e investigación sobre la realidad cambiaria en Bolivia y sus efectos en la economía.

II. ALGUNOS ASPECTOS TEÓRICOS

Para realizar un análisis más completo sobre los efectos monetario-cambiaros y de la política cambiaria, particularmente sobre la balanza comercial, el nivel de precios y otros sectores y variables macroeconómicas, a continuación se desarrollan algunos aspectos teóricos.

Si bien, las variaciones en el tipo de cambio nominal resultantes de medidas de política, impactan en la economía en general, se tiene un efecto particular sobre el desempeño del sector externo, el nivel de precios, y en los agentes que intervienen en el sector financiero.

Previo a considerar tales efectos, conviene definir al Tipo de Cambio Nominal, entendido como el “precio de una moneda nacional en términos de otra”. Sin embargo, para establecer la equivalencia real de una moneda nacional respecto otra, en sentido bilateral o con la canasta de monedas de los principales socios comerciales, en sentido multilateral, debe considerarse además el nivel relativo existente entre el nivel de precios nacional e internacional.²

De este concepto puede expresarse formalmente al Tipo de Cambio Real (TCR) bilateral como $TCR = e \cdot P^*/P$, donde e es el tipo de cambio nominal; por ejemplo, en el TCR bilateral entre Bolivia y EE.UU., e debería ser la equivalencia de bolivianos por dólar; P^* el nivel de precios externos o internacional (IPC de EE.UU.) y P el nivel de precios internos (IPC de Bolivia). El tipo de cambio real es importante en términos del comercio exterior, puesto que mientras más alto sea, los bienes transables pueden producirse a menor costo, estimulando la exportación de los mismos, encareciendo la importación, y posibilitando que pueda ser sustituida con producción nacional.

1 Diario “La Prensa”; La Paz, 20 de agosto de 2006.

2 The MIT Dictionary of Modern Economics; Cuarta Edición, 1992.

Puesto que las exportaciones son destinadas a una gran cantidad de mercados externos, hablar de un concepto como el tipo de cambio real bilateral, no resulta muy útil; ya que nos sesgaríamos a relacionar el comercio de nuestro país sólo con otro y no así con la totalidad de socios comerciales o por lo menos con los más importantes. En tal sentido, surge la necesidad de contar con una medida de tipo de cambio real efectivo multilateral (conocida como REER), que es un índice que resulta de una media geométrica de los índices de los tipos de cambio reales efectivos bilaterales con nuestros socios comerciales, ponderados por su participación en el comercio internacional de nuestro país.³

Dado lo anterior, una economía con un tipo de cambio real⁴ depreciado tendría una mayor competitividad en sus exportaciones al país donde se dirigen, además de la ventaja de poder adquirir, una mayor cantidad de bienes no transables en moneda nacional.⁵

Por otro lado, según Orellana (1999)⁶, en el caso de economías altamente dolarizadas, el mecanismo más importante para la transmisión de la política monetaria estaría relacionado con el nivel del tipo de cambio, que llegaría a actuar como ancla nominal de las expectativas inflacionarias entre los agentes. En ese sentido, una depreciación del tipo de cambio nominal no se traduce necesariamente en depreciación real, dado que un incremento en el tipo de cambio nominal afecta las expectativas sobre la inflación (efecto pass-through). Con ello, una depreciación nominal puede traducirse en un alza de los precios internos, sin llegar a afectar al tipo de cambio real, y por lo tanto sin favorecer la competitividad del sector exportador.

En este enfoque, un aspecto clave es el coeficiente de transmisión de la depreciación a la inflación o efecto “pass-through”, que mide la variación acumulada de los precios internos debido a una variación (también acumulada) del tipo de cambio nominal. Si dicho indicador es cercano o mayor a la unidad, entonces las variaciones en el tipo de cambio nominal repercuten en el nivel interno de precios, sin mayor efecto sobre el tipo de cambio real y por ende las exportaciones.

Además, las exportaciones, no solamente dependen del tipo de cambio real, sino del nivel de la demanda externa, entre otros determinantes. Mientras mayor sea la demanda externa, medida a través del PIB de los países importadores del país en cuestión, el volumen exportado tiende a ser mayor. También se observa que el acceso sostenible y creciente al mercado externo resulta de la expansión interna de factores como ser la productividad y la competitividad sistémica.

En conjunción con lo anterior, tal como señala Loza (2000)⁷, la literatura económica sugiere la existencia de un impacto específico de la política cambiaria sobre la balanza comercial, a partir de la condición conocida como “Marshall-Lerner”, que indica que si la suma absoluta de la elasticidad precio de las exportaciones e importaciones es mayor a 1, una apreciación del tipo de cambio nominal tiende a deteriorar la balanza comercial, al encarecer las primeras, restándoles competitividad y abaratar las segundas en términos de la producción nacional sustitutiva.

Por otro lado, aunque la literatura indica varias consecuencias y efectos de la variación del tipo de cambio sobre el sector financiero, uno de ellos es el denominado efecto “hoja de balance”, que se refiere a los posibles cambios en la estructura de los activos y/o pasivos de los agentes económicos, ante cambios en los precios inherentes a su actividad. Así, los movimientos en el tipo de cambio generan efectos de hoja de balance, principalmente en los deudores y depositantes en el sistema financiero, que utilizan una moneda extranjera (dólar) como activo y/o pasivo.

3 Para un mayor detalle acerca de la metodología empleada para el cálculo del REER, consultar el documento de M. Aguilar, “Estimación del tipo de cambio real de equilibrio”, Banco Central de Bolivia, Junio de 2003.

4 De acá en adelante, se entenderá por tipo de cambio real al tipo de cambio real efectivo multilateral (REER).

5 J. De Gregorio, “Macroeconomía”, Universidad de Chile, Septiembre de 2003.

6 W. Orellana, “Determinantes de la Inflación en Bolivia”, Revista de Análisis del Banco Central de Bolivia Vol. 2 No. 2 Diciembre 1999.

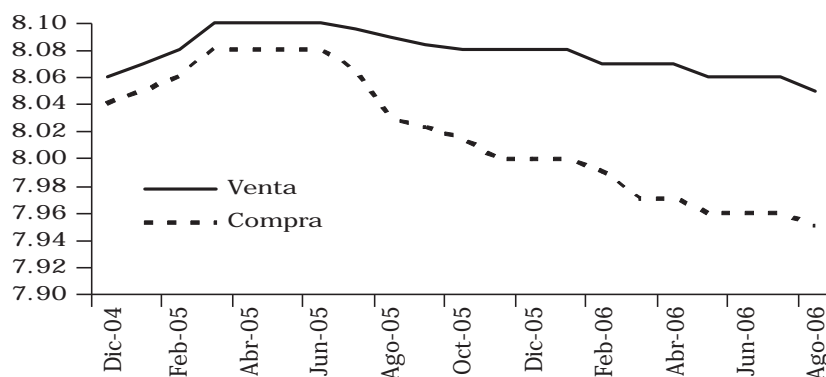
7 G. Loza, “Tipo de cambio, exportaciones e importaciones: El caso de la economía boliviana”, Revista de Análisis del Banco Central de Bolivia Volumen 3 Número 1, Junio de 2000.

En éste contexto, una apreciación del tipo de cambio nominal mejoraría la posición financiera de los agentes endeudados en moneda extranjera, al requerir éstos menor cantidad de moneda nacional para servir sus deudas, aumentando por ende su capacidad de pago. Por otro lado, los depositantes registrarían una reducción de su riqueza (al menos temporalmente) producto de un menor saldo nominal de sus activos denominados en moneda extranjera, una vez que los mismos se expresan en moneda nacional (bolivianos).

III. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

Desde mediados de 2005, la política cambiaria se enfocó en realizar mini apreciaciones, junto con una ampliación el diferencial cambiario, situación que busca incentivar tanto la utilización de la moneda nacional, como la profundización del mercado privado de divisas, desincentivando el uso de la moneda extranjera como reserva temporal de valor y medio de transacción de altos valores. En tal sentido, el tipo de cambio oficial (venta) cayó desde 8,10 bolivianos por dólar en julio de 2005, hasta 8,05 bolivianos por dólar en agosto de 2006. Adicionalmente, el diferencial cambiario aumentó de 0,02 bolivianos a 0,10 bolivianos en el mismo periodo.

Gráfico 1
Comportamiento del tipo de cambio nominal
(En bolivianos por un dólar)



Elaboración: UDAPE, en base a datos BCB.

A mediados de agosto de 2006 se registró un descenso en el tipo de cambio, que derivó en una apreciación nominal acumulada de 0,37% en el año. Una lectura del fenómeno podría concluir, a-priori, que el mismo perjudica la actividad exportadora, ya que la disminución de valor del dólar en términos de la moneda nacional afecta los ingresos de los exportadores, restando competitividad a su actividad.

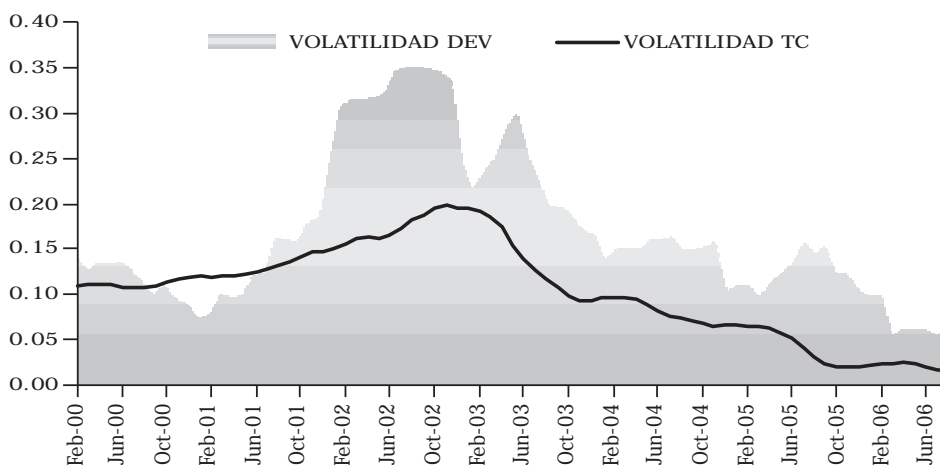
Cuadro 1
Depreciación e inflación
(En porcentajes)

	Variaciones 12 meses		Acumulado 2006	
	Depreciación	Inflación	Depreciación	Inflación
Mar-06	-0.37	3.72	-0.12	0.44
Jun-06	-0.49	3.49	-0.25	2.05
Ago-06	-0.49	4.39	-0.37	2.82

Elaboración: UDAPE, en base a datos INE.

Sin embargo, la volatilidad del valor de dólar en los últimos años, medida como la desviación estándar a 12 meses, muestra un comportamiento relativamente estable del tipo de cambio. Si bien la apreciación cambiaria nominal genera un efecto contable en el estado de resultados de las empresas exportadoras, la mayor estabilidad del tipo de cambio disminuye la exposición al riesgo cambiario, debiendo por tanto estabilizar sus expectativas.

Gráfico 2
Volatilidad del tipo de cambio y de la tasa de devaluación

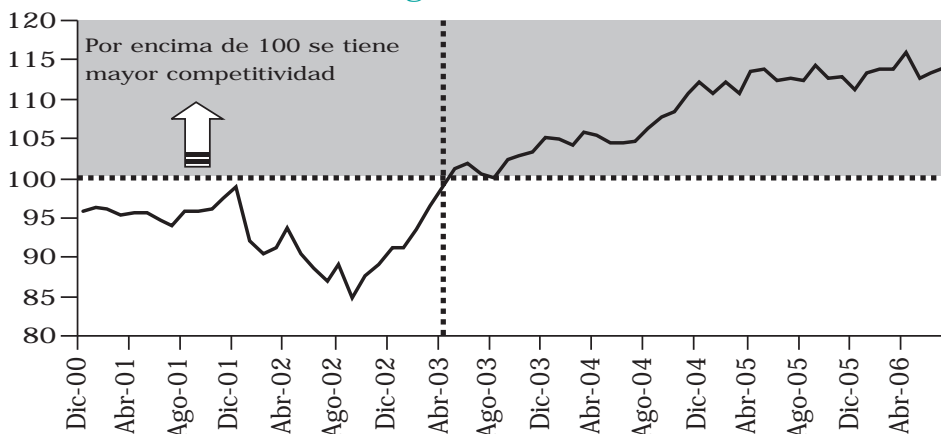


Elaboración: UDAPE, en base a datos BCB.

IV. TIPO DE CAMBIO REAL Y SENSIBILIDAD DE LAS EXPORTACIONES

Desde mediados de 2003, producto de un contexto internacional favorable, el tipo de cambio real efectivo (REER), viene registrando niveles bastante altos, lo cual por si solo tendería a favorecer en gran medida la competitividad de las exportaciones.⁸

Gráfico 3
Tipo de cambio real efectivo (REER)
(Base Agosto 2003= 100)



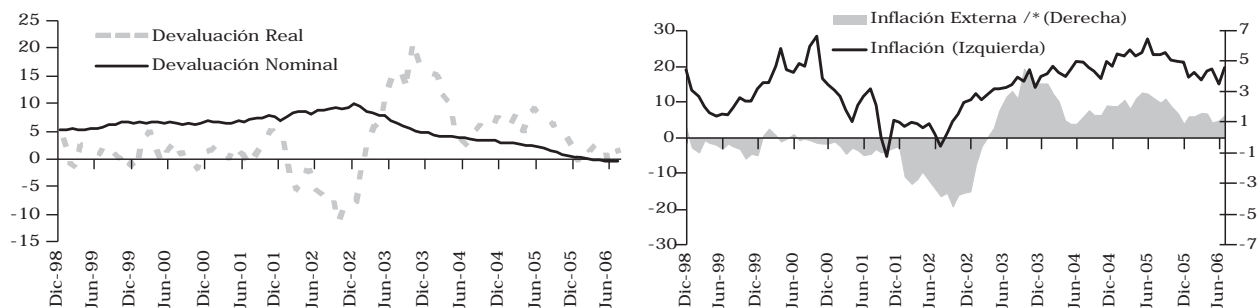
Elaboración: UDAPE, en base a datos BCB.

En ese sentido, desde diciembre de 2002 a la fecha, con excepción de dos meses, se viene suscitando una depreciación cambiaria real continua que explicaría en parte el buen desempeño del sector externo con considerables superávits en la balanza comercial. La devaluación real se origina en una inflación externa mayor que la interna (6.3% frente a 4.5%), acompañada por una relativamente baja apreciación nominal.

A julio de 2006, pese a registrarse una apreciación nominal del tipo de cambio (0.4%) se observó una depreciación real (1.3%), que tal cual se indicó, resulta de la relativamente mayor inflación externa respecto a la interna. Así, la apreciación nominal del tipo de cambio no tuvo mayor impacto en el tipo de cambio real, y por ello la competitividad del sector exportador no se deterioró como resultado de la política cambiaria.

⁸ Niveles del REER por encima de 100, reflejan una depreciación real acumulada generando un efecto de competitividad favorable para las exportaciones.

Gráfico 4
Devaluación real del tipo de cambio y sus determinantes
(En porcentajes)



Elaboración: UDAPE, en base a datos BCB.

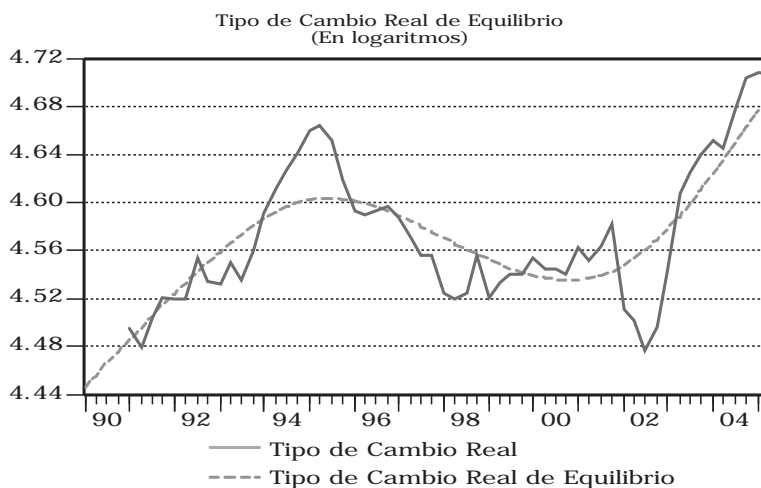
/* Nota: La inflación externa se hace referencia al promedio ponderado de las inflaciones de nuestros principales socios comerciales.

Con un ejercicio simple que utiliza la ecuación del tipo de cambio real, puede estimarse ¿cuál debe ser el nivel del tipo de cambio nominal, para que las exportaciones enfrenten una pérdida de competitividad? Este resulta en un tipo de cambio nominal (venta) aproximadamente igual a Bs.7.95 bolivianos por dólar, es decir 10 centavos menos que la cotización registrada al 6 de septiembre de 2006 (Bs8.05 por dólar).

Finalmente, a fin de complementar el análisis sobre el tipo de cambio real, es necesario observar el comportamiento del coeficiente de traspaso de la variación cambiaria sobre la inflación, es decir del coeficiente pass-through, que según varios autores se estaría reduciendo en Bolivia⁹. Asimismo, como demuestran Mendieta y Escobar (2005), el coeficiente “pass-through” es asimétrico con un sesgo mayor hacia las devaluaciones o depreciaciones cambiarias. En este sentido, la actual apreciación cambiaria tendría un impacto reducido o casi nulo en el nivel de precios de la economía en su conjunto.

A fin de complementar el análisis y para tener una mejor idea del impacto de la política cambiaria sobre el comercio internacional, es necesario realizar un conjunto de consideraciones acerca de tres factores adicionales: primero, el nivel de des-alineamiento del tipo de cambio efectivo real, luego la sensibilidad de las exportaciones tanto al precio como a la demanda externa, y finalmente la condición Marshall-Lerner.

Gráfico 5
Des-alineamiento del tipo de cambio real
(En porcentajes)



Elaboración: UDAPE, en base a datos BCB.

⁹ Para una revisión más exhaustiva del tema, ver Cupe (2003) “Efecto passthrough de la depreciación sobre la inflación y términos de intercambio internos en Bolivia”. Revista de Análisis Económico, Vol. 18. UDAPE.

Tomando en cuenta el trabajo de Colque (2006)¹⁰, que estima entre otros, el tipo de cambio real de equilibrio desde un punto de vista de los fundamentos de largo plazo, se observa que el tipo de cambio real estaría subvaluado desde el segundo trimestre de 2003. Así, siguiendo el argumento de Aguirre y Calderón (2005)¹¹, la política cambiaria reflejada en una evolución favorable del tipo de cambio real, coadyuvaría positivamente a la competitividad de las exportaciones y por ende al crecimiento económico.

Por otro lado, analizando la sensibilidad de las exportaciones tanto al tipo de cambio real como a la demanda externa, y considerando el carácter primario exportador del país, donde el grueso de la producción transable debe necesariamente ofrecerse en el mercado externo dada su casi nula posibilidad de realizarse en el mercado interno, indistintamente al nivel del tipo de cambio real, se observan los siguientes resultados según sector exportador:

Cuadro 2
Sensibilidad de las exportaciones
(Expresadas como elasticidades)

	Medidas de Sensibilidad de las Exportaciones		
	Precio	Ingreso	
		Países Industriales	Latinoamerica
Totales	0.75	0.48	1.14
Sin Hidrocarburos	1.07	0.14	0.63
Manufacturas	2.18	0.78	0.59
Agrícola	2.48	0.03	0.87
Minera	0.70	1.17	0.29

Elaboración: UDAPE, en base a datos de Loza (2000) op. cit.

A partir de tales resultados puede plantearse lo siguiente:

1. Una apreciación real del tipo de cambio podría afectar en mayor medida a las exportaciones agrícolas y de manufacturas.
2. Aunque las exportaciones totales en general muestran una sensibilidad significativa ante las variaciones del tipo de cambio real, registran mayor sensibilidad a la demanda externa, sobre todo con relación a otros países de Latinoamérica.

Con ello podría afirmarse que la evolución de las exportaciones depende más del efecto renta que del efecto precio. Es decir, que las exportaciones dependen más de la demanda externa que del tipo de cambio real.

Cuadro 3
Sensibilidad de las exportaciones e importaciones: Condición Marshall-Lerner
(Expresadas como elasticidades)

Elasticidad	Exportaciones Totales	Exportaciones sin Hidrocarburos	Importaciones	Marshall- Lerner	
				(1) + (3)	(2) + (3)
Corto Plazo	0.624	0.705	0.245	0.869	0.95
Largo Plazo	0.749	1.067	0.284	1.033	1.351

Elaboración: UDAPE, en base a datos de Loza (2000).

¹⁰ Sergio Colque S., "Incidencia del tipo de Cambio Real sobre las exportaciones de soya y Zinc", Tesis de grado para la obtención del grado de licenciatura en Economía de la Universidad Mayor de San Andrés, Agosto de 2006.

¹¹ A. Aguirre y Calderón C., "Real Exchange rate misalignments and economic performance", Documento de Trabajo 315, Banco Central de Chile, Abril de 2005.

Finalmente, a efectos de analizar la condición Marshall-Lerner, utilizando los resultados del trabajo citado (Loza-2000), se observa que en el corto plazo, dada la baja sensibilidad al tipo de cambio real de las importaciones y exportaciones, una apreciación real no incidiría sobre la balanza comercial, aunque en el largo plazo esta tendería a deteriorarse.

Respecto a lo anterior, debe considerarse que desde hace varios años, alrededor del 75% del valor de las importaciones está constituido por bienes de capital e insumos, que por falencias en la capacidad productiva nacional no pueden sustituirse con producción nacional alternativa, al punto que invertir y crecer más en el país implica necesariamente importar más.

V. OTROS EFECTOS DEL TIPO DE CAMBIO

Si bien la teoría económica habla de una amplia variedad de efectos por movimientos en el tipo de cambio nominal, entre los más importantes para la economía nacional pueden citarse los efectos sobre: (1) la hoja de balance, (2) el nivel de dolarización financiera, y (3) los precios relativos del sector transable.

El efecto en la hoja de balance resultante de la apreciación del tipo de cambio,¹² en economías dolarizadas como la boliviana, es positivo puesto que entre otros aspectos, el volumen de créditos en moneda extranjera resulta superior al de depósitos en dicha moneda. Así, ante una apreciación cambiaria podría esperarse una mejoría en la capacidad de pago del conjunto de la economía, lo que repercutiría en el mediano plazo, en una reducción del riesgo crediticio al generar una potencial expansión del crédito.

Para analizar la dolarización financiera, tomando como base un modelo de histéresis¹³ (Fernandez, 2005¹⁴), se plantea que el grado de dolarización como un equilibrio estable de largo plazo, resulta entre otros, como efecto de continuas devaluaciones sucesivas que a su vez generan mayores expectativas de devaluación, favoreciendo la moneda extranjera como activo financiero de depósito y mantenimiento de valor.

En ese sentido, al realizar una política cambiaria de apreciaciones sucesivas y hacerla creíble, se generarían incentivos para que el nuevo equilibrio estable de la economía, tenga un menor grado de dolarización. En el largo plazo tal equilibrio tendería a una “dolarización cero”, si y solo si, permaneciesen estables los fundamentos macro-económicos. Así, la política cambiaria con apreciaciones continuas del tipo de cambio nominal efectuada desde mediados de 2005, generaría incentivos para reducir el nivel de dolarización en la economía nacional.

Por otra parte, si se considera que un eventual deterioro del precio relativo del sector transable, asociado a una apreciación nominal del tipo de cambio, modifica la asignación de recursos hacia el sector no transable, podría afirmarse que se estaría generando una mayor cantidad de empleo en el sector no transable de la economía. En una economía como la boliviana, este efecto sería deseable al ser el sector no transable altamente intensivo en mano de obra.

VI. COMENTARIOS FINALES

En base al análisis presentado puede extraerse el siguiente conjunto de comentarios finales:

1. A pesar que en los últimos meses, la política cambiaria tiende a apreciar el tipo de cambio nominal y ampliar el diferencial entre el valor del tipo de cambio de compra y venta, se observa una reducción en su volatilidad, que se traduce en una atenuación del riesgo cambiario. Esto repercute de manera favorable en las expectativas de los agentes económicos y los exportadores en particular, en el caso que ellos internalicen tal situación.

¹² El efecto de hoja de balance es la cambio en el valor patrimonial de un agente (la variación del activo menos la variación del pasivo) como consecuencia de cambios en algunos precios (tipo de cambio, tasas de interés, etc.).

¹³ Histéresis es la persistencia de un fenómeno de carácter económico, en este caso dolarización, asociado a otro de origen estructural, como ser la inflación.

¹⁴ B. Fernandez, “Dollarization hysteresis, network externalities and the past legacy effect: the case of Bolivia”, University of Strathclyde, Msc Dissertation Document, September 2005.

2. Desde mediados de 2003, el Índice del Tipo de Cambio Real Efectivo (REER), viene registrando niveles acumulados por encima de 100, que se traduce en una ganancia acumulada de competitividad en favor de las exportaciones y la sustitución competitiva de las importaciones.
3. Si bien se registra una apreciación nominal del tipo de cambio, al mes de agosto de 2006 se tuvo una depreciación real asociada a una inflación externa mayor a la interna; con ello, el resultado neto para el sector exportador fue una ligera ganancia de competitividad.
4. Aunque una posible apreciación del tipo de cambio real podría influir sobre el nivel de las exportaciones, particularmente agrícolas y manufactureras, en el corto plazo resulta más relevante la demanda externa como determinante de las mismas y en el largo plazo, más importante es la productividad y el grado de competitividad sistémica.
5. La evidencia empírica sobre una baja elasticidad tanto de las importaciones como de las exportaciones al tipo de cambio real, indica que, una apreciación cambiaría no incidiría sobre la balanza comercial en el corto plazo; aunque podría deteriorarla en el largo plazo.
6. Una apreciación nominal tendería a favorecer al desempeño del sector no transable de la economía nacional, al generar mayor nivel de actividad y demanda de empleo en el mismo, caracterizado por concentrar la mayor fracción de la población económicamente activa del país.
7. Dado el fenómeno de histéresis de la inflación que repercute en una dolarización elevada, una política creíble y continua de mini-apreciaciones nominales, podría traducirse en un descenso de la dolarización, “bolivianizando” o remonetizando con ello a la economía nacional.
8. Ante la evidencia de un mayor volumen de cartera o deuda, que de depósitos en dólares en el sistema financiero nacional, una apreciación del tipo de cambio se traduciría en una ganancia en cuanto a bienestar económico.

Documento elaborado por:

Humberto Arandia
Pablo Cuba B.
Boris Zambrana
Humberto Zambrana
