

¿Está el BCV administrando una banda cambiaria?

Por: Leonardo Vera^{1,3}
Luis Zambrano Sequín^{2,3}

¹Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad Central de Venezuela

²Escuela de Economía, Universidad Católica Andrés Bello

³Unidad de Investigación Económica, Banco Mercantil

Julio 2000

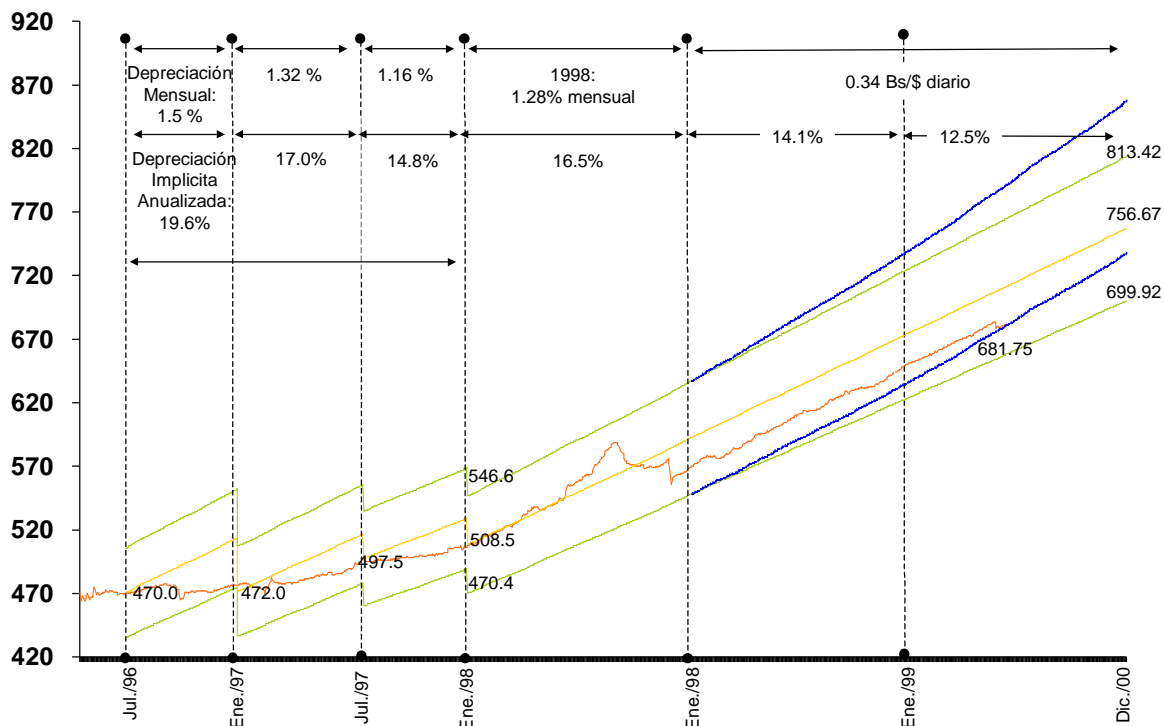
En 1996 el BCV asumió un régimen de banda para administrar su política cambiaria. Con esta decisión el ente emisor pretendía alcanzar un conjunto de objetivos entre los que destacaban: (a) una mayor transparencia en la regla de ajuste del tipo de cambio, y, (b) alcanzar una relativa estabilidad en el valor externo del bolívar ante los choques que afectan a la economía y permitir una cierta autonomía en el manejo de la política monetaria. A tal efecto el BCV anunció los parámetros básicos de la banda en julio de 1996 según los cuales la paridad central inicial sería de Bs/US\$ 470, la tasa de deslizamiento mensual equivalente a 1,50% y la amplitud de la banda de +/-7,5% con respecto al valor de la paridad central.

Desde ese primer anuncio hasta enero de 1998, la autoridad monetaria reajustó la paridad central en tres oportunidades y modificó la tasa de deslizamiento en cuatro ocasiones (Gráfico N°1). En todos estos casos, la finalidad de las correcciones fue la de ajustar el comportamiento de la paridad central a la evolución del tipo de cambio de mercado que persistentemente ha tendido a apreciarse con respecto a la paridad central.

Sin embargo, el 15 de junio del presente año sorpresivamente el BCV anunció que durante el año 1999 y en lo que va del 2000 la tasa efectiva de deslizamiento fue de 1,11% y de 1,01% respectivamente, al reconocer que la variación de la paridad central fue de Bs. 0,34 diario y no de 1,28% mensual como previamente se había anunciado. Por esta razón la banda que el mercado había supuesto desde 1998 con base a los anuncios previos del BCV, no era aparentemente la que la autoridad monetaria estaba siguiendo, lo que nos ha puesto en la dificultad de tener que identificar entre dos bandas cambiarias.

Lo inusual y desconcertante que resulta este anuncio a posteriori de un cambio en la regla de deslizamiento, sugiere más bien una racionalización ante una evidente violación del régimen cambiario, perforándose la banda una vez que el Gobierno decidió el retiro anticipado de fondos públicos colocados en el sistema bancario ante la salida de capitales y la incertidumbre ligada a la coyuntura política y al proceso electoral que culminó con las fallidas elecciones del 28 de mayo (ver gráfico No.1). Una acción que, por cierto, ha cuestionado severamente la competencia y autonomía del Banco Central como máxima autoridad monetaria.

Gráfico I
Banda Cambiaria y Evolución del Tipo de Cambio



Este cambio ex – post en la regla que rige la tasa de depreciación de la paridad central afecta, por supuesto, la credibilidad de la política cambiaria que esta siguiendo el BCV ya que si algo debe caracterizar un régimen de banda es la transparencia de los criterios con los que se maneja el administrador del sistema.

Aunque este evento, por su carácter extremo, ha puesto en tela de juicio la manera como se está gestionando la política cambiaria, no constituye la única manifestación que cuestiona la manera como el Banco Central ha venido utilizando el régimen de bandas.

Rigurosamente hablando, en un régimen de bandas la relación entre los agregados monetarios tales como la liquidez monetaria y el tipo de cambio al interior de la banda, debe ser el resultado de un manejo coherente. Un grado de flexibilidad para la tasa de cambio dentro de una banda supone al mismo tiempo establecer una banda monetaria, al interior de la cual debería fluctuar la liquidez. El evento del primero de junio, cualquiera sea su justificación, evidentemente puso fuera del corredor al agregado monetario, y aparentemente los bancos, principales afectados de la medida, buscaron liquidar activos con el fin de atender sus requerimientos en bolívares. El Banco central no compró los dólares y el tipo de cambio cayó abruptamente. Cuando el Banco Central comenzó a percatarse del agudo problema de liquidez de algunas instituciones financieras, comenzó a comprar bonos del gobierno en el mercado. Toda esta acción en su conjunto afecta la credibilidad de la banda pues la interpretación lógica del evento es que el Banco Central no logra coordinar con propiedad las acciones que inciden en los agregados monetarios con el esquema de bandas, o que fue sorprendido y desprendido de una de sus atribuciones esenciales por una decisión inusitada del gobierno.

Al margen de este hecho, un examen del comportamiento del tipo de cambio de mercado y su relación con la paridad central revela el limitado uso que el BCV ha hecho de las supuestas ganancias que el régimen de bandas otorga con relación a la autonomía en el manejo de la política monetaria. Incluso se podría afirmar que la autoridad monetaria no ha explotado las bondades de un régimen de bandas sencillamente porque la banda en sentido estricto nunca ha operado en la práctica.

En efecto, a pesar de la magnitud de las perturbaciones reales y financieras que han afectado a la economía, el BCV muy pocas veces ha aprovechado el margen que la banda le ofrecía para manejar el tipo de cambio como un amortiguador de los choques. Durante todo el período en que ha estado en vigencia el régimen de banda, el ente emisor tan sólo ha permitido una variación promedio del tipo de cambio de mercado con respecto a la paridad central de 3,6%, aun en presencia de fuertes choques externos y a pesar de que la banda tiene una amplitud de 7,5% por encima y por debajo de la paridad central. Además la desviación de la tasa de cambio de mercado con respecto al valor central muestra una clara asimetría cuando se considera el signo de la desviación. Así, si se consideran los eventos en que la tasa de cambio corriente se ha depreciado en relación con el valor central, la desviación promedio que ha permitido el BCV ha sido de sólo 1,52%. Por el contrario cuando la tendencia del mercado ha sido hacia la apreciación, la autoridad monetaria ha permitido una mayor variación (3,9%). Esto revela la preferencias del BCV hacia un uso del tipo de cambio como ancla nominal de precios y no como amortiguador de choques, desvirtuando la naturaleza misma del régimen de bandas cambiarias.

Al no permitir una mayor flexibilidad cambiaria, el BCV ha tenido que aceptar una alta inestabilidad de las tasas de interés y una importante variabilidad en el nivel de las reservas internacionales; consecuencias estas que se supone son las que se quieren minimizar con un régimen de bandas para el tipo de cambio. Es decir, en oposición a los argumentos teóricos, en Venezuela un régimen que propone una mayor flexibilidad del tipo de cambio ha estado asociado con una mayor inestabilidad de las tasas de interés, o lo que es lo mismo con una política monetaria tan limitada como la que se tendría con un régimen de cambio fijo.

En el Cuadro N° 1 se muestran las tasas de variación de las reservas internacionales, la tasa de interés y el tipo de cambio nominal en cuatro momentos en los que la economía venezolana ha estado expuesta a importantes choques petroleros de diferente signo.

Cuadro N° 1
Variables de Política Económica (Var. %)

Trimestre	Tipo de Cambio	Reservas Internacionales	Tasa de Interés*
1/97-3/97	0,6	2,8	6,8
1/98-3/98	1,6	5	14,5
Ene-99	1,1	3,3	9,2
4/99-1/00	1,1	3,4	4,5

*puntos porcentuales

Fuente: BCV

Como puede observarse en los cuatro episodios referidos, la variación promedio del tipo de cambio de mercado ha sido muy inferior a la experimentada por las tasas de interés y las reservas internacionales, en oposición a lo que debería esperarse con un régimen de bandas cambiarias. En otras palabras, las cifras sugieren que la flexibilidad que potencialmente ofrece la banda no ha sido usada y en su lugar la política se ha orientado a mantener un tipo de cambio esencialmente rígido pero sin los beneficios que se asocian al anuncio de un compromiso cambiario previo.

Desde nuestra perspectiva, existen cuando menos tres razones por las cuales la trayectoria del tipo de cambio observado se ajusta mejor a un manejo de un tipo de cambio reptante que al de una banda. La primera razón tiene que ver con la naturaleza y funcionamiento del mercado de divisas. Estructuralmente el mercado de divisas en Venezuela está dominado por un gran agente (el Banco Central de Venezuela) que actúa para atender tanto la demanda especulativa como la demanda transaccional del resto de los participantes. Esto aunado a reglas de intervención donde el BCV atiende casi pasivamente la demanda, hace que su presencia en el mercado sea permanente y muy estable, aún en situaciones en donde la demanda especulativa de divisas sea muy intensa. Esto, naturalmente, hace difícil que el tipo de cambio observado describa la trayectoria de una banda que fluctúa y donde las intervenciones son estrictamente marginales en los límites de la banda.

En segundo lugar, virtualmente en todos los esquemas de bandas cambiarias el nivel de reservas que posee el Banco Central es una variable clave para establecer credibilidad en la defensa del esquema. Con mayor nivel de credibilidad el Banco Central puede dejar que el tipo de cambio fluctúe entre los límites convirtiéndolo en un mecanismo de absorción de choques y ganando mayor grado de libertad para la ejecución de la política monetaria. Pero en Venezuela está lógica se desvanece por el hecho de que la política cambiaria ha tenido un sesgo anti-inflacionario que se profundiza, por demás, en situaciones de mayor holgura en las reservas internacionales. En consecuencia, con el advenimiento de un *boom* petrolero, un mayor nivel de reservas predispone al Banco Central a minimizar las fluctuaciones cambiarias en favor de la fijación, para lo cual prefiere liquidar reservas si la demanda de divisas es intensa.

Pero existe una razón complementaria de gran peso que también podría explicar el apego que la autoridad monetaria ha mostrado por un tipo de cambio casi fijo al interior de la banda. Si el Banco Central sabe que sus señales no generan en el público una banda creíble, entonces evitará las fluctuaciones pues de lo contrario las mismas puedan ser entendidas ya no como un apego fiel y normal a las suaves fluctuaciones de una banda sino como una vulnerabilidad del sistema cambiario.

Como señalamos con anterioridad el Banco Central ha anunciado que el ritmo de depreciación promedio diario de la paridad central es ahora de 0,34 Bs./\$. Ciertamente ese ritmo de depreciación genera una tasa anualizada de cambio en la paridad central que decrece año tras año. El Banco Central ha manifestado que esta política está en línea con un objetivo de desaceleración de la inflación. En el límite se puede considerar entonces que el esquema pretende converger en el tiempo a un régimen de tipo de cambio fijo. Pero además, el esquema conserva el cálculo de los límites superior e inferior de la banda como un porcentaje fijo de la paridad central (+/-7,5%). Nuestros cálculos indican que de ser conservado este esquema y para estar en línea con un objetivo de inflación de 4% (la inflación de los Estados Unidos por ejemplo) tendrían que transcurrir 17 años desde el momento actual, lo que si bien es cierto es una hipótesis fuerte, en el sentido de que supone que el esquema no variará en el tiempo, no deja de ser sorprendente como objetivo futuro anti-inflacionario. Pero el punto quizás más relevante es que en la medida que la paridad central converge a un nivel estable y fijo, la amplitud de la banda en términos Bs./\$ es cada vez mayor, tal como lo muestra el Gráfico N° 2. ¿Qué sentido tiene

converger a un tipo de cambio fijo con una banda tan amplia? Sólo en un contexto en donde la banda es una ficción tiene sentido un esquema como éste.

Grafico 2. Banda Cambiaria con Cambio en la Paridad Central Anualizada Decreciente y Amplitud Porcentual de Banda Constante

