



Política monetaria expansiva y transmisión al sistema financiero

Por mandato constitucional, el Banco Central de Bolivia (BCB) tiene la misión de mantener y preservar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social. En esta línea, la política monetaria se caracteriza por su orientación contracíclica, el empleo de instrumentos heterodoxos y la coordinación de políticas con el Órgano Ejecutivo a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), realizando un balance cuidadoso entre los objetivos de mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda y contribuir al desarrollo económico y social.

En este marco, a partir de mediados de 2014, el Ente Emisor reorientó la política monetaria en dirección expansiva ante una disminución de la presión inflacionaria y un escenario internacional adverso. Es destacable que a pesar de la desaceleración internacional, Bolivia continuó con tasas de crecimiento económico elevadas y habría alcanzado la más alta de la región en esta gestión.

Resultado de las políticas implementadas a través de la redención de títulos públicos y de otros instrumentos innovadores, la liquidez alcanzó niveles históricamente elevados y las tasas de interés monetarias y de intermediación financiera se redujeron posibilitando una importante expansión del crédito al sector privado, aspecto que apoyó al dinamismo de la actividad económica, complementando las políticas de inversión pública y otras implementadas por el Órgano Ejecutivo.

Orientación de la política monetaria

Desde mediados de 2014, el BCB adoptó una política monetaria expansiva con el propósito de contribuir al dinamismo de la actividad económica en un contexto de: i) desaceleración de nuestros socios comerciales, principalmente por el destino de nuestras exportaciones, ii) menor demanda externa y, iii) caída de precios de productos de exportación¹.

La orientación contracíclica de la política monetaria, característica de los últimos años, fue posible al haber recuperado importantes márgenes de maniobra con la Bolivianización² y con la creación de nuevos instrumentos de regulación monetaria que resultaron ser muy efectivos. En efecto, además de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) tradicionales, se emitieron Certificados de Depósitos (CD) dirigidos a las administradoras del sistema integral de pensiones (Administradoras de Fondos de Pensiones - AFP y Fondo de la Renta Universal de Vejez - FRUV), se introdujeron las Reservas Complementarias (RC) que inmovilizan con títulos la liquidez en exceso a un nivel considerado adecuado, bonos directos al público (OMA directas) que en sus diversas modalidades se orientan a captar recursos directamente de las familias y otros, se crearon los Depósitos Especiales de Regulación Monetaria (DERM) con el objetivo de

1 Otro antecedente de orientación fuertemente expansiva correspondió al periodo comprendido entre el cuarto trimestre de 2008 y el cuarto de 2009 cuando la inyección de importantes cantidades de liquidez a la economía llevó a descensos sustanciales en las tasas de los títulos de regulación monetaria, lo que coadyuvó al dinamismo del país que alcanzó la tasa más alta de crecimiento económico en la región en 2009; justamente en el peor momento de la crisis económica global.

2 La Bolivianización ha sido alcanzada mediante una coordinación de medidas de política entre el MEFP y el BCB: apreciación y manejo del diferencial del tipo de cambio, el uso del encaje legal diferenciado por monedas, las operaciones del BCB en moneda nacional, el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), campañas informativas y otras.

regular volúmenes importantes de liquidez de las Entidades de Intermediación Financiera (EIF) en el corto plazo, se realizaron cambios en el reglamento de Encaje Legal en diferentes oportunidades y se ampliaron las facultades del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA). Asimismo, por primera vez el BCB realizó compras de títulos públicos en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) como forma de adelantar los vencimientos para facilitar la inyección de liquidez y se emitieron valores con opción de rescate anticipado que también permitirán mejorar la capacidad de expandir la liquidez.

La orientación contracíclica de la política monetaria y también de la política fiscal fueron factores relevantes para que los ciclos económicos adversos, sobre todo de carácter internacional, no hayan afectado al país en la magnitud en que lo hicieron en otras economías. Sin duda, hubo también otras políticas del gobierno que fueron determinantes para sostener la demanda agregada implementadas por diferentes carteras de Estado y por las empresas públicas. No obstante, en adelante este boletín se centrará en describir la política monetaria y sus efectos en el sistema financiero.

Mecanismos de transmisión de la política monetaria

Se entiende por mecanismos de transmisión de la política monetaria a los procesos mediante los cuales las acciones de política del banco central afectan a la demanda agregada, la inflación y el producto. El proceso del mecanismo se inicia a partir del momento en que el banco central actúa en el mercado de dinero y sus acciones tienen efecto sobre la liquidez³ y las tasas de interés de corto plazo.

3 Se entiende por liquidez del sistema financiero al Excedente de Encaje Legal, el cual resulta de la diferencia entre el Encaje Constituido y el Encaje Requerido. En la medida que estos recursos no reditúan ingresos y son captados por las EIF incurriendo en costos, se constituyen en fondos con alto potencial expansivo.

En el caso de Bolivia, las acciones de política monetaria del BCB afectan en primera instancia a la liquidez del sistema financiero y a las tasas de interés monetarias y, consecuentemente, a las tasas de préstamos y depósitos⁴. A diferencia de países que instrumentan la política monetaria con Metas Explícitas de Inflación (MEI), donde los bancos centrales fijan las tasas de política, el BCB determina la cantidad de los títulos que serán ofrecidos en subasta y las entidades proponen las tasas a las que están dispuestas a comprar dichos títulos, es decir, se fija la cantidad y se subasta la tasa de interés. Esta característica ha sido la que ha permitido un descenso tan considerable en las tasas de política en los momentos en que ello fue necesario. A diferencia, en MEI, donde el banco central fija la tasa, la experiencia ha mostrado la gradualidad y lentitud con que estas decisiones fueron tomadas.⁵

La intensa política comunicacional que ha desarrollado el BCB sobre las políticas monetaria y cambiaria en particular, y el Órgano Ejecutivo sobre la política económica en general, ha mejorado también el rol de las expectativas de inflación. Los anuncios de las metas y la frecuente rendición de cuentas permitieron que las expectativas de inflación conduzcan a ajustes en los precios en la dirección deseada; aunque no deben menospreciarse los ajustes en la dirección incorrecta que sobrevinieron de información inadecuada o malintencionada. Con todo, las expectativas es una variable importante que se toma en cuenta en la formulación y la comunicación de las políticas. Estas variables conducen a efectos sobre el consumo de bienes durables y la inversión y, por ende, sobre la demanda agregada.

En síntesis, la política monetaria mediante operaciones de regulación monetaria afecta la disponibilidad de recursos para la otorgación de nuevos créditos del sistema financiero. Estas operaciones conducen al incremento (o disminución) de fondos prestables y, por lo tanto, posibilitan un incremento (o disminución) de la cartera de créditos en el sistema financiero; lo que implica un aumento (o disminución) de la inversión, el consumo y el producto en un contexto de estabilidad macroeconómica y social. Este mecanismo, se asemeja al denominado canal del crédito, con la diferencia de la amplia gama de instrumentos que el BCB ha creado para hacer más efectivo el proceso mediante el cual la política afecta a las variables objetivo.

En este canal, destaca el importante rol de las EIF. Al respecto, en función al grado en que los bancos dependen del fondeo a través de depósitos que están sujetos a requerimientos de Encaje, el BCB puede también modificar la tasa de Encaje Requerido para facilitar el retiro o la inyección de liquidez. Finalmente, en la medida en que los cambios en la cantidad de la liquidez generan también cambios en las tasas de interés, funciona el denominado canal de transmisión vía tasa de interés afectando en una primera etapa a las tasas de interés de corto plazo y posteriormente a las tasas de mayores plazos determinado cambios en el consumo e inversión. Al respecto, es de destacar que las OMA directas se han convertido en un mecanismo que afecta directamente las decisiones de consumo o ahorro de las familias sin que intervengan la EIF.

4 La Ley N° 393 de Servicios Financieros de fecha 21 de agosto de 2013 y el Decreto Supremo N° 2055 de 9 de julio de 2014 fijaron un techo a un segmento de las tasas activas (créditos a la vivienda social y al sector productivo) y se determinó un piso a un segmento de las tasas pasivas (depósitos del público en cuentas de caja de ahorro y depósitos a plazo fijo menores a Bs70 mil), los que sin embargo no han afectado a la transmisión señalada ya que en el primer caso al tratarse de un techo apoya a una política expansiva y, en el segundo, el piso se aplica a un porcentaje relativamente pequeño de los depósitos totales.

5 Otra diferencia importante es que en MEI, el mercado es el que determina el tipo de cambio, mientras que en nuestro caso es el BCB; la experiencia también ha mostrado que el mercado cambiario suele sobre reaccionar llevando al precio de la moneda extranjera a valores muy por encima o por debajo de lo que señalan sus fundamentos. Sin embargo, este tema requiere de mayor explicación que será realizada en otro artículo.

La política monetaria expansiva 2014-2015

Desde mediados de 2014 el BCB adoptó una política monetaria expansiva aprovechando las menores tasas de inflación con el fin de contribuir al dinamismo de la actividad económica, con excepción de las últimas semanas de 2014 y primeras de 2015 en que se realizaron retiros de liquidez previniendo expansiones estacionales que podrían haber generado presiones inflacionarias en un contexto de choques de oferta⁶. En este sentido, continuando la orientación iniciada en el segundo semestre de 2014, a partir de abril de 2015 el BCB realizó fuertes inyecciones de liquidez en la economía con el propósito de dinamizar la demanda agregada y, por tanto, impulsar el crecimiento de la actividad económica en el país complementando los impulsos fiscales.

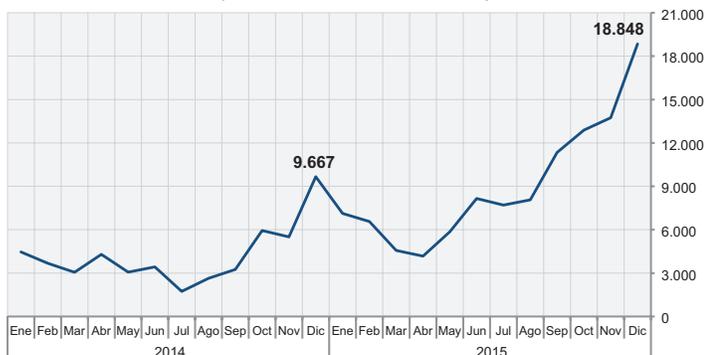
La orientación descrita se reflejó en la oferta semanal de títulos de regulación monetaria. En las últimas semanas del 2014 y en las primeras de 2015 se incrementó la oferta de títulos de regulación monetaria (de Bs700 millones hasta Bs2.500 millones semanales) previniendo presiones inflacionarias. Luego, en un contexto de baja inflación esta se redujo gradualmente a Bs600 millones (Gráfico 1).

Gráfico 1: Oferta semanal de títulos de regulación monetaria en subasta (En millones de bolivianos)



que una proporción mayor de los recursos que las entidades mantienen en caja sea considerada como Encaje⁷. Este ajuste permitió una inyección de Bs644 millones. De esta forma la liquidez se incrementó de manera sostenida llegando a niveles record (Bs18.848 millones; Gráfico 2).

Gráfico 2: Liquidez
(En millones de bolivianos)



ELABORACIÓN: APEC - Banco Central de Bolivia
FUENTE: Banco Central de Bolivia

La orientación de la política monetaria también se puede analizar desde la perspectiva del balance del BCB clasificando las operaciones que implican inyección bruta y neta de liquidez. Las primeras corresponden a las variaciones de la liquidez por operaciones exógenas a las decisiones de política monetaria; mientras que la inyección neta es igual a la inyección bruta más las variaciones generadas por la regulación monetaria que resulta de las decisiones de política monetaria del BCB (Cuadro 1). Durante el primer trimestre de 2015, los factores exógenos habrían determinado una expansión de la liquidez (Bs1.498 millones), mientras que las acciones de política (regulación por Bs6.595 millones) resultaron en una contracción neta de la liquidez en Bs5.097 millones. En los siguientes meses, de abril a diciembre, la figura fue a la inversa, los factores exógenos habrían contraído la liquidez en Bs1.071 millones; empero, el BCB expandió la liquidez en Bs15.348 millones con el conjunto de instrumentos señalados anteriormente, generando una expansión neta de Bs14.279 millones.

Cuadro 1: Determinantes de la liquidez desde la perspectiva del balance monetario del BCB
(En millones de bolivianos)

	ENERO MARZO	ABRIL DICIEMBRE	ENERO DICIEMBRE
FACTORES DE EXPANSIÓN			
Crédito al sector público no financiero	1.110	-7.590	-6.480
Reservas internacionales netas	973	4.189	5.162
Reservas internacionales netas	515	-11.787	-11.272
Otros	-378	9	-369
FACTORES DE CONTRACCIÓN			
Emisión monetaria	-388	-6.519	-6.907
Depósitos del sector financiero	-3.088	4.639	1.551
Depósitos del sector público no financiero	0	0	0
Depósitos del sector público no financiero	2.700	-11.158	-8.458
INYECCION BRUTA	1.498	-1.071	427
REGULACIÓN MONETARIA	6.595	-15.348	-8.753
MERCADO ABIERTO	3.892	-12.199	-8.307
Colocación neta en subasta	290	-2.905	-2.615
Colocación neta venta directa	3.602	-9.294	-5.692
Títulos directos a particulares	257	-132	125
Certificados de Depósito	3.345	-9.162	-5.817
RESERVAS COMPLEMENTARIAS	0	0	0
ENCAJE LEGAL REQUERIDO en el BCB	105	-644	-539
DEPÓSITOS ESPECIALES	2.504	-2.504	0
PRÉSTAMOS DE LIQUIDEZ	-94	2	-92
INYECCIÓN NETA	-5.097	14.279	9.181

ELABORACIÓN: APEC - Banco Central de Bolivia
FUENTE: Banco Central de Bolivia

7 Se incrementó el porcentaje de Fondos en Custodia en moneda nacional de 5% a 50% del Encaje Requerido en efectivo, es decir, una porción importante de los recursos que las EIF mantenían en caja fueron habilitados como Encaje Constituido, lo que determinó que la liquidez del sistema se incrementó.

Lo anterior puede analizarse también desde la perspectiva del balance de las EIF igualando, como lo hicimos en el balance del BCB, todas las operaciones a la inyección neta de liquidez o el Excedente de Encaje (EE). La disminución del EE entre enero y marzo (Bs5.097 millones) se debió a la disminución de las captaciones y al aumento en las inversiones financieras en el BCB (Cuadro 2). Nótese que ambos se originan en las operaciones de regulación monetaria; en el primer caso, clientes de las EIF (personas naturales e inversionistas institucionales como AFP, compañías de Seguros y FRUV) compraron títulos del BCB en lugar de realizar depósitos en las EIF; en el segundo caso las compras de títulos en OMA y los DERM que realizaron las EIF implicaron también reducciones en la liquidez. Asimismo, en el periodo abril - diciembre operaciones inversas como el vencimiento de los títulos adquiridos por los inversionistas institucionales y por las familias, junto con los vencimientos de las OMA y de los DERM implicaron mayor liquidez para las EIF. La mayor disponibilidad de recursos por la orientación expansiva de la política monetaria contribuyó a la expansión del crédito al sector privado.

Cuadro 2: Determinantes de la liquidez desde la perspectiva de los balances de las EIF
(En millones de bolivianos)

	ENERO MARZO	ABRIL DICIEMBRE	ENERO DICIEMBRE
FACTORES DE EXPANSIÓN	1.489	31.350	32.839
Captaciones	-896	26.412	25.516
Por colocación/redención de títulos AFP	-2.171	6.190	4.019
OMA directas	-257	132	-125
Obligaciones con el exterior	327	241	568
Obligaciones con el BCB	-98	4	-94
Otros factores	2.156	4.692	6.848
FACTORES DE CONTRACCIÓN	6.586	17.071	23.658
Crédito al Sector Privado	1.742	15.686	17.428
Activos Externos	-570	3.861	3.291
Inversiones Financieras	-204	785	581
Fondo RAL ME	493	2.679	3.173
Inversiones financieras en el BCB	3.968	-8.382	-4.414
Fondos RAL MN	-60	-1.493	-1.553
Otros factores	1.506	7.399	6.905
EXCEDENTE DE ENCAJE LEGAL	-5.097	14.279	9.181

ELABORACIÓN: APEC - Banco Central de Bolivia
FUENTE: Banco Central de Bolivia

Los importantes vencimientos de títulos en poder de privados, liberó recursos que se transformaron en depósitos en las EIF. En este sentido, los depósitos en el sistema financiero registraron un flujo récord, alcanzando una tasa interanual de crecimiento de 20,6% (Gráfico 3).

Gráfico 3: Depósitos en el Sistema Financiero
(Flujos en millones de bolivianos y en porcentaje)

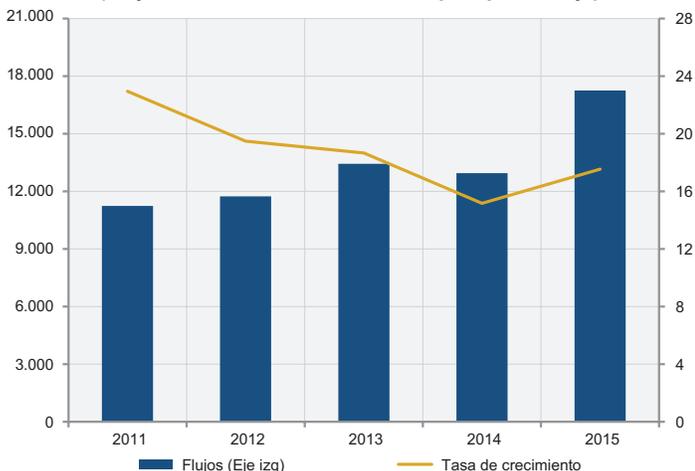


ELABORACIÓN: APEC - Banco Central de Bolivia
FUENTE: Banco Central de Bolivia

El impacto en el crédito y en las tasas de interés

La alta liquidez implicó una elevada disponibilidad de recursos prestables, influyendo positivamente en la colocación de cartera. En efecto, el crédito concedido por las EIF al sector privado registró el flujo histórico más alto (Bs17.258 millones; Gráfico 4). Como era la intención a principios de año cuando se elaboró el Programa Monetario para esta gestión, la tasa de crecimiento interanual de la cartera cambió su tendencia de desaceleración a otra con ritmo creciente, alcanzando a diciembre 17,5% (Gráfico 5)⁸.

Gráfico 4: Crédito en el Sistema Financiero (Flujos en millones de bolivianos y en porcentaje)

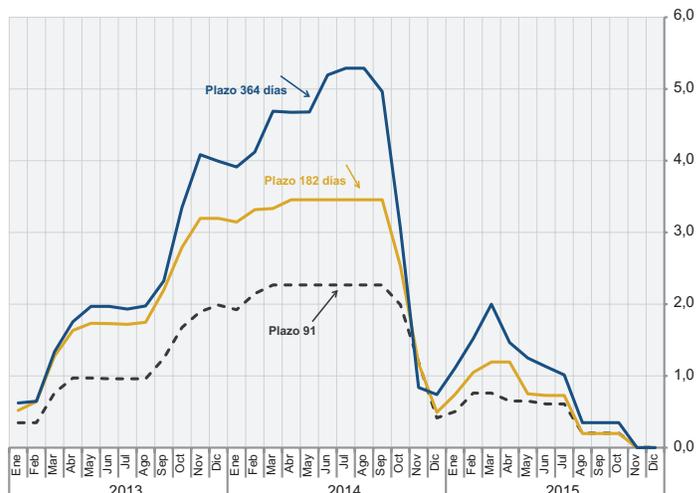


ELABORACIÓN: APEC - Banco Central de Bolivia
FUENTE: Banco Central de Bolivia

Las tasas de interés monetarias y de intermediación financiera descendieron, de acuerdo con la orientación de la política monetaria (Gráfico 5). En efecto, con la postura expansiva iniciada a mediados de 2014 las tasas de los títulos de regulación monetaria registraron caídas importantes, llegando a fines de dicho año a niveles por debajo del 1% en casi todos los plazos. En el primer trimestre de 2015, resulta destacable que se hayan obtenido reducciones considerables de la liquidez sin incrementos importantes de las tasas; a partir de abril las tasas continuaron descendiendo, llegando a fines de diciembre a niveles entre 0,001% y 0,004%.

⁸ Estudios econométricos muestran un efecto de largo plazo de prácticamente 1 a 1 entre el aumento de la liquidez y el crecimiento de la cartera.

Gráfico 5: Tasas de títulos públicos (En porcentaje)



ELABORACIÓN: APEC - Banco Central de Bolivia
FUENTE: Banco Central de Bolivia

Las tasas activas y pasivas descendieron en respuesta a la mayor liquidez y al descenso de las tasas monetarias. La tasa pasiva promedio ponderada del sistema bancario disminuyó en 301pb respecto a julio de 2014. Por su parte, la tasa activa promedio ponderada registró una caída en cerca de 358pb respecto a la tasa observada en junio de 2014. El descenso de esta última se debió también a lo determinado en la Ley N° 393 que pone techo a las tasas activas para créditos a vivienda social y al sector productivo.

La mayor liquidez y la consecuente reducción de las tasas activas, fue un entorno propicio para el cumplimiento de las metas de cartera productiva y de vivienda social requeridas por la Ley N° 393 de Servicios Financieros. Durante la gestión 2015, las EIF concedieron un importante financiamiento a los sectores productivos y de vivienda social, pudiendo además incrementar otros créditos no regulados. En este sentido, la orientación expansiva de la política monetaria se ha reflejado en un fuerte crecimiento de crédito de las EIF al sector privado no financiero, aspecto que apoyó al dinamismo de la actividad económica, tanto por el lado de la oferta con el financiamiento de actividades productivas, como por el lado de la demanda con el crédito a la vivienda social y otros.

Indicadores económicos

	Ene 2015	Ene 2016		Ene 2015	Ene 2016
Tipo de cambio oficial venta	6,96	6,96	Emisión monetaria (en millones de Bs)	40,506	41,389
Tipo de cambio oficial compra	6,86	6,86	Depósitos sistema financiero (en millones de Bs)	122,197	144,028
Tasa de interés activa en MN (%)	8,51	7,80	Créditos sistema financiero (en millones de Bs)	98,184	115,925
Tasa de interés pasiva en MN (%)	1,53	1,42	Bolivianización del ahorro (%)	80,26	82,57
Tasa Libor a 6 meses (%)	0,36	0,84	Bolivianización de créditos (%)	92,37	95,41

Nota: Información preliminar de depósitos, créditos y bolivianización (ahorro y crédito)

www.bcb.gov.bo
Línea gratuita: 800-10-2023

Calle Ayacucho esquina Mercado
Tel: (591-2) 2409090 • Fax: (591-2) 2661590 • Casilla: 3118 • bancocentraldebolivia@bcb.gov.bo
La Paz - Bolivia