Capítulo 2

Inflación y Políticas del BCB

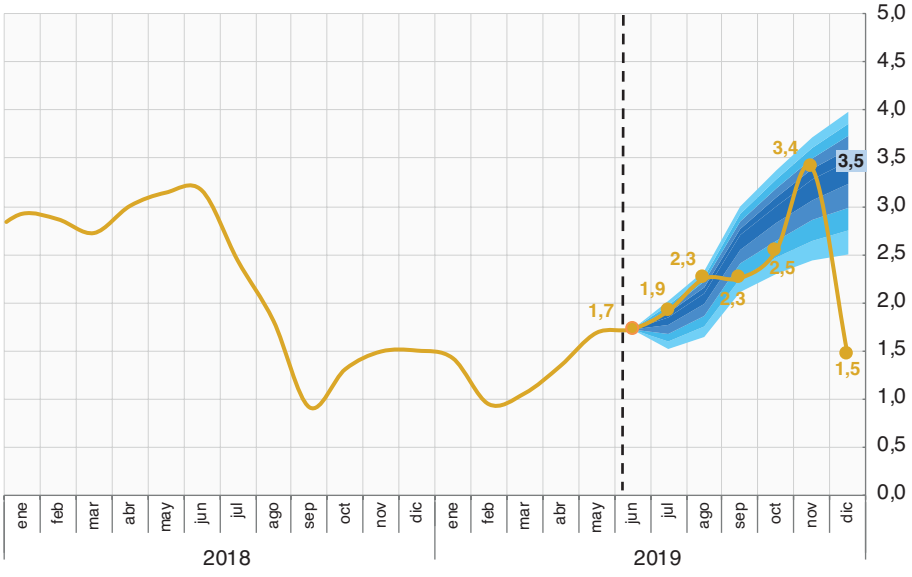
1. INFLACIÓN

La disminución de las presiones inflacionarias en el primer semestre y las bajas tasas de los indicadores de tendencia inflacionaria determinaron la revisión a la baja de la meta de inflación para 2019 de 4,0% a 3,5%, con un rango sesgado también a la baja, entre 2,5% y 4,0%; esta corrección fue anunciada en el IPM de julio de 2019. En efecto, la inflación interanual terminó en 1,5%, cifra por debajo del rango inferior de la proyección revisada y que se constituyó en la tasa más baja de la última década en el país y la segunda más baja de América del Sur.

1.1. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2019

En el Informe de Política Monetaria (IPM) de enero de 2019 y en el Programa Fiscal Financiero de esta gestión (PFF) se proyectó una tasa de inflación de 4,0% para el cierre de 2019, en un rango entre 3,0% y 5,0%. Las bajas tasas de la inflación observadas en el primer semestre y las señales de débiles presiones de demanda llevaron a reducir la meta de inflación a 3,5% y establecer un rango sesgado a la baja entre 2,5% y 4,0%, que fue anunciada en el IPM de julio de 2019 (Gráfico 2.1). La reducción anunciada de la meta de inflación fue reflejo del sesgo a la baja que el BCB estimó para 2019.

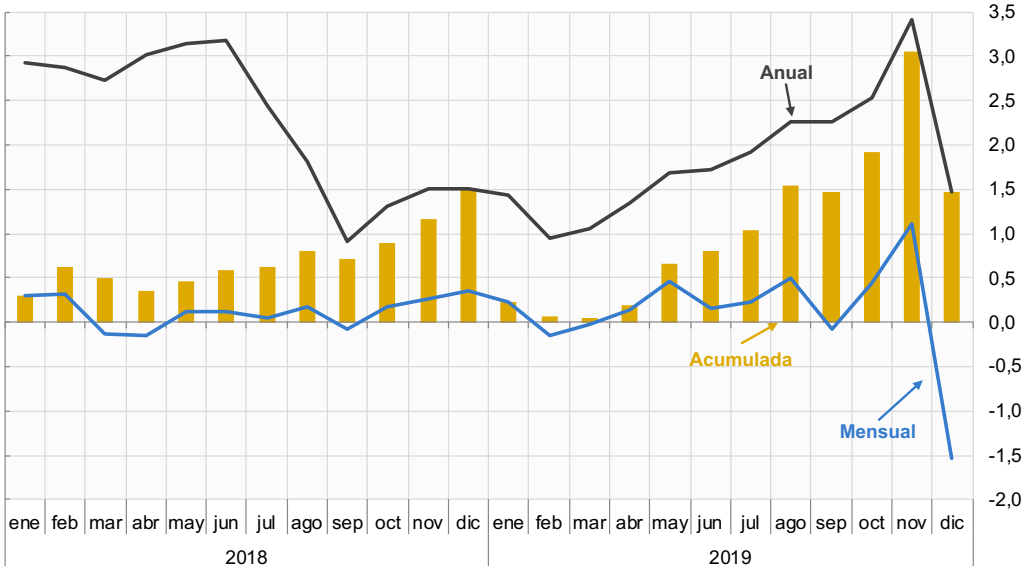
GRÁFICO 2.1: *INFLACIÓN ANUAL OBSERVADA Y PROYECTADA*
(En porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
NOTA: La línea dorada denota la trayectoria observada de la inflación. El área azul representa el rango de proyección efectuada en el IPM de enero y julio de 2019, respectivamente

La inflación terminó en 2019 en 1,5%, la segunda tasa más baja de América del Sur en el año y la más baja de la última década en el país. Las tasas de inflación, luego de mantenerse bajas y acotadas durante la mayor parte del año, mostraron incrementos significativos en octubre y noviembre (con variaciones mensuales de 0,45% y 1,11%, respectivamente), causados por las alzas en los precios de alimentos en las ciudades del occidente, derivadas de los conflictos sociales y políticos. No obstante, estos efectos fueron temporales (los precios de los alimentos se normalizaron en diciembre) y focalizados (los precios de los servicios y de los bienes importados se mantuvieron estables). Una vez normalizado el funcionamiento de los mercados locales, en el mes de diciembre se observó una considerable variación mensual negativa de 1,54% (Gráfico 2.2), que determinó que la inflación termine por debajo del rango de proyección.

GRÁFICO 2.2: *INFLACIÓN MENSUAL, ACUMULADA E INTERANUAL*
(En porcentaje)

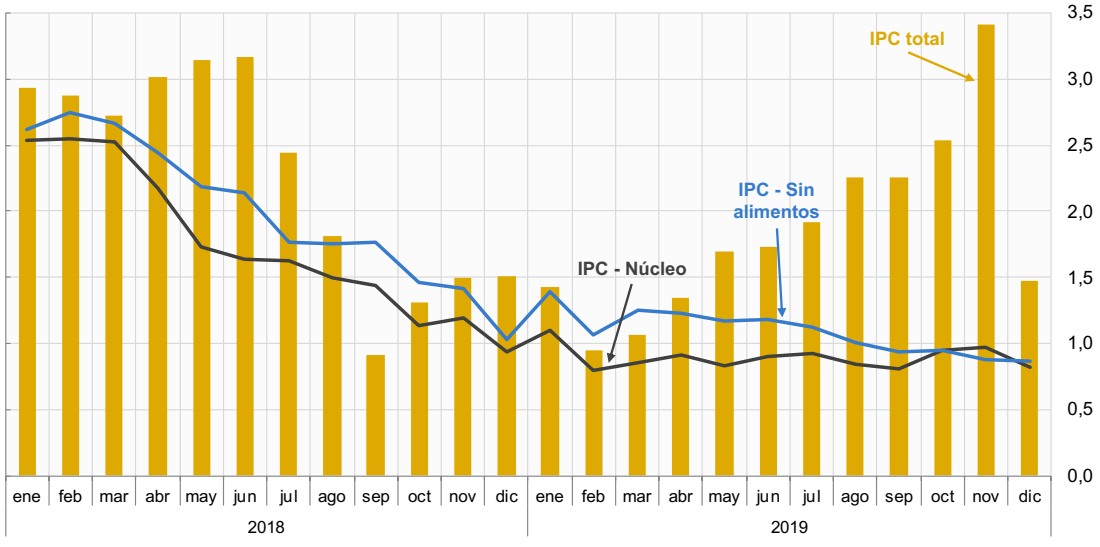


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

1.2. INDICADORES DE TENDENCIA INFLACIONARIA

Los niveles bajos y estables de los indicadores de tendencia inflacionaria observados en 2019[27] sugieren un debilitamiento de la demanda agregada y que la trayectoria de la inflación se vio influenciada principalmente por shocks de oferta. En efecto, el IPC-Núcleo y el IPC-Sin alimentos mostraron, en promedio, variaciones interanuales en torno a 1,0% a lo largo del año (Gráfico 2.3). Cabe mencionar que el comportamiento estable de estos indicadores en el último trimestre, junto con la rápida corrección observada en los precios luego de los conflictos sociales y políticos (suscitados en octubre y noviembre) y los escasos efectos de segunda vuelta, señalaron que la estabilidad de los precios internos no se vio afectada permanentemente.

GRÁFICO 2.3: *INFLACIÓN TOTAL, NÚCLEO Y SIN ALIMENTOS*
(Variaciones interanuales en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

27 Los indicadores de tendencia inflacionaria reflejan con mayor precisión el incremento constante y generalizado del nivel de precios. En el BCB se calculan los siguientes indicadores: el IPC–Núcleo que excluye los alimentos perecederos y los productos cuyos precios son regulados (pan, servicios básicos, educación, transporte público, combustibles, entre otros); el IPC–Sin alimentos excluye todos los bienes alimenticios.

1.3. INFLACIÓN POR DIVISIONES Y PRODUCTOS DEL IPC

La mitad de las divisiones del IPC reflejó tasas acumuladas menores a las de la gestión 2018, año en el que también se observaron bajas variaciones, indicando un débil dinamismo del nivel general de precios internos. En 2019, las menores tasas correspondieron a Prendas de vestir y calzados (menores precios de productos importados), Comunicaciones (disminución del precio del aparato telefónico celular por una alta oferta) y Vivienda y servicios básicos (variaciones acotadas del alquiler de vivienda y menores precios de cemento y ladrillo). Por el contrario, Educación (reajustes de las pensiones escolares y universitarias a inicios de año) y Alimentos y bebidas fuera del hogar (alza del precio del almuerzo en local por efectos de segunda vuelta) presentaron las mayores tasas, aunque no se tradujeron en presiones inflacionarias (Cuadro 2.1).

CUADRO 2.1: *INFLACIÓN E INCIDENCIAS POR DIVISIONES DEL IPC*
(En porcentaje)

	2018	2019	
	Variación	Variación	Incidencia
IPC GENERAL	**1,5**	**1,5**	
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1,9	2,0	0,53
Bebidas alcohólicas y tabaco	2,3	1,6	0,01
Prendas de vestir y calzados	0,9	-0,1	0,00
Vivienda y servicios básicos	0,3	0,2	0,02
Muebles, bienes y servicios domésticos	0,7	0,9	0,05
Salud	3,5	1,9	0,07
Transporte	0,8	1,4	0,12
Comunicaciones	-1,2	0,2	0,01
Recreación y cultura	0,4	0,5	0,03
Educación	4,8	3,3	0,14
Alimentos y bebidas fuera del hogar	2,8	3,0	0,43
Bienes y servicios diversos	1,4	0,7	0,05

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

A nivel de productos, la dinámica de la inflación estuvo influenciada fundamentalmente por cambios de precios de los productos alimenticios. Dentro de los siete ítems con mayor incidencia inflacionaria acumulada positiva se encuentran productos alimenticios (carne de pollo, almuerzo en local, papa, bebidas gaseosas y plátano/banana) y ciertos servicios (trabajadora del hogar y transporte en taxi). En cambio, los siete artículos con mayor incidencia acumulada negativa fueron alimentos sin procesar (cebolla, tomate, uva y mandarina), artículos para la reparación del hogar (ladrillo y cemento) y bienes importados (televisor; Cuadro 2.2).

CUADRO 2.2: *ARTÍCULOS CON MAYOR INCIDENCIA INFLACIONARIA EN 2019*
(Variación en porcentaje e incidencia en puntos porcentuales)

Artículos	Variación	Incidencia
Mayor incidencia positiva		**0,83**
Carne de pollo	10,3	0,24
Almuerzo en local	3,8	0,22
Papa	21,8	0,11
Trabajadora del hogar	6,3	0,08
Bebidas gaseosas	3,4	0,07
Plátano/guineo/banano/banana	9,1	0,06
Transporte en taxi	3,9	0,05
Mayor incidencia negativa		**-0,20**
Cebolla	-9,1	-0,05
Tomate	-7,0	-0,05
Uva	-14,5	-0,03
Mandarina	-23,4	-0,02
Ladrillo	-5,0	-0,02
Cemento gris	-5,7	-0,02
Televisor	-2,1	-0,02

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

1.4. INFLACIÓN POR CIUDADES

En las ciudades y conurbaciones [28] también se observaron bajas tasas, en algunos casos se registraron variaciones inferiores a las de 2018. Las mayores tasas de inflación acumulada se advirtieron en La Paz, donde se sintieron en mayor medida los efectos de los conflictos sociales y políticos; y en Cochabamba, donde se produjo una mayor alza de precios de alimentos sin procesar por shocks de oferta, superando levemente a las de 2018. Por otra parte, las menores tasas se observaron en Tarija y Santa Cruz (Cuadro 2.3).

CUADRO 2.3: *INFLACIÓN ANUAL POR CIUDADES*
(En porcentaje)

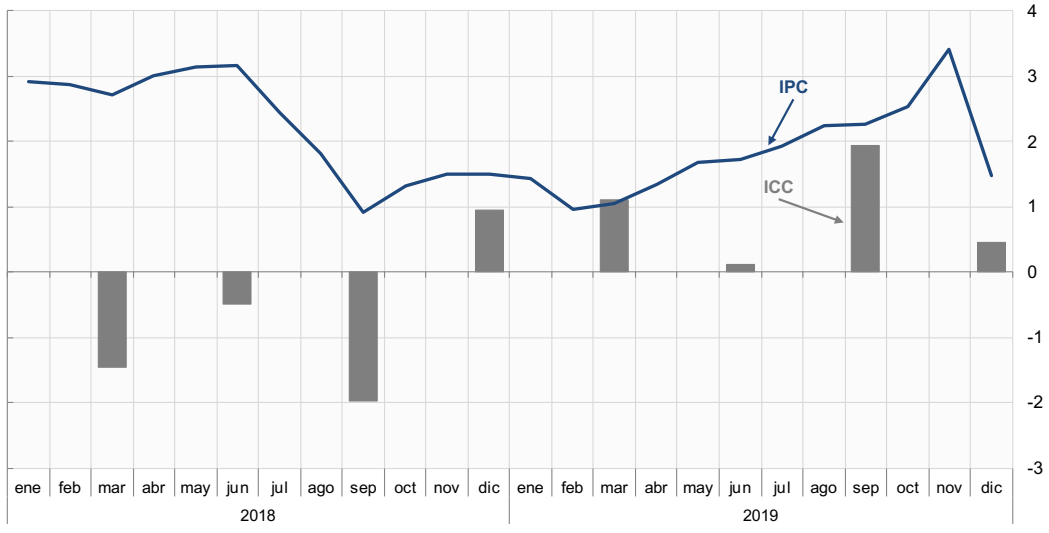
	2018	2019
Bolivia	**1,5**	**1,5**
La Paz	1,9	2,2
Cochabamba	1,6	1,9
Sucre	1,5	1,6
Cobija	2,4	1,4
Oruro	1,4	1,3
Trinidad	0,5	1,2
Potosi	0,9	1,0
Santa Cruz	1,2	0,8
Tarija	1,7	0,3

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

1.5. ÍNDICE DE COSTOS DE CONSTRUCCIÓN

El BCB también realiza el seguimiento a otros indicadores que ofrecen información sobre la evolución de precios de bienes y servicios de ciertos sectores. Uno de estos indicadores adicionales es el Índice de Costos de Construcción (ICC), que recopila información trimestral sobre los costos de insumos (materiales, alquiler de maquinaria y mano de obra) utilizados en el sector de la construcción, algunos de los cuales tienen relación directa con ciertos ítems incluidos en el IPC.[29] En 2019, el ICC registró leves variaciones interanuales positivas, contrastando con las tasas negativas de 2018 (Gráfico 2.4). Este comportamiento se explicó principalmente por el alza de las remuneraciones de diferentes actividades relacionadas con la construcción de edificios residenciales urbanos; esta situación solo se dio en las ciudades de La Paz y El Alto.

GRÁFICO 2.4: *VARIACIÓN INTERANUAL DEL IPC E ICC*
(En porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística

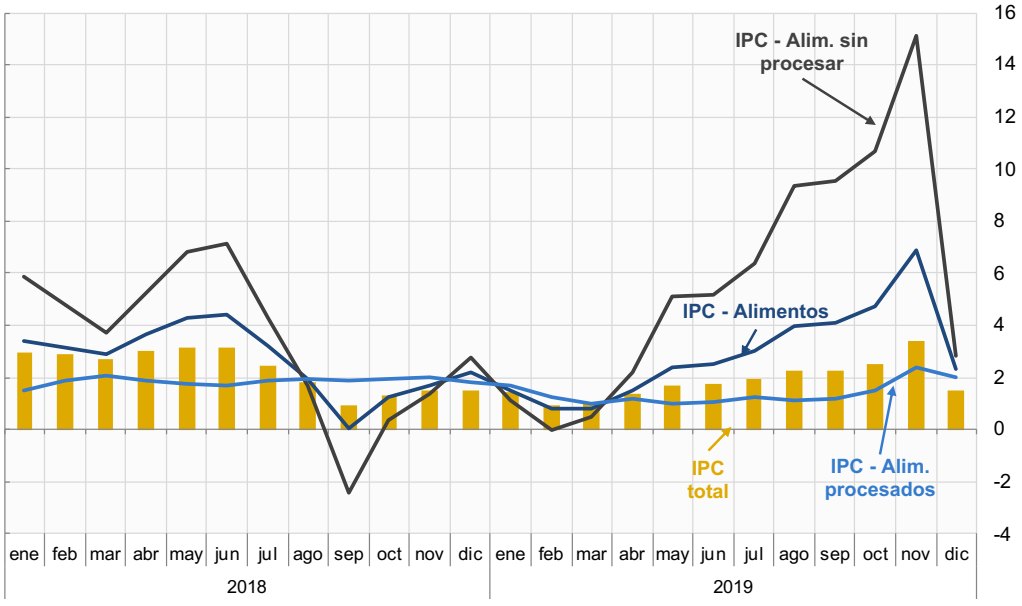
28 La Paz: conurbación La Paz (conformada por Nuestra Señora de La Paz, El Alto, Achocalla y Viacha); Cochabamba: región metropolitana Kanata (Cercado, Sipe Sipe, Vinto, Quillacollo, Sacaba, Colcapirhua y Tiquipaya); y Santa Cruz: conurbación Santa Cruz (Santa Cruz de la Sierra, La Guardia, Cotoca y Warnes).
29 El conjunto de bienes y servicios que se incluyen en ambos indicadores son: cemento, ladrillos, pintura, servicio de albañilería, entre otros.

1.6. FACTORES QUE EXPLICAN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

1.6.1. *PRECIOS DE ALIMENTOS*

Las variaciones en los precios de los alimentos fueron las que mostraron mayor volatilidad y ejercieron mayor influencia sobre la trayectoria de la inflación total. Estos precios se vieron afectados por diferentes shocks de oferta a lo largo del año: i) ajustes de producción en el sector avícola, ii) heladas a mediados de año, iii) plagas que afectaron ciertas zonas de producción en el oriente, y iv) episodios de desabastecimiento y especulación debido a los conflictos sociales y políticos de octubre y noviembre. Por subgrupos y como se mencionó anteriormente, los alimentos sin procesar mostraron las mayores variaciones, impulsados por los cambios de precios de ciertos vegetales, carnes y frutas. Los alimentos procesados presentaron una evolución moderada con un leve repunte en los últimos meses (Gráfico 2.5).

GRÁFICO 2.5: *INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN DE ALIMENTOS SEGÚN TIPO*
(Variaciones interanuales en porcentaje)

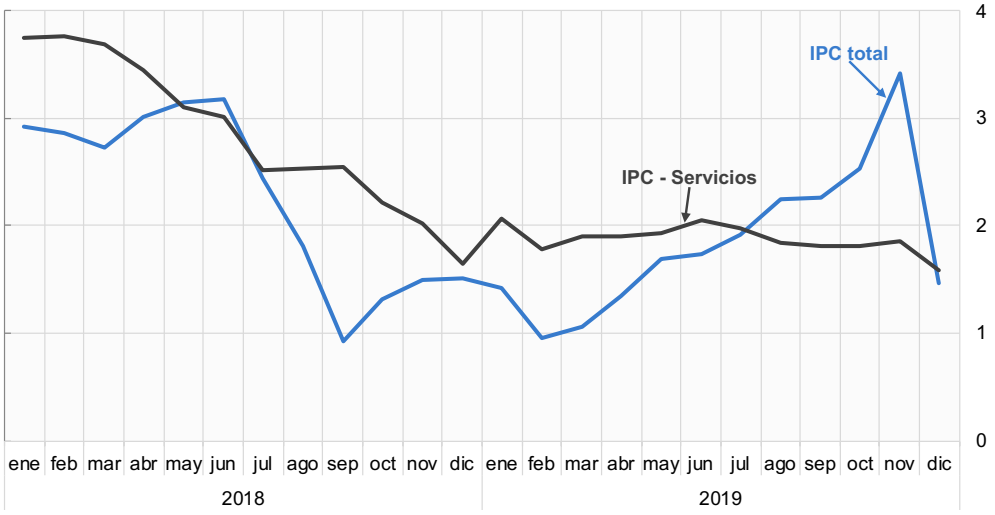


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

1.6.2. *PRECIOS DE SERVICIOS*

La inflación interanual de los servicios terminó el año en niveles históricamente bajos, situándose en 1,6% (Gráfico 2.6). Este resultado se explicaría tanto por una débil demanda interna que provocó un bajo dinamismo de los precios de los servicios relacionados con el hogar y servicios de recreación, como por la reducción de las tarifas eléctricas a nivel nacional en el último mes del año. Los servicios que tuvieron mayor incidencia positiva, en cambio, fueron la remuneración de la trabajadora del hogar y la tarifa de transporte en taxi, aunque sus variaciones fueron bajas comparadas con años pasados.

GRÁFICO 2.6: *INFLACIÓN TOTAL Y DE SERVICIOS*
(Variación interanuales en porcentaje)

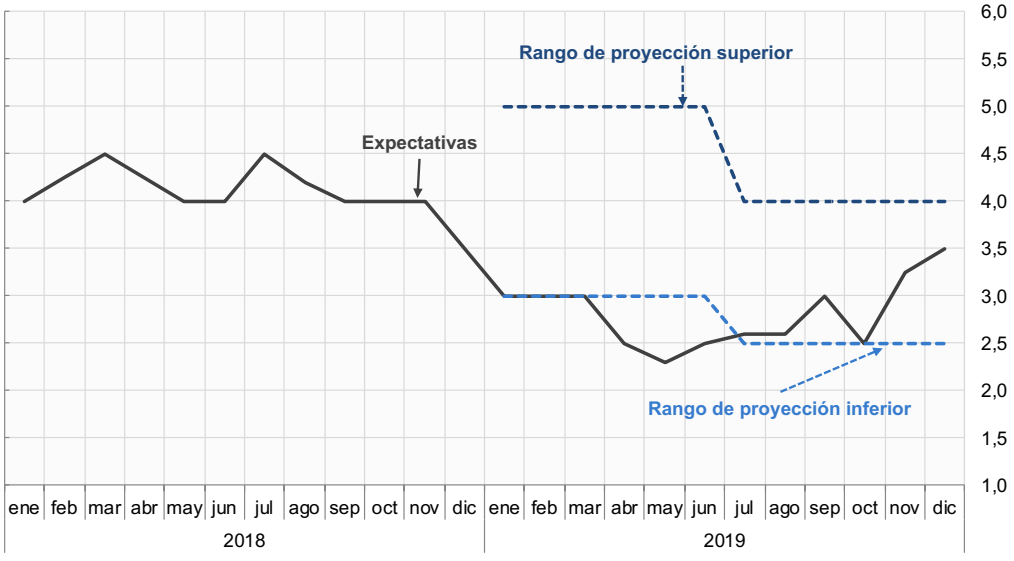


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia

1.6.3. *EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN*

Las expectativas de los agentes económicos para la inflación se situaron cerca del rango inferior de la banda de proyección anunciada por el BCB la mayor parte del año, con excepción del segundo trimestre. Pese a que los conflictos sociales y políticos que se suscitaron en el país en el último trimestre del año generaron un entorno de especulación e incertidumbre, las expectativas permanecieron dentro del rango de proyección, contribuyendo a que este fenómeno no se tradujera en presiones inflacionarias persistentes (Gráfico 2.7).

GRÁFICO 2.7: *EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A FIN DE AÑO*
(En porcentaje)

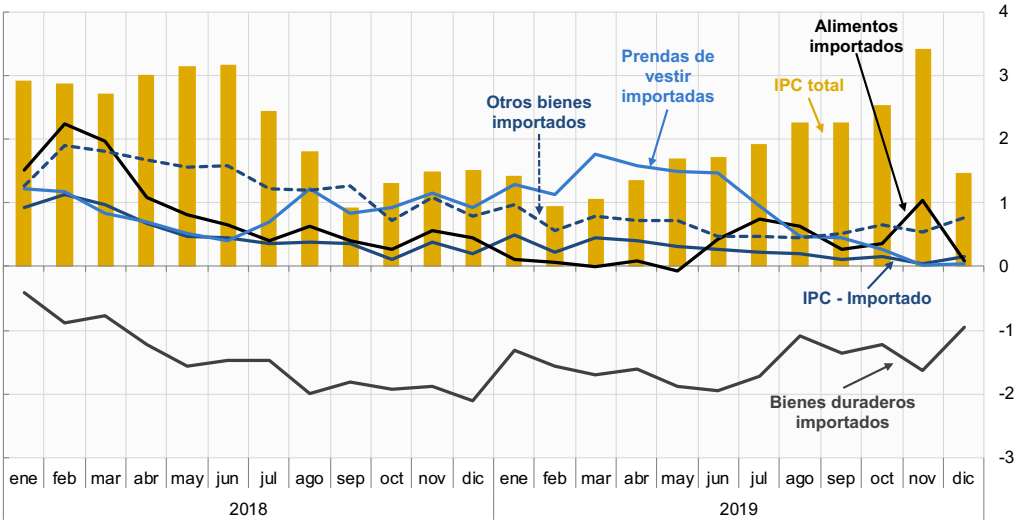


FUENTE: Banco Central de Bolivia

1.6.4. *INFLACIÓN IMPORTADA*

La ausencia de inflación importada en 2019 se explica por la estabilidad del tipo de cambio junto con las depreciaciones de las monedas de algunos socios comerciales y sus moderadas tasas de inflación. Por subcomponentes, la constante caída de los precios de los bienes duraderos importados y la desinflación de las prendas de vestir de origen externo mitigaron los efectos del aumento temporal de los precios de los alimentos importados, que se vieron afectados por el alza de las cotizaciones internacionales y por los bloqueos internos de carreteras que ocurrieron en el mes de noviembre (Gráfico 2.8).

GRÁFICO 2.8: *INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN IMPORTADA POR COMPONENTES*
(Variaciones interanuales en porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
NOTA: Los ítems que se muestran corresponden solo a productos importados del IPC

2. POLÍTICA MONETARIA

En 2019, en un contexto de la estabilidad de precios, el BCB mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria, a fin de contribuir al dinamismo de la actividad económica, la estabilidad del sistema financiero y los programas de protección social. El Ente Emisor implementó diversas medidas para inyectar liquidez e impulsar los créditos del sistema financiero al sector privado, con el objeto de dinamizar la economía y resguardar la solidez del sistema financiero. Asimismo, gracias a las medidas aplicadas oportunamente, se mantuvo la cadena de pagos internos y externos en medio de las tensiones socio-políticas de octubre-noviembre y, una vez que estas tensiones cesaron, se recuperaron los depósitos y la liquidez a fines de 2019.

Durante la gestión 2019, el BCB mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria previendo los efectos adversos del débil crecimiento económico global y la volatilidad cambiaria y financiera, sobre la economía boliviana. El BCB aplicó medidas para sostener la liquidez del sistema financiero y, de esta manera, estimular el crédito y apoyar el dinamismo de la actividad económica. La orientación de la política monetaria se señalizó a través de bajas tasas de interés de instrumentos de regulación monetaria. No obstante, la caída de depósitos en el primer trimestre y en los meses de octubre y noviembre, debido a la exacerbación de expectativas sobre el tipo de cambio, afectaron a la liquidez y a las tasas del mercado monetario, lo que se reflejó también en alzas de las tasas de intermediación financiera

2.1. PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO

El crecimiento económico y la inflación registrados en 2019 fueron menores a los previstos a principios de año, en un contexto externo desfavorable y agravado por los conflictos internos que atravesó el país. La Decisión de Ejecución del Programa Fiscal Financiero 2019, suscrita entre las principales autoridades del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y del Banco Central de Bolivia (BCB), preveía como objetivos de la gestión un crecimiento de la actividad económica en torno a 4,5% (entre 3,0% y 5,0%) y una tasa de inflación de alrededor de 4,0% (entre 3,0% y 5,0%) que fue revisada a 3,5% (con un rango entre 2,5% y 4,0%) en el IPM de julio. A fines de la gestión la inflación alcanzó a 1,5%; por su parte, el crecimiento del PIB se situó en 2,2%.

La mayor parte de las variables sujetas a medición se cumplieron, registrando márgenes con respecto a las metas cuantitativas ajustadas del Programa Fiscal Financiero (PFF), con excepción del Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN-SPNF) y las RIN que presentaron desvíos (Cuadro 2.4). Destaca el significativo ajuste por el financiamiento externo no realizado, evidenciando que la economía no recibió recursos del exterior que se habían previsto por montos importantes. El sobregiro observado en las dos metas se debió principalmente a los conflictos de octubre-noviembre que disminuyeron los ingresos del sector público y exacerbaron la demanda de divisas; sobre esto último se debe mencionar también otro choque de expectativas a principios de año.

La insuficiencia de recursos externos tuvo que ser atendida con financiamiento interno neto al SPNF. En efecto, en el marco de la Ley Nº 1670, en diciembre de 2019 el MEFP solicitó al BCB el crédito de liquidez previsto en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal Financiero.[30] El crédito por Bs2.800 millones a favor del Tesoro General de la Nación (TGN) fue aprobado por el Directorio del BCB mediante la Resolución N° 151/2019 de 3 de diciembre y desembolsado el 10 de diciembre, toda vez que el importe requerido se encontraba dentro de los límites del Programa Monetario 2019.

30 El segundo párrafo del artículo quinto de la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal Financiero 2019 señala que "El MEFP ratifica su compromiso de usar el crédito de liquidez del Ente Emisor en forma circunscrita al Programa Fiscal – Financiero, de manera transitoria. Para 2019 se ha dispuesto Bs2.800 millones para créditos de liquidez...".

CUADRO 2.4: *PROGRAMA FISCAL FINANCIERO 2019*
(Flujos en millones)

	Moneda	Meta				Margen (+) Desvío (-)
		Acordada	Ajuste[1]	Ajustada	Ejecución (p)	
VARIABLES FISCALES						
Déficit del sector público (superávit = -)	Bs	23.313		23.313	20.405	2.908
Financiamiento interno al sector público	Bs	6.780	8.986	15.765	12.858	2.908
VARIABLES MONETARIAS						
Crédito interno neto total	Bs	11.469	8.986	20.455	19.700	755
Crédito interno neto del BCB al SPNF	Bs	1.611	8.986	10.597	11.253	-656
Reservas internacionales netas del BCB	$us	-1.215	-1.310	-2.525	-2.839	-314

FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTAS: Las cifras de RIN corresponden a la variación que registra la balanza de pagos, que se obtiene de las transacciones valoradas al precio de mercado de la fecha de operación con el propósito de excluir variaciones originadas en movimientos cambiarios o de precios que no corresponden a transacciones reales.
[1] Punto CUARTO del Programa Fiscal Financiero 2019: "Las metas cuantitativas podrán ser revisadas durante la gestión en curso en la medida en que las condiciones asumidas se modifiquen por factores externos o internos... se ajustarán también por montos no desembolsados de financiamiento externo previsto".
(p) Cifras preliminares.

El contexto externo más adverso y la exacerbación de expectativas por fenómenos internos determinaron una fuerte demanda de liquidez. En un entorno de baja inflación interna, el BCB realizó significativas inyecciones de liquidez netas mediante operaciones de regulación monetaria que superaron ampliamente a la expansión realizada en 2018 (Cuadro 2.5). Las expectativas sobre el tipo de cambio en enero-febrero y octubre-noviembre, la caída en la producción y venta de gas y el menor financiamiento externo profundizaron los problemas de liquidez del sistema financiero. El BCB implementó varias medidas que permitieron inyectar liquidez al sistema financiero, resguardando la actividad económica ante los diversos efectos adversos de origen interno y externo.

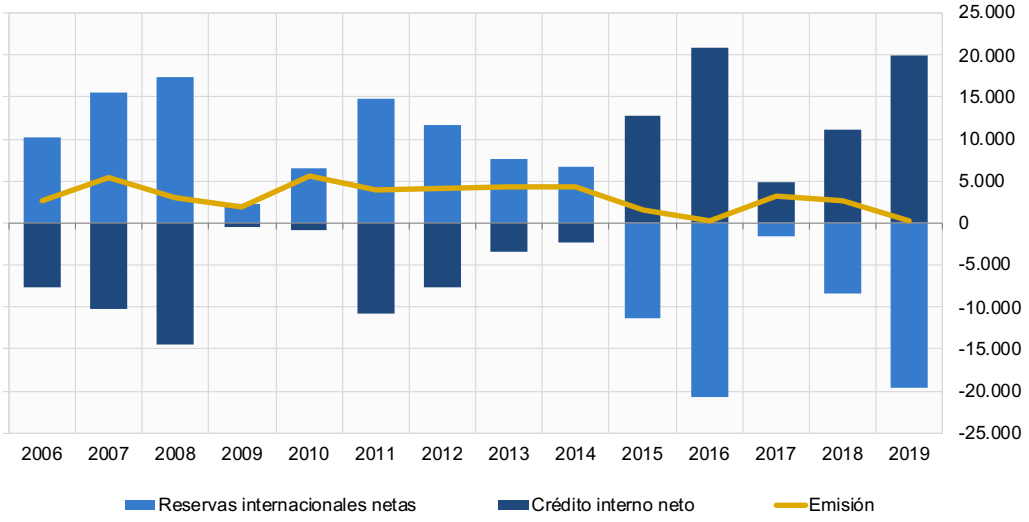
CUADRO 2.5: *BALANCE MONETARIO*
(Flujos en millones de bolivianos)

	2017	2018	2019
Emisión	**3.190**	**2.619**	**224**
Crédito interno neto	**4.784**	**11.053**	**19.700**
Sector público	7.336	12.001	9.640
d/c crédito neto del BCB	**8.480**	**13.158**	**11.253**
Cuasifiscal	-1.144	-1.157	-1.613
Sector financiero	-2.154	1.582	6.002
d/c regulación monetaria	6.105	4.561	9.599
Otros*	-397	-2.530	4.058
Reservas internacionales netas	**-1.595**	**-8.435**	**-19.476**
(En millones de dólares estadounidenses)	**-232**	**-1.230**	**-2.839**

FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTAS: Las cifras de RIN corresponden a la variación que registra la balanza de pagos, la misma que se obtiene de las transacciones valoradas al precio de mercado de la fecha de operación; con el propósito de excluir variaciones originadas en movimientos cambiarios o de precios que no corresponden a transacciones reales.
* Incluye BDP y obligaciones de mediano y largo plazo del BCB.

La expansión del CIN, mientras la demanda de dinero presentaba un menor crecimiento por factores que se analizan más adelante, se ha traducido en disminuciones de las reservas internacionales. En un contexto de caída persistente de los términos de intercambio y de la demanda externa, agravado por diversos choques internos, los impulsos monetarios y fiscales contribuyeron a sostener el ritmo de actividad y empleo; no obstante, el principal costo fue el descenso de las RIN (Gráfico 2.9).

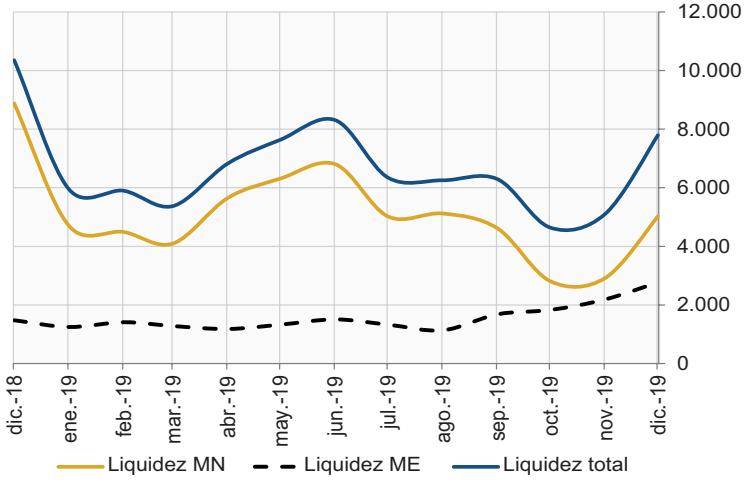
***GRÁFICO 2.9**: EVOLUCIÓN ANUAL DEL CIN Y RIN*
(Flujos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

La liquidez del sistema financiero suele disminuir estacionalmente en abril por importantes recaudaciones tributarias que realiza el sector público. Previendo que lo anterior agravaría la tendencia decreciente observada en los primeros meses del año como resultado del comportamiento estacional y de las expectativas que generaron el cierre de la venta de dólares en ventanillas del BCB, que se tradujo en mayor demanda de divisas y descensos de la liquidez, el Ente Emisor implementó medidas que lograron revertir esa tendencia en los meses de abril, mayo y junio. Luego del descenso en julio, mes en el que también hay recaudaciones tributarias importantes, la liquidez se mantuvo estable en agosto y septiembre. Sin embargo, en los meses de octubre-noviembre, la exacerbación de las expectativas en medio de las crisis política y social provocó una considerable disminución de los depósitos que, a su vez, determinaron una caída de la liquidez, un aumento de la demanda de dólares y la consecuente caída de RIN. Durante esos meses, nuevas medidas implementadas por el BCB fueron determinantes para evitar una caída más pronunciada de la liquidez y mantener la cadena de pagos. A fines de 2019 se observó una recuperación de los depósitos y, consecuentemente, de la liquidez (Gráfico 2.10).

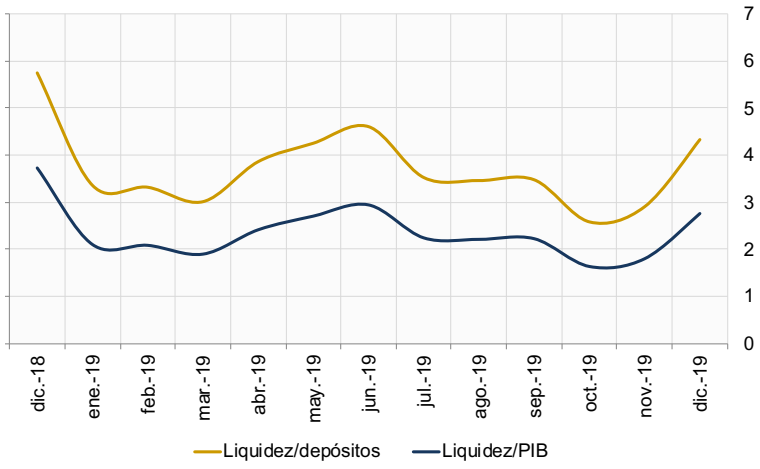
***GRÁFICO 2.10**: LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO*
(En millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Los ratios de la liquidez con respecto a los depósitos del público en el sistema financiero y en términos del PIB también se recuperaron a fines de 2019, aunque no alcanzaron los niveles observados al cierre de 2018 (Gráfico 2.11).

GRÁFICO 2.11: *RATIOS DE LIQUIDEZ*
(En porcentaje)



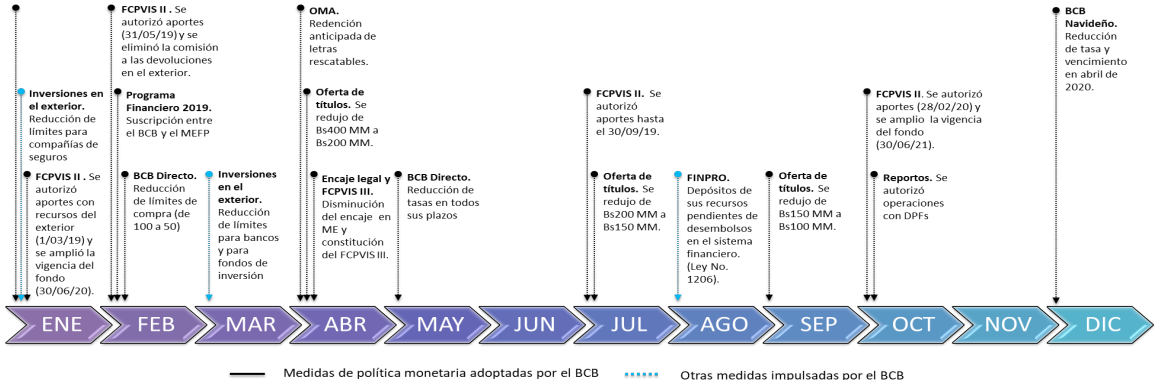
FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2. INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria implementada por el BCB dio continuidad a su orientación expansiva con el objetivo de sostener la liquidez del sistema financiero en torno a niveles que permitieron contribuir al dinamismo del crédito e impulsar la actividad económica, sin descuidar su objetivo de preservar una inflación baja.

Esta orientación se reflejó en las diferentes medidas que adoptó el BCB a lo largo de 2019 (Gráfico 2.12). Efectivamente, en periodos en los que se observaron descensos en la liquidez, el BCB ejecutó medidas que permitieron inyectar recursos en moneda nacional y mantener los niveles de tasas de interés de política monetaria cercanos a cero. Dentro de estas medidas se pueden destacar el rescate anticipado de letras reclamables, la ampliación del fondo CPVIS II, la creación del fondo CPVIS III con los recursos liberados a partir de la reducción de la tasa de encaje legal en moneda extranjera y la ampliación de colaterales para operaciones de reporto en moneda nacional que realizan las entidades de intermediación financiera con el BCB, admitiendo Depósitos a Plazo Fijo (DPF), entre otras. Asimismo, el BCB direccionó su postura de política con la disminución gradual de la oferta de títulos en subasta modificando su composición por plazos y se impulsaron medidas que fueron llevadas a cabo por otras entidades del Órgano Ejecutivo, como la reducción de los límites a las inversiones en el exterior de los bancos y de los fondos de inversión.

GRÁFICO 2.12: *MEDIDAS DE REGULACIÓN MONETARIA*



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Las principales inyecciones de recursos realizadas por el BCB al sistema financiero se efectuaron en el segundo y cuarto trimestre (Cuadro 2.6 y Gráfico 2.11). En el segundo trimestre, se inyectaron fuertes volúmenes de recursos en MN a través de préstamos de liquidez con garantía de los fondos CPVIS II y III con tasa de interés de 0%.[31] En el cuarto trimestre, la ampliación de los colaterales aceptados para realizar operaciones de reporto con el BCB, incluyendo ahora a DPF, y la modificación de la normativa del Fondo CPVIS II, fueron determinantes para sostener la liquidez y la cadena de pagos en medio de los conflictos ocurridos entre octubre y noviembre de 2019, coadyuvando así a mantener el dinamismo del crédito.

CUADRO 2.6: *OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA*
(Flujos en millones de bolivianos)

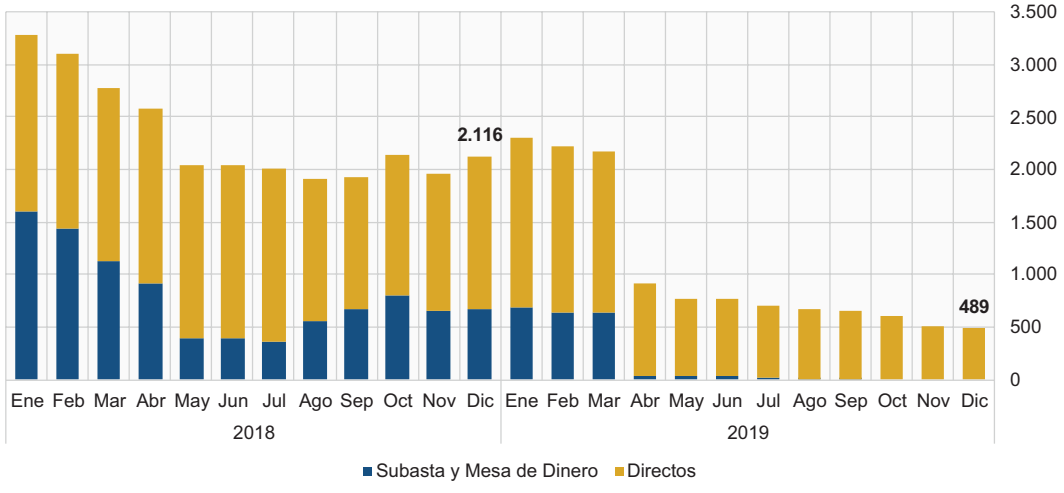
	2018	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	2019
Encaje requerido (en el BCB)	**-87**	**32**	**94**	**25**	**345**	**496**
Operaciones de mercado abierto	**1.124**	**-50**	**1.400**	**105**	**169**	**1.624**
Títulos rescatables	1.189	31	599	32	4	665
BCB Directo	-320	103	428	73	192	796
BCB Navideño	254	-185	374	0	-26	163
Reportos	**48**	**-48**	**0**	**69**	**1.908**	**1.929**
Títulos públicos	48	-48	0	69	104	126
Depósitos a plazo fijo					1.804	1.804
Créditos con garantía del fondo RAL	**30**	**-13**	**-33**	**113**	**-46**	**22**
Moneda nacional	2	42	-41	53	-5	49
Moneda extranjera	27	-55	8	60	-41	-27
Créditos con garantía de los fondos CPVIS	**3.446**	**280**	**3.697**	**571**	**981**	**5.528**
Fondo CPVIS II	3.446	280	1.510	432	479	2.702
Fondo CPVIS III			2.186	139	501	2.826
Regulación monetaria	**4.561**	**201**	**5.158**	**883**	**3.356**	**9.599**

FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTA: El signo negativo implica contracción de la liquidez

2.2.1. VALORES DE REGULACIÓN MONETARIA

Las redenciones de los títulos de regulación monetaria se reflejaron en la disminución del saldo de estos valores hasta alcanzar un nivel históricamente bajo y compuesto exclusivamente por valores de venta directa. Al 31 de diciembre de 2019, el saldo fue de sólo Bs489 millones[32], representando una reducción de 77% con respecto al saldo de fines de 2018 (Gráfico 2.13). Este comportamiento respondió a bajos niveles de colocación, fuertes vencimientos y rescates anticipados de títulos reclamables, mecanismos con los que se incrementó la liquidez en MN a través de este instrumento.

GRÁFICO 2.13: *VALORES DE REGULACION MONETARIA*
(Saldos en millones de bolivianos)



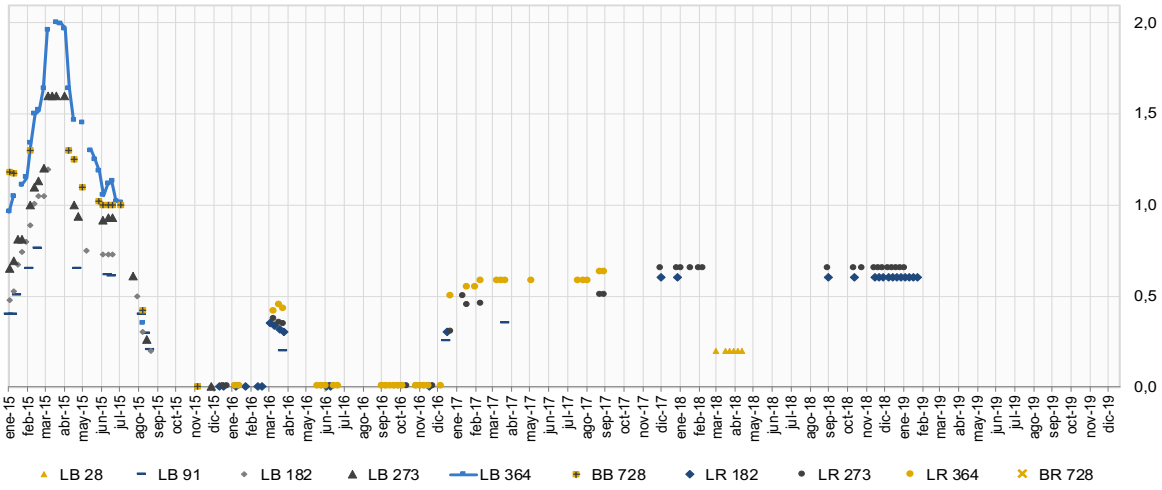
FUENTE: Banco Central de Bolivia

31 Cabe indicar que estos fondos, constituidos con recursos de las EIF, tampoco generan rendimientos para estas entidades. El mecanismo permite impulsar el crédito en MN con garantía de recursos en ME.
32 Saldos expresados en valor nominal.

2.2.2.1. TASA DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS

En línea con la orientación de la política monetaria, el BCB señalizó al mercado con tasas de adjudicación de títulos de regulación monetaria en niveles cercanos a cero. Solamente se realizaron colocaciones de títulos en subasta durante las primeras semanas del año; los valores fueron las letras rescatables a 182 y 273 días con tasas de rendimiento de 0,60% y 0,65%, respectivamente, las cuales no registraron variaciones con respecto a los niveles de la gestión anterior (Gráfico 2.14).

GRÁFICO 2.14: *TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS EN SUBASTA EN MN*
(En porcentaje)



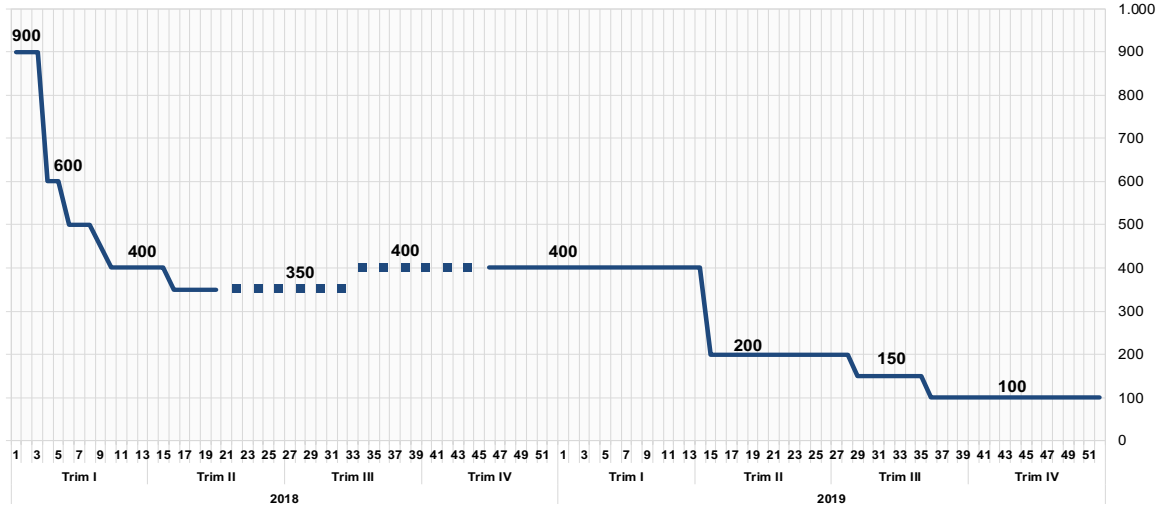
FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.1.2. OFERTA DE VALORES DE REGULACIÓN MONETARIA

La oferta de títulos en subasta tuvo un comportamiento acorde a la postura de política monetaria asumida durante la gestión: se redujo de forma gradual en tres ocasiones, cambiando su composición hacia el corto plazo a fin de adecuar los vencimientos a periodos de descensos estacionales de la liquidez.

La oferta de títulos se situó en Bs400 millones hasta la primera semana de abril cuando, en previsión a la disminución estacional de la liquidez en este mes, se redujo a Bs200 millones; en la tercera semana de julio se registró una nueva reducción a Bs150 millones y desde la primera semana de septiembre se fijó en Bs100 millones (Gráfico 2.15).

GRÁFICO 2.15: *OFERTA DE VALORES DE REGULACIÓN MONETARIA EN SUBASTA*
(En millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

En enero, la composición de la oferta de títulos fue modificada privilegiando el corto plazo con el propósito de trasladar vencimientos al mes de abril, manteniendo en menor proporción letras reclamables a 182 y 273 días. A partir de febrero y hasta finalizar la gestión, toda la oferta se concentró en letras a 91 días (Cuadro 2.7).

CUADRO 2.7: *OFERTA SEMANAL DE TÍTULOS DE REGULACIÓN MONETARIA*
(En millones de bolivianos)

Plazos	2018	2019			
	IV-Trim	I-Trim	II-Trim	III-Trim	IV-Trim
91 días		400	200	100	100
182 días	300				
273 días	100				
Oferta total	**400**	**400**	**200**	**100**	**100**

FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTA: Corresponde a la oferta de la última semana de cada trimestre

2.2.1.3. RESCATE ANTICIPADO DE VALORES RECLAMABLES

Los valores con opción de rescate anticipado fueron emitidos con el propósito de que el BCB disponga de una opción adicional para mejorar su capacidad de inyectar liquidez en muy corto plazo a la economía cuando sea requerido. En este sentido, ante el descenso estacional de la liquidez previsto para el mes de abril debido a los pagos por obligaciones tributarias, el Ente Emisor determinó rescatar anticipadamente valores con estas características.[33] Así, el 18 de abril se rescataron 11 series de letras con plazos de emisión de 182 y 273 días por un monto total de Bs600 millones, recursos que permitieron incrementar los fondos prestables de las EIF.

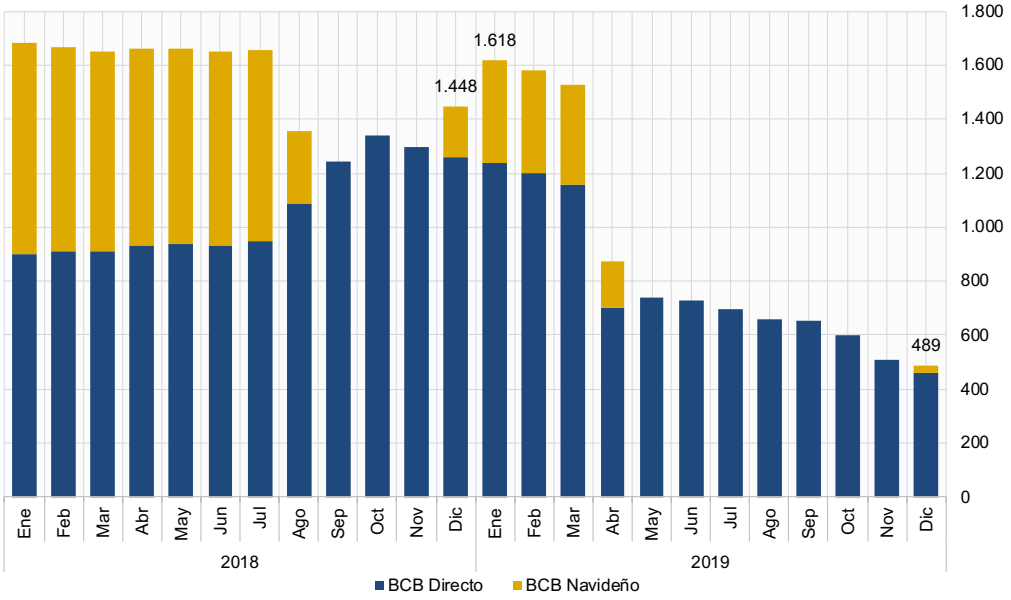
2.2.1.4. VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS A PERSONAS NATURALES

En la gestión 2019, el saldo de títulos directos alcanzó Bs489 millones, compuesto principalmente por los bonos BCB-Directo (Gráfico 2.16). Durante la gestión se realizaron modificaciones a las características de estos bonos en dos oportunidades: la primera se implementó el 1 de febrero, reduciendo el límite máximo de compra de valores de 100 a 50 valores por comprador y manteniendo los plazos de 91, 182 y 364 días con tasas de 3,5% 4,0% y 5,0%, respectivamente. Una segunda modificación se realizó a partir del 10 de mayo de 2019, con un recorte de las tasas de rendimiento en 100pb a 2,5% 3,0% y 4,0%, respectivamente.

A partir del 16 de diciembre de 2019 se inició la oferta del bono BCB Navideño 2019-2020, título vendido a rendimiento con un valor unitario de Bs1.000 y a un único plazo de 119 días, con el objeto de captar recursos provenientes de ingresos extraordinarios percibidos a fin de año para desplazar el gasto que implican a los meses de abril y mayo de la siguiente gestión, meses en los que la demanda tiene un componente mayor de producción nacional (en diciembre las compras son mayoritariamente por bienes importados) y, además, se registran caídas estacionales de la liquidez en el sistema financiero por pago de impuestos. La tasa de rendimiento para este bono fue de 4,5%, con un límite máximo de compra de 50 valores, equivalente a Bs50.000.

33 Los valores del BCB con opción de rescate anticipado tienen un periodo de protección de 91 días, posterior a este lapso el BCB puede ejercer la opción de rescate a precio de curva en cualquier momento durante la vigencia del valor.

GRÁFICO 2.16: *TÍTULOS DIRECTOS*
(Saldos en millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

Durante 2019, el número de compradores de valores de venta directa (bonos BCB) fue de 27.648, inferior en 36% al de la gestión pasada (43.352 compradores); el plazo de mayor preferencia fue de 364 días. Las ventas del Agente Colocador (Banco Unión S.A.), representaron el 79% (Bs757millones) de las colocaciones totales (Bs956 millones), con alcance en todos los departamentos del país (Cuadro 2.8).

CUADRO 2.8: *COLOCACIONES BRUTAS Y CANTIDAD DE CLIENTES DE BONOS BCB A NIVEL NACIONAL POR COLOCADOR*
(En millones de bolivianos y número de clientes)

Departamento	Monto		Clientes		Total	
	BCB	Agente colocador	BCB	Agente colocador	Monto	Clientes
La Paz	200	469	6.227	13.414	669	19.641
Cochabamba		105		2.992	105	2.992
Santa Cruz		61		1.669	61	1.669
Oruro		42		1.163	42	1.163
Potosí		38		1.067	38	1.067
Tarija		26		696	26	696
Chuquisaca		14		355	14	355
Beni		2		38	2	38
Pando		1		27	1	27
Total	200	757	6.227	21.421	956	27.648

FUENTE: Banco Central de Bolivia

La colocación de valores de venta directa alcanzó a ciudades capitales, intermedias y menores. En las ciudades intermedias destacaron Cliza, Quillacollo, Caranavi, Viacha, Uyuni, Tupiza, Montero y Bermejo; mientras que entre las ciudades menores destacaron Camargo, Padilla, Coroico, Guanay, Copacabana, Atocha, Porco, Comarapa, Puerto Suarez y Caraparí.

2.2.2. DISMINUCIÓN DEL ENCAJE LEGAL REQUERIDO Y CONSTITUCIÓN DEL FONDO CPVIS III

En abril de 2019, se redujo en 15pp la tasa de encaje en títulos para ME de 33% a 18% para depósitos a la vista, en caja de ahorros y DPF de 30 hasta 720 días y de 25% a 10% para DPF mayores a 720 días (Cuadro 2.9). Con los recursos liberados se constituyó el fondo CPVIS III por $us491 millones, equivalente a Bs3.369 millones. Cabe destacar que las EIF pueden solicitar préstamos en MN al BCB a una tasa de interés de 0% para incrementar su cartera regulada utilizando como garantía sus recursos en este fondo. En consecuencia, el BCB otorgó préstamos netos por Bs2.826 millones con garantía de este fondo en 2019.

CUADRO 2.9: *TASAS DE ENCAJE LEGAL*
(En porcentaje)

	2018	2019
MONEDA NACIONAL Y UFV		
Efectivo	6,0	6,0
Títulos	5,0	5,0
MONEDA EXTRANJERA Y MVDOL		
Efectivo	13,5	13,5
Títulos		
Vista, caja de ahorros y DPF de 30 hasta 720 días	33,0	18,0
DPF> a 720 días	25,0	10,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.2.3. *AMPLIACIÓN DEL FONDO PARA CRÉDITOS DESTINADOS AL SECTOR PRODUCTIVO Y DE VIVIENDA DE INTERÉS SOCIAL II (CPVIS - II)*

Las modificaciones realizadas a la normativa relacionada con el fondo CPVIS II determinaron nuevas facilidades de recursos en MN para las EIF. Este fondo, constituido en 2018 con recursos liberados por la reducción de la tasa de encaje legal en ME y aportes voluntarios de las EIF, tenía fecha de vencimiento el 31 de mayo de 2019; no obstante, debido a las ventajas que ofrecía, el BCB decidió ampliar su vigencia.

En efecto, en enero de 2019, se amplió la fecha de vigencia del fondo CPVIS II hasta el 30 de junio de 2020 y se autorizó a las EIF a realizar aportes voluntarios hasta el 1 de marzo de 2019 solamente si los recursos en ME provenían de sus cuentas en el exterior. Asimismo, se decidió mantener la característica de que en cualquier momento las EIF puedan solicitar al BCB la devolución parcial o total de su participación en el fondo que no esté garantizando créditos de liquidez en MN.

En febrero, nuevamente se amplió el plazo para realizar nuevos aportes voluntarios hasta el 31 de mayo de 2019, únicamente con recursos en ME provenientes de sus activos en el exterior. Los nuevos aportes no tenían que exceder el saldo total de los activos en el exterior de cada EIF al 15 de febrero de 2019. Además, comprendidos en las cuentas de disponibilidades e inversiones financieras en el exterior. Asimismo, se permitió la devolución de los nuevos aportes en el exterior sin el cobro por parte del BCB de la comisión de transferencias de fondos al exterior para el sistema financiero. Esta medida complementó el descenso de los límites para inversiones en el exterior (ver sección 2.2.6), facilitando que las EIF puedan transferir a este fondo los recursos excedentarios que mantenían en el exterior y facilitando recursos en MN para canalizarlos al crédito interno sin pérdida del diferencial cambiario.

En julio se amplió por tercera vez el plazo para hacer aportes voluntarios hasta el 30 de septiembre de 2019 y, finalmente, en octubre se amplió este plazo hasta el 28 de febrero de 2020; además de la vigencia del fondo hasta el 30 de junio de 2021.

Hasta fines de la gestión 2019 se constituyeron aportes voluntarios netos por $us567 millones (Bs3.893 millones) y el crédito neto al sistema financiero con garantía de este fondo alcanzó Bs6.148 millones ($us896 millones).

2.2.4. *OPERACIONES DE REPORTO Y CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL*

A causa del deterioro de las condiciones de liquidez y las tensiones en el mercado monetario entre octubre y noviembre de 2019, a partir del 7 de noviembre el BCB amplió los colaterales admitidos en operaciones de reporto en moneda nacional. A partir de esa fecha, además de valores públicos, el BCB aceptó DPF[34] en moneda nacional emitidos a personas jurídicas hasta el 31 de agosto de 2019. Estos títulos debían ser emitidos por EIF con licencia de funcionamiento de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) y con calificación de riesgo del emisor AAA y AA1.[35]

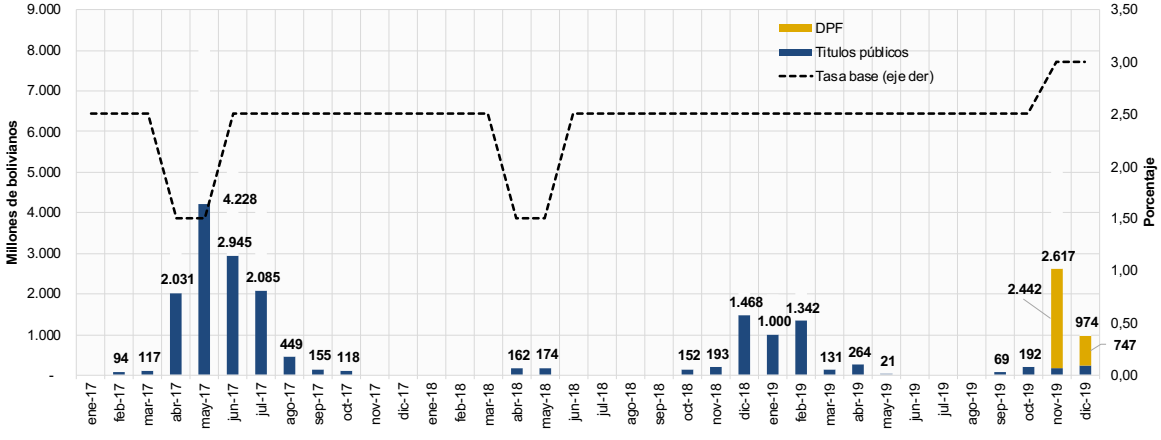
34 DPF con pago de interés único y al vencimiento. No incluye DPF con pago de cupones ni DPF con pago de intereses por anticipado.
35 La calificación corresponde a la última disponible. En caso de discrepancia entre las calificadoras, se toma en cuenta la más baja.

Se amplió también el plazo para operaciones de reporto en moneda nacional de 15 a 45 días. Los reportos se ofrecieron a través de los mecanismos de subasta y "primero llegado, primero servido", adjudicando en el primer caso de títulos públicos a tasas competitivas o en el caso de DPF a tasas penalizadas. Se dieron también los incentivos para evitar solicitudes que no correspondieran a necesidades de liquidez con la reducción gradual de la oferta, de Bs600 millones a Bs200 millones inicialmente y desde la segunda semana de diciembre se redujo a Bs150 millones.

La tasa base de reportos ofrecida por el BCB se mantuvo en 2,5% durante gran parte del año, incrementándose hasta un 3,0% a partir del 7 de noviembre (Gráfico 2.17), fecha coincidente con la ampliación de los colaterales admitidos en operaciones de reporto en MN. El incremento en la tasa base, junto a la reducción de la oferta, tuvo el objetivo de evitar posibles arbitrajes, dado que los valores públicos colocados por el TGN presentaron incrementos en sus tasas.

En la gestión se registraron operaciones de reporto con el BCB por Bs6.610 millones, 52% de las cuales se realizaron utilizando como colaterales tanto títulos públicos y el restante 48% utilizando títulos de emisores privados. Este monto fue tres veces mayor al registrado en 2018 (Bs2.151 millones), reflejando la necesidad de liquidez de las EIF a lo largo del año. Cabe destacar que, luego de alcanzar el monto mensual más alto solicitado en operaciones de reporto se registró en noviembre de 2019 (Bs2.617 millones), en el mes de diciembre estas se redujeron a medida que los depósitos retornaron a las EIF y las condiciones de liquidez se fueron normalizando.

GRÁFICO 2.17: *OPERACIONES DE REPORTO EN MONEDA NACIONAL POR TIPO DE COLATERAL ADMITIDO*
(En millones de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTA: La tasa base corresponde a la registrada en el último día de cada mes.

Las operaciones de crédito con garantía de los recursos depositados en el Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (RAL) son otro mecanismo de corto plazo que utiliza la Autoridad Monetaria para proveer liquidez al sistema financiero. En MN se alcanzó un total de Bs4.880 millones, tres veces más con respecto al monto registrado en 2018 (Bs1.592 millones), debido principalmente a operaciones efectuadas para hacer frente a retiros imprevistos de depósitos de clientes por parte de dos entidades bancarias importantes. Por su parte, la demanda de créditos de liquidez en ME alcanzó a $us299 millones, monto superior a los $us16 millones de 2018, como medida precautoria ante retiros de efectivo por parte de los clientes. Estas operaciones se concentraron en el último trimestre del año, con un 72% y un 43% del total de créditos otorgados tanto en MN como en ME, respectivamente.

2.2.5. *DECISIÓN DE EJECUCIÓN DEL PROGRAMA FISCAL FINANCIERO 2019*

El 25 de febrero de 2019 se firmó la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal – Financiero 2019 entre las máximas autoridades del BCB y el MEFP. En este documento se determinó que las políticas fiscal y monetaria continuarían orientadas a mitigar los efectos adversos de los ciclos económicos como se hizo en los últimos años, sosteniendo el dinamismo de la actividad económica y los programas de protección social. El acuerdo

estableció una meta de crecimiento de alrededor de 4,5% y un rango de inflación entre 3% y 5% (centrado en 4%). La inflación fue revisada a la baja en julio de 2019, a 3,5% dentro de un rango entre 2,5% y 4%.

2.2.6. LÍMITES PARA INVERSIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS

En 2019 se redujeron los límites a las inversiones en el exterior de las compañías de seguros, de los bancos y de los fondos de inversión con el propósito de incrementar la liquidez disponible. Los nuevos límites responden a características propias de cada sector según el siguiente detalle:

- **Compañías de seguros.** El 8 de enero de 2019, el BCB disminuyó el límite máximo para las inversiones en el exterior de 10% a 7%. La APS estableció que las entidades aseguradoras adecúen sus inversiones en valores de emisores constituidos en el extranjero al porcentaje establecido hasta el 30 de junio de 2019.

- **Bancos.** El 27 de marzo de 2019, la ASFI disminuyó el límite a las inversiones en el exterior de los bancos de 25% a 15% del capital regulatorio. Para el cómputo de este límite, se consideran las inversiones en depósitos a plazo y en títulos valores en el exterior, además de la cuenta de bancos y corresponsales en el exterior. Esta medida fue complementada con la ampliación del fondo CPVIS II permitiendo a las EIF realizar aportes voluntarios con recursos provenientes de sus cuentas en el exterior (ver sección 2.2.3). De este modo, ingresaron aproximadamente el equivalente a Bs750 millones para que las entidades financieras puedan intermediar al crédito en MN.

- **Fondos de inversión.** El 27 de marzo de 2019, la ASFI determinó un límite de 5% para inversiones en el extranjero en los nuevos fondos de inversión, en tanto que para los fondos ya constituidos el límite máximo se estableció en el porcentaje alcanzado y reportado al 27 de marzo de 2019. Esta medida, al mismo tiempo que evitó las transferencias al exterior, contribuyó a una mayor disponibilidad de fondos susceptibles de ser canalizados a la actividad económica interna.

2.2.7. INVERSIÓN DE RECURSOS DEL FINPRO EN EL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL

Mediante Ley Nº 1206 de Modificación al PGE 2019 se propició la inyección de liquidez al sistema financiero permitiendo que los recursos del FINPRO pendientes de desembolsos, que se encontraban depositados en el BCB, puedan invertirse en entidades del sistema financiero. En su disposición adicional sexta, párrafo II, la citada ley establece que “los recursos del FINPRO, entre tanto se encuentren pendientes de ser utilizados a los fines de su creación, podrán ser invertidos en operación de depósito en el sistema financiero nacional y sus rendimientos incrementarán dichos recursos”. La medida permitió incrementar la liquidez en Bs2.398 millones entre octubre y diciembre de 2019.

2.3. IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

El BCB tuvo un papel determinante en la provisión de liquidez al sistema financiero, aspecto que permitió mantener la cadena de pagos internos y externos, contener las expectativas de los agentes económicos y recuperar su confianza en el sistema financiero que se reflejó en el retorno de los depósitos después de los conflictos de octubre-noviembre de 2019. El BCB inyectó recursos por Bs20.708 millones, destacándose los importantes montos del segundo y cuarto trimestre (Cuadro 2.10).

CUADRO 2.10: *INYECCIÓN DE RECURSOS AL SISTEMA FINANCIERO*
(En millones de bolivianos)

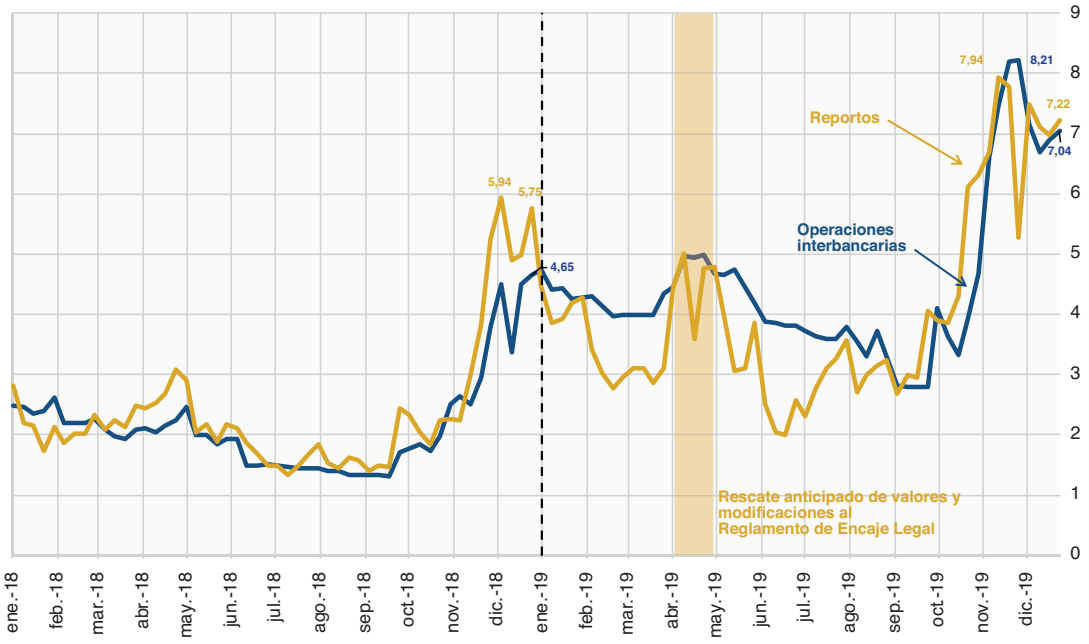
	Total 2018	2019 I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	Total 2019
Encaje legal requerido	**2.331**		**3.369**			**3.369**
Reducción de la tasa ME - CPVIS II	2.331					0
Reducción de la tasa ME - CPVIS III			3.369			3.369
Aportes voluntarios netos CPVIS II	**1.815**	**248**	**1.040**	**470**	**319**	**2.077**
Aportes voluntarios netos	1.815	248	1.040	470	319	2.077
Redención neta de OMA	**1.124**	**-50**	**1.400**	**105**	**169**	**1.624**
d/c redención anticipada	516		601			601
d/c redención neta particulares	-66	-81	802	73	165	959
	0					
Inyecciones de largo plazo	**5.270**	**198**	**5.809**	**575**	**488**	**7.070**
Reportos (colocaciones)	2.151	2.472	285	69	3.783	6.609
d/c repos con DPF					3.189	3.189
Préstamos brutos con garantía del fondo RAL	2.732	989	854	779	4.406	7.029
Inyecciones de corto plazo	**4.883**	**3.461**	**1.139**	**849**	**8.189**	**13.638**
TOTAL INYECCIONES	**10.153**	**3.659**	**6.948**	**1.424**	**8.677**	**20.708**

FUENTE: Banco Central de Bolivia

2.4 TASAS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

El conjunto de medidas relacionadas con el rescate anticipado de letras reclamables, la modificación del reglamento de encaje legal acompañado de los desembolsos de préstamos en MN con garantía de los fondos CPVIS II y III, condujeron a que entre enero y septiembre de 2019 las tasas interbancarias y de reportos negociados en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) tendieran a la baja. Al iniciar el último trimestre del año, la incertidumbre política y social asociada al proceso electoral repercutió en importantes retiros de depósitos por parte del público, desaceleración de la cartera crediticia y compras sustanciales de divisas al BCB por parte del sistema financiero y del público al sistema financiero. Como resultado, los niveles de liquidez disminuyeron notoriamente y el mercado monetario enfrentó fuertes tensiones que presionaron a incrementos sustanciales de las tasas interbancarias y de reportos pactadas (Gráfico 2.18). En este contexto y como se explicó previamente, a partir de noviembre de 2019, el BCB comenzó a aceptar DPF como colaterales en operaciones de reporto en MN, medida que logró restablecer gradualmente los niveles de liquidez en el sistema financiero y conducir favorablemente las expectativas de los agentes del mercado monetario.

GRÁFICO 2.18: *TASA PACTADA DE OPERACIONES INTERBANCARIAS Y DE REPORTOS EN LA BBV EN MN*
(En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

3. POLÍTICA CAMBIARIA

En un contexto externo de fortalecimiento del dólar, pese a las mejores condiciones financieras internacionales para la región, las monedas de los países sudamericanos se depreciaron por la guerra comercial entre EE.UU. y China y los conflictos sociales y políticos internos, a diferencia de la estabilidad cambiaria en Bolivia.

El BCB atendió con normalidad las solicitudes de dólares por parte de las entidades de intermediación financiera, las cuales se exacerbaron en octubre-noviembre en medio de los problemas políticos y sociales. La atención oportuna contribuyó a restablecer la calma y la demanda de ME redujo considerablemente en diciembre. La política de estabilidad cambiaria coadyuvó a mantener baja la inflación y a sostener el proceso de bolivianización de la economía.

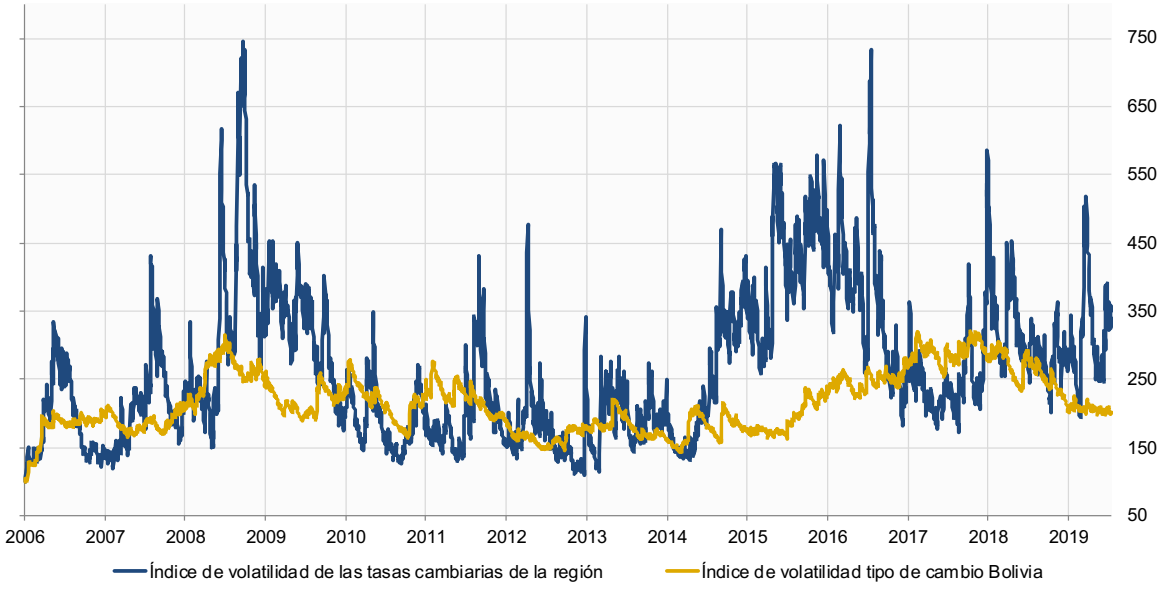
En 2019, la moneda nacional se depreció en términos reales debido a los bajos niveles de inflación en el país con relación a los de los socios comerciales, pese a la depreciación nominal de sus monedas. El tipo de cambio real no mostró desalineamientos con respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo.

El BCB modificó, de manera precautoria, el reglamento de posición de cambios para que las EIF no tengan que ajustar sus posiciones cortas comprando ME. Adicionalmente, aprobó una reducción de la comisión por transferencias al exterior para facilitar los desembolsos externos al sector privado.

3.1. ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN 2019

Los movimientos en las paridades cambiarias en la región estuvieron principalmente dominados por la incertidumbre generada por la guerra comercial entre EE.UU. y China, y los conflictos de orden social y político internos de cada país. Ambos factores determinaron cambios de posiciones a activos denominados en dólares, una conducta común cuando los agentes se desenvuelven en ambientes de incertidumbre. En especial, durante el segundo semestre, a pesar de la disminución de la tasa de la FED, las pérdidas de las monedas frente al dólar estadounidense se manifestaron en una volatilidad más alta de sus mercados cambiarios, señal de una percepción de mayor riesgo, determinando en algunos casos la intervención de sus bancos centrales (Gráfico 2.19).

GRÁFICO 2.19: *ÍNDICE DE VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE LA REGIÓN Y DE BOLIVIA*

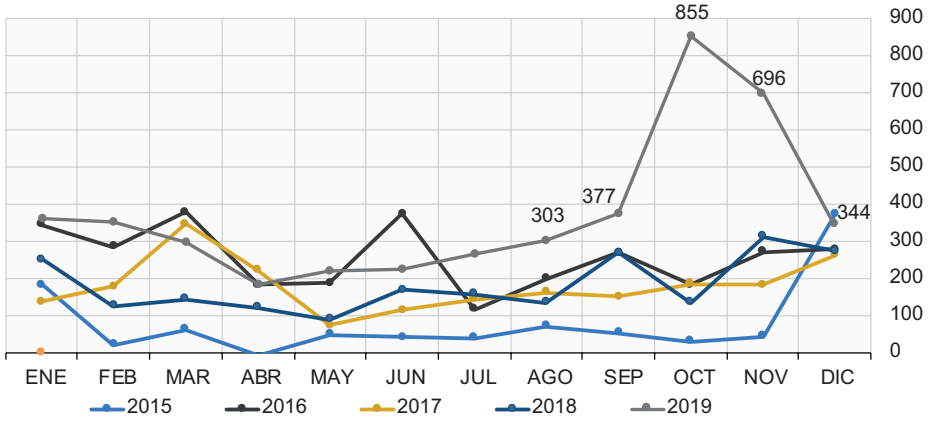


FUENTE: *Bloomberg Finance L.P* - Banco Central de Bolivia
NOTA: Índice de volatilidad estimado a partir de la volatilidad estimada con modelos Garch de los tipos de cambio de Brasil, Chile, Colombia, Uruguay, Perú y Paraguay

En el país, las expectativas al alza de la paridad cambiaria del boliviano con respecto al dólar, motivadas por el cierre de la ventanilla de venta directa de dólares del BCB al público en noviembre de 2018, se mantuvieron hasta inicios de 2019. En enero de 2019 el BCB modificó, de manera precautoria, el reglamento de posición de cambios de la siguiente forma: i) la posición larga (activos menos pasivos) en ME, MVDOL y OME, se redujo del 60% al 50% del valor del patrimonio contable y ii) la posición corta (pasivos menos activos) en ME, MVDOL y OME, se incrementó del 40% a 50% del valor del patrimonio contable. . Esto último redujo presiones en gran parte de las EIF que se encontraban en posición corta y, en ocasiones, compraban ME para no superar el límite. Además, a partir de marzo, el BCB inició la venta de dólares a las casas de cambio supervisadas por la ASFI a través del BUN, lo que permitió atenuar dichas expectativas.

Posteriormente, producto de los conflictos sociales y políticos derivados del período pre y post electoral, el mercado cambiario mostró una mayor demanda de dólares; entre octubre y noviembre, las ventas de dólares de las EIF al público sumaron $us1.551 millones en términos netos (Gráfico 2.20), nivel muy superior al transado en similares meses de años anteriores. El público en general fue el principal demandante de dólares ($us1.730 millones), reflejado a través de las compras netas de clientes estándar, mientras que, por el contrario, los clientes preferenciales realizaron ventas netas ($us179 millones). Una vez que la situación social y política fue restablecida, la demanda de dólares se normalizó en diciembre.

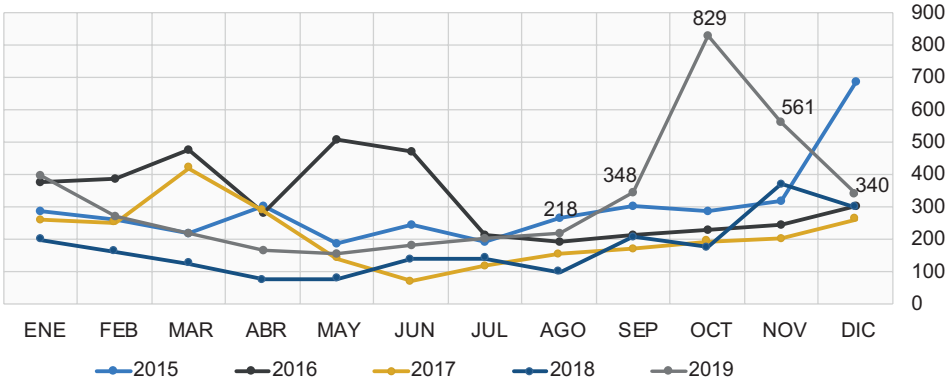
GRÁFICO 2.20: *VENTAS NETAS DE ME DE LAS EIF AL PÚBLICO*
(Flujos mensuales en millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

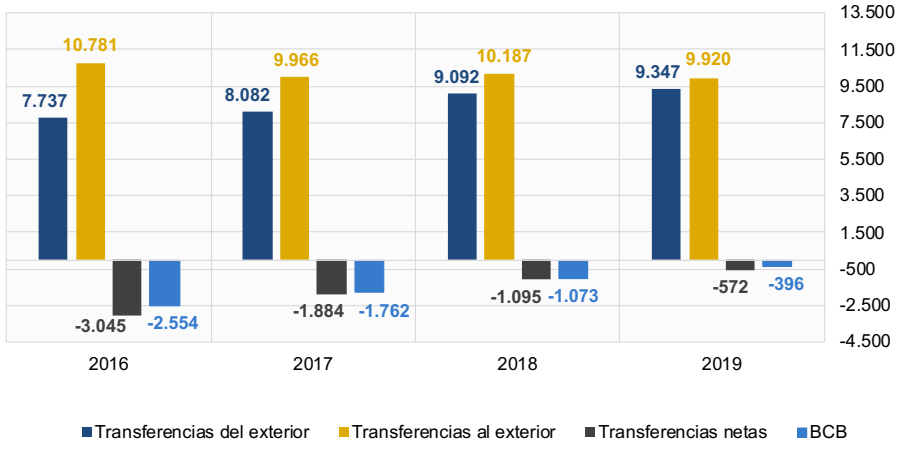
Como consecuencia de este panorama, entre octubre y noviembre, las ventas de dólares del BCB a las EIF alcanzaron a $us1.390 millones (Gráfico 2.21). Las transferencias netas al exterior, solicitadas por las EIF al BCB a lo largo de la gestión, alcanzaron a $us396 millones, importe por debajo de los observados en gestiones pasadas por el aumento de las transferencias del exterior y menores transferencias al exterior realizadas por los clientes de las EIF (Gráfico 2.22).

GRÁFICO 2.21: *VENTA DE DIVISAS DEL BCB A LAS EIF*
(Flujos mensuales, en millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

GRÁFICO 2.22: *TRANSFERENCIAS DE DÓLARES DEL Y AL EXTERIOR DE CLIENTES DE LAS EIF Y DEL BCB*
(Flujo en millones de dólares)

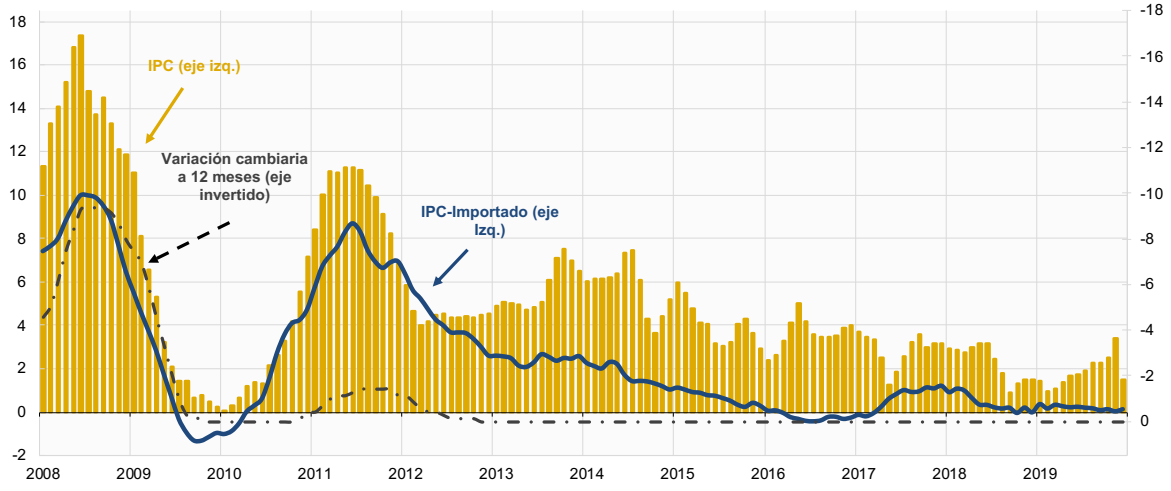


FUENTE: Banco Central de Bolivia

Adicionalmente, dado el contexto de condiciones financieras internacionales más favorables y en la medida que la necesidad de liquidez interna se vaya complementando con recursos externos, el BCB aprobó una reducción de la comisión por transferencias al exterior de 2,0% a 0,1% para el servicio de deuda cuando los recursos externos sean desembolsados a través del BCB. Esta medida se aplica a partir de enero 2020.

Cabe destacar que la política de estabilidad del tipo de cambio contribuyó a que la inflación importada se mantenga baja, lo cual contribuyó a la estabilidad del nivel de precios internos, aspecto que posibilitó la continuidad de la postura expansiva de la política monetaria (Gráfico 2.23).

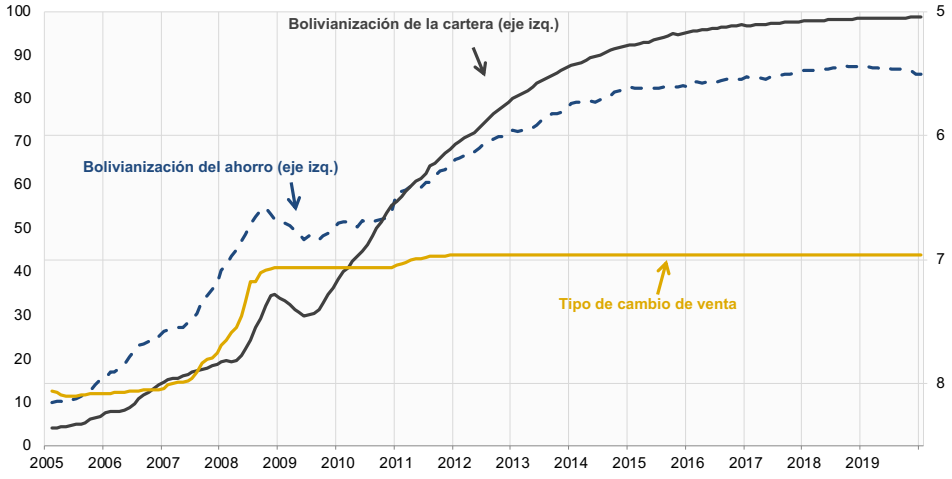
GRÁFICO 2.23: *TIPO DE CAMBIO, INFLACIÓN ANUAL E IMPORTADA*
(Variaciones interanuales en porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - INE

Asimismo, la estabilidad cambiaria continuó siendo determinante para sostener la bolivianización de la economía. En efecto, la política de tipo de cambio, conjuntamente con otras medidas como la política de encaje legal diferenciado por monedas que incentiva las captaciones y el crédito en moneda nacional, mantuvo el predominio de la moneda doméstica como unidad de cuenta, medio de cambio y depósito de valor. El protagonismo de la moneda local en la economía contribuyó a la estabilidad del sistema financiero y efectividad de las políticas económicas (Gráfico 2.24).

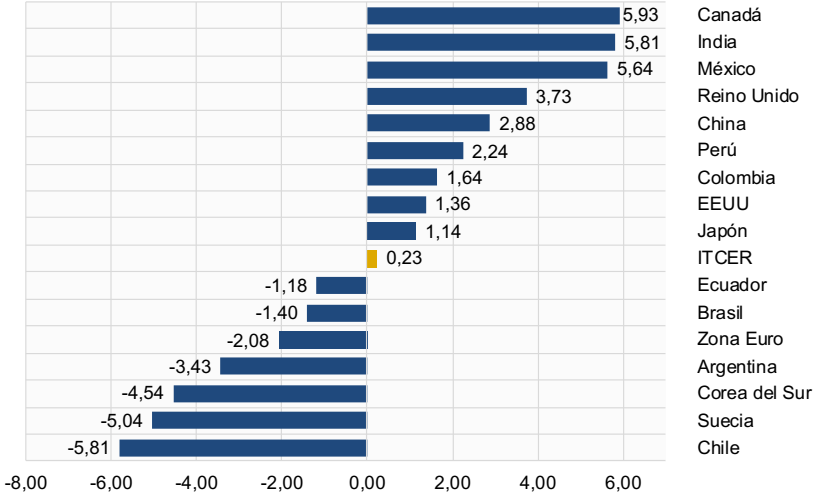
GRÁFICO 2.24: *TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y BOLIVIANIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO*
(En bolivianos por dólar y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

En términos reales, pese a la depreciación de las monedas de los socios comerciales frente al dólar en el segundo semestre que contrasta con la estabilidad de la política cambiaria en el país, el boliviano registró una depreciación en el año de 0,23%. Este resultado se explicó esencialmente por la baja inflación nacional (Gráfico 2.25).

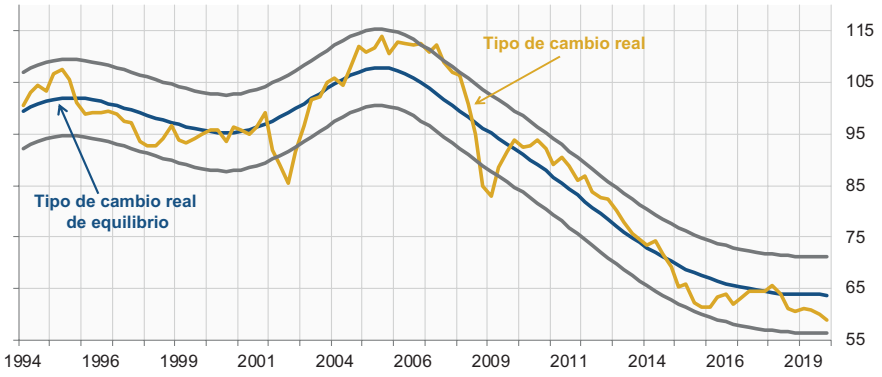
GRÁFICO 2.25: *APRECIACIÓN/DEPRECIACIÓN REAL DEL BOLIVIANO CON RESPECTO A LAS MONEDAS DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES 2019[1]*
(En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia y *Bloomberg Finance L.P*
NOTA: [1] Con respecto al 31 de diciembre de 2018

A pesar de la volatilidad en los mercados cambiarios de los socios comerciales, la orientación de la política cambiaria, se ha llevado a cabo sin desalineamientos persistentes del tipo de cambio real con relación al nivel determinado por sus fundamentos (Gráfico 2.26).

***GRÁFICO 2.26**: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL Y TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO ESTIMADO[1]*
(En puntos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTA: [1] ITCER, agosto de 2003=100
Los determinantes del tipo de cambio real de equilibrio son los términos de intercambio, la política comercial aproximada por la apertura comercial y el gasto público

4. CRÉDITOS Y TRANSFERENCIAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA AL SECTOR PÚBLICO

En el marco de las disposiciones legales vigentes, en la gestión 2019 el BCB continuó otorgando financiamiento a las EPNE para apoyar la inversión productiva y la industrialización de recursos naturales.

El FINPRO continuó con el financiamiento a empresas públicas y otras con participación mayoritaria del Estado. El fideicomiso administrado por el FNDR concluyó en 2019 con la canalización de recursos para financiar las contrapartes de los proyectos de inversión pública de gobiernos autónomos departamentales y municipales.

4.1. CRÉDITOS AL TESORO GENERAL DE LA NACIÓN

En el marco de lo establecido en el artículo 22 de la Ley Nº 1670 del BCB se otorgó de forma extraordinaria dos créditos al TGN, los cuales fueron desembolsados en su totalidad: Bs1.400 millones para atender necesidades impostergables por la presencia de fenómenos climáticos adversos declarados mediante Decreto Supremo Nº 3812 y Bs2.800 millones para atender necesidades transitorias de liquidez. Adicionalmente, se desembolsaron recursos para los proyectos de construcción, implementación y administración del Sistema de Transporte por Cable (Mi Teleférico) en las ciudades de La Paz y El Alto y la construcción del Sistema de Transporte Férreo en el tramo Montero - Bulo Bulo por Bs1.329 millones, totalizando Bs5.529 millones. El TGN, por su parte, efectuó amortizaciones por Bs343 millones a capital y Bs60 millones por intereses.

4.2. CRÉDITOS A LAS EMPRESAS PÚBLICAS NACIONALES ESTRATÉGICAS (EPNE)

Cumpliendo con su mandato constitucional y leyes del Estado,[36] el BCB desembolsó a las EPNE Bs3.148 millones en 2019 (Cuadro 2.11), de los cuales Bs1.850 millones correspondieron a la Empresa Nacional de Electricidad, Bs1.275 millones a Yacimientos de Litio Bolivianos y Bs23 millones a la Empresa Boliviana de Industrialización de Hidrocarburos. Los pagos a capital alcanzaron a Bs1.207 millones durante 2019, destacó Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos con un importe amortizado de Bs891 millones.

CUADRO 2.11: *CRÉDITOS DEL BCB A LAS EPNE – AL 31 DE DICIEMBRE DE 2019*
(En millones de bolivianos)

	2019	
	Desembolsos	**Pago de principal**
YPFB	-	891
EBIH	23	-
ENDE	1.850	230
YLB	1.275	64
EASBA	-	21
TOTAL	**3.148**	**1.207**

FUENTE: Banco Central de Bolivia

4.3. RECURSOS DEL FONDO PARA LA REVOLUCIÓN INDUSTRIAL PRODUCTIVA (FINPRO)

El FINPRO continuó financiando emprendimientos productivos a empresas con participación estatal. Durante 2019 desembolsó Bs936 millones y recibió Bs147 millones por amortizaciones. Los recursos fueron dirigidos principalmente a emprendimientos de la industria de insumos para la construcción, industria de vidrio, alimentos, minería y metalurgia y turismo, entre los que destacan:

- **Insumos para la construcción:** ECEBOL, para la producción de cemento en los departamentos de Oruro y Potosí.
- **Minería y metalurgia:** Colquiri, para la construcción de la nueva planta de concentración de minerales de estaño y zinc.

36 Leyes del Presupuesto General del Estado 2009 - 2019 y sus modificaciones.

- **Industria de alimentos:** LACTEOSBOL, para las plantas procesadoras de lácteos en los departamentos del Beni y Cochabamba y plantas liofilizadoras de frutas en los departamentos de La Paz y Cochabamba; EMAPA, para la implementación de un complejo piscícola en el trópico de Cochabamba.
- **Industria de vidrio:** ENVIBOL, para una planta de envases de vidrio en Chuquisaca.
- **Turismo:** BoA, para el incentivo al desarrollo turístico a través de la mejora en la disponibilidad de flotas de aeronaves.

4.4. TRANSFERENCIA DEL BCB PARA EL PAGO DEL BONO JUANA AZURDUY

En 2019, en el marco del Decreto Supremo Nº 066/2009, el BCB transfirió al TGN Bs147millones para el financiamiento del bono Juana Azurduy, con recursos provenientes de los rendimientos generados por la inversión de las RIN administradas por el BCB (ver sección 5.5). Cabe recordar que este beneficio tiene el propósito de reducir la mortalidad materna-infantil y la desnutrición crónica en niños menores de dos años que no cuentan con el seguro social de corto plazo.

4.5. CRÉDITO DEL BCB PARA LA CONSTITUCIÓN DE UN FIDEICOMISO PARA EL FINANCIAMIENTO DE CONTRAPARTES LOCALES DE LOS GOBIERNOS AUTÓNOMOS DEPARTAMENTALES Y MUNICIPALES

Mediante Ley Nº 742 de 30 de septiembre de 2015, el Órgano Ejecutivo (a través del MEFP y el MPD) coordinó la constitución de un fideicomiso para garantizar la ejecución de proyectos de inversión pública de los gobiernos autónomos departamentales y municipales,[37] con el objetivo de facilitarles el acceso a recursos para financiar las contrapartes de los proyectos de inversión pública (proyectos de infraestructura, obras públicas, servicios básicos y productivos) que sean concurrentes con el nivel central del Estado y que cuenten con financiamiento externo.

El préstamo especial, aprobado por la Autoridad Monetaria, para la constitución del citado fideicomiso alcanzó a Bs3.180 millones y tuvo la participación del Ministerio de Planificación del Desarrollo como fideicomitente y del Fondo Nacional de Desarrollo Regional (FNDR) como fiduciario. Los recursos podían ser utilizados hasta el 31 de diciembre de 2019 y hasta esa fecha se desembolsaron Bs3.014 millones (95% del total), de los cuales Bs634 millones correspondieron a la gestión 2019 (Bs460 millones a gobernaciones departamentales y Bs174 millones a gobernaciones municipales). Los gobiernos departamentales y municipales beneficiarios de los créditos del fideicomiso continuaron realizando amortizaciones según el cronograma de pagos: en 2019 el BCB recibió del FNDR un monto de Bs194 millones por pagos a capital y Bs21 millones por pago de intereses. Asimismo, la fecha límite para efectuar desembolsos con estos recursos culminó el 31 de diciembre de 2019, por lo que los recursos no desembolsados hasta esa fecha se consideran descomprometidos.

37 La Ley Nº 742, de modificación al Presupuesto General del Estado 2015, de 30 de septiembre de 2015, autorizó al BCB conceder un crédito de hasta Bs3.180 millones al fideicomiso establecido para el financiamiento de contrapartes locales de los gobiernos autónomos departamentales a un plazo de 20 años. La Ley Nº 840 de 27 de septiembre de 2016 amplió el alcance de estos créditos a los gobiernos autónomos municipales.

5. OTRAS MEDIDAS DEL BCB

5.1. GESTIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas internacionales del BCB fueron administradas con prudentes estrategias de inversión, privilegiando la seguridad y liquidez de las inversiones. Los ingresos generados por la inversión de las reservas en los mercados internacionales alcanzaron $us123 millones, equivalente a una tasa de retorno de 1,71%. Los rendimientos obtenidos se situaron por encima del retorno de sus comparadores referenciales (*benchmarks*), reflejando la adecuada administración de estos fondos.

5.2. POLÍTICAS DE INVERSIÓN EN LA ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas internacionales están constituidas por reservas monetarias y reservas de oro; a su vez, las reservas monetarias se dividen en los tramos precautorio, que tiene el objetivo de cubrir necesidades de liquidez, y el tramo de inversión, que busca diversificar la inversión e incrementar su valor.

Para atender los requerimientos de divisas del sistema financiero y del sector público, que se incrementaron notoriamente a inicios de año y principalmente durante los problemas político-sociales de los meses de octubre y noviembre (ver sección 3.1), se utilizaron recursos del tramo precautorio, cuya participación en la estructura de las reservas internacionales disminuyó de 49,7% en 2018 a 45,4% en la gestión. También se emplearon recursos del tramo de inversión, cuya participación descendió de 30,4% en 2018 a 22% en 2019 (Cuadro 2.12).

Los cambios descritos implicaron importantes transferencias de recursos del portafolio de mediano plazo de 0-5 años, del portafolio de 0-3 años y de euros, dólares canadienses, dólares australianos y renminbis chinos del portafolio global al portafolio de liquidez.

Las reservas de oro invertidas en el exterior se mantuvieron sin cambios, pero su participación se incrementó de 19,9% en 2018 a 32,6% en 2019 debido al aumento del precio del oro en el mercado internacional y la reducción del resto de activos de las reservas internacionales.

CUADRO 2.12: *ESTRUCTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES*
(En millones de dólares estadounidenses y porcentaje)

	Nivel		Estructura%	
	2018	2019	2018	2019
RESERVAS MONETARIAS	**7.141,8**	**4.339,5**	**80,1**	**67,4**
Tramo precautorio	**4.433,5**	**2.922,8**	**49,7**	**45,4**
Capital de trabajo	575,6	442,4	6,5	6,9
Portafolio de liquidez	3.336,8	2.042,9	37,4	31,7
Portafolio 0-3 años	521,1	437,5	5,8	6,8
Tramo de inversión	**2.708,3**	**1.416,6**	**30,4**	**22,0**
Portafolio mediano plazo 0-5 años	286,6	0,0	3,2	0,0
Portafolio global	2.189,5	1.185,5	24,6	18,4
Tenencias DEG	232,2	231,1	2,6	3,6
RESERVAS EN ORO	**1.771,0**	**2.095,3**	**19,9**	**32,6**
Oro	1.771,0	2.095,3	19,9	32,6
TOTAL GENERAL[1]	**8.912,9**	**6.434,8**	**100,0**	**100,0**

FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTA: [1] La diferencia de $us33,7 millones con el saldo de las RIN del BCB se origina principalmente en el tramo de reservas del FMI.

5.3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN PARA LOS PORTAFOLIOS DEL BCB

La estrategia de inversión empleada en los portafolios de las reservas fue la de incrementar la calidad crediticia y la liquidez, manteniendo una diversificación apropiada.

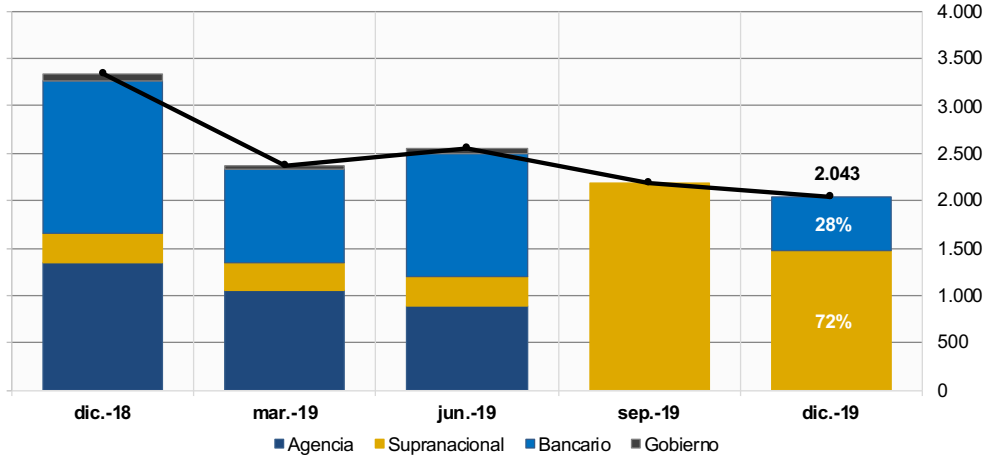
El portafolio de liquidez alcanzó $us2.043 millones, menor en $us1.294 millones al saldo de diciembre de 2018, debido a que también se efectuaron transferencias de este portafolio al de capital de trabajo para atender los requerimientos de divisas del sector público y del sistema financiero.

La estrategia principal de inversión en el portafolio de liquidez fue la de mantener una duración baja, incrementar el nivel de liquidez y privilegiar las inversiones en el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés), con el consiguiente incremento de la participación del sector supranacional hasta 72% (Gráfico 2.27).

El portafolio 0-3 años disminuyó en $us83 millones con relación a 2018, debido a transferencias al capital de trabajo para aumentar su retorno potencial a través de estrategias de duración, curvatura y *spread* con cobertura, incrementando además la seguridad de las inversiones.

El valor del tramo de Inversión disminuyó en $us1.292 millones debido a la transferencia de recursos del portafolio de mediano plazo 0-5 años y de los recursos del portafolio global al portafolio de liquidez.

GRÁFICO 2.27: *PORTAFOLIO DE LIQUIDEZ – EVOLUCIÓN DEL VALOR DE MERCADO Y ESTRUCTURA POR SECTOR*
(En millones de dólares estadounidenses y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

5.4. EL MERCADO DEL ORO Y LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS EN ORO DEL BCB

En 2019, el *stock* de las reservas de oro se mantuvo constante (42,9 toneladas), aunque el valor del portafolio se incrementó en $us324 millones por el aumento del precio internacional del oro relacionado con una mayor demanda del metal precioso como activo de refugio y de inversión. El portafolio está invertido en los sectores bancario y supranacional; la exposición por país muestra participaciones de bancos franceses (35%), del Reino Unido (23%), de Estados Unidos (23%) y de entidades supranacionales (19%).

5.5. INGRESOS Y RENDIMIENTOS OBTENIDOS EN LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS

En la gestión 2019 se generaron ingresos por $us123 millones por la inversión de las reservas internacionales, equivalente a una tasa de retorno de 1,71% (Cuadro 2.13). Como ya se explicó previamente, con parte de estos ingresos, el BCB efectúa el pago de la totalidad del bono Juana Azurduy, que hasta 2019 ha beneficiado a más de dos millones de madres y niños.

Las reservas monetarias generaron ingresos por $us120 millones, equivalente a una tasa de retorno de 2,21%, mientras que las reservas de oro tuvieron un ingreso de $us3,4 millones, equivalente a una tasa de rendimiento de 0,20%. Cabe hacer notar que las tasas de depósitos de oro para 6 y 12 meses se redujeron debido a que las entidades financieras internacionales mostraron una baja demanda por estos depósitos, principalmente en el corto plazo.

CUADRO 2.13: *RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL 1 DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2019**
(En millones de dólares estadounidenses)

	Rendimiento anual (%)	Ingresos obtenidos
I) Total reservas monetarias	**2,2**	**120**
i) Total tramo precautorio	2,7	85
ii) Total tramo de inversión	1,5	34
II) Total reservas en oro	**0,2**	**3**
TOTAL GENERAL (I + II)	**1,7**	**123**

FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTA: * Los retornos no son anualizados y los ingresos no incluyen las variaciones cambiarias de oro, euro, dólar canadiense, dólar australiano y yuan renminbi.

Los rendimientos obtenidos por la inversión de las reservas internacionales según tramos precautorio y de inversión, comparados con los portafolios de referencia (*benchmarks*), muestran que el BCB generó un mayor de retorno en 13 y 29 puntos básicos, respectivamente (Cuadro 2.14).

CUADRO 2.14: *RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES Y DE SUS BENCHMARKS ENERO - DICIEMBRE 2019**
(En porcentaje)

Tramo	Rendimiento	*Benchmark* [1]	Diferencia (en puntos básicos)
Tramo precautorio	2,68%	2,55%	13
Tramo de inversión	1,52%	1,23%	29
Total reservas monetarias internacionales	**2,21%**	**2,02%**	**19**

FUENTE: Banco Central de Bolivia
NOTAS: * Rendimiento no anualizado. No incluye las variaciones cambiarias del euro, dólar canadiense, dólar australiano o yuan renminbi
[1] Los comparadores referenciales son: para el capital de trabajo la tasa LIBID overnight promedio en US$, portafolio de liquidez la tasa LIBID a 6 meses promedio en US$, para el portafolio global índice ICE BofA ML títulos 0-5 años AAA en EUR, FIXBIS a 6 meses en AUD, FIXBIS a 6 meses en CAD, índice de depósitos a 6 meses en CNH e índice ICE BofA M L de títulos del gobierno Chino 1-10 años en CNY, para el portafolio 0-3 años el índice ICE BofA ML U.S. Treasuries de 0 a 3 años y para el portafolio 0-5 años los títulos MTI del BIS 0-5 años

5.6. MOVIMIENTO DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES EN EFECTIVO

La demanda de dólares estadounidenses por parte del público fue superior a las de gestiones anteriores, especialmente en los meses de octubre y noviembre por los conflictos políticos y sociales ocurridos en el contexto de las elecciones presidenciales. En este escenario, el BCB adoptó los recaudos necesarios para atender en forma oportuna todos estos requerimientos de dólares, contribuyendo de manera fundamental a preservar la estabilidad económica-financiera del país.

La atención de los requerimientos mencionados implicó la importación de dólares estadounidenses por un total de $us3.373 millones y exportación por $us19 millones (Cuadro N° 2.15).

CUADRO 2.15: *IMPORTACIÓN Y EXPORTACIÓN DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES GESTIÓN 2019*
(En millones de dólares estadounidenses)

Mes / periodo	Remesas		
	Importación	Exportación	Importación neta
Enero	297,6	0,0	297,6
Febrero	198,4	0,0	198,4
Marzo	99,2	0,0	99,2
Total 1er trimestre	**595,2**	**0,0**	**595,2**
Abril	198,4	0,0	198,4
Mayo	99,2	10,1	89,1
Junio	198,4	0,0	198,4
Total 2do trimestre	**496,0**	**10,1**	**485,9**
Julio	198,4	0,0	198,4
Agosto	297,6	0,0	297,6
Septiembre	297,6	0,0	297,6
Total 3er trimestre	**793,6**	**0,0**	**793,6**
Octubre	992,0	0,0	992,0
Noviembre	396,8	0,0	396,8
Diciembre	99,2	9,2	90,0
Total 4to trimestre	**1.488,0**	**9,2**	**1.478,8**
Total	**3.372,8**	**19,3**	**3.353,5**

FUENTE: Banco Central de Bolivia

5.7. POLÍTICAS FINANCIERAS

En 2019, el BCB emitió normas sobre el límite máximo para inversiones en el extranjero de las compañías de seguros, modificación del Reglamento de Posición de Cambios, nuevo Reglamento de Servicios de Pago, Instrumentos Electrónicos de Pago, Compensación y Liquidación, ampliación de garantías para las operaciones de reporto y modificación del Reglamento de Encaje Legal (ver Anexo 1, Parte 2, principales Resoluciones de Directorio del BCB).

5.8. POLÍTICA DEL SISTEMA DE PAGOS

Un sistema de pagos seguro y eficiente es muy importante por su aporte en la actividad económica, ya que posibilita la transferencia oportuna de recursos monetarios para dinamizar el comercio, los pagos de bienes y servicios y la transferencia de fondos entre personas y empresas.

En este contexto, el BCB continuó con las acciones orientadas a promover un mayor acceso de la población a servicios e Instrumentos Electrónicos de Pago (IEP) en condiciones de seguridad y eficiencia.

Durante la gestión 2019, el Módulo de Liquidación Diferida (MLD) del sistema de Liquidación Integrada de Pagos (LIP) comenzó sus operaciones, integrando la infraestructura de pagos de bajo valor del país con el procesamiento de Órdenes Electrónicas de Transferencia de Fondos (OETF) entre cuentas de todo el sistema financiero. Esto amplió el acceso a los pagos electrónicos principalmente a poblaciones alejadas del país, fortaleciendo la inclusión financiera.

Mediante Resolución de Directorio N° 137/2019 de 8 de octubre de 2019, se actualizó el Reglamento de Servicios de Pago, Instrumentos Electrónicos de Pago, Compensación y Liquidación (RSPIEPCL), incorporando nuevos conceptos y definiciones para facilitar la adopción de innovaciones tecnológicas, se precisaron responsabilidades en la interconexión e interoperabilidad de los servicios y el rol de las entidades de liquidación y de las cámaras de compensación y liquidación para fortalecer la interconexión e interoperabilidad en el sistema financiero.

Asimismo, para profundizar el uso de tarjetas electrónicas entre la población, mediante Circular Externa CIEX N° 63/2019 de 21 de octubre de 2019 se establecieron los requisitos y condiciones para el retiro de efectivo en comercios, que permitirá a la población retirar efectivo al momento de realizar pagos con tarjetas y se aplicará en la gestión 2020.

Por otro lado, mediante coordinación interinstitucional, a partir del 11 de noviembre de 2019 las Empresas Administradoras de Tarjetas Electrónicas (EATE), LINKSER y ATC, efectúan la liquidación de sus operaciones inter-redes localmente a través del LIP y no en el exterior, lo que se traduce en un aumento en la eficiencia de estas operaciones.

Finalmente, la vigilancia continua que realiza el BCB al sistema de pagos nacional se reflejó en la publicación de documentos como el Informe Anual de Vigilancia del Sistema de Pagos, reportes estadísticos y boletines mensuales del sistema de pagos y liquidación de valores.

6. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2020

A inicios de 2020 se esperaba un escenario internacional más benigno; sin embargo, la propagación del coronavirus a escala global, las medidas para contenerlo y la incertidumbre de su alcance han deteriorado sustancialmente estas perspectivas. La economía mundial sufrirá un choque de oferta y demanda, previéndose una recesión económica mundial más aguda que la de la crisis financiera internacional. En este panorama, las perspectivas de los precios de las materias primas se han deteriorado y las expectativas sobre las condiciones de financiamiento internacional son inciertas debido a la mayor aversión al riesgo y pese al estímulo monetario de los bancos centrales de las principales economías avanzadas. Este contexto y las medidas de contención adoptadas por los países han corregido las previsiones de crecimiento de la región significativamente a la baja para 2020.

En el ámbito nacional, el Programa Financiero 2020 prevé que la inflación para el cierre de la gestión estaría en torno a 3,4% y el crecimiento alrededor de 3,5%. La política cambiaria, por su parte, continuará apuntando a la estabilidad del tipo de cambio considerando el comportamiento del tipo de cambio real de equilibrio y fortaleciendo el proceso de bolivianización de la economía; no obstante, al igual que en el panorama internacional, las proyecciones tendrán que ajustarse en función a los eventos futuros relacionados con la diseminación del COVID-19.

6.1. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

A inicios de 2020 se esperaba un leve repunte en el crecimiento mundial y una modesta recuperación de las economías de la región, en un contexto de mayor estabilidad comercial derivada de la firma de una primera fase de acuerdo entre EE.UU. y China, condiciones de financiamiento favorables para el mundo emergente y una dinámica acotada en los precios de las materias primas. Sin embargo, la propagación del coronavirus COVID-19 a escala mundial, las medidas para su contención y la incertidumbre sobre su alcance y duración se han convertido en un riesgo sin precedentes en el escenario internacional.

A medida que el virus originado en China se fue expandiendo a nivel global con costos en vidas humanas, los países adoptaron drásticas medidas de contención para hacer frente a la emergencia sanitaria, como cierres de fronteras, cuarentenas y distanciamiento social, lo que junto al mayor temor de la población por el contagio, generaron un choque económico tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda. Las disrupciones en el sistema productivo, en las cadenas de suministro y las restricciones de viajes están afectando los indicadores globales de comercio, de actividad industrial y de servicios. En tanto que la pérdida de ingresos, empleo y la mayor incertidumbre en las decisiones de consumo e inversión debilitan la demanda. En este escenario, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2020 se deterioraron severamente, previéndose una recesión peor a la de la crisis financiera internacional, con pérdidas económicas esperadas al menos en el primer semestre del año. En la medida que el virus sea controlado y las medidas de estímulo monetario y fiscal sean efectivas la economía global empezaría a reaccionar en el segundo semestre, aunque los riesgos de un efecto más prologado son altos.

En China, la desaceleración será significativamente mayor a la esperada inicialmente. Si bien el virus se ha controlado a la fecha y la actividad económica se ha ido normalizando paulatinamente conforme se fueron levantando las restricciones, la recuperación hacia adelante será lenta considerando el debilitamiento de la demanda externa, el riesgo del resurgimiento del brote y el impacto duradero del desempleo, la caída de ingresos y el deterioro de la confianza de los agentes en el gasto. La respuesta de política del gobierno y la posibilidad de mayores estímulos económicos a futuro contrarrestarán estos efectos.

Las economías avanzadas serán duramente golpeadas por la pandemia en 2020, con los efectos más adversos en el primer semestre. En EE.UU. se espera una caída del PIB y un aumento del desempleo. En este contexto, se anunció el mayor paquete de estímulos en la historia de este país. En lo que se refiere al ámbito fiscal, se aprobó un estímulo inicial equivalente a 0,5% del PIB y recientemente la Ley CARES (*Coronavirus Aid, Relief and Economic Security*) equivalente a 10% del PIB que contempla, entre otras medidas, transferencias directas a los hogares, ampliación del seguro de desempleo y apoyo a las empresas grandes y pequeñas. En

la Zona Euro se proyecta una contracción de la actividad en 2020, siendo las economías más grandes, como Italia, España, Francia y Alemania, los países más afectados. Con medidas fiscales y garantías estatales de préstamos a las empresas que en conjunto superan el 20% del PIB en algunos países, medidas adicionales para la Zona se encuentran todavía en discusión, como un fondo de rescate regional para extender líneas de crédito en condiciones mejoradas y la emisión de deuda conjunta.

En este marco, se espera que los bancos centrales de las principales economías avanzadas lleven adelante en 2020 una política monetaria expansiva. Las acciones coordinadas que ya se realizaron para atenuar el impacto económico y aplacar el temor de los mercados, incluyeron medidas no convencionales y recortes de tasas por parte de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. Estímulos monetarios adicionales serán consistentes a fin de asegurar la liquidez y el flujo de crédito a consumidores y empresas. En este sentido, se espera que las tasas de interés de referencia se mantengan en niveles bajos y que políticas menos ortodoxas relacionadas con las compras de activos y las facilidades de crédito se extiendan o flexibilicen aún más.

El efecto neto de la emergencia sanitaria y la respuesta de política monetaria de las economías avanzadas marcará la evolución de las condiciones de financiamiento internacional durante 2020. La volatilidad y la aversión al riesgo permanecerán en niveles elevados, presionando las salidas de capitales de los países emergentes y en desarrollo hacia activos más seguros, en tanto no exista una evidencia clara de contención global de la pandemia y una mayor certeza respecto a la severidad y duración del choque económico y la resiliencia del sistema financiero internacional.

Las perspectivas de los precios internacionales de las materias primas para 2020 se han deteriorado. Los precios del petróleo registraron su mayor caída desde 1991 en los primeros meses del año como consecuencia de la propagación del virus y la ruptura en los acuerdos de recortes de producción entre Arabia Saudita y Rusia. La previsión de una menor demanda de crudo y las expectativas de nuevas negociaciones entre la OPEP y sus aliados para compensar el exceso de oferta han generado una mayor incertidumbre sobre la evolución futura del precio, si bien el precio promedio esperado para el año se ha reducido significativamente. El debilitamiento estimado del sector manufacturero tendrá efectos negativos importantes en los precios de los minerales, mientras una menor demanda y comercio global repercutirá en menor medida sobre los precios de los productos agropecuarios.

En la región, las medidas de contención adoptadas por los países, sumadas a las expectativas de una caída en la actividad económica mundial, menores precios de las materias primas y fuga de capitales hacia activos más seguros al menos en el primer semestre, han corregido significativamente a la baja sus perspectivas de crecimiento para 2020. En un panorama que ya venía golpeado por diversos factores idiosincrásicos, ya no se espera la recuperación que se proyectaba a principios de año y no se descarta la posibilidad de una contracción económica, siendo los impactos adversos más fuertes en el segundo trimestre. Asimismo, se calcula un deterioro del empleo, especialmente por los altos niveles de informalidad, y un aumento de la pobreza.

Brasil será uno de los países de la región más expuestos a la crisis sanitaria, en especial por los efectos de las interrupciones de las cadenas de suministros sobre su sector industrial y la disminución de sus exportaciones. En este marco, el gobierno brasileño anunció un paquete de emergencia equivalente a 3,5% del PIB y líneas de crédito de los bancos públicos dirigidos especialmente a pequeñas y medianas empresas, así como distintas medidas para inyectar liquidez en el sistema financiero, previéndose algún recorte adicional en su tasa de política hacia adelante. En Argentina, se espera que la pandemia agrave la tendencia recesiva y sus efectos regresivos en el empleo y los ingresos. Con espacios de política más reducidos, las medidas fiscales adoptadas en este país han representado el 1% del PIB y las medidas monetarias de apoyo al crédito bancario a hogares y pequeñas y medianas empresas han sido limitadas.

Los mercados cambiarios de la región serán sensibles a los riesgos de incertidumbre. Las monedas de los países de América del Sur se han estado depreciando en términos generales, previéndose un mayor debilitamiento, aunque atenuado por las intervenciones cambiarias de algunos bancos centrales, en los siguientes meses. En un contexto de volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros, el dólar seguirá fortaleciéndose pese a la reducción de la tasa de interés de la Reserva Federal. Si bien la mayoría

de las monedas sudamericanas eventualmente recuperarán parte del terreno perdido, no se espera que este proceso comience hasta que se haya superado claramente lo peor de la pandemia.

La salida de la crisis sanitaria dependerá de la fortaleza económica de cada país y de su respuesta de política, pero dadas las asimetrías entre los países desarrollados y los países emergentes y de bajos ingresos, la asistencia internacional coordinada será crucial para garantizar el acceso al financiamiento, sostener el gasto social y respaldar la recuperación de la actividad económica. Organismos Internacionales como el FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, así como organismos regionales como la CAF, ya han anunciado compromisos para este fin y continúan trabajando en medidas complementarias para fortalecer su cooperación.

6.2. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA NACIONAL

A fines de 2019 y en el marco del Programa Financiero 2020, se esperaba que el crecimiento económico del país en 2020 alcance a 3,5%, en un rango entre 2,6% y 4,0%. No obstante, esta proyección podría ser revisada en función a la evolución futura del brote del coronavirus COVID-19, los efectos de las medidas adoptadas para contenerlo, tanto en el mundo como en la economía nacional, y la certidumbre con relación al alcance y duración del contagio. En líneas generales, las actividades no extractivas impulsarían el crecimiento, destacando los sectores de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca, e Industria Manufacturera. Las perspectivas de un buen año agrícola y la liberación de cupos de exportación para productos agrícolas industriales explicarían este comportamiento.

La actividad de Agricultura, Silvicultura, Caza y Pesca registraría uno de los crecimientos sectoriales más elevados, pese a las adversidades climatológicas que suelen caracterizar a los primeros meses del año. Se espera un efecto acotado de las precipitaciones sobre los cultivos a nivel nacional, con efectos marginales sobre la producción agrícola no industrial. Se prevé la ausencia de eventos climatológicos relevantes para el resto del año, aspecto que favorecería la cosecha de la campaña de invierno. Asimismo, el desempeño del sector se vería apuntalado por la producción agrícola industrial (soya, girasol y caña de azúcar) y pecuaria (bovina y avícola), sectores fomentados por las políticas de producción de biocombustibles y la liberación de mercados de exportación.

La industria manufacturera continuará aportando al dinamismo del crecimiento, principalmente por el desempeño del subsector de Alimentos y Bebidas. En efecto, el buen comportamiento previsto para el sector agropecuario y la liberación de los cupos de exportación apoyarán la producción e incentivarán la expansión de las actividades relacionadas con la producción de aceites, tortas y harinas oleaginosas, cárnicos, cervezas, vinos y singanis. La reposición en la dotación de gas natural a la industria, luego de la reparación del gasoducto Carrasco-Cochabamba, permitirá recuperar el nivel de producción de los sectores que utilizan este insumo. El subsector Otras Industrias, por su parte, tendría un desempeño positivo pero menos dinámico con respecto al observado en gestiones pasadas, se continuará con la elaboración de productos químicos como la urea y se prevé una mayor producción en alcohol anhidro, carbonato de litio y cloruro de potasio. La producción de refinados de petróleo también aumentaría como resultado de una mayor extracción de líquidos relacionada con la recuperación de envíos de gas al mercado externo.

Los sectores extractivos se recuperarían con respecto a la gestión previa. El sector de Minerales Metálicos y No Metálicos experimentaría un ascenso durante este año, en ausencia de los factores negativos que afectaron al sector privado en 2019; no obstante, el sector podría enfrentar las amenazas del contexto externo en cuanto a descensos de precios por los efectos inciertos del COVID-19, aspecto que incidiría en la producción del sector cooperativista.

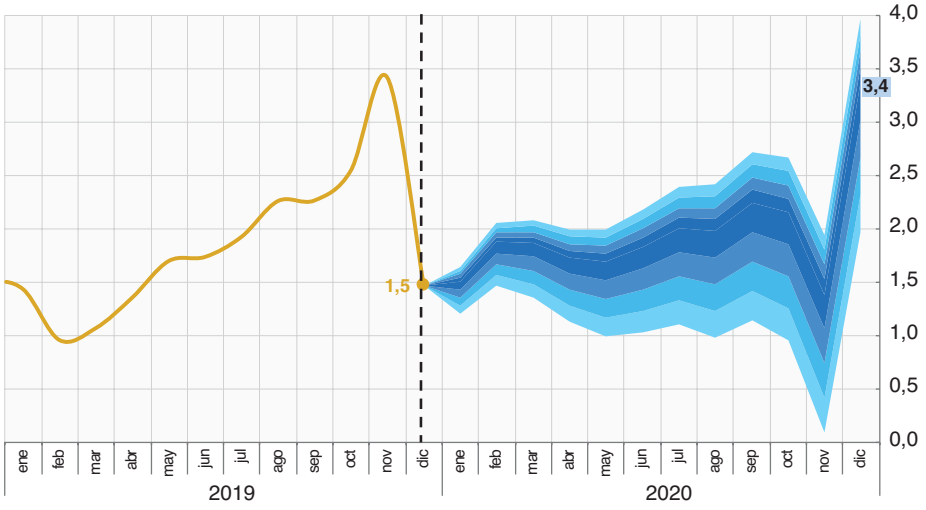
El sector de hidrocarburos presentaría una ligera recuperación en las exportaciones de gas natural con destino al mercado brasileño en el marco de la octava adenda al contrato con Brasil, en tanto que los niveles exportados a Argentina se situarían en función a la cuarta adenda del contrato con ese país, según los volúmenes mínimos establecidos entre IEASA (Argentina) y YPFB; las exportaciones de gas hacia Argentina también dependerán de los resultados de las negociaciones que se llevarán a cabo con el vecino país.

Por el lado del gasto, el consumo privado dinamizará la demanda interna, aunque los componentes de consumo e inversión del sector público tendrán un menor aporte debido a la reducción prevista del déficit fiscal en la proyección original, situación que podría cambiar con los nuevos gastos emergentes de la pandemia. Por el lado de la demanda externa, se prevé mayores requerimientos de productos no tradicionales, especialmente los agroindustriales y pecuarios. Este comportamiento, no obstante, podría ser menos optimista en la medida en que la actividad económica de China y el mundo se vea afectada por la propagación del COVID-19.

6.3. PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN Y LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2020

Las evaluaciones cuantitativas y cualitativas realizadas por el BCB a principios de año denotan que, en el escenario base, la inflación para el cierre de la gestión 2020 se posicionará en torno a 3,4%, en un rango sesgado a la baja entre 2,0% y 4,0%. Las proyecciones señalan que la inflación presentará tasas bajas y acotadas: en el primer semestre se espera que las mayores alzas se observen en las divisiones de Educación (reajuste de las pensiones escolares y universitarias) y Alimentos y bebidas no alcohólicas, aunque sin repercusiones significativas; en el tercer trimestre, se tendría un alza temporal en precios de los alimentos sin procesar por los efectos de las bajas temperaturas (heladas). En el último mes, se daría un repunte por un efecto estadístico por base de comparación (Gráfico 2.28).

GRÁFICO 2.28: *INFLACIÓN OBSERVADA Y PROYECTADA*
(En porcentaje)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística – Banco Central de Bolivia
NOTA: El gráfico incluye intervalos de confianza en torno al escenario central. La parte más clara del gráfico es consistente con un intervalo de 90%

La proyección de inflación en el escenario base se encuentra determinada por diferentes factores. Por el lado interno, se espera que no existan presiones de demanda. Adicionalmente, las bajas tasas de los indicadores de tendencia inflacionaria también dan señales de que la inflación se mantendría contenida en los próximos meses. En cuanto al contexto externo, se espera que la inflación importada se mantenga en torno a valores casi nulos debido a la estabilidad del tipo de cambio junto con las moderadas tasas de inflación estimadas de los socios comerciales y las depreciaciones esperadas de sus monedas. Adicionalmente, un factor a considerar son los efectos en la demanda por la agudización del coronavirus en China y las medidas a ser adoptadas para contenerlo.

La Autoridad Monetaria continuará con la implementación de políticas expansivas para fortalecer la liquidez del sistema financiero con el fin de dinamizar los créditos al sector privado y por tanto incentivar la actividad económica, precautelando a su vez la estabilidad de los precios. La liquidez de las entidades de intermediación financiera se comporta en consistencia a lo observado en los otros sectores, por ello se prevé que disminuya de manera significativa en el segundo y tercer trimestre debido al pago de importantes impuestos en sujeción al calendario tributario. En este sentido, el BCB tiene prevista la inyección de liquidez principalmente en

esos trimestres para compensar su disminución estacional, mientras que en el último trimestre, mejores condiciones externas e internas de otros sectores, coadyuvarían a su aumento, por lo que la necesidad de una expansión monetaria sería menor.

Conforme a los objetivos de crecimiento e inflación para 2020, el programa macroeconómico que se refleja en el Programa Financiero 2020 elaborado en forma coordinada entre el MEFP, MPD y el BCB, estableció metas cuantitativas para las principales variables fiscales y monetarias, que serán evaluadas periódicamente y a finales de gestión (Cuadro 2.16).

CUADRO 2.16: *METAS DEL PROGRAMA FINANCIERO 2020*
(Flujos acumulados en millones)

	T1	T2	T3	T4
	En millones de bolivianos			
Déficit del sector público	1.338	2.793	8.373	19.679
(En % del PIB)				6,6
Financiamiento interno al sector público	51	-6.626	-2.389	6.302
Crédito interno neto del BCB al SPNF	883	-6.423	-3.714	4.137
Crédito Interno neto total	-316	-5.271	-550	8.217
	En millones de dólares			
Reservas internacionales netas del BCB	-457	293	-307	-1.042

FUENTE: Banco Central de Bolivia

La estabilidad del tipo de cambio continuará contribuyendo a conservar la estabilidad de los precios externos, profundizar y sostener la bolivianización, resguardar la solidez del sistema financiero y apoyar la orientación expansiva de la política monetaria.