

TERCERA PARTE



POLÍTICAS DEL
BANCO CENTRAL DE
BOLIVIA

3. POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

3.1 POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

La política monetaria del BCB estuvo orientada a mantener la estabilidad de precios, en cumplimiento del mandato de su ley, lo que permitió lograr una tasa anual de inflación del 4.4%, significativamente inferior al objetivo del 6.5% fijado a principios de 1998. El crecimiento de la emisión monetaria (12.1%) que estuvo por debajo de la estimación inicial (14%) fue compatible con la inflación, el crecimiento de la actividad económica y una remonetización de 2.6%.

La política monetaria ha sido ejecutada de acuerdo con el programa monetario de 1998, basado en metas de crédito interno neto (CIN) del BCB y de reservas internacionales netas (RIN). Las siguientes disposiciones de 1998 afectaron la medición de ambas variables:

- Una nueva valorización del oro, vigente a partir del 4 de mayo de 1998, que dispone su registro al 95% del precio diario del mercado de Londres, en lugar del precio fijo de \$us 42.22 por Onza Troy Fina (OTF). Esto se tradujo en un incremento en las RIN y en una disminución equivalente en el CIN.
- Un nuevo reglamento del encaje legal, vigente a partir del 4 de mayo de 1998, que modifica el requerimiento de reservas por una política de requerimiento de liquidez, creándose para tal efecto los Fondos de Requerimiento de Activos Líquidos en moneda nacional (RAL-MN) y en moneda extranjera (RAL-ME). El primero es invertido en títulos nacionales y el segundo en títulos del exterior. Esta medida disminuyó las RIN e incrementó el CIN.

En la ejecución del programa monetario se eliminó el impacto de la primera disposición

contabilizando el oro a un precio fijo (\$us 250 por OTF), y quedó solamente el de la reforma de encaje. Teniendo en cuenta lo anterior, las metas del RIN y CIN del programa fueron ajustadas para incluir el efecto de la nueva disposición de encaje¹¹.

La aplicación de una política monetaria adecuada permitió cumplir con las metas de crédito interno neto y reservas, incluso con amplios márgenes. En el caso de las RIN, la disminución según el programa monetario fue de \$us 211.4 millones, frente a una meta ajustada que permitía una pérdida máxima \$us 411.1 millones, lo que dió lugar a un margen de \$us 199.7 millones.

El CIN se expandió en Bs 1,424.4 millones, monto inferior en Bs 1,153.2 millones a la meta ajustada. El aumento del CIN se explica principalmente por la aplicación del nuevo sistema de encaje legal que permitió a las entidades financieras reducir depósitos en el BCB para constituir su encaje en títulos del exterior. Esta situación también explica la disminución de reservas del BCB.

El crédito neto del BCB al sector público se contrajo más de lo programado, generándose un margen de Bs 387.2 millones, tanto por efecto de un menor crédito del BCB al SPNF cuanto por mayores utilidades (cuasifiscal) del BCB. Las operaciones netas del BCB con el resto del sistema financiero presentaron un crecimiento menor al estimado en el programa monetario en Bs 512.7 millones, que se explica por la menor contracción del encaje legal y las recuperaciones de créditos concedidos a la banca por el Banco Central y el FONDESIF.

Las operaciones de mercado abierto son el principal instrumento del BCB para la

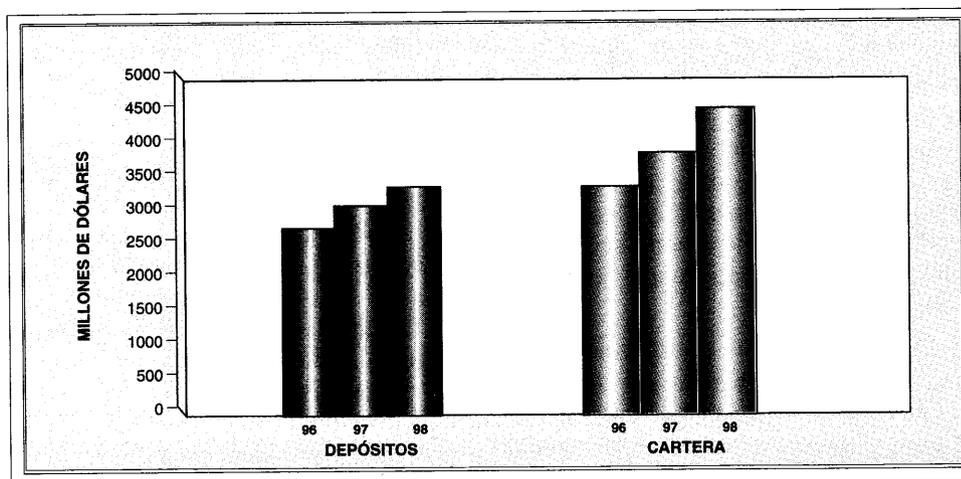
¹¹ Las cifras de reservas de la balanza de pagos incluyen el efecto de ambas disposiciones; por tanto difieren de las RIN presentadas en el programa monetario.

conducción de la política monetaria. En un entorno internacional adverso, caracterizado por el endurecimiento de los términos de acceso al financiamiento externo, la política monetaria del Banco Central, a partir del mes de agosto de 1998, ha tendido a evitar una contracción mayor de la liquidez. Es así que las tasas de rendimiento de los títulos no sufrieron fuertes incrementos y que las colocaciones netas fueron inferiores a las estimadas. También, especialmente en el último trimestre, se atendió a las necesidades de liquidez del sector financiero, con un considerable volumen de reportos (ver sección 3.1.1.1 más adelante). Esta política fue consistente con la evolución de la liquidez del sistema y con los menores requerimientos de crédito interno del BCB por parte del sector público no financiero como

resultado de la rigurosa política fiscal que se tradujo en márgenes con relación al programa, tanto en el déficit (Bs 88.3 millones) como en el financiamiento interno al SPNF (Bs 125.2 millones).

El sector privado continuó acumulando activos financieros. En 1998, los depósitos en el sistema financiero, medidos en bolivianos, aumentaron en 14.7%, equivalentes a \$us 337.3 millones (Gráfico 9). Este incremento se explica por un aumento de los depósitos bancarios a plazo fijo (\$us 166.4 millones); de los depósitos en caja de ahorro (\$us 84.3 millones); y, en menor medida, por el aumento de los depósitos a la vista (\$us 49.3 millones) y de otros depósitos (\$us 37.3 millones).

Gráfico 9
Saldos Anuales de Depósitos y Cartera



FUENTE : Balances Contables de Bancos.
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.

A pesar de la estabilidad económica alcanzada y pese a haberse mantenido prácticamente inalteradas las tasas pasivas en moneda extranjera, a fines de 1998 el 92.2% de los depósitos se encontraba en esta moneda.

Un aspecto sobresaliente fue la evolución de la cartera del sistema financiero al sector privado que registró un crecimiento nominal de 23.3% respecto al año anterior, equivalente a \$us 779.2 millones (Gráfico 9).

Este crecimiento estuvo acompañado de una caída en la relación cartera en mora respecto a cartera total de 12.9% en 1997 a 11.4% a fines de 1998. El aumento de la cartera se explica por el repunte en el ritmo de crecimiento de la demanda nacional como respuesta al descenso de las tasas de interés activas, y estuvo financiada mayormente con recursos propios de los bancos que se canalizaron principalmente hacia los sectores de construcción (27.8%), comercio (25.9%) y agricultura (25.8%).

El encaje en efectivo permite mantener las disponibilidades adecuadas del sistema para sus transacciones diarias, mientras que el encaje en títulos, además de ser remunerado, permite el acceso a créditos de liquidez inmediata de corto plazo con garantía de dichos títulos. Del 4 de mayo al 31 de diciembre de 1998, los créditos de liquidez inmediata en moneda extranjera alcanzaron a \$us 241.8 millones y en moneda nacional a Bs 19.8 millones. Los créditos concedidos bajo esta modalidad están divididos en dos tramos y tienen un plazo máximo de siete días. Cabe mencionar que el 98% de los préstamos fueron del primer tramo para atender sobregiros en cuenta corriente, déficit de cámara de compensación y operaciones interbancarias, mientras que los préstamos del segundo tramo (2%) son de libre disponibilidad. El saldo neto del crédito de liquidez de ambos tramos (desembolsos menos amortizaciones) al 31 de diciembre fue de tan sólo \$us 6.4 millones.

3.1.1 Operaciones de Mercado Abierto

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) constituyen el instrumento más importante del BCB para la regulación de la liquidez en la economía y para cumplir su objetivo de mantener la estabilidad de precios internos.

Las OMA consisten en la compra y venta, definitiva o no, de títulos valor en el mercado, para aumentar o disminuir la base monetaria y provocar así los cambios deseados en la oferta monetaria y en las tasas de interés.

Los títulos utilizados por el BCB, tanto en moneda nacional como extranjera¹² fueron los Certificados de Depósito (CD), las Letras del Tesoro (LT) y los Bonos del Tesoro (BT) con los siguientes plazos:

Título	MN y ME
Certificados de Depósito (CD)	4 semanas
Letras de Tesorería (LT)	13, 26, 51 y 102 (*) semanas
Bonos de Tesorería (BT)	4 años
Bonos de Tesorería (BT)	4 años
Bonos de Tesorería (BT)	4 años

(*) Sólo en ME

Las operaciones realizadas por el BCB comprenden: colocación y redención de títulos,

reportos y swaps de monedas. El órgano responsable de la determinación de políticas concernientes a las OMA es el Directorio del BCB, el cual trimestralmente determina los lineamientos generales a los que se sujetarán las operaciones de mercado abierto. Tanto la evaluación como la definición de lineamientos se efectúan en el marco del Programa Monetario establecido por el BCB. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) define semanalmente los títulos, montos, monedas y tasas de referencia para las OMA. El COMA decide también su adjudicación entre las diferentes posturas.

El Banco Central de Bolivia realiza operaciones con títulos valor, mediante dos mecanismos:

- Subasta pública competitiva, mediante la cual coloca títulos públicos en el mercado primario con base en tasas propuestas por los oferentes.
- Mesa de Dinero, en la que el Banco Central de Bolivia realiza operaciones de compra y venta de títulos, así como de reportos con los agentes autorizados a tasas predeterminadas.

En 1998, el saldo de títulos (sin incluir Bonos del Tesoro) disminuyó en \$us 47.5 millones (12.5%), pasando de \$us 379.3 millones a \$us 331.8 millones (Cuadro 20). El saldo de los títulos en moneda nacional disminuyó en un 41.4%, pasando de Bs 510 millones a Bs 299 millones, mientras que el saldo en moneda extranjera disminuyó en menor proporción (1.8%) pasando de \$us 283.8 millones a \$us 278.7 millones. Las operaciones de Bonos del Tesoro en el mercado secundario alcanzaron a Bs 20 millones en títulos en moneda nacional y \$us 18.4 millones en títulos en moneda extranjera.

El comportamiento mensual de los saldos de títulos públicos fue fluctuante hasta agosto, mes a partir del cual los saldos declinaron. En esa evolución influyeron, además de factores

¹² Desde junio de 1997 se discontinuó la emisión de los títulos en moneda nacional con mantenimiento de valor.

CUADRO 20
CERTIFICADOS DE DEPÓSITO Y LETRAS DEL TESORO

(Saldos Netos) (En millones de dólares)

Fin de Mes	B C B						Total	T G N		Total	TOTAL GENERAL
	C D			L T				L T			
	MN(*)	ME	Total	MN(*)	ME	Total		MN(*)	ME		
1997: Diciembre	-	-	-	303.0	96.1	152.9	152.9	207.0	187.7	226.5	379.3
1998: Enero	10.0	-	1.9	375.6	116.3	186.3	188.1	277.0	182.1	233.7	421.8
Febrero	-	-	-	215.6	117.4	157.4	157.4	280.0	178.2	230.2	387.5
Marzo	-	-	-	205.6	128.3	166.2	166.2	350.1	185.5	250.0	416.1
Abril	-	-	-	165.8	123.7	154.1	154.1	340.1	177.7	240.0	394.1
Mayo	-	-	-	135.8	123.7	148.5	148.5	330.1	179.6	239.9	388.4
Junio	11.0	47.1	49.1	135.8	117.1	141.8	190.9	290.6	174.4	227.2	418.1
Julio	-	-	-	110.0	99.9	119.9	119.9	280.6	183.8	234.6	354.4
Agosto	-	-	-	160.0	120.0	148.9	148.9	280.6	205.0	255.6	404.5
Septiembre	-	-	-	171.3	127.0	157.8	157.8	164.1	180.7	210.3	368.0
Octubre	-	-	-	146.3	120.4	146.6	146.6	200.6	167.7	203.6	350.3
Noviembre	-	-	-	143.0	121.7	147.2	147.2	190.6	167.2	201.2	348.4
Diciembre	-	-	-	143.0	112.9	138.3	138.3	156.0	165.8	193.5	331.8

FUENTE : Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN : BCB - Gerencia de Moneda y Crédito.

NOTAS : (*) En millones de Bs. Para la conversión a dólares, se utilizó el tipo de cambio de compra promedio del mes.

estacionales, la reforma del encaje legal y el cambio de régimen a los Fondos en Custodia, que mantenían los bancos por cuenta del BCB. Ambos factores generaron una fuerte disminución de la liquidez en el sistema. La incidencia en los saldos en moneda nacional fue mayor debido a que la modificación de la tasa efectiva de encaje en esta moneda fue más fuerte que en moneda extranjera. En los últimos tres meses de 1998 la disminución de los saldos se debió a una menor entrada de capitales de corto plazo, al aumento de la cartera de los bancos a un ritmo mayor al crecimiento de los depósitos, y al aumento de la mora en el sistema.

En 1998 aumentaron los plazos promedio de colocación de títulos públicos. Para el BCB, el plazo promedio de colocación pasó de 59 a 89 semanas debido a la colocación de BT (a cuatro años plazo) durante el año y por la preferencia de LT a mediano plazo (1 y 2 años). Como consecuencia de ello, el porcentaje de títulos

colocados a mediano y largo plazo (1, 2 y 4 años) pasó del 68% al 86% del total de títulos colocados durante la gestión. Este aspecto refleja el incremento de la confianza del Sistema Financiero en los títulos públicos bolivianos, la profundización del mercado monetario que alimentó los requerimientos de más corto plazo, y la escasa oferta de CD a 28 días.

3.1.1.1 Operaciones de Reporto

Las operaciones de reporto con el BCB tuvieron una participación más activa durante la gestión de 1998. El volumen de estas operaciones en moneda nacional tuvo un incremento del 86.2%, al pasar de Bs 534.7 millones a Bs 995.4 millones. En moneda extranjera el aumento fue de 118.5%, al subir de \$us 218.5 millones a \$us 477.5 millones (Cuadro 21). En 1998 se utilizaron por primera vez en las operaciones de reporto los Certificados de Devolución de Depósitos (CDD) emitidos por el BCB.

CUADRO 21
REPORTOS: VOLÚMEN DE OPERACIONES Y PROMEDIOS PONDERADOS DE TASAS PREMIO

(Expresados en miles)

PERÍODO	LT – MN	Tasa Premio	LT – ME	Tasa Premio
	Bs	%	\$us	%
1997: Diciembre:	534,745		218,488	
1998:				
Enero	24,792	12.50		
Febrero	189,334	12.50	29,494	8.60
Marzo	65,001	12.80		
Abril	100,743	12.82	33,887	9.08
Mayo	289,814	13.39	50,793	9.37
Junio	14,591	14.00	38,176	9.48
Julio	91,213	14.72	23,967	9.78
Agosto				
Septiembre			44,576	9.45
Octubre	48,248	13.70	60,463	9.55
Noviembre	66,476	13.86	113,072	9.83
Diciembre	105,174	14.04	83,057	10.02
TOTAL	995,385		477,484	

FUENTE : Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN : BCB - Gerencia de Moneda y Crédito.

La demanda de reportos en el BCB creció notablemente entre abril y junio, especialmente en moneda nacional, por efecto de la reforma del encaje legal que empezó a aplicarse en mayo de 1998, causando una iliquidez temporal en el sistema bancario en tanto los bancos se adaptaban a los nuevos mecanismos de encaje. Asimismo, durante el último trimestre y con un ambiente internacional inestable, los bancos retuvieron fondos líquidos por motivos precautorios elevando la demanda de reportos, principalmente en moneda extranjera. Cabe recordar que el acceso al primer tramo de créditos de liquidez inmediata con la garantía de los Fondos RAL también constituye una fuente adicional de recursos para el sistema, aunque con excepción de los últimos meses del año, los agentes autorizados recurrieron muy poco a esta alternativa.

3.1.1.2. Tasas de Interés del Mercado Monetario

Durante esta gestión, las tasas en el mercado monetario, al igual que los saldos de títulos públicos, reflejaron los diversos shocks sufridos durante el período por el sistema financiero

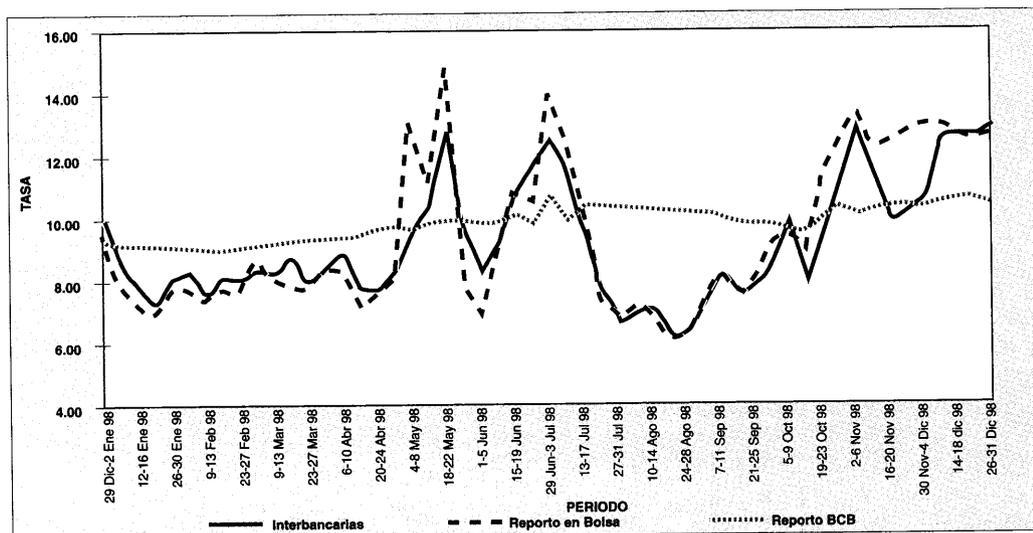
boliviano. El comportamiento de las tasas del mercado monetario fue fluctuante, con tendencia al alza (Gráficos 10 y 11). Las tasas de rendimiento de las operaciones interbancarias y de reporto en Bolsa, en moneda extranjera, sufrieron una caída en enero de 1998 explicada por la excesiva liquidez del sistema. Esta disminución fue frenada en los meses de febrero y marzo debido a la reducción de liquidez provocada por el retiro de depósitos en algunos bancos. Entre mayo y junio las tasas sufrieron notables incrementos, con picos diarios de hasta 20% en el mes de mayo, debido a la reforma del encaje legal y al cambio en la administración de las cuentas fiscales. En los meses de julio y agosto presentaron una clara tendencia a la baja en ambas monedas, retornaron a niveles "normales" como resultado del ingreso de capitales en agosto, que benefició al sistema y a la adaptación paulatina al nuevo régimen de encaje de las entidades financieras.

Durante los últimos meses de la gestión, las tasas del mercado monetario, particularmente en ME, mostraron fuertes incrementos; llegaron a niveles promedio de alrededor del 12% a finales de octubre y cerraron el año con ese nivel,

bastante por encima de la tasa alcanzada durante el mismo período en la gestión 1997 (Gráfico 10). En este incremento influyeron,

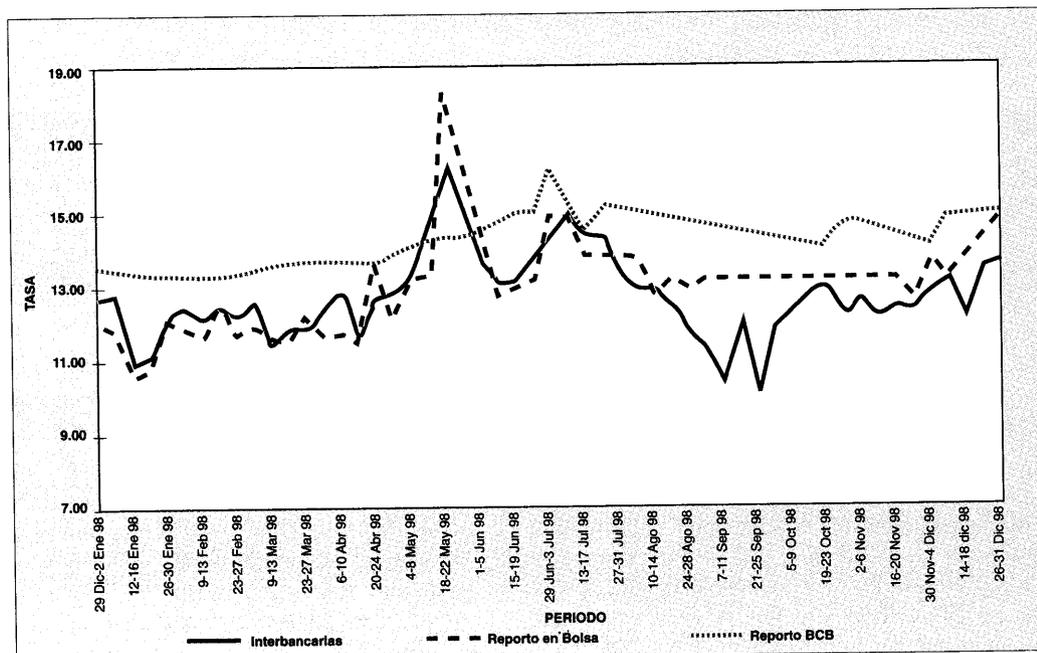
entre otras razones, los efectos de la crisis asiática y el comportamiento de la cartera y de la mora de los bancos.

Gráfico 10
Promedio ponderado de TEA en operaciones menores a 30 días en ME
(Diciembre de 1997 a diciembre de 1998)



FUENTE : Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB - Gerencia de Moneda y Crédito.
 NOTA : TEA Tasa Efectiva Anualizada.

Gráfico 11
Promedio Ponderado de TEA en operaciones menores a 30 días en MN
(Diciembre de 1997 a diciembre de 1998)



FUENTE : Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB - Gerencia de Moneda y Crédito.
 NOTA : TEA Tasa Efectiva Anualizada.

Las tasas premio de reporto fijadas por el BCB mostraron un continuo, aunque gradual, incremento durante el año, en concordancia con las condiciones generales del mercado. Las tasas de reporto del BCB, por decisión de esta entidad, no se ajustaron ni completa ni inmediatamente a las modificaciones del mercado monetario con el fin de ejercer una influencia moderadora en el mismo. Durante la gestión 1998, la tasa de reporto del BCB se ha encontrado en algunos momentos alejada de las condiciones del mercado monetario, particularmente, entre mayo y junio y durante el último trimestre del año. La tasa de reporto del BCB, normalmente la tasa "techo" del mercado, se encontró en esos meses consistentemente por debajo de la tasa de mercado.

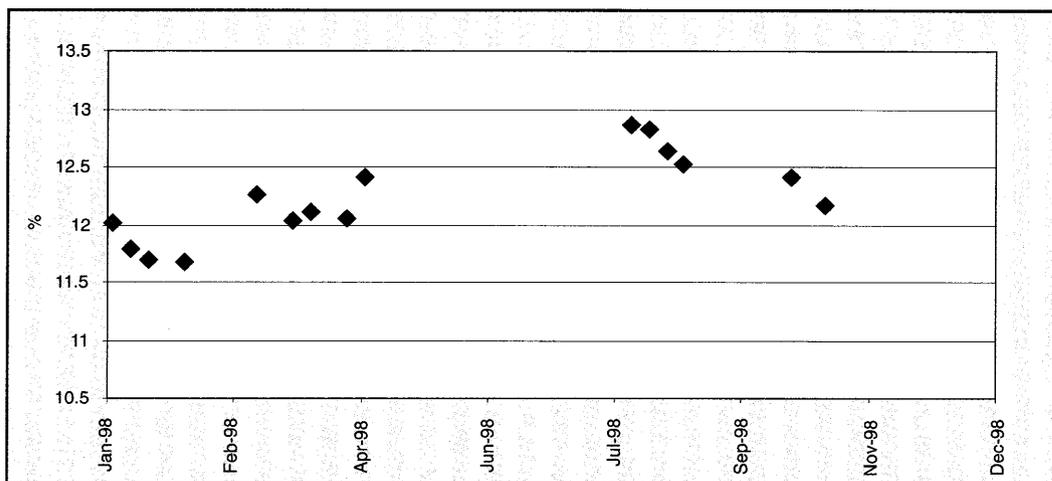
Contrariamente a las tasas del mercado monetario, una característica clara de las tasas de colocación de títulos públicos durante la gestión 1998 fue su marcada estabilidad (Gráficos 12 y 13). Si se consideran los plazos más frecuentemente colocados durante el año en cada moneda (91 días en MN y 357 en

ME), se observa que el rango de variación de las tasas de descuento promedio de adjudicación en subasta es pequeño. En el primer caso (91 días en MN) el rango varió entre 10.89% y un 11.90% y, en el segundo caso (357 días en ME), entre 7.34% y un 8.20%.

Esta estabilidad también se debe a que en algunos períodos del año (particularmente entre mayo y julio y el último trimestre del año), debido a las restricciones de liquidez no se efectuaron adjudicaciones, ya sea por ausencia de demanda o porque el BCB rechazó demandas con tasas consideradas demasiado elevadas.

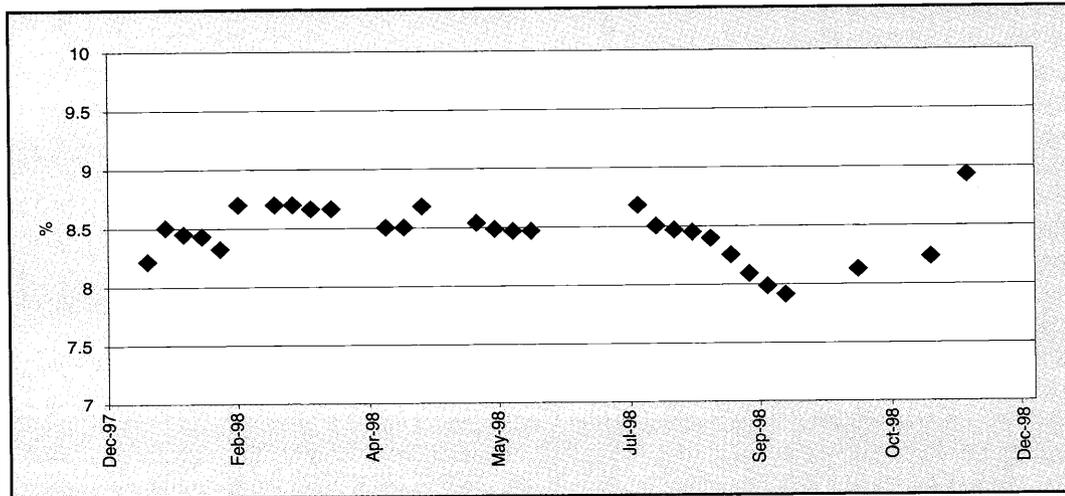
No obstante esta tendencia general de las tasas de subasta, es posible observar, como por ejemplo en CD y LT a mediados de año y en LT a partir de octubre, un incremento de tasas. En el primer caso, el aumento está asociado a una fuerte disposición del BCB a colocar títulos y, en el segundo caso, a la disminución de la liquidez del sistema durante el último trimestre del año.

Gráfico 12
Promedio Ponderado de TEA de Adjudicación en Subasta
LT en MN a 91 días



FUENTE : Banco central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB-Gerencia de Moneda y Crédito.
 NOTAS : TEA = Tasa Efectiva Anualizada.
 LT = Letras de Tesorería.

Gráfico 13
Promedio Ponderado de TEA de Adjudicación en Subasta
LT en ME a 357 días



FUENTE : Banco central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB-Gerencia de Moneda y Crédito.
 NOTAS : TEA = Tasa Efectiva Anualizada.
 LT = Letras de Tesorería.

3.1.2 Créditos de Liquidez

El artículo 36 de la Ley No. 1670 autoriza al BCB, en casos justificados y calificados por su Directorio, la concesión de créditos a plazos de noventa días, renovables, para atender necesidades de liquidez de los bancos y de las entidades de intermediación financiera. Los límites de estos créditos y sus garantías los establece el Directorio del BCB por mayoría absoluta de votos. De conformidad con el artículo mencionado, el BCB emitió la Resolución de Directorio (RD) No. 025/94 del 17 de febrero de 1994, que aprueba el Reglamento que establece las normas y requisitos para acceder a los créditos de liquidez. El 9 de junio de 1998, la RD No. 059/98 aprueba un nuevo reglamento para Créditos de Liquidez.

El estatuto del BCB, aprobado mediante la RD No. 082/97 de 20 de febrero de 1997, creó el Comité de Análisis del Sistema Financiero, el cual tiene por finalidad analizar el comportamiento y evolución del sistema de intermediación financiera nacional y las solicitudes de créditos de liquidez exceptuando las de liquidez inmediata.

Durante 1998, un solo banco accedió a créditos de liquidez al amparo de la RD No. 025/94. Los

créditos fueron cancelados en su totalidad en julio (Cuadro 22).

El Artículo 29 de la Resolución de Directorio No. 180/97 de 23 de diciembre de 1997, que aprueba el Reglamento de Encaje Legal para las instituciones del Sistema Financiero, en lo referente a los Tramos de Préstamos de Liquidez Inmediata con garantía del Fondo RAL, especifica que estos créditos se pueden otorgar en moneda nacional y moneda extranjera por dos conceptos: a) Operaciones de cobertura automática de sobregiros, sin comunicación previa y/o b) Recursos de libre disponibilidad, solicitados mediante instrucción escrita, los cuales tienen un plazo de hasta siete días para ser repagados. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto fija quincenalmente la tasa de interés a ser aplicada para ambas operaciones.

Las entidades financieras tienen posibilidad de acceder a estos recursos en dos tramos: en el primero, estas entidades pueden solicitar al BCB un crédito de libre disponibilidad equivalente hasta el 30% del valor constituido en el Fondo RAL, mientras que para acceder al segundo tramo, en el que pueden prestarse hasta el 40% adicional en la moneda que corresponda, deben justificar su requerimiento.

CUADRO 22
CRÉDITOS DE LIQUIDEZ (RD. No. 025/94)

(En millones de dólares)

Período	Desembolso	Recuperación	Saldo
1997: Diciembre	4.9		
1998:			
Enero			4.9
Febrero	21.5	4.8	21.6
Marzo	1.9		23.5
Abril	1.4		24.9
Mayo	20.0	20.0	24.9
Junio		4.9	20.0
Julio		20.0	0.0
Agosto a Diciembre	0.0	0.0	0.0
TOTAL	44.8	49.8	

FUENTE : Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia del Sistema Financiero

En la gestión 1998, en determinados períodos las tasas de interés interbancarias fueron superiores a las tasas de interés para los créditos de liquidez inmediata con garantía del Fondo RAL. Si bien se autorizaron los desembolsos de los créditos a partir del 4 de mayo, las entidades empezaron a utilizar significativamente esta facilidad a partir del segundo semestre. En moneda extranjera el BCB otorgó créditos por \$us 241.8 millones; al sector bancario destinó 90.3% y al sector no bancario 9.7%. A fin de gestión quedó un saldo de \$us 6.4 millones. Los créditos de liquidez inmediata en moneda nacional se destinaron íntegramente al sector bancario por un total de Bs 19.8 millones, los cuales fueron recuperados en su totalidad hasta el 31 diciembre de 1998 (Cuadro 23).

3.1.3 Encaje Legal

El nuevo reglamento de encaje legal, que entró en vigencia el 4 de mayo de 1998, establece que el encaje requerido debe constituirse en efectivo (2%) y en títulos (10%) de pasivos sujetos a encaje. Del encaje requerido en efectivo, el 5% puede quedarse en poder de las instituciones financieras, mientras que el restante 95% debe estar necesariamente en el

BCB. En tanto que los bancos se adecuaron gradualmente a los porcentajes señalados hasta el 19 de octubre de 1998, las entidades no bancarias terminarán de hacerlo el 8 de febrero de 1999.

El reglamento del encaje establece que los títulos en moneda nacional serán administrados por el BCB y en moneda extranjera por un fideicomisario en el exterior. El encaje en títulos, que constituye el Requerimiento de Activos Líquidos (RAL), permite a las entidades financieras obtener rendimientos según las condiciones del mercado internacional para los instrumentos colocados por el fideicomisario externo, y la tasa promedio de Letras del Tesoro para los instrumentos de encaje en moneda nacional.

Con el anterior sistema de encaje, a diciembre de 1997 solamente un 33.4% era remunerado por la constitución de encaje en títulos valor de renta fija del BCB (TAA). Los rendimientos de los TAA eran de 2.45%, tasa muy inferior a la de mercado¹³. Con la reforma del encaje, la

¹³ A partir del mes de mayo de 1998, ya no se emiten títulos valor de renta fija por cambio en el reglamento de encaje.

CUADRO 23
CRÉDITOS DE LIQUIDEZ INMEDIATA - PRIMER Y SEGUNDO TRAMOS
(RD. No. 180/97)

(En millones)

Período	Desembolsos		Recuperaciones		Saldo	
	ME	MN	ME	MN	ME	MN
1998: Ene- Mayo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Junio	23.2	3.4	19.4	2.8	3.8	0.6
Julio	21.1	4.4	24.9	5.0	0.0	0.0
Agosto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Septiembre	7.3	0.0	2.6	0.0	4.7	0.0
Octubre	38.3	0.1	35.8	0.1	7.2	0.0
Noviembre	62.4	2.5	58.2	0.0	11.4	2.5
Diciembre	89.5	9.4	94.5	11.9	6.4	0.0
TOTAL	241.8	19.8	235.4	19.8	6.4	0.0

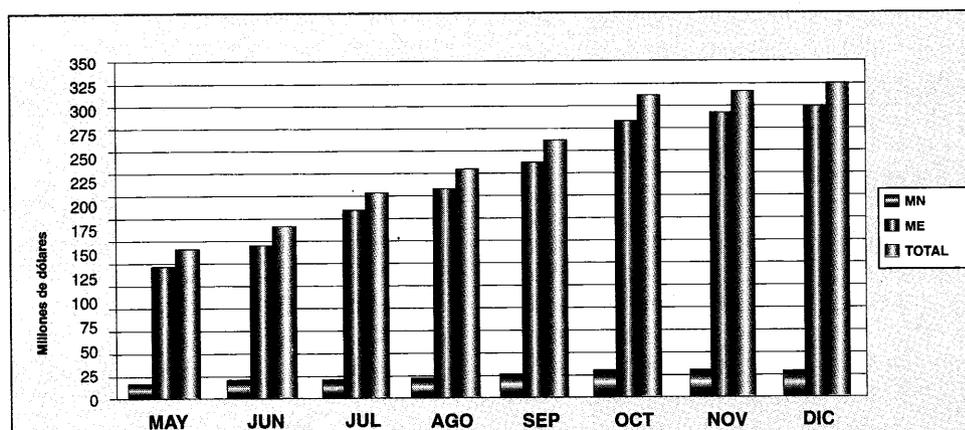
FUENTE : Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB- Gerencia del Sistema Financiero.

remuneración a diciembre de 1998 alcanzó a 65.6%. Con la garantía del Fondo RAL, como se explica en la sección 3.1.2, las entidades financieras pueden acceder a créditos de liquidez inmediata del BCB.

La reforma del encaje legal tiene los siguientes objetivos i) disminuir la variabilidad de las reservas bancarias y, mediante ello, dotar a las instituciones financieras y al propio BCB de una mayor flexibilidad en el control de la liquidez, ii)

mejorar la intermediación financiera gracias al menor costo del encaje para las instituciones financieras, iii) mejorar el seguimiento del sistema bancario a través de nuevos mecanismos de provisión de liquidez. En efecto, el sistema está diseñado para funcionar como un sistema de alerta temprana sobre las condiciones de liquidez de los bancos y como un indicador que permita introducir oportunamente medidas preventivas para contribuir a la solvencia del sistema financiero.

Gráfico 14
1998: Encaje Legal Constituido en Títulos



FUENTE : Banco Central de Bolivia.

A diciembre de 1998, el encaje constituido del sistema financiero alcanzó a Bs 2,689.9¹⁴ millones, saldo superior en Bs 345.6 millones al registrado a fines de 1997. Sin embargo, el coeficiente de encaje, que mide la relación del encaje constituido respecto a los depósitos del sector privado, varió muy poco: de 11.7% en 1997 a 11.8% en 1998.

En el gráfico 14, se puede advertir que poco más del 90% del encaje legal en títulos es en moneda extranjera, lo cual guarda relación con

el saldo de depósitos del público en el sistema financiero. La evolución creciente de los saldos de encaje en títulos en MN y ME (Cuadro 24), se debe a la aplicación gradual del nuevo reglamento en el sistema bancario, que se inició con tasas de 5% en efectivo y 7% en títulos, hasta alcanzar el 2% y 10% respectivamente en octubre de 1998. Para las entidades financieras no bancarias la aplicación gradual siguió una tendencia parecida y concluirá en febrero de 1999.

CUADRO 24
ENCAJE LEGAL EN TÍTULOS

(En miles de bolivianos)

Fines de	MN	ME	Total
1998: Mayo	85,684	749,596	835,280
Junio	87,545	867,904	955,449
Julio	102,682	1,055,824	1,158,505
Agosto	106,152	1,187,091	1,293,244
Septiembre	122,275	1,346,663	1,468,938
Octubre	144,179	1,576,892	1,721,070
Noviembre	132,693	1,614,714	1,747,407
Diciembre	135,480	1,687,522	1,823,003

FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.

3.1.4 Cartera vigente con el Sistema Financiero

De conformidad con los artículos 84 y 85 de la Ley 1670 del Banco Central de Bolivia, durante la gestión 1998 no se efectuó ningún desembolso por concepto de créditos de desarrollo. En cambio, se transfirió a la Nacional Financiera Boliviana SAM (NAFIBO) el saldo disponible (\$us 17.9 millones) y la cartera de créditos (\$us 4.2 millones) de la línea BID 830/SF-BO.

Por otra parte, se cerraron las líneas FONACA, IDA-828-BO RIC II e IDA-1702-BO RIC I. La primera se cerró por la liquidación de BIDESDA y por disposición del D.S. 25196 del 14 de octubre de 1998. Las otras dos líneas fueron reconstruidas y cerradas debido a que no

presentaban saldo en cartera ni en obligaciones. Por este concepto se transfirió un total de \$us 2.84 millones y \$us 2.75 millones al BCB y al TGN, respectivamente.

Al 31 de diciembre de 1998 el saldo de la cartera vigente de préstamos de desarrollo alcanzó a \$us 83.7 millones. La cartera con recursos del BID (\$us 66.1 millones) representa el 79% del total de la cartera vigente. La cartera con recursos de la CAF (\$us 15.6 millones) y de los gobiernos de Alemania y Japón (\$us 2 millones) representan el 18.6% y el 2.4%, respectivamente.

¹⁴ Incluye encaje constituido (efectivo y títulos) en ambas monedas y en Caja de las entidades financieras.

CUADRO 25
CARTERA VIGENTE DE MEDIANO Y LARGO PLAZO CON EL SISTEMA FINANCIERO

(En millones de dólares)

Líneas	Cartera	Participación %	Recuperación	Participación %
BID 629/OC-BO	37.5	44.8	14.8	32.5
BID 564/OC-BO	8.7	10.4	3.8	8.3
BID 213/IC-BO	19.9	23.8	5.7	12.5
Total BID	66.1	79.0	24.3	53.3
BV-C2	1.5	1.8	16.1	35.3
ISP-JAP	0.1	0.1	1.2	2.6
SECTORIAL II	0.4	0.5	0.0	0.1
Total Gobiernos	2.0	2.4	17.3	38.0
CAF-BCB-SP	15.6	18.6	3.9	8.6
TOTAL GENERAL	83.7	100.0	45.5	100.0

FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN : BCB – Gerencia del Sistema Financiero.

La recuperación de la cartera alcanzó a \$us 45.5 millones; los recursos del BID fueron los que se amortizaron en mayor proporción. Los fondos de la CAF y de gobiernos representan el 38% y el 8.6% de las recuperaciones, respectivamente.

3.2. EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y DE LAS TASAS DE INTERÉS¹⁵

La base monetaria, que incluye reservas bancarias en moneda extranjera, registró en 1998 una importante disminución debido principalmente a la reforma de encaje; mientras que los medios de pago (M'1) y la liquidez ampliada (M'3) crecieron, aunque a tasas menores que las registradas en 1997. Los multiplicadores monetarios m1 y m'3 tuvieron comportamientos opuestos, el primero disminuyó a raíz del aumento de las reservas bancarias en moneda nacional, en tanto que el segundo se incrementó por la significativa disminución de las reservas bancarias en moneda extranjera.

Por su parte, las tasas de interés nominales y reales, tanto activas como pasivas, registraron disminuciones con relación a las de fines de 1997, a excepción de las tasas nominales pasivas para depósitos a plazo fijo en moneda

extranjera y con mantenimiento de valor. Sin embargo, es necesario precisar que la tendencia descendente se presentó sólo hasta los meses de septiembre y octubre de 1998, para luego crecer, pero no de forma muy pronunciada.

3.2.1 Base Monetaria

La base monetaria alcanzó a fines de 1998 Bs 3,568.4 millones, lo que representa una disminución del 24.7% con relación al año anterior. La contracción del dinero primario se explica fundamentalmente por la reforma del encaje legal, que disminuyó la tasa efectiva de encaje en el BCB al permitir que parte del encaje requerido pueda constituirse en títulos del exterior, reflejándose principalmente en una disminución del encaje en moneda extranjera.

Por el lado de los determinantes, el comportamiento de la base monetaria se explica principalmente por la disminución de las reservas internacionales como consecuencia

¹⁵ En 1998, los agregados monetarios registraron cambios en la cobertura al incluirse también los depósitos en Mutuales, Cooperativas y Fondos Financieros Privados. Cabe señalar que el M1 incluye los depósitos por cheques de funcionarios públicos, como obligación de corto plazo de los bancos con el sector privado. El agregado monetario M'3 incorpora todos los depósitos en MN y ME del sistema.

también de la reforma de encaje; la que sin embargo, fue contrarrestada por la valoración a precio de mercado del oro en reservas internacionales, frente a un precio fijo bastante

inferior utilizado anteriormente. El valor resultante del diferencial de precios tiene impacto en Otras cuentas (Cuadro 26).

CUADRO 26
BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES

(En millones de bolivianos)

	AI 31-12-97	AI 31-12-98	VARIACION 98/97	
			Absoluta	%
DETERMINANTES	4,740.9	3,568.4	(1,172.5)	(24.7)
Reservas internacionales netas	5,714.0	5,997.6	283.6	5.0
Crédito neto sector público	(455.2)	(440.2)	14.9	3.3
Crédito a bancos	2,896.4	3,089.7	193.3	6.7
Otras cuentas (neto)	(3,414.4)	(5,078.7)	(1,664.3)	(48.7)
COMPONENTES	4,740.9	3,568.4	(1,172.5)	(24.7)
Billetes y monedas	2,050.2	2,183.2	132.9	6.5
Reservas bancarias	2,690.7	1,385.3	(1,305.4)	(48.5)
Moneda nacional	519.7	810.5	290.8	55.9
Depósitos corrientes	40.8	73.2	32.4	79.6
Encaje legal ¹	365.4	501.9	136.4	37.3
Otros	6.6	0.0	(6.6)	(99.3)
Caja	106.9	235.4	128.5	120.2
Moneda extranjera	2,036.8	520.5	(1,516.3)	(74.4)
Depósitos corrientes	21.9	0.2	(21.7)	(99.1)
Encaje legal ¹	1,950.7	510.3	(1,440.4)	(73.8)
Otros	64.2	10.0	(54.2)	(84.4)
Mantenimiento de valor	134.1	54.3	(79.9)	(59.6)
Depósitos corrientes	19.1	19.7	0.6	3.2
Encaje legal ¹	28.2	6.9	(21.3)	(75.4)
Otros	86.8	27.6	(59.2)	(68.2)
ITEMS PRO MEMORIA				
Emisión	2,157.1	2,418.6	261.4	12.1
Crédito interno neto del BCB	(3,556.9)	(3,579.1)	(22.2)	(0.6)

FUENTE : Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS : ¹ Encaje constituido en el BCB (efectivo y títulos en MN); no incluye encaje en títulos en ME y en Caja de las entidades financieras.

3.2.2. Multiplicadores Monetarios

El multiplicador m1 disminuyó en 1998 en 8.1%, ligeramente inferior al de 1997. La disminución en el margen de creación de dinero fue el reflejo del incremento en el coeficiente de inmovilización como resultado, principalmente, del aumento en las reservas bancarias en moneda nacional. Influyeron también en dicho comportamiento, aunque en menor grado, la disminución del coeficiente de preferencia por

billetes y monedas (c) y del coeficiente de compensación (a).

Por el contrario, el multiplicador de la oferta monetaria ampliada m'3 se incrementó significativamente en 51.4% debido principalmente a la disminución de las reservas bancarias en moneda extranjera (Cuadro 27).

El determinante más importante del incremento en la liquidez total ha sido el crédito al sector privado y en menor proporción el incremento en las reservas internacionales y en el crédito al sector público. La variación de Otros Neto tuvo un efecto contractivo y refleja en parte el impacto de la nueva valoración del oro (como se señaló

anteriormente), el incremento de las obligaciones con el exterior a mediano y largo plazo, y el aumento del patrimonio y reservas de los bancos como resultado de una adecuación a un coeficiente patrimonial del 10% (Cuadro 29).

CUADRO 29
DETERMINANTES DE LA LIQUIDEZ TOTAL

(En millones de bolivianos)

	1997	1998	Participación		Variación	
			1997	1998	Absoluta	Relativa
RIN	3,725.3	5,152.6	16.9	20.5	1,427.3	38.3
CNSP	775.2	810.5	3.5	3.2	35.3	4.6
CNSPr	24,251.0	29,913.3	110.0	119.1	5,662.3	23.3
Otros Neto	(6,712.5)	(10,758.2)	(30.4)	(42.8)	(4,045.7)	60.3
LIQUIDEZ TOTAL	22,039.0	25,118.2	100.0	100.0	3,079.2	14.0

FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTAS : RIN = Reservas internacionales netas.
CNSP = Crédito neto al sector público.
CNSPr = Crédito neto al sector privado.

La cartera del sistema financiero al sector privado creció en 1998 en 23.3%, que constituye la tasa más alta en los últimos años (Cuadro 29). Durante esta gestión fueron desembolsados el equivalente a \$us 779.2 millones netos de recuperaciones; de este monto, el 93% fue otorgado en moneda extranjera, 5% en moneda nacional y 2% en MN con mantenimiento de valor (Cuadro 30).

Se debe resaltar que la pesadez de cartera (incluyendo a los bancos en liquidación: Sur, Cochabamba y BIDES A S.A.) disminuyó de 12.9% en 1997 a 11.4% en 1998; debido principalmente a la recuperación de la cartera vencida y en ejecución del Banco BIDES A S.A., así como a la absorción de los bancos BHN Multibanco y Banco La Paz por el Citibank y el Banco de Crédito respectivamente.

CUADRO 30
FINANCIAMIENTO CONCEDIDO POR EL SISTEMA BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

(En millones de dólares)

Fin de Período	CRÉDITO BRUTO				FLUJOS			
	MN	MV	ME	TOTAL	MN	MV	ME	TOTAL
1996	120.7	773.9	2,951.8	3,846.4				
1997	155.2	807.4	3,561.5	4,524.5	34.9	33.5	609.7	678.1
1998	191.1	822.3	4,290.4	5,303.8	35.5	14.9	728.9	779.2

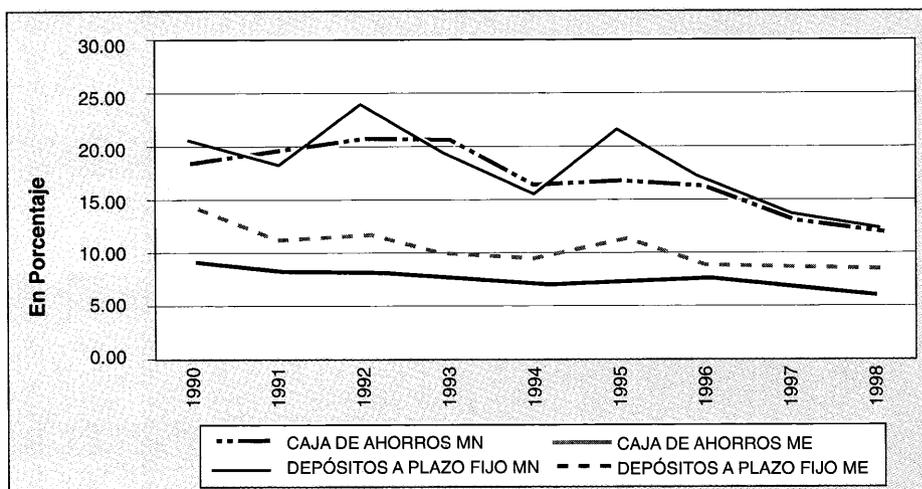
FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTA : A partir de 1996 se incluyen entidades financieras no bancarias.

3.2.4 Tasas de Interés

Las tasas de interés efectivas anuales, tanto pasivas como activas, registraron una tendencia descendente hasta septiembre-octubre de 1998; posteriormente, coincidente con la crisis internacional, las tasas crecieron aunque no de forma muy pronunciada. A fin de año se situaron

todavía por debajo de las de 1997, con excepción de la tasa para depósitos a plazo fijo en moneda extranjera y en moneda nacional con mantenimiento de valor, la primera se situó en un nivel similar al de fines de 1997 y la segunda se incrementó de 6.65% a 6.93% (Gráfico 15).

Gráfico 15
Tasas de interés Efectivas Anuales



FUENTE : Banco Central de Bolivia.

En 1998 se presentaron también disminuciones de las tasas de interés reales tanto activas como pasivas; las más importantes se registraron en las operaciones en moneda nacional, no obstante la menor tasa de inflación. Las tasas activas disminuyeron en mayor proporción que las tasas pasivas, generando una mayor demanda y colocación de cartera (Cuadro 31). Las tasas de interés pasivas en moneda nacional fueron mayores en términos reales que las tasas en dólares durante todo el año para depósitos en caja de ahorro, y hasta septiembre para depósitos a plazo fijo (Gráfico 16). Debe notarse que los depósitos en moneda nacional son muy pequeños.

La tasa LIBOR a 180 días, luego de un comportamiento oscilante en el primer semestre del año, presentó una tendencia al descenso

en los meses de julio a octubre, para incrementarse ligeramente hasta fin de año. Sin embargo, el nivel alcanzado a diciembre de 1998 resultó menor en 0.76 puntos porcentuales en relación a 1997 (Cuadro 32).

El diferencial entre la tasa de depósitos a plazo fijo en moneda extranjera y la LIBOR a 180 días, después de haber disminuido en los dos primeros meses de 1998, se mantuvo ligeramente por encima del 2.0% hasta agosto, para luego registrar alzas continuas que alcanzaron a fines de año una tasa de 3.1%. El incremento del diferencial en 0.74 puntos porcentuales se explica principalmente por la disminución de la tasa LIBOR y representa un incremento moderado del riesgo-país respecto a otros países de la región más expuestos a salidas de capitales de corto plazo.

**CUADRO 31
TASAS DE INTERÉS REALES**

(En porcentajes)

Período	ACTIVAS			PASIVAS				
	MN	MV	ME	CAJA DE AHORRO		PLAZO FIJO		
				MN	ME	MN	MV	ME
1995	11.5	6.6	9.2	4.9	0.8	6.9	3.2	3.7
1996	10.0	7.0	9.5	2.7	0.6	4.6	3.0	3.3
1997	14.9	13.8	14.0	8.4	5.2	8.8	5.9	6.8
1998:								
Enero	14.6	13.7	13.6	8.1	4.8	8.5	5.7	6.5
Febrero	14.0	13.5	13.0	7.4	4.2	7.9	5.0	5.9
Marzo	12.8	13.1	12.4	6.7	3.6	7.2	4.4	5.3
Abril	11.7	12.5	12.0	6.2	3.3	6.8	4.1	5.0
Mayo	10.3	11.6	11.7	5.7	3.0	6.2	3.8	4.8
Junio	9.8	11.7	11.6	5.3	3.0	5.9	3.8	4.8
Julio	9.3	10.6	11.7	5.0	3.0	5.7	3.8	4.8
Agosto	9.3	10.9	11.7	4.8	3.1	5.5	3.9	4.9
Septiembre	8.8	10.8	11.6	4.3	3.0	5.0	3.7	4.8
Octubre	8.5	10.8	11.5	3.9	2.9	4.6	3.6	4.8
Noviembre	8.3	11.0	11.3	3.5	2.7	4.2	3.5	4.6
Diciembre	8.7	11.3	11.6	3.5	3.0	4.3	3.9	5.0

FUENTE : Banco Central de Bolivia - Gerencia del Sistema Financiero.
 ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
 NOTAS: : Para el cálculo de la tasa de interés real se utilizaron las siguientes fórmulas:
 MN $r = \frac{[(1+i)/(1+t)] - 1}{1} * 100$
 ME y MV $r = \frac{[(1+i)*(1+d)/(1+t)] - 1}{1} * 100$
 Donde r : Tasa de interés real.
 i : Tasa de interés nominal promedio simple de doce meses.
 t : Tasa de inflación promedio simple de doce meses.
 d : Tasa de depreciación promedio simple de doce meses.

3.3 POLÍTICA CAMBIARIA

Desde 1985, el valor del tipo de cambio oficial y único se establece a través del Bolsín del Banco Central. Inicialmente, el Bolsín funcionó como un mecanismo de subasta de divisas para la determinación del tipo de cambio. Posteriormente el tipo de cambio evolucionó hacia un sistema de tipo de cambio deslizando.

A partir de julio de 1994, continuando en el marco de un régimen de flotación administrada, se otorgó una mayor flexibilidad al manejo cambiario orientado al objetivo de mantener el

tipo de cambio real, pero con la restricción de que esta política no haga peligrar la estabilidad de precios. En este contexto, la determinación del tipo de cambio oficial se realiza tomando en consideración las variaciones cambiarias de una canasta de monedas de los países que constituyen los principales socios comerciales de Bolivia, así como sus inflexiones. Esto permite que se produzcan apreciaciones y depreciaciones del boliviano frente al dólar estadounidense.

CUADRO 32
TASAS DE ANUALES DE INTERÉS – PRÉSTAMOS, DEPÓSITOS A PLAZO FIJO Y LIBOR

(En porcentajes)

Período	Préstamos ME ⁽²⁾	Depósitos ME ⁽¹⁾⁽²⁾	Libor ⁽³⁾	Spread Activa	Spread Pasiva
Diciembre 96	15.00	8.49	5.56	8.94	2.77
Diciembre 97	16.90	8.32	5.84	10.45	2.34
1998					
Enero	26.32	8.03	5.66	19.55	2.24
Febrero	24.16	7.80	5.69	17.48	2.00
Marzo	24.36	8.06	5.75	17.60	2.18
Abril	17.43	7.98	5.81	10.98	2.05
Mayo	16.25	7.99	5.75	9.93	2.12
Junio	24.94	8.01	5.78	18.11	2.11
Julio	16.22	7.92	5.75	9.90	2.05
Agosto	16.03	7.83	5.59	9.89	2.12
Septiembre	17.02	7.76	5.25	11.18	2.38
Octubre	19.69	7.77	4.97	14.02	2.67
Noviembre	19.11	8.08	5.15	13.28	2.79
Diciembre	20.27	8.32	5.08	14.46	3.08

FUENTE : Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS :

⁽¹⁾ Tasas para operaciones a 90 días.

⁽²⁾ Promedio ponderado de las tasas negociadas de la última semana de cada mes.

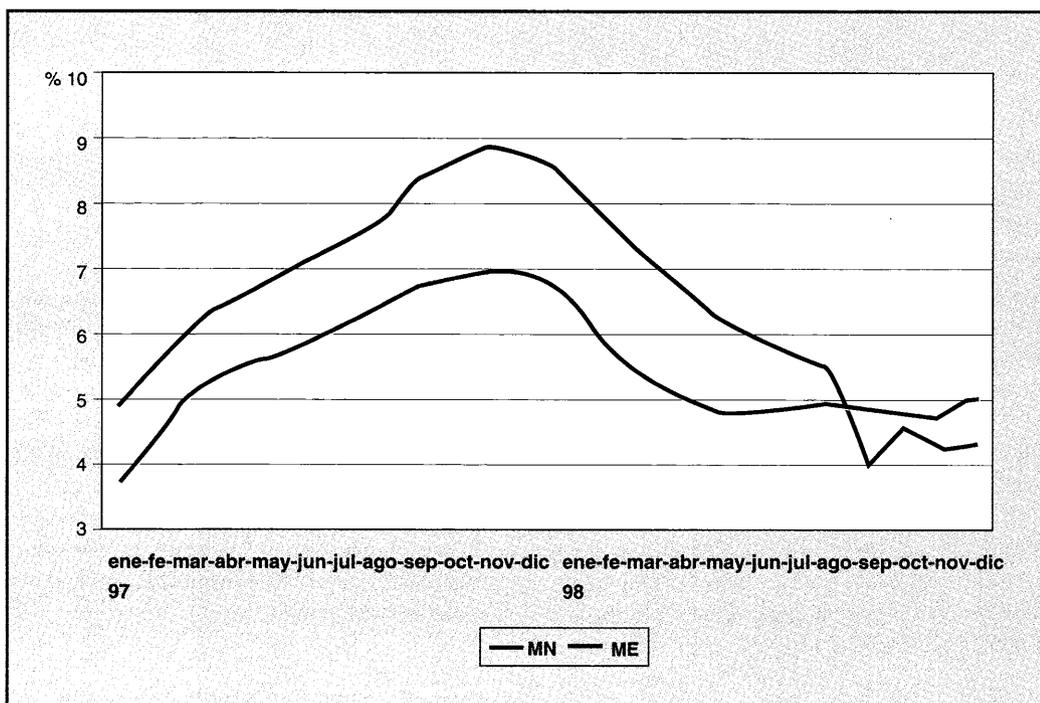
⁽³⁾ Tasa LIBOR al último día del mes a 180 días.

Spread calculado con la siguiente fórmula:

$S = ((1 + \text{tasa activa ME}) / (1 + \text{tasa LIBOR}) - 1) * 100$

$S = ((1 + \text{tasa pasiva ME}) / (1 + \text{tasa LIBOR}) - 1) * 100$

Gráfico 16
Tasas de Interés Real: Depósitos a Plazo Fijo



FUENTE : Banco Central de Bolivia - Gerencia de Sistema Financiero.

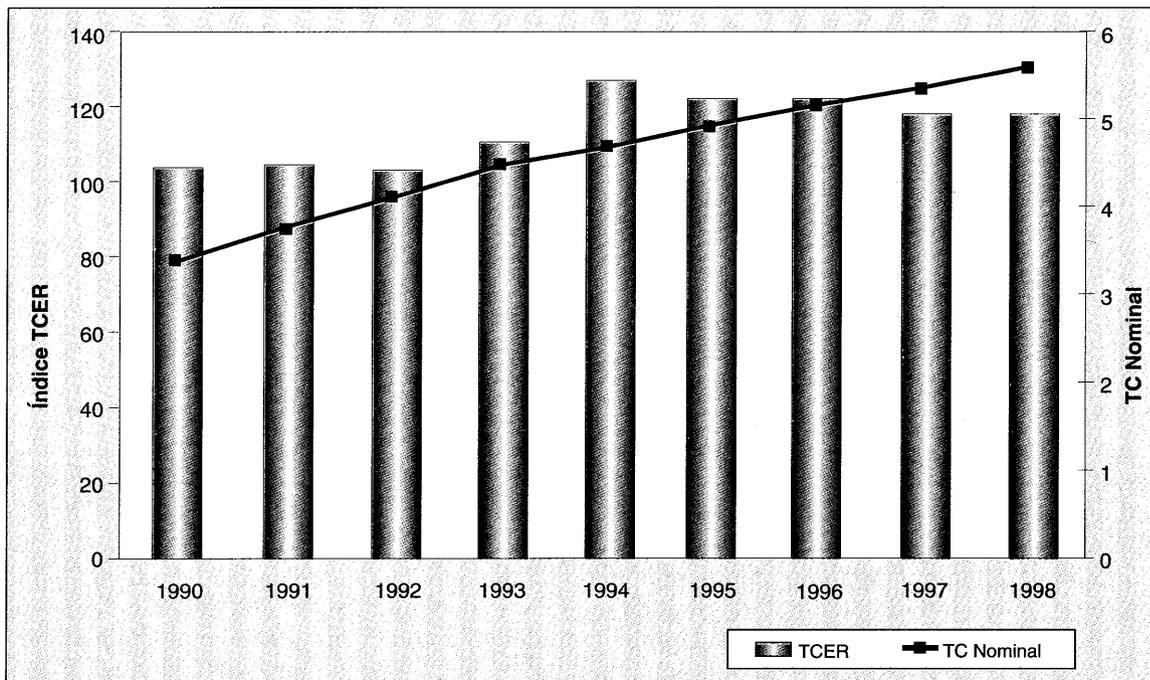
ELABORACIÓN : Asesoría de Política Económica.

CUADRO 33
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL E ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL (TCER)

Fin de Período	TC Nominal Venta	Variación Anual (%)	TCER Promedio 1990=100	Variación Anual (%)
1990	3.4	14.1	103.7	
1991	3.8	10.3	105.2	1.6
1992	4.1	9.3	103.8	(1.3)
1993	4.5	9.3	111.6	7.5
1994	4.7	4.9	127.7	14.4
1995	4.9	5.1	124.5	(2.5)
1996	5.2	5.1	123.1	(1.1)
1997	5.4	3.5	118.0	(4.2)
1998	5.7	5.2	119.6	1.4

FUENTE : Instituto Nacional de Estadística – Reuters - Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica

Gráfico 17
Tipo de Cambio Nominal vs. Índice del Tipo de Cambio Real y Efectivo



FUENTE : INE - BCB - REUTERS.
 ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.

CUADRO 34
ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL: POSICIONES RESPECTO A LOS
SOCIOS COMERCIALES

(1990 = 100)

Fin de Período	Argentina	Brasil	Chile	Perú	Alemania	U.K.	Japón	USA	TCER
1997	163.8	195.1	124.2	138.1	85.8	91.9	95.4	96.7	118.0
1998	166.2	185.9	121.7	127.4	93.1	95.7	110.6	99.0	119.6
Inflación ⁽¹⁾	0.7	2.3	4.7	6.0	0.7	2.8	0.6	1.6	
Devaluación ⁽²⁾	0.0	8.2	7.6	15.7	(6.5)	(0.6)	(12.6)		

FUENTE : Instituto Nacional de Estadística – Reuters - Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN : BCB- Asesoría de Política Económica.

NOTAS : ⁽¹⁾ Inflación anual, datos preliminares.

⁽²⁾ Devaluación nominal anual.

La política cambiaria en 1998 se caracterizó por un mayor dinamismo, con una tasa de depreciación nominal a diciembre de 1998 de 5.2%. Esta evolución, el bajo nivel de inflación interna y la apreciación de las monedas europeas y del yen japonés frente al dólar a fines de 1998, permitieron que el índice del tipo de cambio real y efectivo se depreciara, a fin de período, situación que no se había presentado desde 1994 (Cuadro 33 y Gráfico 17).

La depreciación anual del TCER a diciembre de 1998 fue de 1.36% respecto a diciembre de 1997. Esto significa que se produjo un aumento de la competitividad de nuestras exportaciones y de los productos nacionales que compiten con los importados.

El Cuadro 34 muestra un detalle del índice de TCER para 1998 con respecto a cada uno de nuestros socios comerciales. Esta información muestra que aunque la política cambiaria nacional fue activa y la inflación interna fue relativamente baja, los incrementos en materia de competitividad se lograron en un contexto difícil. En las relaciones bilaterales, Brasil, Chile y Perú registraron ritmos de depreciación superiores a sus respectivas tasas de inflación, lo que determinó que perdiéramos competitividad con ellos. A pesar esto, las ganancias de competitividad respecto a la mayoría de nuestros otros socios comerciales compensaron el escenario desfavorable con nuestros vecinos y contribuyeron decisivamente al resultado alcanzado.

3.4 LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 1999

La política monetaria continuará orientada a procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional y se plasma principalmente en un programa monetario que toma en cuenta los objetivos globales de la política económica del gobierno. El programa es congruente con los objetivos de crecimiento de la actividad económica entre el 4.5% y 5.0% y de un crecimiento de los precios, de diciembre a diciembre, no mayor al 5.5%. La meta del déficit global del sector público ha sido fijada en 3.9% del PIB.

El programa monetario de 1999 está basado en metas de crecimiento del crédito interno neto (CIN) y de modificación de las reservas internacionales netas (RIN), consistentes con los objetivos de inflación y de crecimiento del PIB. La meta intermedia de la política monetaria es el CIN del BCB. Para 1999 se ha fijado un límite de expansión del CIN de Bs 605.3 millones y una pérdida de RIN de hasta \$us 50 millones.

Se ha estimado para 1999 un incremento nominal de la emisión monetaria del 13.0%, mayor al crecimiento del producto nominal (11.3%). Se estima que la tasa de crecimiento del agregado M1 sea del 13.5%, mientras que el agregado monetario amplio M'3, que incluye, además del circulante, todos los depósitos en bolivianos y dólares del sistema bancario, crezca en 13.6%.

Las operaciones de mercado abierto con Letras del Tesoro y, más ocasionalmente, con Certificados de Depósito del BCB continuarán siendo el principal instrumento de política monetaria. Para 1999 está prevista una mayor flexibilidad en las subastas de títulos, con tasas de interés competitivas. Los montos ofrecidos en las subastas serán más variables que en el pasado y dependerán de la condición del CIN. En cambio, se espera que las tasas de interés resultantes sean, a la vez que competitivas, más estables. Será también una política del BCB ampliar el mercado de títulos públicos con la participación de más instituciones.

La política cambiaria estará orientada a mantener una inflación baja y a mejorar la competitividad de nuestro tipo de cambio para proteger a las exportaciones y a la industria

nacional que compite con bienes importados. El régimen cambiario continuará, en esencia, con las reglas vigentes desde 1985 y el bolsín seguirá siendo uno de sus pilares.

En coordinación con el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras se presentará al Honorable Congreso Nacional un proyecto de ley para establecer un seguro explícito de depósitos, y mecanismos más expeditos de resolución para bancos que pudieran enfrentar dificultades. Tanto el seguro como los mecanismos de resolución tendrán por finalidad proteger el ahorro del público depositado en las entidades de intermediación financiera y mantener la confianza respecto a las actividades y operaciones del sistema financiero.

