

p a r t e

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA



Política Monetaria y Crediticia

Política Cambiaria

Lineamientos de Política Monetaria y Cambiaria para 2003

POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

1. POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

La formulación y aplicación de la política monetaria es una de las más importantes funciones de un banco central. Por mandato de la Ley 1670, el objeto de esta política es velar por el mantenimiento de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para ello, el BCB adopta una estrategia de metas intermedias de cantidad consistente en la fijación de límites a la expansión del crédito interno neto (CIN) según las estimaciones de demanda de dinero por el público, a fin de que no se produzcan excesos de oferta que resulten en presiones inflacionarias o en disminución de reservas internacionales (RIN). La importancia de mantener un adecuado nivel de reservas internacionales netas radica en las características de la economía boliviana: abierta, con régimen de tipo de cambio deslizando y con elevados niveles de dolarización. Estas características dificultan el cumplimiento del rol de prestamista de última instancia del Ente Emisor y acentúan la importancia de las RIN. Más precisamente, el programa monetario del BCB tiene como metas cuantitativas niveles máximos de CIN y límites mínimos de RIN.

Durante 2002, la política monetaria del BCB fue claramente expansiva. El Banco Central inyectó recursos al sistema financiero por medio de redención neta de títulos públicos y operaciones de reporto. Asimismo concedió créditos de liquidez con garantía del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL). La inyección de recursos mediante la redención de títulos fue de Bs280,3 millones.²⁷ Las operaciones de reporto ascendieron a \$us 865,4 millones en moneda extranjera (ME) y Bs1.734,2 millones en moneda nacional (MN). Los créditos de liquidez inmediata con garantía del Fondo RAL llegaron a \$us 481,3 millones en ME y Bs944,6 millones en MN. El otorgamiento de estos recursos a las entidades financieras les permitió hacer frente a los fuertes retiros de depósitos de mediados de año.

Dos nuevos instrumentos de política monetaria se crearon en 2002. El primero, denominado Servicio Restringido de Depósitos en moneda extranjera (SRD-ME), vigente desde abril, tiene el propósito de fijar un piso a las tasas de interés de corto plazo. El segundo, el Servicio Extendido de Depósitos en moneda extranjera (SED-ME), vigente desde julio, es un instrumento de regulación de la liquidez en moneda extranjera que afecta también las tasas de interés. Además, ambos servicios influyen en el nivel de reservas bancarias en el BCB y, de esa forma, sobre el nivel de las reservas internacionales netas del Ente Emisor.

Las tasas de los títulos del BCB en moneda extranjera variaron según las condiciones de liquidez del mercado. A principios de año, y en un mercado bastante líquido, las tasas se mantuvieron bajas. A partir del mes de abril empezaron a incrementarse, primero en respuesta a la aplicación del SRD-ME y posteriormente, por las necesidades de liquidez del mercado. En el cuarto trimestre, una vez recuperada la confianza en el sistema, las tasas en ME volvieron a disminuir y al concluir la gestión se situaron en niveles algo superiores a los de la gestión anterior. Las tasas de los títulos en moneda nacional tuvieron un comportamiento claramente ascendente en la gestión, debido a las mayores expectativas de depreciación del boliviano.

Las tasas para operaciones de reporto en ME mostraron similar comportamiento. Después de mantenerse en niveles bajos en los primeros meses subieron en julio y agosto y cerraron la gestión en 6,5%. La tasa de interés para créditos con garantía del Fondo RAL (primer tramo) tuvieron igual comportamiento y terminaron en 8% a fines de diciembre de 2002. Dada la correlación existente entre el mercado monetario y el interbancario, las tasas interbancarias en moneda extranjera, que estaban en promedio en 1,06% en febrero, subieron a 8,28% en agosto y concluyeron diciembre en 1,67%.

Las RIN del Banco Central disminuyeron en el primer cuatrimestre con mayor intensidad que en los dos años anteriores, \$us 143,1 millones. La situación parecía cambiar en mayo y parte de junio; sin embargo, se produjo una disminución muy significativa de RIN desde la segunda quincena de junio y durante el mes de julio como consecuencia del retiro de depósitos del sistema financiero por más de \$us 591 millones en estos meses.

En efecto, para hacer frente a ese retiro de depósitos y asistir al sistema financiero con la provisión oportuna de liquidez, el BCB tuvo que reducir el nivel de sus RIN y utilizar una parte de los recursos del Fondo RAL-ME, constituido en el exterior, por un monto cercano a \$us 185 millones.

A medida que la confianza en el sistema fue restableciéndose, los depósitos en los bancos retornaron lentamente y estas instituciones devolvieron, en muchos casos anticipadamente, los préstamos de liquidez que habían contraído. Desde septiembre, se registró un aumento paulatino de las RIN del BCB, suficiente para reponer los recursos del Fondo RAL-ME. Hasta fines de 2002 las RIN del BCB llegaron a \$us 853,8 millones.

²⁷ Este resultado está compuesto por una redención de papeles con el sistema financiero por Bs163,3 millones y con el sector privado por Bs117 millones.

La demanda de emisión monetaria se incrementó 12,5% en el año (Bs337,2 millones). Ese crecimiento consolidó la tendencia ascendente de la emisión en los últimos tres años, después de la caída que sufriera en 1999. Los medios de pago M'1 crecieron 7,7% y la oferta monetaria ampliada M'3 decreció 2,4% en el año.²⁸ Ello determinó que el grado de profundización financiera, medido por la relación M'3/PIB, disminuya a 51,8% en 2002, 3,6 puntos porcentuales menos que en 2001.

En los primeros meses de 2002, continuó la reducción de las operaciones activas y pasivas del sistema financiero, y se agudizó a medio año. En todo el año, los depósitos en el sistema financiero disminuyeron en \$us 466,5 millones y el crédito al sector privado se contrajo en \$us 344,6 millones. En sus operaciones con el exterior, la banca canceló, en el año, obligaciones de mediano y largo plazo por \$us 45,5 millones, y disminuyó sus activos netos en \$us 103,8 millones.

El deterioro de la situación de los prestatarios elevó la cartera morosa la que, junto con la disminución de la cartera total, determinó que el índice de morosidad se incremente en el año de 16,3% a 17,7%.²⁹ El incremento de la morosidad y la posibilidad de una mayor incidencia de créditos irrecuperables en la cartera

total estuvieron insuficientemente acompañados por un incremento de provisiones.³⁰

1.1 PROGRAMA FINANCIERO DE 2002

El programa financiero de 2002 estuvo orientado a crear condiciones para un crecimiento económico que permita mejorar el nivel y la calidad de vida de la población. Una condición necesaria para cumplir esos objetivos es preservar la estabilidad macroeconómica.

El programa financiero aprobado por el Directorio del BCB para 2002 preveía un crecimiento de 2,8% de la economía y una tasa de inflación de 3,5%. Compatibles con esos objetivos, se establecieron seis metas cuantitativas (Cuadro 3.1), así como criterios de desempeño para medir avances en las reformas estructurales del sector público y en el fortalecimiento del sistema financiero.

La compleja situación del sistema financiero en 2002 determinó que el BCB revisara el programa monetario establecido a principios de la gestión y modificara sus metas para cumplir su papel de prestamista de última instancia. Ante la incertidumbre de medio año, el Ente Emisor redujo sus activos externos y expandió el crédito interno para preservar la estabilidad del sistema

CUADRO 3.1
PROGRAMA FINANCIERO 2002

		Programa Original	Programa Ajustado	Ejecución	Margen(+) Desvío(-)
VARIABLES FISCALES					
(metas aprobadas en marzo de 2002)					
Déficit del Sector Público	millones de Bs	-3.119,4	-3.227,9	-4.804,4	-1.576,4
Financiamiento Interno al sector público	millones de Bs	1.024,9	1.024,9	1.402,3	-377,4
Deuda Externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año	millones de \$us	0,0	0,0	25,0	-25,0
Deuda Externa neta pública o con garantía pública no concesionaria	millones de \$us	-45,5	-45,5	124,0	-169,5
VARIABLES MONETARIAS					
(metas aprobadas en marzo de 2002)					
Crédito Interno Neto	millones de Bs	1.168,1	1.168,1	2.273,1	-1.105,0
Reservas Internacionales Netas	millones de \$us	-140,0	-140,0	-275,4	-135,4
(metas aprobadas en octubre de 2002)					
Crédito Interno Neto	millones de Bs	1.556,7	1.535,7	2.273,1	-737,4
Reservas Internacionales Netas	millones de \$us	-200,0	-197,0	-275,4	-78,4

FUENTE : Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN : BCB – Asesoría de Política Económica.

²⁸ Al final de esta publicación pueden, encontrarse, entre otras las definiciones de estos agregados monetarios.

²⁹ Estos porcentajes no incluyen a entidades financieras en liquidación.

³⁰ Mediante el DS 26802 de 27 de septiembre de 2002, se postergó la constitución de provisiones correspondientes a septiembre de 2002 para marzo de 2003.

financiero, alejándose de los lineamientos originalmente establecidos. El déficit fiscal fue mayor al previsto por las razones analizadas en la segunda parte de esta Memoria, lo que determinó también la necesidad de ajustar el programa monetario.

1.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

1.2.1 Operaciones de Mercado Abierto

Las operaciones de mercado abierto (OMA) son el instrumento más importante de la política monetaria para la regulación de la liquidez en la economía. Comprenden la compra y venta de títulos públicos, definitiva o no, con el propósito de expandir o contraer la liquidez y así lograr los cambios deseados en el volumen de los medios de pago y en las tasas de interés del mercado.

El Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos para estas operaciones en función del desempeño estimado de la economía y las metas del programa monetario. Con base en estos lineamientos, y considerando el pronóstico de liquidez de corto plazo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) establece semanalmente la oferta de títulos públicos y sus correspondientes plazos y monedas. Determina

también las tasas premio base y los montos disponibles para operaciones de reporto con títulos públicos.

Los mecanismos que utiliza el BCB para comprar y vender títulos públicos son dos:

a) Subasta pública, donde participan las entidades con licencia de las Superintendencias de Bancos y Entidades Financieras, y de Pensiones, Valores y Seguros, previa autorización del COMA. Los bancos, mutuales, agencias de bolsa, administradoras de fondos de pensiones (AFP), sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFI) y compañías de seguros intervienen directamente en estas subastas. Las personas particulares y otras instituciones privadas solamente pueden hacerlo a través de las entidades nombradas.

b) Mesa de dinero, a través de la cual el BCB puede realizar diariamente operaciones de compra y venta de títulos. Por decisión del COMA, para favorecer una mayor competencia en la subasta, no se colocaron títulos en mesa de dinero la gestión pasada. Con este mecanismo, el BCB efectúa también la compra o redención anticipada de títulos, operaciones que no fueron significativas en 2002.

Existen dos modalidades de subasta. La competitiva, en la que las adjudicaciones se deciden en función de los precios propuestos por los participantes, y la no

ACERCA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En los últimos años han empezado a surgir interrogantes acerca del papel del BCB en la economía: ¿Puede la política monetaria incidir en el crecimiento económico?, ¿qué objetivos debe perseguir la autoridad monetaria y con qué instrumentos, dadas las limitaciones que tienen los canales de transmisión?.

La Ley 1670 establece que el objeto del BCB es preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional, esto es, mantener niveles bajos de inflación. Con los instrumentos que tiene y mediante los canales de transmisión de la política monetaria, el BCB puede incidir indirectamente en el nivel de precios. De manera simple, si con la aplicación de una política monetaria expansiva lograra un descenso de tasas de interés bancarias, ello podría generar un aumento en la demanda de créditos que, a su vez, se canalizaría hacia mayores inversiones o gastos de consumo. La persistencia de esa situación podría provocar elevaciones en los precios y solamente efectos transitorios positivos en el nivel de actividad. De esa manera, la política monetaria aplicada traería resultados no deseados. Otro efecto que pudiera tener una política monetaria expansiva, y que es más importante en una economía altamente dolarizada, es la presión que excedentes de liquidez en moneda local pueden tener en la demanda de moneda extranjera, con los consiguientes efectos en el nivel de reservas internacionales. La dolarización impone limitaciones muy fuertes al accionar de la política monetaria, mayores a las que se tienen normalmente en una economía abierta a los movimientos de capital y con un sistema de tipo de cambio fijo, aunque ajustable (sistema de cambio deslizante).

Por otra parte, es importante destacar que la política monetaria no puede alcanzar, con un número reducido de instrumentos, distintos objetivos en forma simultánea. No puede pretenderse lograr tasas bajas de interés, tipo de cambio estable, nivel holgado de reservas y baja inflación, con un pequeño número de instrumentos. De ahí que es necesario limitar esos objetivos.

Hay pleno consenso en que la mayor contribución que un banco central puede hacer a la economía es mantener el poder adquisitivo de la moneda y una inflación baja. La política monetaria no puede tener objetivos de la economía real, como la tasa de crecimiento o el nivel de empleo, aunque puede contribuir a mejorar la confianza y credibilidad en el sistema financiero, de manera que éste potencie y amplíe sus actividades de intermediación hacia los sectores productivos. La inflación baja es una condición necesaria, aunque no suficiente, para lograr un crecimiento sostenido.

competitiva, en la que los agentes no proponen un precio específico, sino que se adhieren al precio promedio de adjudicación resultante de la modalidad competitiva. El monto ofertado en la modalidad no competitiva no rebasa el 50% de la oferta total en cada moneda y plazo.

Junto con las colocaciones para regulación monetaria, el BCB administra además las emisiones de títulos públicos que realiza el TGN para financiamiento fiscal. Los efectos de estas operaciones en la oferta monetaria son diferentes. Las OMA modifican la cantidad de dinero disponible en la economía, mientras que las colocaciones del TGN, en la medida en que financian el gasto público, no influyen en la oferta monetaria.

Durante 2002, el BCB inyectó recursos al sistema financiero mediante redenciones netas de títulos por valor de \$us 39,7 millones (Cuadro 3.2). La reducción del saldo de

títulos colocados fue progresiva. En agosto alcanzó el nivel más bajo de los últimos años (\$us 14,3 millones). Luego de superada la incertidumbre electoral, ante la formación de excedentes de liquidez en el sistema, el BCB incrementó ligeramente sus colocaciones netas.

La creación de la Unidad de Fomento de Vivienda (UFV) en diciembre de 2001 hizo que el BCB aprobara, al iniciar la gestión, la emisión de valores indexados a esta nueva unidad.³¹ Estos instrumentos fueron escasamente demandados, en parte debido a que el ritmo de depreciación del boliviano fue mayor a la tasa de inflación. A pesar de la permanente oferta de títulos en UFV, sólo se colocaron Bs17,8 millones en letras del Tesoro (LT) a 364 días.

Hasta el primer cuatrimestre del año, la elevada liquidez en el sistema financiero contribuyó al marcado descenso de las tasas de interés de los títulos públicos en ME.

CUADRO 3.2
SALDOS NETOS DE TÍTULOS EN VALOR NOMINAL ¹
(en millones de dólares)

Meses	Títulos del BCB (OMA)			Títulos del TGN			TOTAL GENERAL	OTRAS COLOCACIONES ⁴	
	MN ²	ME	TOTAL ³	MN ²	ME	TOTAL ³		MN	TOTAL ³
Dic. 2001	52,0	50,2	57,8	161,9	515,2	538,9	596,8	20,0	2,9
Ene.2002	53,0	32,9	40,6	193,0	516,2	544,2	584,8	20,0	2,9
Febrero	54,0	27,9	35,7	201,2	499,2	528,1	563,8	10,0	1,4
Marzo	60,0	34,3	42,8	201,3	483,0	511,7	554,5	10,0	1,4
Abril	54,0	39,4	47,1	210,3	478,5	508,3	555,4	10,0	1,4
Mayo	44,6	34,1	40,4	220,4	481,8	513,0	553,4	-	-
Junio	22,3	24,6	27,8	221,4	478,9	509,9	537,6	-	-
Julio	19,3	16,4	19,1	202,4	452,4	480,5	499,5	-	-
Agosto	15,3	12,2	14,3	204,5	420,4	448,5	462,7	-	-
Septiembre	12,3	12,7	14,4	181,5	422,6	447,3	461,7	-	-
Octubre	12,3	16,7	18,4	177,8	430,7	454,8	473,2	-	-
Noviembre	14,3	16,7	18,7	168,0	429,3	451,9	470,6	-	-
Diciembre	20,3	15,4	18,1	201,0	433,7	460,6	478,7	-	-

FUENTE : Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN : BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

NOTAS : ¹ Títulos corresponden a LT y BT emitidos a través del BCB.

² En millones de bolivianos. Incluye las colocaciones de títulos indexados a la UFV y para el cálculo del saldo de títulos del TGN, adicionalmente las colocaciones al Fondo RAL-MN

³ En millones de dólares. Para la conversión de UFV a MN y de MN a ME se utilizó la UFV y el tipo de cambio de compra de fin de mes, respectivamente.

⁴ BT emitidos por el TGN a favor del BCB y colocados por éste al mercado.

Esta liquidez fue originada por i) menores operaciones de los intermediarios crediticios debido a la posición conservadora, principalmente de la banca, asociada al crecimiento de la mora y a la percepción del mayor riesgo crediticio de los prestatarios; y ii) la fuerte caída

de las tasas internacionales de interés que desalentó la salida de capitales al exterior.

La tasa efectiva anualizada (TEA) a 91 días en ME bajó en marzo hasta 0,6% pero al finalizar el primer

³¹ La UVF es un índice referencial que muestra la evolución diaria de los precios. El BCB la calcula con base en el IPC que publica el INE. Fue creada mediante Decreto Supremo 26390 de 8 de noviembre de 2001.

semestre se incrementó a 5,1%. La significativa salida de depósitos de la banca, de las mutuales y de las SAFI a mediados de año, produjo excesos de demanda por liquidez que presionaron sobre las tasas de interés. A partir de septiembre las tasas comenzaron a estabilizarse con el retorno de los depósitos y la liquidez al sistema. La TEA a 91 días en ME se estabilizó en 3,6% al final del año (Gráfico 3.1).

Las tasas en MN mostraron menor volatilidad, con una tendencia creciente durante la gestión. La TEA a 91 días se incrementó en 297 puntos básicos para finalizar la gestión en 14,4%.

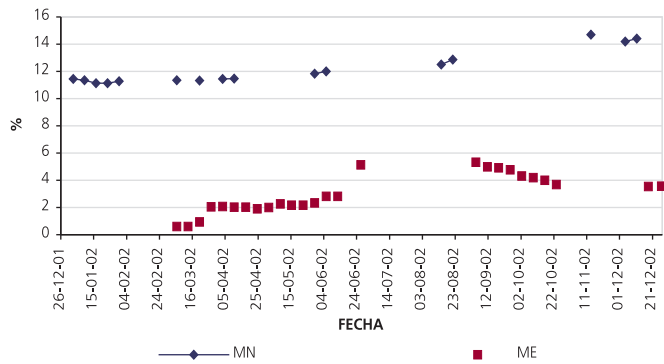
El TGN disminuyó el saldo de sus colocaciones netas en el año en \$us 78,3 millones. En ese escenario el TGN optó por buscar nuevas líneas de financiamiento externo.

El plazo promedio de colocación del TGN aumentó de 125 a 151 semanas, debido a las colocaciones de bonos del Tesoro (BT) durante el primer cuatrimestre, a dos, cuatro y seis años. El resto del año no se colocaron estos instrumentos de largo plazo porque las AFP, agencias de bolsa y SAFI, que son entidades que invierten a plazos mayores, dejaron de participar en las subastas semanales. En particular, en los meses de junio y julio, las SAFI experimentaron fuertes retiros cuando sus clientes empezaron a tener pérdidas de capital como consecuencia del incremento de las tasas de interés.

Las operaciones de reporto consisten en la compra de títulos por el BCB a agentes autorizados, con el compromiso, de ambas partes, de efectuar la operación inversa al cabo del plazo pactado. El BCB efectúa estas operaciones a plazos no mayores a 15 días. Estas operaciones se efectúan mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de mesa de dinero a tasas penalizadas. El BCB utiliza generalmente la tasa de interés base determinada semanalmente por el COMA y la oferta diaria de reportos para enviar señales al mercado acerca de sus expectativas sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo.

Con este instrumento proporcionó al sistema financiero, en términos brutos, cerca de \$us 692 millones en ME y Bs427 millones en MN para hacer frente a la salida de depósitos que se produjo entre fines de junio y principios de agosto (Gráfico 3.2). En ese período los depósitos bancarios disminuyeron 12,8% (\$us 360 millones) y los depósitos de las mutuales 26,6% (\$us 116

GRÁFICO 3.1
TASAS EFECTIVAS ANUALIZADAS DE ADJUDICACIÓN DE TÍTULOS A 91 DÍAS

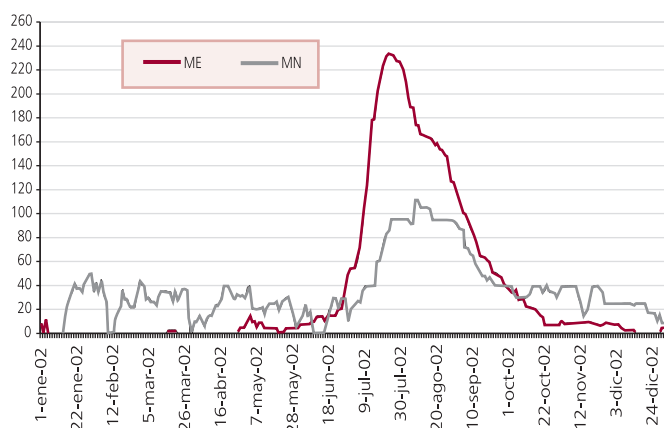


FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN : BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

millones). La cartera de las SAFI disminuyó en más de \$us 180 millones. Para proveer liquidez al sistema sin producir excesivos incrementos en las tasas de interés del mercado monetario, el BCB introdujo las siguientes modificaciones en sus operaciones de reporto: i) suspensión de la subasta competitiva y adjudicación a una tasa premio única, ii) ampliación del plazo de reportos, de 15 a 21 días, iii) eliminación de recargos adicionales por cancelaciones anticipadas y iv) fijación de una oferta diaria irrestricta en ambas monedas.

El volumen total de reportos en ME durante el año fue de \$us 865,4 millones, también muy por encima del observado en 2001. El volumen de operaciones en MN alcanzó a Bs1.734,2 millones.

GRÁFICO 3.2
SALDOS DE OPERACIONES DE REPORTOS
(En millones de bolivianos y dólares)



CUADRO 3.3
REPORTOS: VOLUMEN DE OPERACIONES Y PROMEDIOS
PONDERADOS DE TASAS PREMIO CON EL BCB

Período	TT-MN ¹	Tasa Premio	TT-ME ²	Tasa Premio
	millones de Bs	%	millones de \$us	%
2001				
Diciembre	104,7	9,25	7,5	3,00
TOTAL	697,6		62,1	
2002				
Enero	153,2	8,30		
Febrero	173,2	9,88		
Marzo	147,1	10,52	5,7	3,50
Abril	156,6	11,99	9,7	3,50
Mayo	179,9	14,10	26,6	3,65
Junio	107,2	12,53	70,9	4,31
Julio	154,1	11,73	358,8	7,75
Agosto	199,3	12,50	234,1	9,20
Septiembre	74,0	12,34	98,9	7,50
Octubre	163,4	13,20	34,4	6,50
Noviembre	128,6	12,72	19,4	6,50
Diciembre	97,8	12,50	6,9	6,50
TOTAL	1.734,2		865,4	

FUENTE : Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN : BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

NOTAS : ¹ Operaciones de reporto con Títulos del Tesoro en Moneda Nacional.

² Operaciones de reporto con Títulos del Tesoro en Moneda Extranjera.

1.2.2 Tasas de Interés del Mercado Monetario

El mercado monetario, compuesto por operaciones interbancarias con plazos menores a 30 días, por operaciones de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y en el BCB, y por colocaciones del BCB de letras del TGN a 28 días, se caracterizó por una mayor volatilidad de sus tasas en ambas monedas. En general, las tasas de reporto en ME del BCB mantuvieron su condición de tasa "techo", según las condiciones de liquidez del mercado.

Esta tasa, que a principios del año estaba en 3,6%, alcanzó un máximo de 9,9% en agosto, a raíz de la fuerte demanda por liquidez en ese período. El incremento de esta tasa, además de reflejar la demanda de recursos en la economía, buscó mantener un nivel adecuado de reservas e inducir a los participantes, como agencias de bolsa y SAFI, a obtener fondos en otras fuentes. Al igual que la tasa de reporto, la TEA de IT a 28 días en ME se redujo a 0,5% en marzo, alcanzó su nivel más alto de 4,6% en julio y cerró la gestión con 1,2% (Gráfico 3.3).

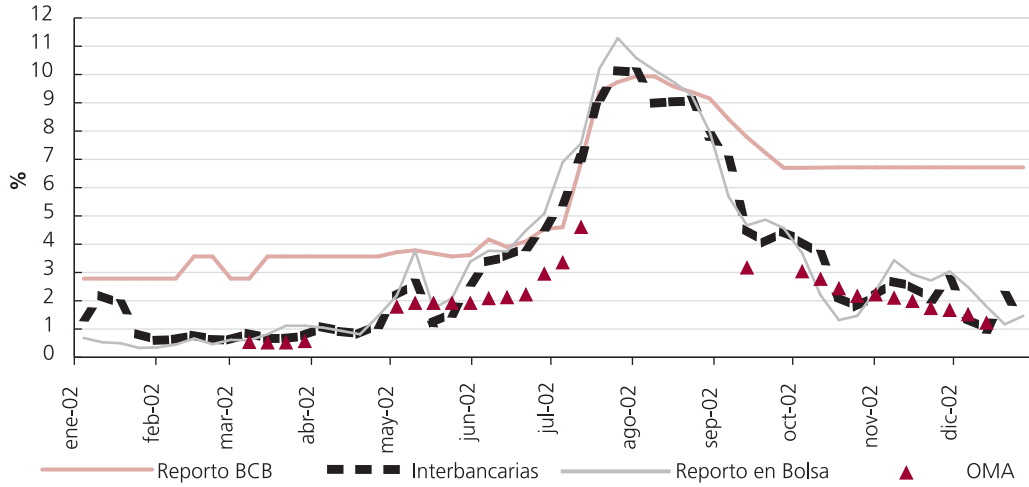
Las tasas de interés del mercado monetario en MN fueron menos volátiles que las de ME. La TEA de

reportos en MN alcanzó un máximo de 19,1% en mayo, empezó a declinar a partir de agosto y finalizó el año en 13,3%. La tasa de reporto en MN se constituyó en la tasa techo y guía del mercado monetario, con excepción de diciembre, mes en el que nuevamente la excesiva liquidez del mercado ocasionó una marcada reducción de la tasa interbancaria.

Las tasas interbancarias en ME tuvieron un comportamiento parecido al de las tasas de reporto de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) debido a las características similares de ambos mercados. Fluctuaron entre 0,6% a principios de año, 10,1% en el período de contingencia y 1,2% a fines de la gestión. Por su parte, las tasas de reporto en la BBV iniciaron el año con 0,3%, se elevaron a 11,3% a mediados de año y cerraron con 30 puntos básicos por encima de las tasas interbancarias.

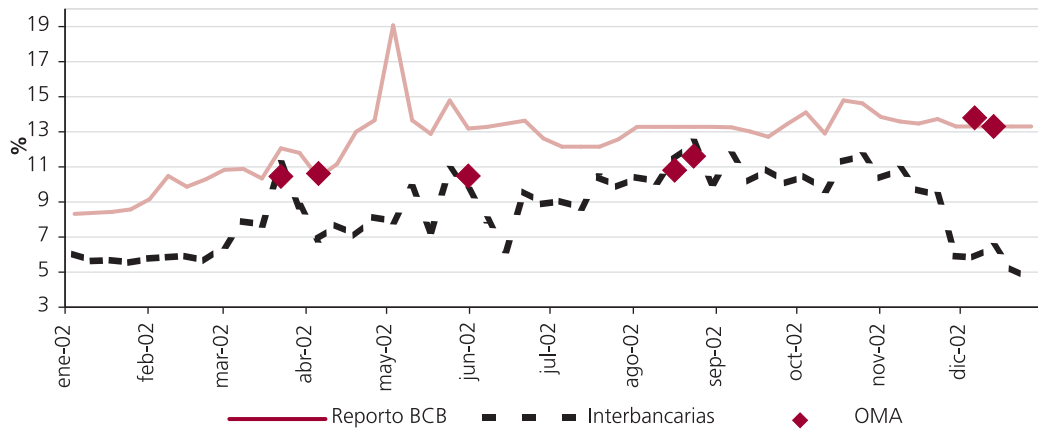
Las tasas interbancarias en MN comenzaron el año en 6%, llegaron en octubre a 11,6% y terminaron en 4,6%. Las elevaciones en estas tasas en MN reflejan las necesidades de liquidez del sistema, en especial durante los fines de períodos bisemanales de encaje legal y en períodos de pago de impuestos (Gráfico 3.4).

GRÁFICO 3.3
PROMEDIO PONDERADO DE TEA¹ EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS
MONEDA EXTRANJERA



FUENTE : Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB - Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA : ¹TEA :Tasa Efectiva Anualizada.

GRÁFICO 3.4
PROMEDIO PONDERADO DE TEA¹ EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS
MONEDA NACIONAL



FUENTE : Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB - Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA : ¹ TEA Tasa Efectiva Anualizada

SERVICIOS RESTRINGIDO Y EXTENDIDO DE DEPÓSITOS

Para alcanzar su objetivo, el BCB dispone de un conjunto de instrumentos de política, operaciones de mercado abierto, establecimiento de requerimientos mínimos de encaje y otorgamiento de facilidades de depósitos. Dentro de estas facilidades se introdujeron, en 2002, dos servicios de depósitos en moneda extranjera que constituyen una práctica usual en la administración de política monetaria de bancos centrales. Estos servicios consisten en la aceptación por el Banco Central de depósitos bancarios de corta duración con el fin de absorber liquidez y señalar la orientación de la política monetaria y de los tipos de interés de corto plazo.

Con este propósito, el Directorio del BCB, mediante Resolución 036/2002 de 9 de abril, introdujo el Servicio Restringido de Depósitos en ME (SRD-ME) para fines de regulación monetaria y de adecuación de las tasas de interés de corto plazo. A través de este servicio, el BCB acepta depósitos de las entidades bancarias hasta un monto de \$us 50 millones y a un plazo máximo de siete días. Estos fondos

perciben un rendimiento que constituye un límite inferior para la tasa de interés de corto plazo del mercado.

Mediante Resolución de Directorio 061/2002 del 25 de junio, el BCB creó el Servicio Extendido de Depósitos en Moneda Extranjera (SED-ME) con el propósito de incidir en los niveles de las tasas de interés de corto plazo y velar por el normal funcionamiento del sistema de pagos, de manera de asentar la confianza del público en los intermediarios financieros. Los depósitos que se aceptan en el SED-ME deben proceder del exterior, pueden llegar hasta \$us 250 millones y no deben exceder los 56 días.

Cuando el mercado estaba líquido –hasta mediados de junio– los servicios fueron demandados en buena proporción con respecto a su oferta. Entre julio y septiembre, las condiciones de iliquidez del mercado hicieron que la demanda y adjudicación fueran bajas.

Por ejemplo, en julio no hubo adjudicación en ninguno de los servicios. Cuando el sistema empezó a recuperar liquidez,

principalmente en octubre y noviembre, estos servicios se convirtieron en una atractiva opción de inversión determinada por el diferencial positivo entre su rendimiento y las tasas externas.

Los recursos captados bajo estas nuevas facilidades fueron útiles para el Banco Central en el tránsito hacia la normalización de operaciones en el sistema financiero. Aumentaron la disponibilidad de reservas internacionales del BCB, pues incentivaron a los bancos a traer recursos del exterior, al tener la opción de una atractiva inversión altamente líquida.

EVOLUCIÓN DEL SERVICIO DE DEPÓSITOS EN MONEDA EXTRANJERA
(En millones de dólares)

	Oferta		Demanda Total	Adjudicación Total	Tasa %		
	SRD	SED			de Adjudicación ¹		LIBOR ²
Mayo	65,0	0,0	82,0	45,0	1,89	----	1,84
Junio	77,5	0,0	57,5	56,5	2,32	----	1,83
Julio	96,0	92,0	22,6	22,0	3,90	----	1,82
Agosto	60,0	60,0	5,0	0,0	----	----	1,80
Septiembre	54,0	57,0	33,0	12,0	3,12	----	1,82
Octubre	58,0	76,0	91,0	76,0	2,50	3,07	1,82
Noviembre	60,0	60,0	151,5	94,5	1,89	3,29	1,43
Diciembre	55,0	15,0	77,0	36,0	1,42	3,30	1,37

FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN : ¹ Tasa Efectiva Anualizada.
² LIBOR a una semana.

1.3 ENCAJE LEGAL

El régimen de encaje legal vigente desde 1998 obliga a las instituciones financieras a constituir 12% de encaje legal de los pasivos sujetos a esta regulación: 2% en efectivo y 10% en títulos valor, nacionales y extranjeros, que forman el Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL). Con la garantía de los recursos que las entidades financieras tienen en el Fondo RAL, el BCB puede concederles créditos de liquidez inmediata en dos tramos. El primero, de libre disponibilidad y acceso automático, permite a cada entidad obtener recursos del BCB hasta el equivalente a 40% de su encaje constituido en el Fondo RAL, por un plazo no mayor a siete días. Para acceder a un segundo tramo, equivalente al 30% adicional de su participación en el Fondo RAL, la entidad solicitante debe justificar su solicitud y el plazo máximo es de siete días.

En 2002, el Reglamento de Encaje Legal fue modificado a través de distintas Resoluciones de Directorio del BCB, para adaptarse y anticiparse a las nuevas condiciones y necesidades del mercado.³² La situación a mediados de año indujo al público a retirar depósitos de las instituciones financieras y éstas tuvieron que satisfacer esos requerimientos. El BCB, con el fin de preservar la estabilidad del sistema financiero y el normal funcionamiento del sistema de pagos, extendió el plazo de las operaciones de créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL y flexibilizó el acceso a sus ventanillas de liquidez.

La utilización de la facilidad automática de créditos con garantía del Fondo RAL fue la más importante desde su creación en 1998. El desembolso de recursos del

³² Las modificaciones están en las Resoluciones de Directorio del BCB 012, 074, 079, 123 y 139 de 2002.

1.4 POSICIÓN CREDITICIA DEL BANCO CENTRAL

1.4.1 Créditos Concedidos al Tesoro General de la Nación

Según la Ley 1670, el Banco Central puede otorgar crédito al sector público a través del Tesoro General de la Nación ante cualesquiera de las siguientes situaciones: para atender necesidades imposterables derivadas de conmoción interna o externa declaradas por decreto supremo; o para atender necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del programa monetario del BCB.

Por estas modalidades, a diciembre de 2002, el TGN tiene una posición deudora frente al BCB por un total de Bs979,9 millones.³³ No hubo concesión de créditos de emergencia durante la gestión 2002. El saldo deudor disminuyó a Bs259,9 millones, de los cuales, Bs189,9 millones fueron pactados a 12,4% y Bs70 millones a 9%. El TGN acudió al BCB, especialmente en el segundo semestre, para contratar créditos de liquidez (Cuadro 3.6). Las tasas acordadas para los créditos de liquidez, 9,5%, tomaron como referencia las tasas vigentes en subasta para LT en MN a 91 días.

CUADRO 3.6
PRÉSTAMOS DEL BCB AL TGN
(En millones de bolivianos)

Tipo de créditos	SalDOS a diciembre 2001	A marzo 2002			A junio 2002			A septiembre 2002			A diciembre 2002		
		D	A	SalDO	D	A	SalDO	D	A	SalDO	D	A	SalDO
Emergencia	289,9	0,0	0,0	289,9	0,0	30,0	259,9	0,0	0,0	259,9	0,0	0,0	259,9
Liquidez	438,0	0,0	30,0	408,0	0,0	0,0	408,0	408,0	456,0	360,0	360,0	0,0	720,0
	727,9			697,9			667,9			619,9			979,9

FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTAS : D Desembolsos A Amortizaciones.

1.4.2 Crédito al Sistema Financiero

El Ente Emisor ha concluido la devolución al Estado de los saldos de activos y pasivos de varias líneas que administraba la ex Gerencia de Desarrollo del BCB, en cumplimiento de

las Leyes 1670 de octubre de 1995 y 2152 de noviembre de 2000, y de acuerdo con el "Convenio de Transferencia de Activos y Pasivos y Reconocimiento y Pago de Obligaciones" de 2 de julio de 2002 suscrito entre el BCB y el TGN (Cuadro 3.7).

CUADRO 3.7
LÍNEAS DE DESARROLLO TRANSFERIDAS AL TGN
Balance General Ajustado al 30 de junio de 2002
(En millones de dólares)

Concepto / Línea	BID/213	BID/712	BID/564	BCB-CAF	BV-C2	SECT.II	AID 007	TOTAL
ACTIVO	22,2	0,1	11,7	4,4	31,5	11,1	5,2	86,2
Disponible	19,9	0,1	10,3	4,4	4,4	0,0	3,1	42,1
Cartera	2,2	0,0	1,3	0,0	27,0	9,8	2,2	42,4
Cartera Vigente	2,2	0,0	1,3	0,0	27,0	9,8	2,2	42,4
Cartera en Mora	8,8	4,0	3,2	0,8	12,2	1,1	0,4	30,6
Previsiones	-8,8	-4,0	-3,2	-0,8	-12,2	-1,1	-0,4	-30,6
Transitorio	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	1,3	0,0	1,7
PASIVO	33,6	23,1	14,6	7,6	48,4	8,6	8,1	144,0
Fondos Recibidos	33,3	17,5	14,1	7,5	48,2	8,6	8,0	137,2
Transitorio	0,3	5,6	0,4	0,1	0,3	0,0	0,1	6,8
PATRIMONIO	-11,4	-23,0	-2,9	-3,2	-17,0	2,6	-2,9	-57,8

FUENTE : Convenio de Transferencia de Activos y Pasivos y Reconocimiento y Pago de Obligaciones de 2 de julio de 2002.
ELABORACIÓN : BCB - Gerencia de Entidades Financieras.

³³ El TGN tiene además una deuda con el BCB resultante de las letras del Tesoro emitidas en 1992 para la capitalización del Ente Emisor y a cambio de deudas antiguas. Al 31 de diciembre de 2002, el saldo de esas letras asciende a \$us 530,5 millones en letras A, y a \$us 152,1 millones en letras B.

La transferencia al TGN comprendió la totalidad del activo calzado con el pasivo de siete líneas de desarrollo, según el balance consolidado del BCB al 30 de junio de 2002. Las devoluciones efectuadas fueron: i) el disponible acumulado en los programas por recuperaciones de capital, interés y transferencias, por \$us 42,1 millones; ii) la aplicación de reservas patrimoniales del BCB por \$us 57,8 millones; iii) el saldo de la cartera vigente por \$us 42,4 millones que comprende la cartera en administración de bancos comerciales y mutuales (\$us 5,8 millones)³⁴ y el préstamo otorgado por cuenta de la República de Bolivia a NAFBO (\$us 36,6 millones); y iv) otras cuentas por cobrar por \$us 1,7 millones.

En la actualidad, el BCB sólo administra en fideicomiso la cartera de la línea FERE-FONVI por un monto de \$us1,6 millones. Con la transferencia de las líneas de desarrollo se ha dado cumplimiento al artículo 85 de la Ley 1670.

Por otra parte, los diferentes procesos de liquidación de entidades financieras demandaron, a partir de 1987, recursos del BCB por un valor, al 31 de diciembre de 2002, de \$us 572,8 millones.³⁵ En la gestión 2002 se recuperaron acreencias por \$us 27,6 millones y queda un saldo por cobrar, con siete de catorce entidades liquidadas, de \$us 319,1 millones (Cuadro 3.8).

CUADRO 3.8
OBLIGACIONES Y RECUPERACIONES DE ENTIDADES EN LIQUIDACIÓN
(Expresado en millones de \$us*)

Entidades financieras	Fecha de liquidación	Apoyo financiero	Otras acreencias	Total otorgado BCB	Recuperaciones hasta 2001	Monto castigado	Saldo al 31-12-01	Recuperaciones año 2002	Saldo al 31-12-02
Banco Internacional de Desarrollo	12-12-97	64,8	11,9	76,6	4,7	0,0	71,9	3,3	68,6
Cooperativa San José Obrero	15-10-97	0,4	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Caja Central	22-01-97	0,0	10,0	10,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banco Sur	25-11-94	146,0	41,1	187,1	55,0	0,0	132,1	4,4	127,7
Banco Cochabamba	25-11-94	74,9	13,1	88,0	12,0	0,0	76,0	0,0	76,0
Banco del Estado	11-02-94	0,0	25,9	25,9	12,4	0,0	13,5	1,2	12,3
Banco Minero	29-10-91	0,0	46,0	46,0	28,7	0,0	17,3	17,3	0,0
Banco de Financiamiento Industrial	29-08-91	0,0	9,4	9,4	0,0	0,0	9,4	0,0	9,4
Banco Agrícola de Bolivia	15-07-91	0,0	62,5	62,5	61,8	0,0	0,8	0,8	0,0
Banco Latinoamericano de Desarrollo	09-09-88	0,0	2,5	2,5	0,5	2,0	0,0	0,0	0,0
Banco del Progreso	09-11-87	3,7	8,5	12,2	9,4	2,8	0,0	0,0	0,0
Banco Potosí	05-11-87	3,1	11,8	14,9	5,5	9,4	0,0	0,0	0,0
Banco de la Vivienda	10-07-87	2,3	0,8	3,1	2,3	0,0	0,8	0,0	0,8
Banco de Crédito Oruro	19-03-87	5,1	29,1	34,3	9,9	0,0	24,4	0,0	24,4
Total		300,2	272,6	572,8	212,5	14,2	346,1	27,0	319,1

FUENTE : Balances Contables de entidades en liquidación.

ELABORACIÓN : BCB - Gerencia de Entidades Financieras.

NOTA : * A tipo de cambio de Bs7.48 por dólar estadounidense, vigente el 31 de diciembre de 2002.

Finalmente, del total de la cartera transferida por el ex Banco Boliviano Americano S.A. al Ente Emisor, por la ayuda financiera otorgada para su venta forzosa en 1999, se recuperaron \$us 4,6 millones en la gestión 2002. La recuperación total, desde 1999, es de \$us 36,7 millones.

1.5 AGREGADOS MONETARIOS

Con excepción de los agregados monetarios más amplios, la demanda de dinero en 2002 mostró una

tendencia creciente originada, en parte, por el incremento del gasto corriente y la inversión del sector público, así como de aumentos en el consumo e inversión privados. Dicha tendencia no se replicó en la evolución de la base monetaria que también creció, pero a un menor ritmo. El crecimiento menos pronunciado de la base monetaria se debió a la contracción de las reservas, obligatorias y voluntarias, que el sistema financiero tiene depositadas en el BCB, a raíz de la disminución de los depósitos del público. En 2002, el público tuvo mayor preferencia por la liquidez,

³⁵ Este monto se actualiza anualmente debido a que las acreencias se encuentran en diferentes monedas.

CUADRO 3.9
BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES
 (Saldos en millones de bolivianos)

	2001	2002	Variación	
			Absoluta	%
DETERMINANTES	4.455	4.644	189	4,2
Reservas Internacionales Netas	7.337	6.387	-950	-13,0
Crédito Neto al Sector Público	653	2.190	1.537	235,2
Crédito a Bancos ¹	2.244	2.358	114	5,1
Otras Cuentas -Neto	-5.779	-6.290	-511	-8,8
	3.445	3.601		
COMPONENTES	4.455	4.644	189	4,2
Billetes y Monedas	2.396	2.678	282	11,7
Reservas Bancarias	2.059	1.966	-93	-4,5
Depósitos Corrientes	34	17	-17	-49,4
Encaje Legal	1.467	1.378	-89	-6,1
Otros	254	212	-42	-16,7
Caja	304	360	56	18,3
Moneda Nacional	1.049	923	-126	-12,0
Depósitos Corrientes	18	3	-16	-86,0
Encaje Legal	732	565	-167	-22,8
Otros	-5	-4	1	-20,5
Caja	304	360	56	18,3
Moneda Extranjera	948	1.018	70	7,4
Depósitos Corrientes	0	0	0	-100,0
Encaje Legal	689	803	114	16,5
Otros	259	216	-43	-16,8
Mantenimiento de Valor	62	25	-37	-59,6
Depósitos Corrientes	15	14	-1	-4,0
Encaje Legal	46	10	-36	-78,1
Otros	0	0	0	-64,2
ITEMS PRO MEMORIA				
Emisión	2.700	3.037	337	12,5
Crédito Interno Neto del BCB	-4.637	-3.349	1.288	27,8
Índice de Precios al Consumidor IPC -1991=100	201	206		
Base Monetaria/IPC	2.217	2.256		1,7

FUENTE : Banco Central de Bolivia - Balance Monetario.

ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica - Sector Monetario y Fiscal.

NOTA : ¹ Neto de CD, LT D Y BT D del BCB en poder de la banca y otras instituciones financieras.

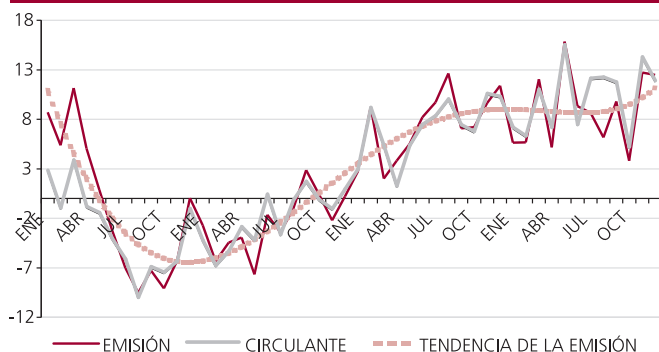
lo que resultó en el incremento de los agregados monetarios más líquidos. Por su parte, la disminución de los depósitos determinó la caída de los agregados monetarios más amplios que incluyen moneda extranjera.

En consecuencia, el multiplicador m1 tuvo un ligero incremento respecto de 2001, en tanto que el multiplicador m'3 disminuyó con relación a la gestión pasada. La demanda real para todas las categorías de dinero registró tasas anuales de crecimiento menores a las de 2001.

1.5.1 Base Monetaria

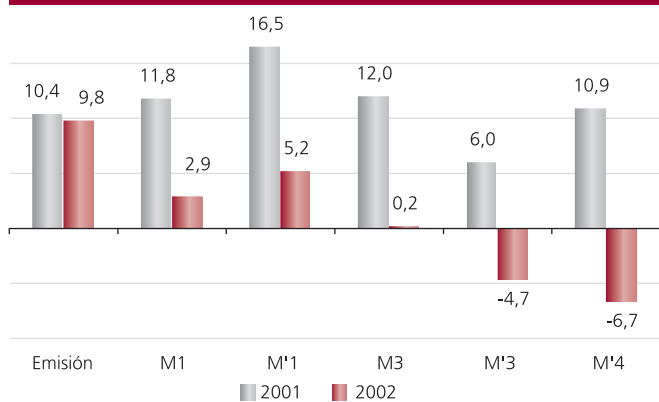
La base monetaria aumentó 4,2% respecto de 2001. El incremento del crédito neto al sector público y en menor medida al sector financiero fueron determinantes para el crecimiento de la base monetaria. La disminución de las RIN compensó en parte el aumento del crédito y la disminución de otras cuentas tuvo un efecto contractivo en la base (Cuadro 3.9).

GRÁFICO 3.7
DINERO PRIMARIO 1999-2002
(Tasas de crecimiento a doce meses)



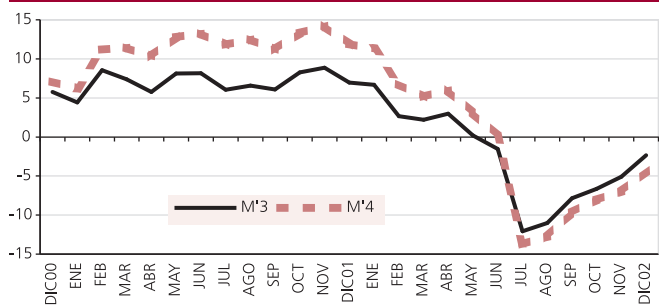
FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

GRÁFICO 3.8
CRECIMIENTO EVOLUCIÓN REAL DE LOS AGREGADOS MONETARIOS REALES
(En porcentajes)



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

GRÁFICO 3.9
OFERTA MONETARIA AMPLIA: M'3 Y M'4
(Tasas de crecimiento nominal a doce meses)



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

La transferencia al TGN de líneas de desarrollo (sección 1.4.2) disminuyó las obligaciones del BCB con el exterior en el equivalente a Bs836 millones. El efecto expansivo de esta operación sobre la base monetaria fue compensado con los cambios patrimoniales del BCB y la disminución del crédito neto al sector público y al resto del sector financiero.

Por el lado de los componentes de la demanda de base monetaria, su incremento se debió al aumento de los billetes y monedas en poder del público en 11,7% , que fue compensado por la disminución de las reservas bancarias como consecuencia de menores depósitos en el sistema.

1.5.2 Medio Circulante y Agregados Monetarios

El 2002 fue un año caracterizado por la incertidumbre acerca de la situación económica tanto interna como externa. En consecuencia, el público mostró una mayor preferencia por la liquidez, con el incremento de los depósitos a la vista y de los billetes y monedas en circulación que resultaron en un crecimiento de los agregados monetarios más líquidos. Por su parte, la disminución de los depósitos, que en su mayor parte se encuentran denominados en dólares, determinó la caída de los agregados monetarios más amplios que incluyen moneda extranjera.

En términos nominales, los agregados monetarios más líquidos, circulante y dinero privado M1 y M'1, aumentaron en 11,7%, 5,4% y 7,7%, respectivamente. Por su parte, los agregados monetarios más amplios como M'3 y M'4 disminuyeron 2,4% y 4,4% (Gráfico 3.9 y Cuadro 3.10). El crecimiento en términos reales de todos los agregados, fue menor que el registrado la gestión pasada (Gráfico 3.8).

Los depósitos del público en el sistema financiero disminuyeron Bs968 millones. La caída de depósitos que el sistema registró en los primeros cinco meses del año se agudizó en el tercer trimestre como consecuencia de la incertidumbre política. La recuperación de los últimos meses de 2002 fue insuficiente para alcanzar los niveles de la primera mitad del año.

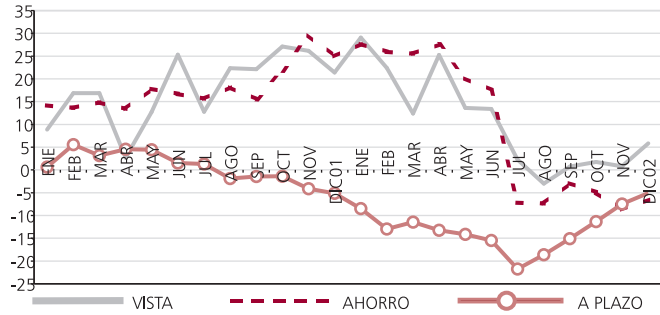
La preferencia de los agentes económicos por mantener activos líquidos antes que activos rentables prevaleció en el primer semestre. Los depósitos a la vista y en ahorro mostraron tasas anuales de crecimiento positivas, mientras que los depósitos a plazo tasas negativas. En el segundo

semestre, las tasas de crecimiento de todas las categorías de depósitos fueron negativas y sólo los depósitos a la vista pudieron terminar con saldos nominales mayores a los de fines de la gestión pasada (Gráfico 3.10).

1.5.3 Multiplicadores Monetarios

Los multiplicadores monetarios expresan la creación secundaria de dinero, en este caso del M1 y M'3. La preferencia del público por billetes y monedas en circulación hizo que el multiplicador m1 se eleve ligeramente respecto de 2001. Las disminuciones en los coeficientes a y r, por la recomposición de la cartera del sector privado y la caída de depósitos, actuaron en la misma dirección y contribuyeron al incremento del multiplicador m1 (Cuadro 3.11).

GRÁFICO 3.10
TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS DEPÓSITOS
2001 - 2002
(En porcentajes)



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

CUADRO 3.10
DINERO Y CUASIDINERO
(En millones de bolivianos)

Saldos a:	Emisión Monetaria	Billetes y Monedas	Depósitos Vista	M'1	Depósitos			Depósitos Total	M'3	M'4
					Ahorro	Plazo	Otros ¹			
Diciembre 2001	2.700	2.396	5.137	7.533	7.834	13.476	317	26.763	29.160	31.341
Diciembre 2002	3.037	2.678	5.437	8.115	7.323	12.788	246	25.795	28.473	29.971
Variación Absoluta	337	282	300	582	-511	-688	-71	-968	-687	-1.370
Variación Porcentual										
Nominal	12,5	11,7	5,9	7,7	-6,5	-5,1	-22,6	-3,6	-2,4	-4,4
Real	9,8	9,1	3,3	5,2	-8,8	-7,4	-24,4	-5,9	-4,7	-6,7

FUENTE : Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTA : ¹ Incluye certificados de devolución de depósitos.

CUADRO 3.11
MULTIPLICADORES MONETARIOS

	Coeficientes monetarios*									Multiplicadores monetarios	
	c	a	r	c'	a'	b'	v'	r'	m1	m'3	
2000	1,96	0,46	0,66	0,51	4,93	1,48	3,45	0,08	1,01	6,64	
2001	1,83	0,45	0,55	0,47	4,21	1,53	2,69	0,08	1,08	6,55	
2002	2,18	0,41	0,53	0,49	3,74	1,35	2,40	0,08	1,09	6,13	

FUENTE : Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS : * $m1 = M1/BMmn = (c + 1)/[c + r(1+a)]$
 $m'3 = M'3/BM = (c' + 1 + b' + v')/[c' + r'(1+a')]$

c = C/DVMN
a = (AMN+AUFV)/DVTMN
r = RMN/DMN
c' = C/DVT

a' = AT/DVT
r' = RT/DT
b' = DAT/DVT
v' = DPT/DVT

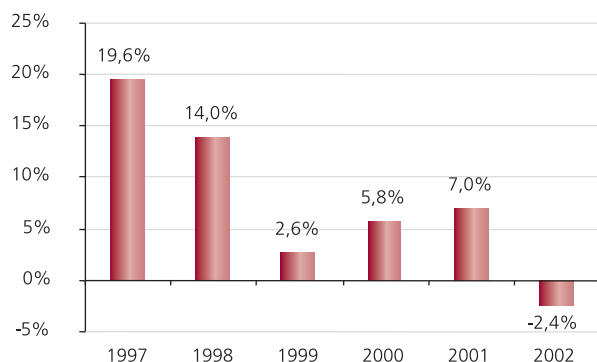
C = circulante
DT = total depósitos
R = Reservas Bancarias
A = Cuasidinerio

DA = depósitos en ahorro
DP = depósitos a plazo y otros
DVT = total depósitos vista
MN = moneda nacional

GRÁFICO 3.11
MULTPLICADORES MONETARIOS



GRÁFICO 3.12
LIQUIDEZ TOTAL
Tasas de crecimiento anuales



En los últimos años, el multiplicador m1 ha mostrado una tendencia creciente que revela la mayor preferencia del público por liquidez. Por el contrario, el multiplicador m'3 muestra una tendencia decreciente debido, principalmente, a menores depósitos en caja de ahorro y plazo fijo en el sistema (Gráfico 3.11).

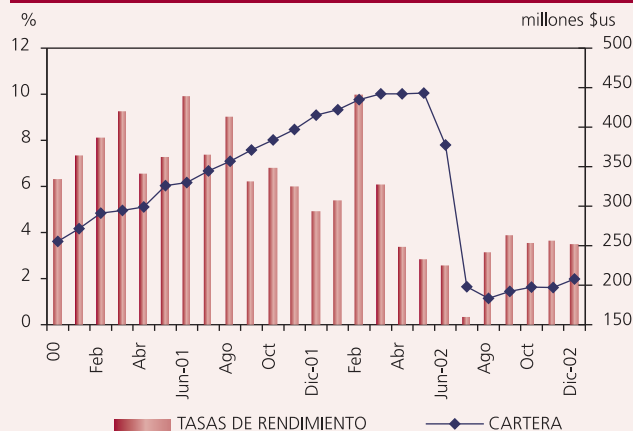
1.5.4 Liquidez Total

La liquidez total M'3 disminuyó en 2,4% en 2002, luego de haber crecido en los cinco años anteriores (Gráfico 3.12).

El sistema financiero consolidado, incluyendo al BCB, concedió recursos tanto al sector público como al sector privado, operaciones que se constituyen en factores expansivos de la liquidez total. Sin embargo,

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

SAFI: EVOLUCIÓN DE CARTERA Y TASAS DE RENDIMIENTO



FUENTE : Superintendencia de Valores, Pensiones y Seguros.
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica - Área del Sector Monetario y Fiscal.

SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN (SAFI)

Estas entidades fueron las que tal vez sintieron con mayor rigor los efectos de la incertidumbre política de mediados de año. El crecimiento de las SAFI en 2001 se originó en el mayor rendimiento que ofrecían respecto de otras alternativas de inversión, situación que se modificó en 2002 cuando a partir del segundo semestre las tasas de interés empezaron a subir y, por tanto, disminuyó la rentabilidad ofrecida por estos portafolios. Ello ocasionó que muchos inversionistas en SAFI empezaran a retirar sus depósitos, lo que generó, nuevamente, menor rentabilidad. El mes de julio se registró la mayor disminución de fondos: \$us 231,7 millones, con lo cual el volumen de las captaciones de las SAFI se situó en niveles similares a cuando iniciaron operaciones en 1997. En el año, las captaciones de estas sociedades disminuyeron en \$us 207,2 millones.

La rentabilidad de las SAFI, que se había mantenido por encima de las tasas pasivas del sistema bancario durante la primera mitad del año, se situó por debajo de ellas después de julio y alcanzó, ese mes, su nivel histórico más bajo. Hacia finales de año se notaron síntomas de mejora en la rentabilidad y en los niveles de cartera de estas entidades, aunque todavía lejanos a los vigentes hace un par de años.

CUADRO 3.12
DETERMINANTES DE LA LIQUIDEZ TOTAL
(En millones de bolivianos)

	2001	2002	Variación	
			%	Absoluta
Reservas Internacionales Netas	11.996	10.672	-11,0	-1.324
Crédito neto al sector público	2.560	4.248	66,0	1.688
Crédito neto al sector privado	28.622	28.957	1,2	335
Otros Netos	-14.018	-15.404	9,9	-1.385
d/c Obligaciones de mediano y largo plazo	-3.514	-1.681	47,8	1.834
Liquidez total	29.160	28.473	-2,4	-687

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

esta última registró una disminución en 2002 de Bs687 millones que, al reflejarse principalmente en una disminución de las reservas internacionales netas del sistema financiero, estaría indicando que la contracción de liquidez se explicó principalmente por el mayor déficit en las operaciones con el exterior, tanto en cuenta corriente de la balanza de pagos como en la cuenta capital. Los resultados de M'3 en 2002 reflejaron la disminución de la profundización financiera del país, medida por el ratio M'3/PIB, a 51,8%, casi cuatro puntos porcentuales menos que en 2001.

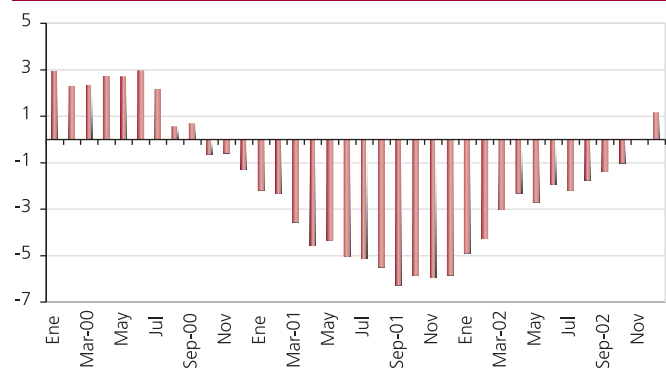
Otros determinantes netos que tuvieron un efecto contractivo en la liquidez total fueron: el aumento de capital y reservas de las instituciones financieras, la cancelación de obligaciones externas de mediano y largo plazo. La transferencia de obligaciones externas al TGN por el traspaso de Activos y Pasivos de varias líneas de desarrollo, dio lugar a una expansión del crédito al sector público.³⁶

1.6 CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO

El crédito del sistema financiero al sector privado disminuyó en \$us 344,6 millones, continuando la

tendencia decreciente observada desde 1999, aunque en forma menos acentuada que los años anteriores (Cuadro 3.13). Entre los factores que explican esta tendencia están los externos, como la desfavorable coyuntura regional, y los internos, como la insuficiente reactivación de las inversiones,

GRÁFICO 3.13
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO
Tasas a doce meses



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

CUADRO 3.13
FINANCIAMIENTO CONCEDIDO POR EL SISTEMA FINANCIERO AL SECTOR PRIVADO ¹
(En millones de dólares)

Fin de Periodo	Crédito					Flujos				
	MN	MV	ME	UFV	Total	MN	MV	ME	UFV	Total
2000	135,6	97,8	3.971,2		4.204,6	-33,7	-36,9	-360,0		-430,6
2001	108,7	74,5	3.485,5		3.668,8	-26,9	-23,3	-485,7		-535,8
2002	85,0	51,8	3.187,4	0,1	3.324,2	-23,8	-22,7	-298,1	0,1	-344,6

FUENTE : Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTA : ¹ Sólo entidades financieras en funcionamiento.

³⁶ Los detalles del convenio interinstitucional mencionado figuran en la sección 1.4.2 de este capítulo.

la caída de depósitos, la inestabilidad social y otros aspectos profundizados por la incertidumbre política del año.

Pese a la contracción mencionada, la evolución de las tasas de crecimiento a doce meses del crédito al sector privado parece indicar que el periodo de contracción podría haber finalizado en 2002 y que, tal vez, estemos en puertas de una recuperación (Gráfico 3.13).

El sector bancario, principal proveedor de recursos al sector privado, redujo su financiamiento en \$us 344,9 millones. Cerca del 75% de la disminución recayó en los sectores de servicios y comercio, que son aquellos donde se concentra el empleo. Al resto de sectores disminuyó \$us 89,8 millones (Cuadro 3.14).

CUADRO 3.14
DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO¹
(En millones de dólares)

Sector	2001	2002	Variación	
			Absoluta	%
Agricultura	303,1	282,9	-20,2	-6,7
Minería	52,3	38,6	-13,7	-26,2
Industria	642,5	620,2	-22,3	-3,5
Construcción	351,1	313,6	-37,5	-10,7
Comercio	586,9	490,0	-96,8	-16,5
Servicios	938,7	780,4	-158,3	-16,9
Otros	129,1	133,0	3,9	3,1
Total	3.003,7	2.658,7	-344,9	-11,5

FUENTE : Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTA : ¹ Sólo de entidades bancarias en funcionamiento

1.7 FONDOS DE FORTALECIMIENTO PATRIMONIAL

Desde fines de 2001 y durante los primeros meses de 2002 se pusieron en marcha dos programas destinados al sistema financiero nacional: el Fondo Especial de Reestructuración Económica (FERE) y el Programa de Fortalecimiento Patrimonial (PROFOP). Los resultados de éstos fueron parciales. No se utilizó la totalidad de los recursos asignados y no se obtuvieron los resultados esperados. A pesar de todo, su aplicación fue importante para algunas entidades financieras, las cuales pudieron afrontar gracias a ellos, adicionales deterioros de la calidad de sus activos, así como los problemas de liquidez de 2002.

El FERE fue creado mediante Ley 2196 de 4 de mayo de 2001 con el propósito de revertir la tendencia decreciente de la cartera de créditos y el alto nivel de mora de las entidades de intermediación financiera, a través de

reprogramaciones de créditos en condiciones favorables para las entidades financieras y los prestatarios.

Al 31 de diciembre de 2002, los resultados del programa muestran que de los \$us 250 millones previstos en la ley como recursos disponibles, el sistema financiero utilizó \$us 180,5 millones. En el programa participaron siete entidades bancarias, una cooperativa y un fondo financiero privado para efectuar, con recursos de NAFIBO, 1.092 reprogramaciones correspondientes a otros tantos prestatarios. Los tres sectores más favorecidos con los recursos de NAFIBO fueron: agricultura y ganadería (26,2%); ventas al por mayor y menor (22%) e industria manufacturera (20,3%).

El FERE permitió un alivio a las unidades productivas que reprogramaron sus obligaciones con entidades de intermediación financiera, pero la situación económica impidió mejores resultados. En el balance para el conjunto de las entidades bancarias que reprogramaron cartera dentro del FERE, no se observó una mejoría en la reducción de pesadez de cartera o en la exposición de la cartera en mora sobre el patrimonio. Por el contrario, estos indicadores se deterioraron 2,93 puntos porcentuales y 9,07 puntos porcentuales, respectivamente, como consecuencia del aumento de la mora (Cuadro 3.15).

El PROFOP se creó mediante Ley 2196 de 4 de mayo de 2001 con la finalidad de fortalecer patrimonialmente a las entidades de intermediación financiera, bancarias y no bancarias, mediante el otorgamiento, por única vez, de créditos subordinados para su capitalización, fusión o transformación.

Al 31 de diciembre de 2002, el monto total desembolsado por el PROFOP a las entidades financieras ascendió a \$us 62 millones; \$us 48 millones correspondieron a entidades bancarias. Inicialmente se estableció un monto para el PROFOP de \$us 80 millones, el cual fue ampliado hasta \$us 120 millones. Las entidades podrán acceder a estos fondos hasta fines de enero de 2003.

El PROFOP logró el cometido limitado de fortalecer patrimonialmente a las entidades que lo utilizaron; sin embargo, el fortalecimiento de estas entidades debía ampliar su capacidad crediticia, aspecto que no se consiguió. Analizando en conjunto a las tres entidades bancarias que ingresaron al programa, se observa que la cartera en mora sobre el patrimonio tuvo un incremento de 26,7 puntos porcentuales durante la gestión 2002

DETERIORO DEL CRÉDITO EN BOLIVIA

La contracción del crédito en los últimos años ha afectado el comportamiento de la economía boliviana, no sólo por sus consecuencias negativas en el crecimiento, sino también porque refleja desequilibrios y resquebrajamiento en la estructura y relaciones financieras de los distintos sectores económicos. La experiencia boliviana se presta a varias interpretaciones a la luz de la enseñanzas internacionales.

Los episodios de crisis financieras y recesiones en los países del este asiático y de América Latina, en la segunda mitad de los años noventa, ofrecen muchas e importantes enseñanzas. Recientemente ha ganado peso la idea de que los modelos de crisis, denominados de "primera" y "segunda" generación, no explican adecuadamente lo sucedido en el este asiático. La descripción de crisis como producto del déficit fiscal, que pertenece al primer tipo de modelos, o de las tensiones entre tipo de cambio fijo y política monetaria expansiva, según los de segunda generación, no parecen relevantes para el caso de Asia (Krugman, 1999)

Otros economistas sostienen que las crisis recientes en los países emergentes presentan rasgos novedosos y que, para ser descritos

y comprendidos adecuadamente, es necesario plantear un nuevo tipo de modelos (Dornbusch, 2001). Han surgido así los denominados "modelos de tercera generación", en los cuales el núcleo de estas crisis se encuentra en el funcionamiento de los sistemas financieros, caracterizados por información asimétrica, problemas de regulación prudencial y deficiente seguimiento del comportamiento de los agentes económicos, que se reflejan en las hojas de balance sectorial y de la economía. Por ejemplo, en economías dolarizadas como la nuestra, la mayoría de los deudores confronta descalce de monedas, con créditos contraídos en dólares e ingresos en bolivianos. Los balances de los deudores y su situación patrimonial se deterioran ante una depreciación real de la moneda nacional en relación al dólar, como la ocurrida en los últimos años. Esto a su vez repercute en los balances de las entidades financieras por el deterioro de las carteras crediticias. La caída del crédito en Bolivia sería consecuencia del deterioro de las hojas de balance de los distintos sectores que, junto a la menor confianza de los acreedores en el repago de los créditos, restringen el acceso a nuevo financiamiento, con la consiguiente disminución en la inversión y en la absorción interna. Posiblemente estos modelos sean los que mejor expliquen la evolución del crédito en nuestro país. Sin la depreciación, la

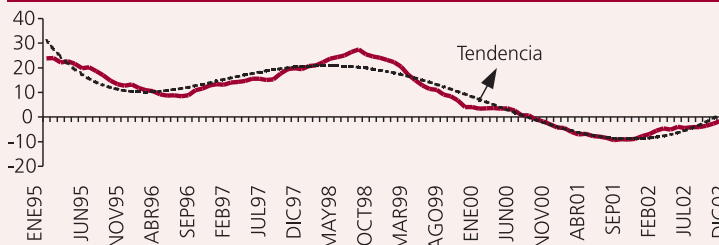
situación no hubiera sido mucho mejor. El ajuste de precios relativos, a favor del sector transable, de todas formas habría tenido un efecto adverso en el sector no transable de la economía, posiblemente a través de un proceso más extendido de deflación de sus precios internos.

La dimensión de los problemas que aquejan el mercado de crédito en Bolivia puede ilustrarse con la evolución de la cartera del sistema bancario. Después de alcanzar tasas anuales de crecimiento de más de 27% en 1998, la cartera decreció durante varios años. A fines de 2002 se observa una leve recuperación que podría marcar el ingreso a la fase expansiva del ciclo de crédito.

Para restablecer el crédito, un elemento trascendental será que las entidades financieras tomen conciencia de que éste debe ser otorgado considerando no sólo el flujo del repago sino también la moneda y el sector en que los potenciales prestatarios generan los ingresos para ese repago, y la sensibilidad a riesgos de tipo de cambio real. De esa manera, podrá reducirse el actual nivel de pesadez de cartera y el riesgo cambiario de los deudores. Como la mayor parte de la población percibe ingresos en bolivianos, también estará dispuesta a endeudarse en la misma moneda, ámbito en el cual la ampliación del mercado en UFV podría jugar un rol preponderante.

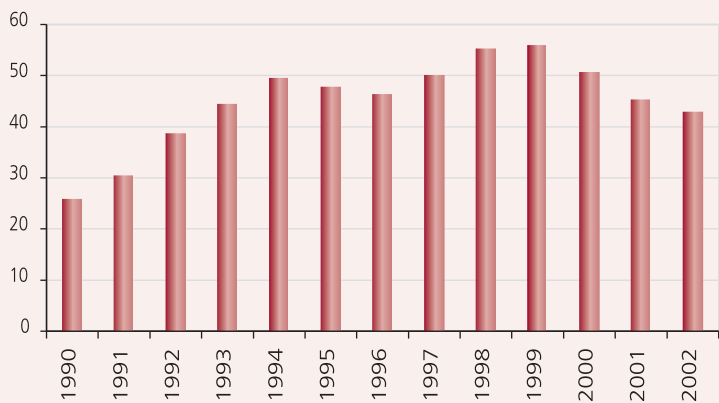
Referencias: Krugman, P. (1999) "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises" en Ensayos en honor a Robert Flood Klower Academic Publisher y Fondo Monetario Internacional.
Dornbusch, R. (2001) "A primer on Emerging market Crises" NBER WP No, 8326

CRÉDITO BANCARIO: TASAS DE CRECIMIENTO A DOCE MESES



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

PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA: CRÉDITO/PIB (En porcentajes)



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

CUADRO 3.15
INFORMACIÓN CONSOLIDADA DE BANCOS QUE ACCEDIERON AL FERE
 (En millones de Sus)

	dic-01	mar-02	jun-02	sep-02	dic-02	Variación dic/02 - dic/01	
						Absoluta	%
Activo	3.559,0	3.358,7	3.320,6	3.173,3	3.229,0	-330,0	-9,27
Disponibilidades	283,3	175,0	222,4	187,4	276,7	-6,7	-2,35
Inversiones Financieras ¹	765,9	762,7	700,7	680,2	685,4	-80,5	-10,51
Cartera Bruta	2.366,0	2.289,7	2.268,9	2.175,6	2.137,0	-229,0	-9,68
Cartera en Mora	320,0	329,0	337,7	373,9	351,7	31,6	9,89
Previsiones por cartera incobrable	-202,8	-205,8	-208,6	-209,8	-214,9	-12,1	5,98
Pasivo	3.203,7	3.000,8	2.964,7	2.816,8	2.874,3	-329,4	-10,28
Obligaciones con el Público	2.536,2	2.380,0	2.257,1	2.109,2	2.245,7	-290,5	-11,46
Vista	528,7	533,2	540,3	501,6	548,2	19,5	3,69
Ahorro	676,7	654,2	594,2	499,3	519,9	-156,9	-23,18
Plazo	1.215,0	1.090,4	1.009,5	1.002,1	1.073,3	-141,6	-11,66
Obligaciones Entidades Financieras	494,1	453,4	546,8	544,4	468,7	-25,5	-5,15
Patrimonio	355,3	357,9	356,0	356,4	354,8	-0,6	-0,16
Resultado Neto del Ejercicio	-16,1	2,6	6,6	7,1	5,4	21,5	-133,57
Pesadez de Cartera	13,53%	14,37%	14,88%	17,19%	16,46%	2,93 pp	
Mora Neta de Previsión Cartera Bruta	4,95%	5,38%	5,69%	7,54%	6,40%	1,45 pp	
Cartera en Mora / Patrimonio	90,06%	91,93%	94,86%	104,90%	99,13%	9,07 pp	
Coefficiente de Adecuación Patrimonial	13,70%	15,04%	14,53%	15,14%	14,97%	1,27 pp	

FUENTE : Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.
 NOTA : ¹ Incluye inversiones temporarias e inversiones permanentes.
 pp: puntos porcentuales.

(Cuadro 3.16). El aumento de la cartera en mora ha reducido el efecto positivo del programa en estas entidades, que podrían necesitar un apoyo adicional.

1.8 TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO

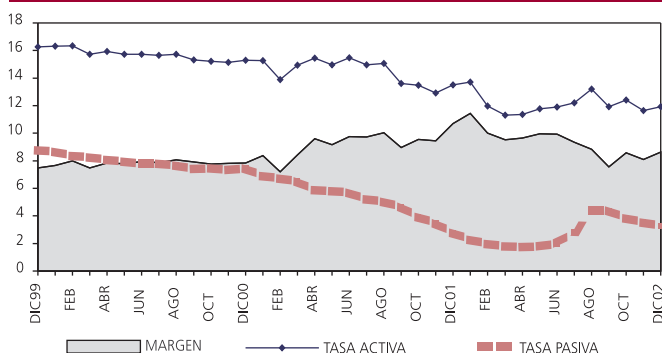
En los primeros meses de 2002 las tasas del mercado bancario continuaron con la tendencia decreciente de los

últimos años, en respuesta a la orientación expansiva de la política monetaria. Las tasas pasivas disminuyeron de manera más pronunciada y las activas en forma más gradual y con algún rezago. La contracción del sistema financiero a mediados de año, exigió cambios en las tasas monetarias y el sector tuvo que adoptar también ajustes en las tasas de interés, tanto pasivas como activas. Debido al fuerte retiro de depósitos, ambas tasas se elevaron en el segundo y tercer trimestre. En el último trimestre con la gradual recomposición del ahorro financiero, nuevamente se registraron disminuciones en ambas tasas.

Las tasas pasivas disminuyeron a su nivel más bajo en abril de 2003 y luego alcanzaron su mayor nivel del año en los meses de agosto y septiembre. Posteriormente retomaron su tendencia decreciente, aunque finalizaron la gestión con niveles mayores a los de fines de 2001. En MN, la tasa pasiva se elevó 4,2 puntos porcentuales con relación a diciembre de 2001 y en ME aumentó 0,5 puntos porcentuales (Gráfico 3.14 y Cuadro 3.17).

Las tasas activas acompañaron los movimientos de las tasas pasivas, alcanzando su nivel más bajo

GRÁFICO 3.14
EVOLUCIÓN DE TASAS EN ME
 (En puntos porcentuales)



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

CUADRO 3.16
INFORMACIÓN CONSOLIDADA DE BANCOS FORTALECIDOS CON EL PROFOP
 (En millones de \$us)

	dic-01	mar-02	jun-02	sep-02	dic-02	Variación dic/02 - dic/01	
						Absoluta	%
Activo	1.281,4	1.238,4	1.217,1	1.180,6	1.185,4	-96,0	-7,49
Disponibilidades	97,3	54,3	63,6	48,6	85,0	-12,3	-12,65
Inversiones Financieras ¹	243,7	254,9	223,0	219,1	196,1	-47,6	-19,53
Cartera Bruta	872,9	870,8	875,2	853,4	843,8	-29,1	-3,34
Cartera en Mora	145,2	155,3	149,4	154,8	151,7	6,4	4,41
Previsiones cartera incobrable	-70,8	-72,9	-77,6	-78,0	-82,6	-11,8	16,73
Pasivo	1.190,2	1.148,0	1.128,8	1.093,5	1.103,8	-86,4	-7,26
Obligaciones con el Público	907,2	854,6	802,6	769,5	832,0	-75,2	-8,29
Vista	199,5	197,0	182,5	181,5	201,3	1,8	0,93
Ahorro	184,6	191,1	185,8	160,2	180,4	-4,2	-2,29
Plazo	482,8	431,4	398,2	395,0	421,5	-61,2	-12,69
Obligaciones Entidades Financieras	192,7	211,4	245,5	239,4	186,5	-6,2	-3,24
Patrimonio	91,2	90,4	88,3	87,1	81,6	-9,6	-10,57
Resultado Neto de Gestión	-30,2	-0,8	-2,9	-4,1	-9,6	20,6	-68,08
Pesadez de Cartera	16,64%	17,83%	17,07%	18,14%	17,97%	1,33 pp	
Mora Neta de Previsión Cartera Bruta	8,53%	9,46%	8,20%	8,99%	8,18%	-0,35 pp	
Cartera en Mora / Patrimonio	159,24%	171,79%	169,16%	177,62%	185,92%	26,68 pp	
Coefficiente de Adecuación Patrimonial	12,16%	14,41%	13,76%	14,00%	13,71%	1,55 pp	

FUENTE : Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.
 NOTA : ¹ Incluye inversiones temporarias e inversiones permanentes.
 pp: puntos porcentuales.

CUADRO 3.17
TASAS EFECTIVAS ANUALES DE INTERÉS Y TASAS LIBOR
 (En porcentajes anuales)

A fines de:	Préstamos ¹²			Depósitos ¹²³		LIBOR a 180 días
	MN ⁴	MN	ME	MN	ME	
Diciembre 2001	15,8	19,0	13,5	8,5	2,8	2,0
Enero 2002	16,8	18,8	13,7	8,0	2,3	2,0
Febrero	14,7	18,9	12,0	9,8	2,0	2,1
Marzo	13,7	17,2	11,3	8,7	1,8	2,3
Abril	16,8	21,8	11,4	8,1	1,7	2,1
Mayo	24,0	30,7	11,8	9,3	1,8	2,1
Junio	14,2	18,9	11,9	10,0	2,0	1,9
Julio	15,6	19,3	12,2	8,8	2,9	1,9
Agosto	16,2	18,8	13,2	11,4	4,4	1,8
Septiembre	17,1	20,6	11,9	8,9	4,4	1,8
Octubre	19,3	25,1	12,4	10,6	3,8	1,6
Noviembre	13,9	18,5	11,6	8,7	3,5	1,5
Diciembre	12,7	19,1	11,9	12,7	3,3	1,4

FUENTE : Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
 NOTAS : ¹ Tasas efectivas que incluyen recargos y comisiones anualizadas.
² Promedio mensual ponderado de las tasas negociadas.
³ Tasas de depósitos a plazo fijo.
⁴ No incluye operaciones del Banco Solidario

del año en marzo. Posteriormente, aunque con ciertas oscilaciones, crecieron en el segundo y tercer trimestre, para disminuir en el cuarto. Concluyeron el año en niveles menores a los de diciembre de 2001. Las tasas activas en ME disminuyeron en 1,6 puntos porcentuales y en MN en 3,1 puntos porcentuales.

El diferencial entre tasas activas y pasivas osciló entre 7,5 y 11,4 puntos porcentuales. Dada la mayor lentitud en los cambios de la tasa activa, dicho diferencial estuvo determinado principalmente por el comportamiento de la tasa pasiva. En el tercer trimestre, cuando la tasa pasiva en ME alcanzó su mayor nivel, el diferencial respecto a la tasa activa en ME fue el más bajo.

Pese al descenso de las tasas activas, éstas aún no son lo suficientemente atractivas para promover mayor inversión y, por ende, la reactivación económica. Ante la escasa demanda por créditos, el sistema no tiene incentivos para captar depósitos del público, lo que se traduce en menores tasas pasivas.

Las tasas externas se mantuvieron bajas, como resultado de las políticas de los países industrializados para hacer

frente a la desaceleración económica internacional. De este modo, la tasa LIBOR a 180 días presentó una tendencia decreciente a partir del mes de abril de 2002.

Las tasas pasivas en dólares en el mercado nacional tendieron también a alinearse con las tasas internacionales.

1.8.1 Tasas Reales de Interés

Durante 2002, tanto para depósitos como para préstamos, las tasas reales subieron moderadamente, con excepción de la tasa de depósitos a plazo fijo en MV y de préstamos en MN (sin incluir al Banco Solidario).

Las tasas reales para depósitos en dólares y en bolivianos aumentaron 10 y 43 puntos básicos, respectivamente.

La tasa para préstamos en MN, excluyendo operaciones del Banco Solidario, bajó 23 puntos básicos, y la tasa para operaciones en moneda extranjera se elevó 17 puntos básicos (Cuadro 3.18).

El incremento de las tasas reales pasivas muestra un aumento del poder de compra de los intereses percibidos, principalmente para los depositantes en caja de ahorro (Gráfico 3.15).

PRINCIPALES DISPOSICIONES NORMATIVAS

A fines de 2002 se dictaron dos nuevas disposiciones normativas para el sistema financiero, cuyas características más importantes son las siguientes.

1) Ley 2434, de Actualización y Mantenimiento de Valor

La Ley 2434 de 21 de diciembre de 2002 es una medida de política económica que pretende coadyuvar a mantener la estabilidad económica y contribuir a la recuperación del aparato productivo, mediante la utilización de la UFV en una amplia gama de operaciones financieras.

La UFV incentiva el uso de la moneda nacional, permite el acceso a créditos para la vivienda y actualiza las deudas con el Estado y otras operaciones que antes estaban indexadas al dólar. Su difusión y uso en el sistema financiero dependerá de su incidencia en las captaciones de las entidades de intermediación y de la aceptación del público de esta unidad de cuenta como medio de mantenimiento de valor.

2) D.S. 26838, de Recuperación del Sector Productivo y Fortalecimiento del Sistema Financiero

Las principales disposiciones de este cuerpo normativo de 10 de noviembre de 2002 son las siguientes:

a) Sistema Financiero y Sector Productivo. Se establece que las entidades financieras podrán reprogramar cartera hasta el 31 de marzo de 2003 a solicitud de los prestatarios y sin recalificar estos créditos a categorías de riesgo mayor. Si la solicitud de reprogramación realizada por un cliente fuese negada, la entidad previsionará el 100% del monto requerido para la categoría de riesgo que corresponda a esos créditos.

b) Apoyo y Financiamiento al Sector Productivo. Se establecen financiamientos para el sector productivo a través de NAFIBO, por \$us 160 millones y créditos para los pequeños productores campesinos y rurales a través del FONDESIF por \$us 15 millones.

c) Incentivos para el Sector Financiero. Se establecen tres tipos de incentivos: i) al incremento de cartera al menos en 5% entre el 31 de octubre de 2001 y el 3 de marzo de 2003, a través de la conversión de previsiones específicas en previsiones genéricas; ii) a la fusión de entidades, a través de la flexibilización en las condiciones de acceso a los créditos del PROFOP y FONDESIF; y iii) a la reconversión de activos improductivos, a través de la creación de una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión en Bienes Inmuebles adjudicados hasta el 31 de octubre de 2002 por las entidades financieras, las que en contraprestación recibirán cuotas de participación.

d) Fortalecimiento y Reestructuración de Empresas. Se crea el Programa de Fortalecimiento de Empresas con el objetivo de que las unidades económicas puedan celebrar acuerdos y contratos que les permitan preservar y generar empleo, reactivar su producción, restablecer su capacidad de pago y mejorar su competitividad. El principal mecanismo de este programa es el Fondo de Fortalecimiento de Empresas, con un monto de \$us 250 millones, los cuales serán transferidos a las empresas privadas, según sus planes de reestructuración y de desarrollo productivo.

Para complementar estas medidas, el Poder Legislativo debe sancionar la Ley del Concordato y la Ley del Buen Gobierno Corporativo.

CUADRO 3.18
TASAS REALES DE INTERÉS
(En porcentajes)

A fin de:	A C T I V A S				P A S I V A S				
	MN ¹	MN	MV	ME	Caja de Ahorro		A Plazo Fijo		
					MN	ME	MN	MV	ME
Diciembre 2001	14,46	16,40	19,01	19,51	4,68	7,93	7,77	9,52	10,39
2002									
Enero	14,59	16,55	19,01	19,64	4,65	7,93	7,75	9,54	10,31
Febrero	14,52	16,62	19,03	19,76	4,53	7,93	7,83	9,51	10,21
Marzo	14,37	16,50	18,99	19,73	4,52	7,99	7,76	9,31	10,07
Abril	14,35	16,58	19,01	19,61	4,45	8,04	7,58	9,18	9,92
Mayo	14,94	17,44	19,13	19,64	4,51	8,13	7,62	9,10	9,84
Junio	14,87	17,42	19,69	19,76	4,78	8,39	7,89	9,32	9,91
Julio	15,14	17,81	20,24	20,07	5,17	8,75	8,18	9,60	10,20
Agosto	15,25	17,86	20,43	20,23	5,45	8,96	8,47	9,77	10,44
Septiembre	15,15	17,78	20,70	20,13	5,40	8,94	8,42	9,51	10,47
Octubre	15,11	17,80	20,94	19,88	5,21	8,79	8,13	9,14	10,35
Noviembre	14,82	17,52	20,99	19,76	5,13	8,72	8,02	9,08	10,38
Diciembre	14,23	17,33	21,12	19,68	5,01	8,69	8,20	8,99	10,49

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

ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica - Área del Sector Monetario y Fiscal.

NOTAS : ¹ No incluye operaciones del Banco Solidario

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

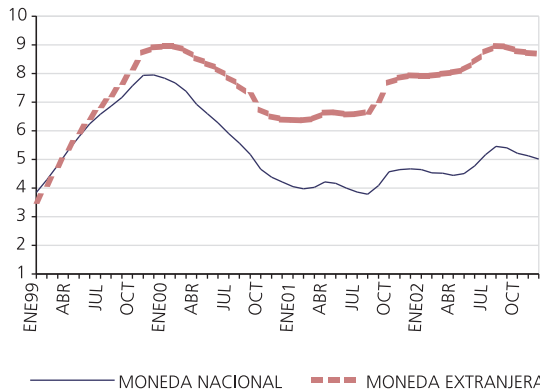
I = Tasa de interés nominal promedio simple de doce meses

t = Tasa de inflación promedio simple de doce meses

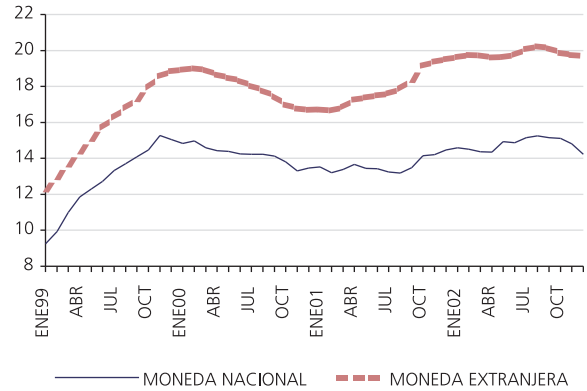
d = Tasa de depreciación promedio simple de doce meses

GRÁFICO 3.15

TASAS REALES PASIVAS¹
(En porcentajes)



TASAS REALES ACTIVAS²
(En porcentajes)



FUENTE : Banco Central de Bolivia.

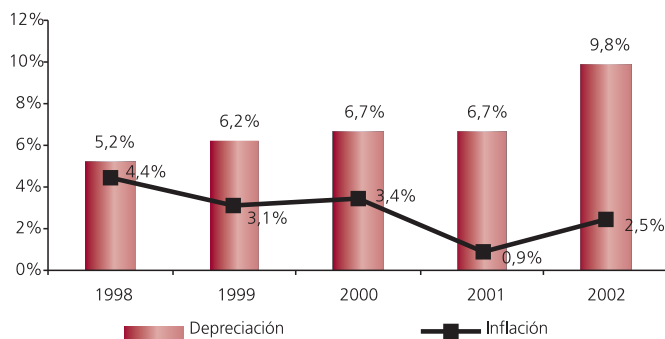
ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS : ¹ Caja de Ahorro.

² No incluye operaciones del Banco Solidario.

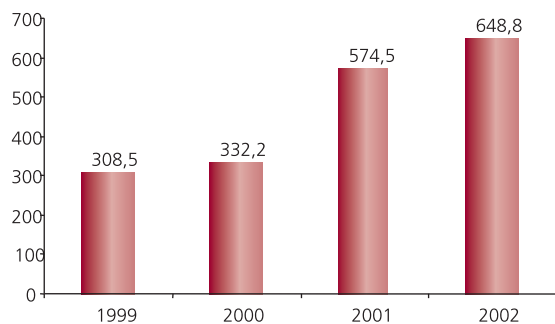
La elevación de las tasas reales en moneda nacional obedeció al ligero aumento de las tasas nominales y al bajo ritmo inflacionario registrado en la gestión. En el caso de la moneda extranjera, el efecto de elevación real se debe, en parte, a que las tasas de depreciación superaron a las tasas de inflación observadas en el período; es decir, a que hubo depreciación real del boliviano con relación al dólar estadounidense. De hecho, las altas tasas reales de interés de los créditos en dólares constituyen una manifestación de los problemas que genera la dolarización, a saber, que aumenta el peso de la deuda para los sectores no transables en el comercio internacional, no solamente por su efecto en los saldos sino también en el servicio de intereses. Las altas tasas reales activas obstaculizaron los esfuerzos de reactivación del aparato productivo.

GRÁFICO 3.16
TASAS DE INFLACIÓN Y DE DEPRECIACIÓN DEL BOLIVIANO



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

GRÁFICO 3.17
BOLSÍN DEL BCB:
ADJUDICACIÓN DE DIVISAS AL SECTOR FINANCIERO
(en millones de dólares)



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

2. POLÍTICA CAMBIARIA

La política cambiaria del BCB se encuentra orientada al mantenimiento de un tipo de cambio real competitivo que favorezca la demanda de nuestros productos de exportación y proteja a la industria nacional que compite con bienes importados. Esta meta de competitividad, empero, se encuentra subordinada al logro del objetivo primario del BCB, que es procurar la estabilidad de los precios internos.

El régimen cambiario boliviano, vigente desde mediados de la década de los ochenta, corresponde a un sistema de tipo de cambio deslizante (*crawling-peg*), aunque sin anuncios previos acerca de la trayectoria del tipo de cambio. Este esquema cambiario, al ser de carácter intermedio entre los de tipo de cambio fijo y los de flotación, parece ajustarse a las características de la economía boliviana. Por un lado, tiene las virtudes del tipo de cambio flotante, cuando permite seguir las señales del mercado interno, adaptarse a los cambios en los flujos de capital y hacer frente a choques externos asociados a las depreciaciones e inflaciones de nuestros principales socios comerciales. Por otra parte, y considerando el elevado grado de dolarización de la economía boliviana, la política de minidepreciaciones permite disminuir la volatilidad del tipo de cambio y reducir el impacto de la fluctuación de la divisa en los balances de las familias y empresas, así como en el nivel de precios.

La reducción sostenida de la tasa de inflación y la ausencia de presiones inflacionarias, particularmente en 2001 y 2002, han permitido llevar adelante una política cambiaria más activa en un contexto de choques cambiarios externos. En el período 1998 - 2002, las tasas de depreciación del boliviano han sido sistemáticamente superiores a la inflación (Gráfico 3.16).

Por su parte, el comportamiento del Bolsín justificó la ejecución de una política cambiaria más activa durante los últimos años. La adjudicación de divisas al sector privado, a través del sistema financiero, se incrementó de manera importante, especialmente en 2001 y 2002 (Gráfico 3.17). Este incremento generó un mayor ritmo de depreciación del boliviano respecto del dólar estadounidense.

Debe destacarse, sin embargo, que el BCB distingue los cambios en la demanda de divisas atribuibles

a factores estacionales. Los primeros trimestres de cada año, por ejemplo, suelen reflejar mayores requerimientos de divisas por parte de las entidades financieras. En 2002, este comportamiento estacional se vio alterado por la salida de depósitos del sistema financiero que incrementó las necesidades de divisas en ese sector, especialmente en el tercer trimestre del año.

Las señales del adverso contexto internacional, caracterizado por la devaluación del real brasileño en 1999, la recesión internacional en 2001 y las turbulencias cambiarias regionales durante 2002, presionaron fuertemente hacia una política cambiaria más dinámica. Tras abandonar Argentina su Plan de Convertibilidad a principios de 2002, que indujo depreciaciones significativas en las monedas de algunos de nuestros socios comerciales como Brasil y Chile, la conducción de la política cambiaria afrontó nuevamente el reto de mantener estable el tipo de cambio real.

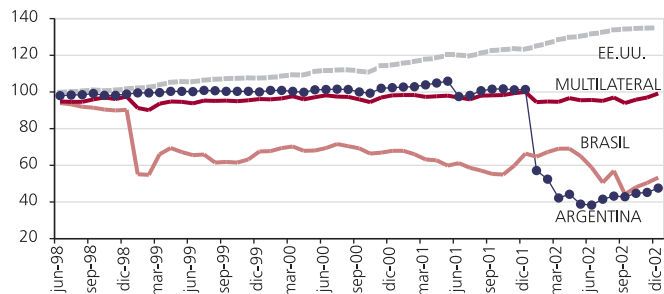
El Instituto Emisor aplicó una política más activa de depreciaciones de la moneda nacional con el objetivo de compensar el importante choque externo originado a principios de año y preservar la competitividad.

La evolución del índice del tipo de cambio efectivo y real (ITCER) y de los índices bilaterales con respecto a algunos de los principales socios comerciales de Bolivia muestra que los choques cambiarios provenientes de Argentina y Brasil impactaron negativamente en la competitividad global de la economía boliviana (Gráfico 3.18). La fuerte devaluación del peso argentino en 2002 (222,3%) se reflejó en una gran apreciación real del boliviano con relación a la moneda argentina (53,1%), hecho que se tradujo en aumentos en las importaciones, legales e ilegales, desde ese país.

En el caso de Brasil, el real se depreció 53,1% en el año debido a la devaluación del peso argentino y a la incertidumbre asociada a las elecciones presidenciales en ese país, lo que determinó una apreciación real del boliviano de 19,7% respecto de la moneda brasileña.

En cambio, se muestra una depreciación real en la evolución de los índices bilaterales con el resto de nuestros principales socios comerciales: Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, Perú y Chile (Cuadro 3.19). Estos resultados se explican, principalmente, por las importantes apreciaciones que experimentaron el yen, la libra y el euro respecto del dólar estadounidense (9,6%, 10% y 15,6% respectivamente), que

GRÁFICO 3.18
ÍNDICES MULTILATERAL Y BILATERALES SELECCIONADOS
DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL JUN/98-DIC/02
(1996=100)



CUADRO 3.19
INFLACIÓN, DEPRECIACIÓN E ÍNDICE DEL TIPO DE
CAMBIO EFECTIVO Y REAL EN 2002
(Tasas acumuladas en el año, en porcentajes)

	Inflación	Depreciación nominal	Variación de los índices bilaterales ¹
Argentina	40,98	222,32	-53,12
Brasil	14,74	53,10	-19,67
Chile	2,82	8,93	1,18
Perú	1,51	2,33	6,33
Alemania	1,06	-15,60	28,35
Reino Unido	2,93	-10,03	22,64
Japón	-0,30	-9,58	18,18
Estados Unidos	2,40	n.a.	9,76
Variación del ITCER			-0,95

FUENTE : Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN : BCB - Asesoría de Política Económica.
 NOTAS : ¹ (+) Depreciación real, (-) Apreciación real, n.a No aplicable.

determinaron significativas ganancias de competitividad de nuestra economía en relación a estos tres socios comerciales.

Asimismo, pese a que las monedas de Chile y Perú registraron depreciaciones nominales frente al dólar, en 2002 se lograron resultados favorables en términos de competitividad respecto de esas economías. Esas variaciones favorables, logradas en una proporción importante por la mayor depreciación nominal del boliviano y la estabilidad de precios en el país, no lograron compensar los resultados ampliamente desfavorables registrados con Argentina y Brasil. De ese modo, el ITCER se apreció 0,95% en el año, lo que indica una pequeña pérdida de competitividad global de la economía boliviana.

LA DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO Y LA BALANZA CAMBIARIA DEL BANCO CENTRAL

La coyuntura internacional de años recientes ha puesto en evidencia la importancia de la política cambiaria para enfrentar choques externos. Empero, existen importantes limitaciones para emplear el instrumento cambiario de manera más activa. Una de las principales es la dolarización del sistema financiero boliviano.

El siguiente gráfico ilustra la elevada dolarización del crédito concedido por el sistema bancario entre 1996 y 2002. Casi la totalidad de los créditos se otorgó en dólares o en moneda nacional con cláusula de ajuste al dólar. Este fenómeno produjo una situación de vulnerabilidad de este sector en períodos de depreciación real del tipo de cambio con relación al dólar estadounidense. Ello sucede especialmente porque la mayoría de deudores, familias o empresas, no

generan ingresos en dólares o presentan un descalce entre sus activos y pasivos en esta moneda.

El sistema financiero ha concedido la mayoría de su financiamiento a prestatarios que tienen ingresos en bolivianos y que venden sus productos en el mercado nacional. Al depreciarse el boliviano, estos agentes deben destinar una proporción cada vez mayor de sus ingresos para cubrir sus obligaciones en dólares; esfuerzo que seguramente tiene límites.

Una parte de la elevación de la mora bancaria puede ser atribuida a las condiciones imperantes en la economía en general, y otra, no discernible en forma separada de la anterior, podría ser imputable al mayor ritmo de depreciación de la moneda nacional. Las entidades financieras deberían

BALANZA CAMBIARIA DEL BCB 2000-2002
(flujos en millones de dólares)

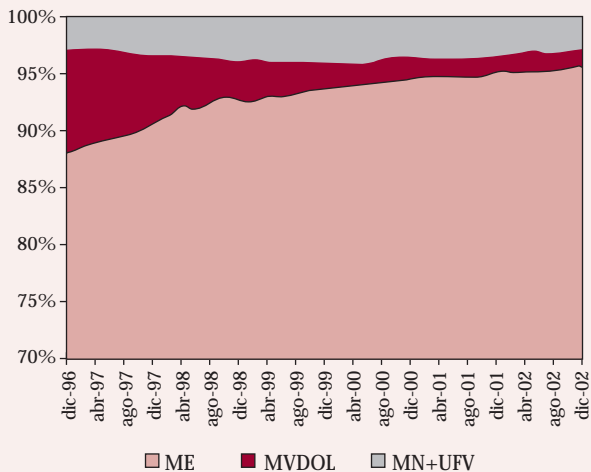
	2000	2001	2002
Flujo de divisas	-46,0	-44,0	-304,1
1. Sector privado financiero	-287,0	-234,2	-608,4
Ingresos	1.135,4	900,6	1.235,0
Egresos	1.422,4	1.134,8	1.843,4
2. Sector público	241,0	190,2	304,3
Ingresos	548,6	556,7	675,2
Egresos	307,6	366,5	370,9

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

evaluar esta exposición al riesgo crediticio que generan los préstamos efectuados en dólares a clientes que no son exportadores. Los deudores, por su parte, deben considerar que si toman créditos en dólares, asumen completamente el riesgo cambiario.

Para efectuar sus operaciones rutinarias las entidades financieras requieren dólares, que los obtienen, entre otros, del BCB. Así, la balanza cambiaria (que registra, además de las transferencias intra-sector público, los dólares que el sector privado le compra y vende al BCB) es completamente desfavorable al BCB cuando se analizan las transferencias de divisas entre éste y el sector privado. La información del siguiente cuadro muestra que, en los últimos años, las entradas netas de dólares al Banco Central desde el sector privado fueron negativas y superaron los 230 millones de dólares por año. En 2002, esta situación desfavorable fue aún más marcada. La balanza cambiaria del BCB con el sector privado fue deficitaria en 608,4 millones de dólares. Ese déficit fue financiado, en parte, con el importante flujo positivo de divisas del sector público con el BCB; y el saldo, con reservas del Banco Central de Bolivia.

Composición del crédito bancario según monedas
(Diciembre 1996 - diciembre 2002)



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

La fuerte posición neta de proveedor de divisas al sector privado que tiene el Banco Central podría no ser sostenible indefinidamente. Ello se debe a una razón básica: el Banco Central no produce dólares, mientras que el sector privado demanda más divisas de las que está generando. Los caminos para evitar una situación insostenible son varios. Entre ellos, reducir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, disminuir el déficit fiscal, e incentivar un mayor uso de la moneda nacional. Es importante reducir la vulnerabilidad de nuestra economía en este ámbito. El Gobierno y el Banco Central están trabajando en esa dirección.

3. LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2003

En el marco de la Ley 1670, la política monetaria continuará orientada al mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda nacional, es decir, apuntará a la estabilidad de los precios internos. El Banco Central de Bolivia ha fijado como objetivo para el año 2003, una tasa de inflación de 2,8%.

Con el propósito de fortalecer la capacidad de prestamista de última instancia del Ente Emisor, el programa monetario contempla un incremento de las reservas internacionales netas por \$us 65 millones. La necesidad de mantener niveles adecuados de reservas internacionales proviene de la alta dolarización de la economía boliviana.

De acuerdo al crecimiento estimado de la economía y al objetivo de inflación, la demanda del público por emisión monetaria podría expandirse alrededor de 8,5% en términos nominales. Consistente con dicha expansión y con la meta de ganancia de reservas internacionales netas, el crédito interno neto del BCB disminuiría en Bs245 millones. Esta disminución corresponde, por una parte, a la disminución del crédito neto del BCB al sector público no financiero en Bs82 millones, que sería posible con un déficit fiscal no mayor a 6,5% del PIB, según las estimaciones de financiamiento externo e interno al sector público. El CIN del BCB disminuye también por las operaciones con el sistema financiero. Se tiene prevista una moderada colocación neta de títulos públicos en operaciones de mercado abierto, procurando mantener niveles de liquidez adecuados en el sistema financiero. Por su parte, los instrumentos de provisión de liquidez del Banco Central a las entidades financieras continuarán operando como en el año 2002.

Se espera que la recuperación de los depósitos del público en el sistema financiero se consolide, lo que determinaría una mayor disponibilidad de recursos susceptibles de ser canalizados al sector privado no financiero en la forma de crédito.

Durante 2003, el BCB continuará apoyando el desarrollo de operaciones financieras en bolivianos. En este ámbito, se estima que la promulgación de la Ley de Mantenimiento y Actualización de Valor constituye un elemento para la profundización del mercado de depósitos y créditos en bolivianos, reajustables a la Unidad de Fomento de Vivienda.

La política cambiaria del BCB continuará orientada a mantener un tipo de cambio real competitivo. Como en el pasado, factores externos e internos determinarán la evolución del tipo de cambio del boliviano respecto al dólar estadounidense en 2003. El cuidadoso seguimiento de las operaciones en el Bolsín, de la situación del sistema financiero boliviano y de la evolución de los precios internos, así como las previsiones sobre las tasas de depreciación e inflación de nuestros principales socios comerciales, son aspectos que se seguirán considerando para determinar el tipo de cambio nominal y la oferta de divisas.

Para 2003 se prevé un panorama externo más estable en la región, en especial por la situación de Argentina y Brasil. En el ámbito interno, se espera también que las condiciones de la economía mejoren progresivamente: se espera un menor ritmo de depreciación nominal del boliviano que el de 2002. Aún así, será posible obtener un tipo de cambio real más competitivo, por la apreciación de las monedas regionales, a tiempo de resguardar la trayectoria de la inflación interna.

Como en otros años, la política cambiaria del BCB continuará apoyando el conjunto de medidas que se lleven adelante para incentivar el uso del boliviano en la economía nacional. Por último, el BCB está comprometido a cumplir los lineamientos del Acuerdo Stand By con el Fondo Monetario Internacional, en lo que le corresponde.

ACUERDO *STAND BY* CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El Gobierno de Bolivia y el Fondo Monetario Internacional (FMI) han suscrito recientemente un Acuerdo *Stand By* por un año, por un monto aproximado de \$us118 millones (DEG 85,8 millones), con el objeto de estabilizar la situación económica en 2003.

Este acuerdo proporciona asistencia de corto plazo, pero las autoridades nacionales continuarán desarrollando los ajustes macroeconómicos y reformas estructurales que correspondan para lograr a la brevedad posible un acuerdo de tres años con el FMI en el ámbito del Servicio para el Crecimiento y Lucha contra la Pobreza. En el Acuerdo *Stand By* se ha convenido el cumplimiento en 2003 de las metas cuantitativas trimestrales que se presentan a continuación:

ACUERDO *STAND BY*: CRITERIOS CUANTITATIVOS DE DESEMPEÑO Y METAS INDICATIVAS, 2003

	Criterios de desempeño		Metas indicativas	
	a marzo	a junio	a septiembre	a diciembre
(montos acumulados con respecto al 31 de diciembre de 2002, en millones de bolivianos)				
Deficit del sector público consolidado	800	1.450	2.250	3.793
Financiamiento interno neto del sector público consolidado	500	-200	25	73
(variaciones acumuladas con respecto al 31 de diciembre de 2002, en millones de bolivianos)				
Crédito interno neto del BCB	725	250	500	-245
del cual : crédito neto del BCB al sector público no financiero	350	175	325	-82
(variaciones acumuladas con respecto al 31 de diciembre de 2002, en millones de dólares)				
Deuda externa del sector público con vencimientos de hasta un año	15	10	10	0
Deuda externa del sector público no concesional (neta)	15	50	100	150
Reservas internacionales netas del BCB	-170	-90	0	65
Mora por deuda externa	0	0	0	0

El programa busca reducir el déficit fiscal en 2003 a 6,5% del PIB y aumentar las reservas internacionales netas del BCB en \$us 65 millones. De esta forma, las reservas internacionales brutas disponibles alcanzarían una cobertura de 35% de los depósitos bancarios en moneda extranjera. También busca sentar las bases para un crecimiento sostenido, que permita reducir la pobreza.

Los principales elementos del programa son la sostenibilidad fiscal, el fortalecimiento del sistema bancario y empresarial así como un mayor control del gasto público, en especial en seguridad social. El programa establece mayores impuestos para el sector de hidrocarburos y la actualización del Código Tributario, así como la protección del gasto público que incide en la reducción de la pobreza. Asimismo, se aplicarán estrategias de fortalecimiento de las empresas y del sistema financiero como un medio para restablecer el crecimiento económico. Estas medidas incluyen la implementación de nuevos procedimientos para el tratamiento de quiebras bancarias y el fortalecimiento de la regulación financiera en general.

El BCB proveerá la liquidez necesaria al sistema financiero y procurará alentar a los bancos para que obtengan fondos provenientes de otras fuentes, incluyendo la captación de depósitos del público.

En términos de competitividad internacional, se buscará la reversión de la ligera apreciación real observada en 2002 a través del manejo de la política cambiaria. Este objetivo, empero, estará supeditado al objeto del BCB que es mantener la inflación baja y estable.