



1. Política Monetaria y Crediticia

2. Política Cambiaria

3. Sistema de Pagos

4. Lineamientos de Política Monetaria y Cambiaria para 2004

p a r t e

**POLÍTICAS DEL  
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA**

## POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

Por mandato de ley, el BCB debe procurar la estabilidad de precios. Para este fin, adopta una estrategia de metas intermedias cuantitativas que consiste en la fijación de límites a la expansión del crédito interno neto (CIN), y una determinada meta de reservas internacionales netas (RIN).

A principios de año se esperaba una moderada presión inflacionaria resultante, por una parte, de la depreciación del boliviano y del relativamente alto financiamiento monetario del déficit fiscal en 2002, así como de las apreciaciones pronosticadas de las monedas de importantes socios comerciales. Empero, dada la debilidad de la demanda interna, esta presión no representó serios riesgos y el BCB pudo mantener una política que contribuyó a disminuir las tasas de interés reales. Por otra parte, ante las pérdidas de RIN del BCB en las tres gestiones anteriores y la elevada dolarización financiera del país, era fundamental recomponer su nivel, al menos parcialmente. En ese marco, el BCB se propuso incrementar sus RIN en \$us 65 millones. La contracción del CIN no sería sino hasta el cuarto trimestre y se basaba, por una parte, en un menor financiamiento al sector público que reduciría su déficit de 9% del PIB en 2002 a 6,5% del PIB en 2003 y, por otra parte, en la mayor liquidez del sistema por la recuperación estimada de los depósitos del público.

El comportamiento observado en la gestión 2003 se aproximó a la proyección inicial, mas no completamente, porque se hicieron presentes factores no previstos que condicionaron el accionar de la autoridad monetaria. Los mercados monetario, interbancario y financiero fueron afectados por los conflictos sociales de febrero y octubre. Asimismo, se acentuaron los problemas fiscales, lo que determinó una flexibilización de la meta anual del déficit fiscal a 8% del PIB, el cual no estaba completamente financiado por el retraso en los desembolsos externos. Estos resultados configuraron un entorno complejo para el BCB, que tuvo que reconciliar su rol de prestamista de última instancia a las entidades financieras con la atención a los requerimientos de liquidez por parte del Tesoro General de la Nación.

La política monetaria ejercida por el BCB se caracterizó por su prudencia. Sin perder de vista las necesidades de

liquidez en el sistema financiero y el propósito de contribuir a la intermediación de recursos hacia el sector privado, el BCB guió sus políticas al logro de las metas de CIN y RIN. Incidió de manera cautelosa en la liquidez del sistema, colocando títulos parsimoniosamente y activando los servicios restringido y extendido de depósitos en ME cuando las circunstancias lo requerían. Durante los serios conflictos sociales de esta gestión, el BCB apoyó oportunamente las necesidades de liquidez del sistema con todos sus instrumentos disponibles: se redimieron títulos y se concedieron recursos temporales a través de operaciones de reporto y créditos con garantía del Fondo RAL, con plazos y términos más amplios, incluyendo ofertas diarias e irrestrictas de reporto a una tasa premio única, para evitar excesivos incrementos en las tasas de interés.

La brecha fiscal y los retiros de depósitos del sistema financiero elevaron las demandas por recursos del BCB. Las dificultades que éstas representaban para las metas intermedias del BCB fueron amplificadas con la coincidencia temporal de los requerimientos del fisco y del sistema financiero. Dentro de los límites legales y las metas del programa monetario, el BCB incrementó el saldo de créditos de liquidez al TGN por Bs605 millones, que fueron desembolsados en el primer y cuarto trimestres. Asimismo, el BCB concedió créditos de corto plazo al sistema financiero por \$us 360,6 millones y Bs1.126,3 millones, a través de operaciones de reporto y de créditos con garantía del Fondo RAL, principalmente en los meses de febrero y octubre.

El otorgamiento oportuno de estos recursos al sistema financiero permitió solventar los retiros de depósitos que el sistema sufrió en los meses de febrero y octubre, y restablecer la confianza de los agentes económicos que lentamente volvieron a depositar en las entidades financieras del país. La política del BCB de conceder los créditos contra colaterales constituidos por títulos públicos y el Fondo RAL con tasas elevadas de interés permitió la rápida recuperación de dichos préstamos.

Las tasas de los instrumentos del BCB mostraron movimientos acordes con las condiciones de liquidez del mercado. Mientras éste se mostró líquido a principios de año, las tasas disminuyeron; posteriormente se in-

crementaron a mediados de febrero en presencia de la mayor demanda por liquidez a raíz del retiro de depósitos del público. Restablecidas las condiciones de liquidez, las tasas retomaron la tendencia al descenso, excepto la tasa de reporto en ME, para la cual se adoptó la política de mantenerla alta, tanto para administrar la liquidez como para alentar operaciones en MN. A mediados de octubre las tasas nuevamente se incrementaron por efecto del tenso clima político y social sobre la liquidez del sistema. Posteriormente, a medida que se recuperaron los depósitos, las tasas de estos instrumentos disminuyeron hasta concluir la gestión en niveles menores a los de fines de 2002. Los costos de acceso a recursos en el mercado interbancario evolucionaron de forma similar.

La trayectoria esperada de los depósitos no se cumplió y su disminución repercutió en las reservas internacionales del BCB debido a que en su mayor parte se encuentran denominadas en dólares. A fin de mantener un nivel adecuado de reservas internacionales que asegure la estabilidad del sistema de pagos y le permita desempeñar su papel de prestamista de última instancia al sistema financiero, la autoridad monetaria activó en octubre el Fondo RAL ME Interno, mecanismo que le permitió transferir temporalmente \$us 200 millones del encaje en títulos en ME, que fueron devueltos al Fondo RAL ME externo en su totalidad antes de fin de año.

A fines de 2003 las RIN del BCB alcanzaron a \$us 975,8 millones, monto que representa un incremento de \$us 122,0 millones respecto al saldo de fines de 2002. La cobertura de las reservas brutas, excluyendo el oro e incluyendo el Fondo RAL-ME, alcanzó a 38,8% de los depósitos bancarios en moneda extranjera, 7,2 puntos porcentuales más que al cierre de 2002.

La inflación de 3,94% en 2003 fue mayor a la registrada en 2002 y a la meta de 2,8% anunciada a principios de año. Este resultado es atribuible a varios factores: a los conflictos sociales que generaron desabastecimientos en los mercados e incidieron en el aumento de precios de los alimentos, a las restricciones de oferta de algunos productos agrícolas y de servicios de transporte debido a los problemas climáticos, y a la apreciación de las mo-

nedas de nuestros socios comerciales que encarecieron los precios de algunos productos importados. Estos shocks negativos de oferta afectaron al nivel de precios. La inflación subyacente, que excluye de su cálculo a las variaciones positivas y negativas más extremas, alcanzó una tasa anual de 2,6%. Es decir, sin los *shocks* señalados, la inflación habría estado dentro de los límites previstos. El carácter coyuntural de estos fenómenos determinó que el Banco Central no adoptara medidas específicas para contrarrestar estos efectos.

Continuando con lo ocurrido en gestiones recientes, el dinero en poder del público mostró una tendencia creciente. La demanda real de circulante se incrementó en términos reales en 14,7%. Este comportamiento determinó fuertes incrementos en los agregados monetarios en MN. El BCB considera que estas expansiones respondían principalmente a factores de demanda de dinero, por lo que realizó limitadas políticas de esterilización. Esta orientación ha contribuido a reducir las tasas reales de interés, activas y pasivas. La disminución más pronunciada se produce en las tasas activas, las que podrían sentar las bases para una futura recuperación del crédito bancario y la reactivación de las actividades productivas, si vienen acompañadas de otras circunstancias propicias. Asimismo, ha de observarse que los rendimientos reales de los depósitos a plazo en MN son ahora mayores a aquellos para depósitos en ME, que si se traducen en mayores captaciones en bolivianos, como es de esperar, podrían fomentar una ampliación de la cartera en dicha moneda, reduciendo el riesgo de crédito que recae en operaciones en dólares a agentes que perciben ingresos en bolivianos.

Por su parte, la depreciación nominal en 2003 fue de 4,5%, sustancialmente menor a la depreciación de 9,8% de 2002. Este menor ritmo de depreciación fue consistente con la apreciación nominal de las monedas de las economías de los países vecinos, principalmente Argentina y Brasil, y el menor volumen demandado de divisas en el Bolsín del BCB posiblemente como resultado del superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos. De este modo, el índice del tipo de cambio efectivo y real se depreció en 12,4% en 2003, la más importante depreciación real de los últimos diez años.

# 1

## POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

### 1.1 PROGRAMA FINANCIERO DE 2003

El programa monetario aprobado por el Directorio del BCB para 2003, en el marco del Acuerdo anual *Stand-By* con el FMI, estableció como objetivo que la tasa de inflación anual no exceda a 2,8%, y como metas intermedias (criterios de desempeño) una ganancia de RIN de al menos \$us 65 millones y una contracción de CIN no menor a Bs245 millones. Este programa forma parte del programa financiero y fue formulado tomando como parámetros la estimación de un crecimiento real del producto en 2,9% y el objetivo del gobierno de alcanzar un déficit fiscal de hasta 6,5% del PIB, además de otras metas cuantitativas para el financiamiento interno al sector público y para el endeudamiento público o con garantía estatal. Asimismo, se establecieron criterios de desempeño para medir avances en las reformas estructurales del

sector público y en el fortalecimiento del sistema financiero (Cuadro 3.1).

Las dificultades fiscales obligaron al Gobierno a realizar en octubre una revisión de las metas cuantitativas acordadas en febrero de 2003.<sup>21</sup> A pesar de la revisión, el déficit y el financiamiento interno al sector público excedieron los límites establecidos en el programa financiero. En diciembre de 2003, el Gobierno negoció con el FMI una dispensación (*waiver*) para las metas fiscales con sobregiro, manteniéndose las metas monetarias del programa original. Esta negociación contempló la flexibilización de la meta anual de déficit fiscal a 8% del producto y una ampliación de la meta de financiamiento interno al sector público.

CUADRO 3.1

#### PROGRAMA FINANCIERO 2003

Cifras acumuladas entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2003

		Programa Original <sup>1</sup>	Programa Revisado <sup>2</sup>	Programa Ajustado <sup>3</sup>	Ejecución	Margen(+) Desvío(-)
<b>VARIABLES FISCALES</b>						
Déficit del sector público	millones de Bs	3.793	4.149	4.125	4.745	-620
Financiamiento interno al sector público	millones de Bs	73	652	837	1.465	-628
Deuda externa pública o con garantía pública hasta 1 año	millones de \$us	0	0	0	0	0
Deuda externa pública o con garantía pública no concesional	millones de \$us	150	150	150	66	84
SPNF		80	80	80	66	14
Sector Financiero		70	70	70	0	70
<b>VARIABLES MONETARIAS</b>						
Crédito interno neto del BCB	millones de Bs	-245	-245	-245	-231	-14
Crédito interno neto del BCB al SPNF	millones de Bs	-82	-82	-82	-15	-67
Reservas internacionales netas del BCB	millones de \$us	65	65	65	93	28

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

NOTAS: <sup>1</sup> Programa original acordado en febrero de 2003.

<sup>2</sup> Programa revisado acordado en septiembre de 2003.

<sup>3</sup> Incluye ajustadores.

<sup>21</sup> El Directorio del Fondo Monetario Internacional aprobó el 2 de abril de 2003 un Acuerdo *Stand-By* para Bolivia, culminando las negociaciones desarrolladas en la segunda quincena de febrero.

El mayor financiamiento del BCB al SPNF incidió en el cumplimiento de la meta de CIN del BCB. Como se muestra en el Cuadro 3.1, durante el año la contracción del CIN fue inferior a la meta estimada en el programa monetario, aunque el sobregiro fue de sólo Bs14 millones.

Las RIN del BCB, medidas a precios fijos del oro y de DEG, se incrementaron en \$us 92,9 millones, sobrepasando a la meta en \$us 27,9 millones. El margen en la variación de las RIN con respecto a la meta programada es atribuible a las operaciones de cambio con el sector privado y el sector público. En el primer caso, por el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que determinó una menor presión sobre las reservas internacionales del BCB, así como una expansión de la emisión monetaria mayor a la estimada. En el caso del sector público, una parte de los desembolsos y donaciones externas que recibió el gobierno a fines de la gestión permaneció depositada en el BCB.

## 1.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

### 1.2.1 El Régimen de Encaje Legal

Con el régimen de encaje legal establecido en 1998 se obliga a las instituciones financieras a constituir 12% de encaje de los pasivos sujetos a esta regulación: 2% en efectivo en el BCB y 10% en títulos valor, nacionales y extranjeros, que forman el denominado Fondo de Re-

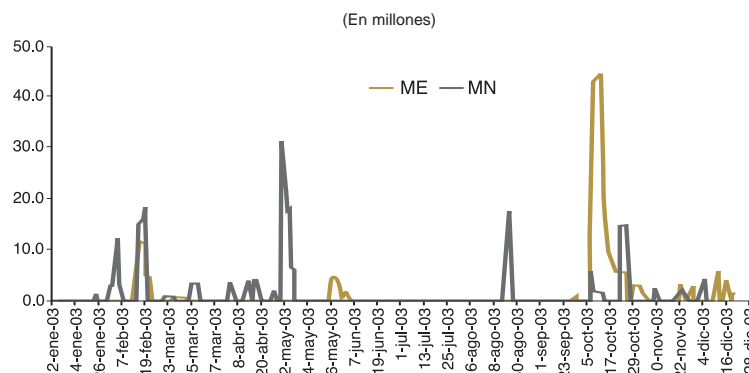
querimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL). El BCB puede conceder créditos de liquidez inmediata a las entidades financieras con la garantía de dos tramos del Fondo RAL, consistentes en el 40% y 30%, respectivamente.

Para hacer frente a la disminución de depósitos del público en la gestión y fortalecer las RIN del BCB, se modificó en 2003 el Reglamento de Encaje Legal a través de dos Resoluciones de Directorio del BCB. Como medida de contingencia para facilitar el acceso de las entidades financieras a recursos del BCB en situaciones de insuficiencia transitoria de liquidez, se determinó extender temporalmente los plazos máximos de los créditos otorgados con garantía del Fondo RAL. En el tramo I se amplió el plazo de 7 a 28 días renovables, y en el tramo II de 7 a 14 días continuos o 20 discontinuos durante dos períodos seguidos de encaje. Asimismo, se autorizó la concesión de créditos de liquidez por un monto de hasta el 30% del Fondo RAL correspondiente al tercer tramo. Estas medidas estuvieron vigentes hasta el 20 de diciembre de 2003.

Por otra parte, con el propósito de fortalecer las RIN del BCB frente a la mencionada coyuntura, el Directorio autorizó la transferencia transitoria desde el exterior de \$us 200 millones del encaje legal en títulos en ME y en MVDOL al Fondo RAL-ME Interno.<sup>22</sup> Antes de concluir la gestión, el encaje legal en títulos en ME retornó a su destino original de inversión en el exterior.

GRÁFICO 3.1

#### SALDOS DE CRÉDITOS CON GARANTÍA DEL FONDO RAL



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

<sup>22</sup> Esta disposición se emitió en octubre de 2003; durante el mes de febrero el BCB no recurrió al Fondo RAL-ME Interno.

La utilización de la facilidad automática de créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL no alcanzó los niveles de 2002; sin embargo, hubo desembolsos importantes durante los meses de febrero, mayo y octubre (Gráfico 3.1). En 2003 se desembolsaron en total \$us 127,4 millones en ME y Bs182,7 millones en MN (Cuadro 3.2).

Los elevados costos de estos recursos y de las ventanillas de reporto del BCB incrementaron la prima por riesgo de liquidez, lo que indujo a la banca a mantener niveles altos de liquidez.<sup>23</sup> En efecto, el excedente promedio de encaje legal se mantuvo por encima de los niveles de 2002 y osciló entre \$us 45 y \$us 75 millones, con excepción del mes de enero que por factores estacionales alcanzó a \$us 116 millones (Gráfico 3.2). La variabilidad del excedente de encaje legal, medida por el coeficiente

de variación, se mantuvo en 2003 en niveles similares a los de 2002, 0,33 y 0,35, respectivamente.

### 1.2.2 Operaciones de Mercado Abierto

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) constituyen el instrumento indirecto más importante de la política monetaria boliviana. Comprenden la compra y venta (definitiva o no) de valores públicos, que permite regular la liquidez en la economía y el volumen de los medios de pago.

El Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos para estas operaciones en función del desempeño estimado de la economía y de las metas del programa monetario. Con base en estos lineamientos y

CUADRO 3.2

#### CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL

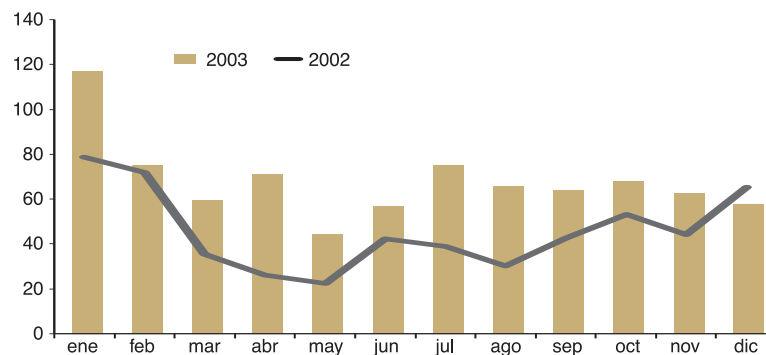
	Moneda Extranjera millones de dólares			Moneda Nacional millones de bolivianos		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
1er TRAMO	102,4	376,8	111,3	291,1	927,4	168,5
2do TRAMO	0,0	95,6	16,1	10,8	17,2	14,2
3er TRAMO	0,0	9,0	0,0			
<b>Total</b>	<b>102,4</b>	<b>481,4</b>	<b>127,4</b>	<b>301,9</b>	<b>944,6</b>	<b>182,7</b>

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

GRÁFICO 3.2

#### EXCEDENTES PROMEDIO DE LIQUIDEZ

(En millones de dólares)



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

<sup>23</sup> En la sección 1.2.3 se analizan las tasas de interés de los créditos con garantía del Fondo RAL.

pronósticos diarios de la liquidez del sistema financiero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) establece semanalmente los montos, plazos y monedas o denominaciones de la oferta de valores públicos. Determina también las tasas premio base y los montos disponibles para operaciones de reporto con valores públicos.

La compra y venta de valores públicos en el mercado primario se efectúan mediante subasta pública o mesa de dinero.

Además de las colocaciones para regulación monetaria, el BCB administra también las emisiones de valores públicos que realiza el TGN para renovar los títulos que vencen o para financiar el déficit 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 gasto público, no influyen en la oferta monetaria.

Con excepción de una ligera caída en marzo, el saldo neto de títulos públicos se incrementó sistemáticamente

hasta alcanzar a \$us 634,4 millones en septiembre. Durante este período se registraron excedentes de liquidez en el sistema financiero, producidos principalmente por la baja otorgación de créditos al sector privado por parte de la banca. La situación de excedentes se revirtió posteriormente debido a la caída del ahorro financiero y, por tanto, en el último trimestre la deuda interna pública por títulos disminuyó hasta llegar a \$us 552,4 millones a fines de 2003, lo que representa una emisión neta de \$us 73,6 millones en el año. Cerca del 96% de este monto correspondió al TGN, el saldo al BCB.

El BCB incrementó sus colocaciones netas hasta agosto de 2003, regulando los excedentes de liquidez del sistema financiero, de forma tal de aminorar la caída de las tasas de interés internas y en consecuencia la salida de recursos al exterior. A partir de septiembre, cuando disminuyó la liquidez del sistema, el BCB tuvo que inyectar recursos a las entidades financieras para que sobrelleven la coyuntura. Durante el último trimestre de 2003, las colocaciones netas del BCB se redujeron en más de 70% y finalizaron la gestión con un saldo de \$us 20,6 millones, monto apenas superior al saldo de fines de 2002 (Cuadro 3.3).

CUADRO 3.3

SALDOS NETOS DE VALORES PÚBLICOS EN VALOR NOMINAL<sup>1</sup>

(En millones)

Mes	Valores del BCB (OMA)			Valores del TGN			Total General
	MN <sup>2</sup>	ME	Total <sup>3</sup>	MN <sup>2</sup>	ME	Total <sup>3</sup>	
Dic -2002	20,3	15,4	18,1	201,6	433,7	460,7	478,8
Enero-2003	36,3	20,9	25,8	224,5	446,0	475,8	501,6
Febrero	26,3	32,9	36,4	228,5	438,5	468,8	505,2
Marzo	23,3	32,9	36,0	242,0	432,9	464,8	500,8
Abril	13,3	26,9	28,7	280,0	447,0	483,9	512,6
Mayo	21,0	29,2	31,9	342,4	457,3	502,3	534,2
Junio	37,0	43,5	48,4	438,3	451,0	508,4	556,7
Julio	51,0	64,5	71,2	489,9	441,4	505,2	576,4
Agosto	44,5	71,3	77,0	544,0	467,4	538,0	615,0
Septiembre	45,0	69,6	75,4	609,6	480,1	559,0	634,4
Octubre	39,0	51,6	56,6	611,7	462,6	541,6	598,2
Noviembre	26,5	32,6	36,0	610,9	461,0	539,7	575,6
Diciembre	21,0	17,9	20,6	632,0	450,9	531,8	552,4

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

NOTAS: <sup>1</sup> Títulos corresponden a LT<sup>1</sup> y BT emitidos a través del BCB.

<sup>2</sup> En millones de bolivianos. Incluye colocaciones de valores indexados a la UFV. Para el cálculo del saldo del TGN incluye las colocaciones al Fondo RAL-MN.

<sup>3</sup> 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.

Por su parte, las colocaciones netas del TGN tuvieron un comportamiento similar. Se incrementaron progresivamente durante los primeros nueve meses de 2003 hasta llegar a \$us 559 millones. El TGN aprovechó los excedentes de liquidez para obtener mayor financiamiento en condiciones favorables de tasas y plazos, reduciendo su riesgo de refinanciamiento. Los acontecimientos de octubre obligaron a las entidades financieras a utilizar todas sus disponibilidades para enfrentar la caída de depósitos, lo que explica la disminución de la demanda por valores públicos. Durante el último trimestre de 2003, el saldo de títulos emitidos por el TGN se redujo en \$us 27,2 millones y finalizó la gestión con una deuda interna por este concepto equivalente a \$us 531,8 millones.

En este período, las nuevas colocaciones de bonos a largo plazo en ME y UFV incrementaron el plazo promedio de colocaciones del TGN de 137 a 146 semanas. La disminución del ritmo de depreciación del boliviano y el ligero repunte de la inflación interna hicieron más atractivos a los valores públicos en MN indexados a la UFV. Los bonos indexados a la UFV a 6, 7 y 8 años fueron colocados principalmente a entidades con pasivos de largo plazo, como las AFP. Las colocaciones de estos instrumentos por parte del TGN ascendieron a Bs122,8 millones durante 2003.

Con el propósito de afianzar las tasas del mercado monetario durante el primer trimestre de la gestión, el BCB utilizó el Servicio Restringido de Depósitos en ME (SRD-ME), permitiendo a los bancos realizar depósitos remunerados en el ente emisor por un plazo no mayor a siete días. En 2003 los bancos depositaron \$us 80 millones en el SRD-ME. Este servicio constituye un mecanismo para fijar un piso a las tasas del mercado interbancario y reducir la salida potencial de recursos al exterior en situaciones de liquidez.

Por otra parte, para fortalecer las reservas internacionales del BCB y estabilizar las tasas de interés de corto plazo, en 2003 se utilizó el Servicio Extendido de Depósitos en ME (SED-ME), que permite a la banca depositar en el BCB recursos provenientes del exterior por un plazo máximo de 28 días. Bajo este mecanismo competitivo, los bancos depositaron \$us 160 millones en el año, la mayor parte en el primer semestre. En la segunda mitad del año el país recibió importantes desembolsos externos que permitieron cumplir con la meta de reservas internacio-

nales establecida en el programa monetario, sin necesidad de efectuar colocaciones de este servicio.

Las operaciones de reporto son el principal instrumento del BCB para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero; consisten en la compra de valores a agentes autorizados con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo y a un precio pactado al inicio de la operación. El BCB efectúa estas operaciones por plazos no mayores a 15 días, mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de mesa de dinero a tasas penalizadas. El COMA determina semanalmente las tasas base de interés y la oferta diaria de reportos, que constituyen señales dirigidas al mercado respecto a la percepción del BCB sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo.

Para atender los requerimientos de liquidez en febrero, el BCB inyectó un monto neto superior a \$us 35,4 millones (99% en ME) en operaciones de reporto. Asimismo, para hacer frente al retiro de depósitos del sistema financiero durante octubre, otorgó a la banca más de \$us 25,4 millones (42,4% en ME) mediante estas operaciones. En esos meses, los saldos diarios máximos alcanzados fueron de \$us 53 millones y \$us 91 millones, respectivamente.

Con la intención de respaldar al sistema financiero y evitar un excesivo incremento en las tasas de interés del mercado monetario, el BCB implantó un plan de contingencia en sus operaciones de reporto, cuyos lineamientos más importantes consistieron en la suspensión de la subasta competitiva y la adjudicación a una tasa premio única, la eliminación de recargos adicionales por cancelaciones anticipadas, la ampliación de los plazos y la fijación de una oferta diaria irrestricta. En febrero el plan de contingencia fue aplicado únicamente para ME y en octubre para ME y MN.

En términos brutos, en la gestión 2003 el BCB colocó \$us 233,2 millones a través de reportos en ME y Bs943,6 millones en reportos en MN. Comparados con los volúmenes registrados en la gestión 2002, los niveles señalados representan reducciones de aproximadamente 73% en ME y 46% en MN, que se explican por el significativo aumento de la liquidez propia del sistema financiero y la menor duración e intensidad de los períodos de retiro de depósitos en 2003 (Cuadro 3.4).



CUADRO 3.4

## REPORTOS CON EL BCB: VOLUMEN DE OPERACIONES Y PROMEDIOS PONDERADOS DE TASAS PRE

PERÍODO	MN	Tasa Premio	ME	Tasa Premio
	millones de Bs	%	millones de \$us	%
2002				
Diciembre	97,8	12,5	6,9	6,5
<b>Total</b>	<b>1.734,2</b>		<b>865,4</b>	
2003				
Enero	52,8	11,0		
Febrero	123,9	11,5	89,5	5,7
Marzo	98,3	11,5	11,6	6,5
Abril	94,3	10,8		
Mayo	58,1	11,2	3,2	6,5
Junio	19,4	8,6		
Julio	13,7	8,5		
Agosto	12,5	7,5		
Septiembre	35,7	8,1		
Octubre	312,4	7,5	90,9	7,8
Noviembre	64,3	8,1	18,0	6,6
Diciembre	58,1	7,5	20,0	6,5
<b>Total</b>	<b>943,6</b>		<b>233,2</b>	

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.

### 1.2.3 Tasas de Interés del Mercado Monetario

El mercado monetario se caracterizó en 2003 por la volatilidad de sus tasas, debido a las fluctuaciones en la liquidez del sistema a raíz de las variaciones de los depósitos del público. Este mercado está 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, por los créditos con garantía del Fondo RAL y por colocaciones del BCB de Letras del Tesoro a 28 días.<sup>24</sup>

Las tasas para créditos con garantía del Fondo RAL son tasas techo de las operaciones de corto plazo. La tasa de estos créditos en ME, que al finalizar 2002 estaba en 8,32%, disminuyó paulatinamente hasta 6,71% a fines de enero de 2003; posteriormente sufrió dos incrementos y se situó nuevamente en 8,32% a fines de febrero, nivel en el que permaneció el resto del año. Por su parte, la tasa para créditos con garantía del Fondo RAL en MN descendió gradualmente a lo largo del año y a fines de 2003 llegó a 9,41%; esta tasa se debe comparar con el 15,01% de fines de 2002.

Cuando operó el SRD-ME, su tasa se constituyó en un piso para las tasas de las operaciones de corto plazo en ME, lo que contribuyó a reducir la salida de recursos al exterior. En estas circunstancias, la política monetaria contó con un corredor de tasas cuyo techo fue la tasa de créditos con garantía del Fondo RAL y su piso la tasa del SRD-ME. Por su parte, la tasa del SED-ME presentó un comportamiento relativamente ajeno a la liquidez del mercado debido, primordialmente, al origen externo de los recursos con los que se constituye este servicio; empero, este instrumento cumplió con su objetivo de captar recursos del exterior y estabilizar las tasas de corto plazo.

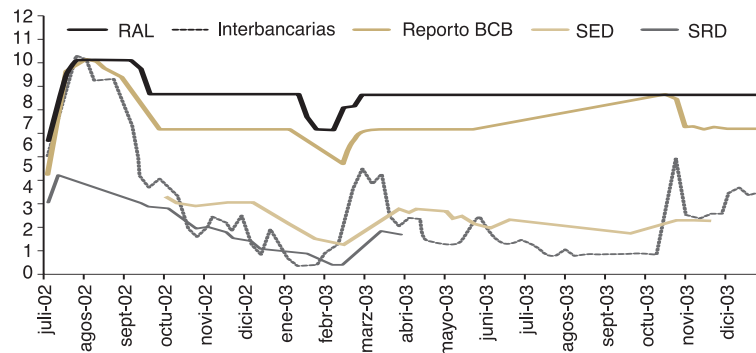
Con el objetivo de promover que los bancos generen su propia liquidez para enfrentar coyunturas adversas, el BCB fijó sus tasas de reporto bastante por encima de las tasas de mercado, aspecto que permitió la rápida recuperación de estos préstamos, aunque limitó en cierta medida su papel de tasa guía del mercado, lo que de todos modos es difícil por la alta dolarización. La tasa de reporto en ME, que se encontraba en 6,71% a fines de 2002, disminuyó a 5,12% a mediados de febrero, alcan-

<sup>24</sup> Actualmente el BCB coloca únicamente LT a 28 días en MN. En ME cuenta con el Servicio Extendido de Depósitos (SED-ME), también con un plazo de 28 días.

GRÁFICO 3.3

## TEA PROMEDIO PONDERADAS DE OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS MONEDA EXTRANJERA – GESTIÓN 2003

(en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.

zó su máximo de 8,32% en octubre, debido al aumento de la demanda por recursos en el sistema bancario, y cerró la gestión en 6,71% (Gráfico 3.3).

La tasa interbancaria en ME tuvo un comportamiento muy parecido al de la tasa de reporto de la BBV, aunque generalmente se encontró por debajo de ésta, reflejando el menor plazo promedio de las operaciones de financiamiento entre bancos. Ambas tasas, que iniciaron la gestión con una tendencia decreciente, alcanzaron de manera simultánea un primer máximo de 4,95% a mediados de febrero, para luego descender sistemáticamente hasta octubre, cuando abruptamente se elevaron ubicándose en torno a 5,5%.

Las tasas de interés en MN exhibieron una tendencia decreciente con menor volatilidad relativa durante la gestión, excepto en los períodos de tensión social. El impacto de los sucesos de octubre sobre las tasas en moneda nacional fue muy limitado y se reflejó principalmente en un cambio en la tendencia de la tasa interbancaria.

La Tasa Efectiva Anualizada (TEA) de reportos en MN inició el año en un nivel de 13,31% y se redujo sistemáticamente, con excepción de ligeros repuntes principalmente en febrero y octubre, para cerrar el año en 7,79%. Esta reducción respondió en gran medida al menor ritmo de depreciación esperada de la MN. Durante algunas semanas de la primera mitad del año, la tasa de reporto en MN se ubicó por debajo de la tasa de adjudicación de LT a 28 días, y para eliminar la posibilidad de arbitraje el

BCB procuró mantener un plazo máximo de siete días para las operaciones de reporto en MN.

La tasa de OMA en MN a corto plazo se comportó en forma parecida a las tasas de créditos con garantía del Fondo RAL-MN, descendió de 13,29% a fines de 2002 a 6,91% al cierre de 2003. La tasa interbancaria en MN concluyó el año en 5,53%, luego de comenzar la gestión en 4,55%. Al igual que el resto de las tasas del mercado monetario, aumentó durante las etapas de tensión social, pero retornó a sus niveles habituales más rápidamente que las tasas en moneda extranjera (Gráfico 3.4).

Por su parte, las tasas de adjudicación de títulos a plazos mayores mostraron también bastante volatilidad, reflejando las condiciones de liquidez en la economía. La TEA a 91 días en ME, que inició la gestión con una tendencia decreciente hasta alcanzar un mínimo de 1,16% a mediados de febrero, se incrementó fuertemente y llegó a un nivel máximo de 4,06% en marzo, para posteriormente decrecer a 1,30% a inicios de septiembre. A mediados de octubre alcanzó momentáneamente un nuevo máximo de 3,06%, para luego decrecer sistemáticamente a medida que la liquidez volvía a la normalidad, cerrando la gestión en 2,65%, menor en 83 puntos básicos a la tasa de fines de 2002 (Gráfico 3.5).

La tasa de adjudicación en MN mostró un comportamiento similar al de la tasa en ME. Sin embargo, registró caídas más pronunciadas en el transcurso de la gestión, lo cual dio lugar a una importante reducción de aproxi-

madamente 500 puntos básicos en el diferencial de tasas entre ambas monedas, reflejando las menores expectativas de depreciación del boliviano y las bajas colocaciones de cartera en MN por entidades financieras (Gráfico 3.5).

En general, las tasas de los instrumentos del BCB, luego de disminuir a inicios de la gestión, presentaron incrementos a mediados de febrero. Posteriormente retomaron la tendencia decreciente, excepto la tasa de reporto en ME, que se estabilizó en un nivel relativamente alto. A mediados de octubre nuevamente sufrieron pronunciados incrementos a raíz del retiro de depósitos del público. Posteriormente, junto con la recomposición de la liquidez del sistema por la recuperación gradual de los depósitos, las tasas de estos instru-

mentos descendieron hasta ubicarse en niveles menores a los de fines de la gestión pasada, excepto la tasa de reporto en ME, que terminó en el mismo nivel de fines de 2002.

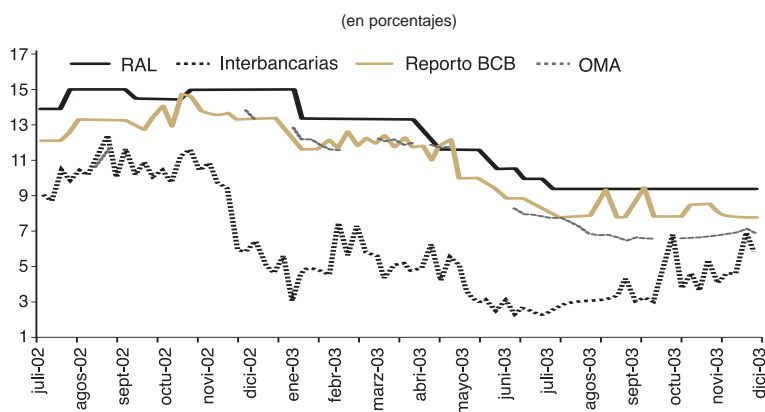
### 1.3 CRÉDITO DEL BANCO CENTRAL

#### 1.3.1 Crédito al Tesoro General de la Nación

El Banco Central de Bolivia puede otorgar crédito al Tesoro General de la Nación solamente en dos situaciones previstas en la Ley 1670: i) necesidades impostergables derivadas de conmoción interna o externa declaradas por Decreto Supremo; y/o ii) necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del programa monetario del BCB. Por ambos conceptos, al 31 diciembre de 2003

GRÁFICO 3.4

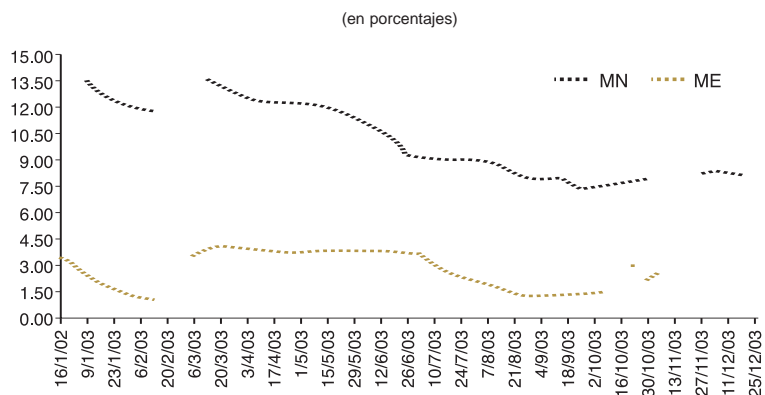
**TEA PROMEDIO PONDERADAS DE OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS MONEDA NACIONAL – GESTIÓN 2003**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.

GRÁFICO 3.5

**TASAS AFECTIVAS ANUALIZADAS DE ADJUDICACIÓN DE TÍTULOS A 91 DÍAS**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.

el TGN tiene una deuda frente al BCB de Bs1.584,9 millones.<sup>25</sup> Durante 2003 no se otorgaron créditos de emergencia. El saldo de créditos de liquidez se incrementó en Bs605 millones, que fueron desembolsados en el primer y cuarto trimestre (Cuadro 3.5). Las condiciones financieras para los créditos de emergencia se mantuvieron invariables. Concordante con la evolución de las tasas en el mercado interno, la tasa de interés para los créditos de liquidez disminuyó de 9,5% en 2002 a un rango entre 7,25% y 8% en 2003.

### 1.3.2 Crédito al Sistema Financiero

Además de los reportos y los créditos con garantía de Fondo RAL, el BCB mantiene otras acreencias con las entidades financieras. Concluida la transferencia de los saldos de activos y pasivos de los programas de desarrollo administrados por la ex Gerencia de Desarrollo del BCB al Tesoro General de la Nación, la cartera con el sistema financiero se ha reducido a administrar el fideicomiso del Programa FEREFONVI, que a fines de 2003 asciende a \$us 1,3 millones.

CUADRO 3.5

CRÉDITOS DEL BCB AL TGN

Tipo de Crédito	Saldo a	1er		3er		4to		Saldo a
	Diciembre	Trimestre		Trimestre		Trimestre		Diciembre
	2002	D	A	D	A	D	A	2003
Emergencia (millones de Bs)	259,9							259,9
Tasas de interés (%)	9,0 y 12,4 <sup>1</sup>							
Liquidez (millones de Bs)	720,0	375,0		300,0	470,0	1.050,0	650,0	1.325,0
Tasas de interés (%)	9,5	7,25		7,7		7,25 y 8,0 <sup>2</sup>		
<b>Total (millones de Bs)</b>	<b>979,9</b>	<b>375,0</b>		<b>300,0</b>	<b>470,0</b>	<b>1.050,0</b>	<b>650,0</b>	<b>1.584,9</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Balance Monetario

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: D = Desembolso, A = Amortización

<sup>1</sup> Bs 189,9 millones a 12,4% y Bs 70 millones a 9,0%

<sup>2</sup> Bs 650 millones a 7,25% y Bs 400 millones a 8,0%

### ROL DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

El rol de prestamista de última instancia está asociado con la prevención y manejo de crisis financieras. Se atribuye este rol al Banco Central por su capacidad de otorgar crédito en periodos cuando ningún otro prestamista estaría dispuesto a hacerlo, o sería capaz de proveer el suficiente volumen de liquidez para prevenir o evitar pánicos financieros (Fisher, 1999); y también porque el objetivo implícito del prestamista de última instancia -de evitar fluctuaciones drásticas en los agregados monetarios- puede ser entendido como parte de la función de control y regulación monetaria.

La literatura económica sobre el tema tiene en el clásico de Walter Bagehot (1873), Lombard Street, su principal lección: "...en crisis, el prestamista de última instancia debe prestar libremente, con una tasa de penalidad y sobre la base de un colateral valuado a precios de mercado en circunstancias normales". Adicionalmente, Meltzer (1986) sugiere que la tasa de descuento debe ser lo suficientemente alta como para desincentivar la participación de aquellas entidades que pueden obtener recursos en el mercado, y que la política del Banco Central debe ser hecha pública con el objetivo de disminuir el sesgo en las decisiones. Por su parte, Fisher (1999) sugiere que la existencia de un prestamista de última instancia crea incentivos perversos (riesgo moral) en la gerencia de las entidades financieras -quienes tienden a sobrestimar el grado de protección que tendrían en casos de crisis- y debilita las acciones de control de las propias entidades financieras por parte de sus accionistas.

<sup>25</sup> 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, que asciende al equivalente a \$us 530,5 millones en Letras A y \$us 152,1 millones en Letras B. A fines de la gestión 2003 se acordó la conversión de ambas letras a Unidades de Fomento de Vivienda (ver recuadro sobre Memorandum de Entendimiento entre el BCB y el Ministerio de Hacienda).

En Bolivia, la Ley 1670 del Banco Central de Bolivia (BCB) define un marco legal moderno en materia de banca central. Este marco jurídico define las funciones del Ente Emisor y le otorga las atribuciones de prestamista de última instancia. Como tal, el BCB está facultado para: i) en casos debidamente justificados y calificados por su Directorio, atender necesidades de liquidez de entidades financieras; ii) comprar, descontar o garantizar activos; y iii) subrogarse total o parcialmente los derechos de los depositantes de las entidades de intermediación financiera, adquiriendo estos derechos al contado o a plazo. Con el fin de prevenir crisis financieras de alto costo para el contribuyente, el BCB ha establecido mecanismos de alerta temprana e instrumentos flexibles para las entidades de intermediación financiera: créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL y operaciones de reporto.

La delicada coyuntura de la gestión 2003 demandó acciones oportunas del BCB en línea con su rol de prestamista de última instancia. En este sentido, se flexibilizaron temporalmente las condiciones de los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL y de las operaciones de reporto: por un lado, durante los meses de febrero y octubre, se determinó la extensión de los plazos máximos de los créditos hasta 28 días para el primer tramo y hasta 14 días continuos o 20 discontinuos para el segundo tramo, y se aprobó la concesión de créditos por el 30% correspondiente al tercer tramo del Fondo RAL. Por otro lado, se ofrecieron operaciones de reporto sin restricción.

En economías con un alto grado de dolarización financiera como la que presenta Bolivia, el nivel de las reservas internacionales impone una restricción crucial a la habilidad del Banco Central para cumplir con su rol de prestamista de última instancia y proveer liquidez al mercado. La coyuntura de octubre exigió al BCB la reactivación temporal del Fondo RAL ME Interno. Éste se constituyó con el traslado de \$us 200 millones del Fondo de RAL ME invertidos en el exterior a inversiones en el BCB con rendimientos similares, fortaleciendo la posición de las Reservas Internacionales. Hacia finales de diciembre se había devuelto el 100% de dichos recursos, lo que fue posible debido a que prácticamente todos los préstamos fueron recuperados dadas sus características. Los créditos fueron concedidos contra colaterales constituidos por títulos públicos y por el Fondo RAL, con tasas elevadas de interés.

**Referencias:**

Bagehot, Walter. 1873. "Lombard Street: A description of the Money Market". The Library of Economics and Liberty.  
Fisher, Stanley. 1999. "On the Need for an International Lender of Last Resort". Journal of Economic Perspectives. Pp.85-104.  
Meltzer, Allan. 1986. "Financial Failures and Financial Policies". Deregulating Financial Services: Public Policy in Flux. Pp.83-84. Kaufman, G.G. y Kormendi, R.C. eds. Cambridge, Massachusetts.

## MEMORÁNDUM DE ENTENDIMIENTO ENTRE EL BCB Y EL MINISTERIO DE HACIENDA

(Acta de Directorio del BCB 043 de fecha 9/12/03)

En concordancia con los objetivos de fortalecer la autonomía e independencia del BCB en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria, y en el marco de la Ley 1670, el 4 de diciembre de 2003, el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Bolivia suscribieron un Memorándum de Entendimiento, donde se establecen límites y reglas referidos a los Créditos de Liquidez que se detallan a continuación:

- a) El saldo de la deuda del TGN por créditos de liquidez del BCB estará sujeto a límites trimestrales, acordados a inicio de cada gestión.
- b) Durante la gestión 2004, el saldo de esta deuda tiene un límite de Bs1.325,0 millones.
- c) El límite señalado en el punto anterior podrá ser incrementado excepcionalmente si existe una acumulación sostenida de depósitos en el BCB del resto de entidades del SPNF. El límite podrá ser disminuido, de acuerdo al programa monetario y financiero acordado para la gestión 2004

El Memorándum establece también que las Letras A y B emitidas por el TGN a favor del BCB serán convertidas a UFV. La conversión de la letra A se efectuará el 1° de enero de 2004, a su valor nominal equivalente, al valor de la UFV vigente en esa fecha sujeto a una tasa de interés anual de 1,85%. La conversión de la Letra B se efectuará a medida que vayan venciendo, y su rendimiento será igual al promedio de las adjudicaciones en subastas de títulos a 91 días en moneda extranjera inicialmente y en UFV posteriormente cuando este mercado se profundice.

El total de acreencias concursales y extraconcursoales del BCB con las entidades financieras en liquidación fue de \$us 574 millones otorgados desde 1987, de los cuales \$us 150 millones corresponden a entidades cuya deuda ha sido totalmente recuperada y \$us 424 millones a entidades que mantienen obligaciones por este concepto. A fines de 2003 el saldo por cobrar a estas últimas es de \$us 318,8 millones (Cuadro 3.6).

En la gestión 2003 fue intervenida la Asociación de Ahorro y Préstamo Mutual La Frontera, en virtud de la Resolución SB/043/2003 de 8 de mayo de 2003 emitida por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras. El BCB desembolsó en efectivo por cuenta del TGN \$us 0,7 millones para cubrir el 50% del total de las obligaciones privilegiadas, gastos de intervención y deficiencia de liquidez. Al momento de la intervención la Mutual La Frontera tenía obligaciones con el BCB por \$us 0,5 millones, que sumadas al desembolso en efectivo hacen un total de \$us 1,2 millones. El Ministerio de Hacienda canceló al BCB el equivalente a \$us 0,7 millones con un Bono del Tesoro por un valor de UFV5,1 millones.

El 21 de mayo de 2003, la intendencia liquidadora como fideicomitente y la Mutual de Ahorro y Préstamo para la Vivienda Paititi, como fiduciaria, suscribieron un contra-

to de fideicomiso del Procedimiento de Solución de Mutual La Frontera. El BCB presentó ante dicha entidad interventora el reclamo de acreencias por \$us 480 mil, habiendo recuperado hasta la fecha \$us 13 mil.

#### 1.4 AGREGADOS MONETARIOS

En 2003, la base monetaria presentó el crecimiento más alto de los últimos cinco años. Durante esta gestión aumentó el ritmo de expansión anual de la demanda del público por billetes y monedas debido al menor costo de oportunidad de mantener saldos reales líquidos y al incremento del costo de realizar conversiones frecuentes entre moneda nacional y extranjera. El crecimiento de la economía y, sobre todo, el dinamismo de algunos sectores de la economía incidieron también en la demanda de dinero.

El incremento del circulante, junto con el traspaso de fondos desde depósitos a plazo hacia depósitos en caja de ahorro y a la vista, acentuaron el crecimiento de los agregados monetarios más líquidos como el M1 y M'1. Los agregados monetarios amplios (M3 y M'3) presentaron también crecimientos positivos en términos reales. El multiplicador m1 se mantuvo constante y el m'3 disminuyó en la gestión 2003, lo que estaría indicando que el

CUADRO 3.6

#### OBLIGACIONES DE ENTIDADES FINANCIERAS EN LIQUIDACIÓN CON EL BCB

(En millones de dólares)<sup>1</sup>

Entidades Financieras	Fecha de Liquidación	Apoyo Financiero	Otras Acreencias	Total Otorgado hasta 1997	Recuper. hasta 2002	Saldo al 31/12/02	Saldo re-expresado al 31/12/02	Total Otorgado en 2003	Recuper. en 2003	Saldo al 31/12/03
BIDESA	12-dic-97	64,8	11,9	76,6	8,1	68,6	68,6		0,1	68,5
Banco Sur	25-nov-94	146,0	41,3	187,3	59,7	127,7	128,0		0,4	127,6
Banco de Cbba.	25-nov-94	74,9	13,2	88,1	12,1	76,0	76,0		0,1	75,9
Banco del Estado	11-feb-94	0,0	25,3	25,3	13,6	12,3	11,7		0,0	11,7
BAFINSA	29-ago-91	0,0	9,4	9,4	0,0	9,4	9,4		0,0	9,4
Banco de la Vivienda	10-jul-87	2,3	0,8	3,1	2,3	0,8	0,8		0,0	0,8
Banco de Crédito Oruro	19-mar-87	5,1	29,1	34,2	9,9	24,4	24,4		0,0	24,4
Mutual La Frontera <sup>2</sup>	15-may-03							1,2	0,7	0,5
<b>Totales</b>		<b>293,0</b>	<b>131,0</b>	<b>424,0</b>	<b>105,7</b>	<b>319,2</b>	<b>319,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>318,8</b>

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Estados de cuenta de bancos en liquidación

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

NOTA: <sup>1</sup> Importes actualizados al tipo de cambio de Bs7,82 por dólar estadounidense, vigente al 31/12/2003

<sup>2</sup> Entidad intervenida en Procedimiento de Solución durante la gestión 2003

crecimiento de los correspondientes agregados monetarios se debió principalmente al incremento de la base monetaria.

#### 1.4.1 Base Monetaria

La base monetaria está compuesta por los billetes y monedas en circulación y las reservas monetarias (encajes) que las entidades financieras mantienen en el BCB. Dado el grado de dolarización financiera, estas últimas pueden ser en moneda nacional o extranjera, lo que da lugar a definir la base considerando o no las reservas en moneda extranjera.

El crecimiento de la base monetaria total en 12,8% en 2003 correspondió principalmente (cerca al 94%) a su componente en moneda nacional. Por el lado de la oferta, esta expansión se debió principalmente a la acumulación de activos externos, mientras que por el lado de la demanda de base, el incremento se explica por el crecimiento de los billetes y monedas en poder del público. Lo anterior indica que la base monetaria se incrementó en su mayor parte por operaciones de cambio de moneda extranjera, tanto con el sector privado como con el sector público.

El incremento de la demanda por base monetaria se explica principalmente por los billetes y monedas en poder del público que crecieron en 19,2%, las reservas bancarias crecieron en sólo 4%. Por el lado de la oferta de base, este comportamiento refleja en parte el sesgo expansivo inducido por un mayor gasto público; empero, el crédito neto del BCB a dicho sector no se incrementó fuertemente debido a que los desembolsos y donaciones del exterior que recibió el gobierno fueron convertidos en moneda nacional para realizar pagos por bienes y servicios locales; o se quedaron depositados en el BCB. En ambos casos se incrementaron las RIN pero no el crédito neto del BCB al sector público. El sector privado ha influido también en el crecimiento de la base monetaria por esta vía, tomando en cuenta el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La mayor demanda de billetes y monedas que realizó el público estaría explicada por la disminución del costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo, dada la reducción de las tasas pasivas reales de interés y, en alguna medida, por el incremento de los costos de transacción de realizar conversiones frecuentes entre moneda

nacional y extranjera debido a la menor tasa de depreciación y a la ampliación –de hecho– del spread entre el tipo de cambio de compra y el de venta que realizaron varias entidades financieras. Asimismo, ha influido también el crecimiento de la actividad económica y algunos desempeños sectoriales, como ya se ha mencionado. El BCB, al no advertir riesgos inflacionarios no realizó esterilizaciones a través de las operaciones de mercado abierto, como se puede apreciar en la reducida colocación neta de títulos (Cuadro 3.7).

#### 1.4.2 Medio Circulante y Liquidez Total

La moneda nacional conserva funciones de dinero, no obstante la alta dolarización financiera en el país o uso de dólares como reserva de valor. El boliviano se usa predominantemente como medio de pago en las transacciones cotidianas. La demanda del público por billetes y monedas nacionales es un indicador importante de la demanda de dinero para transacciones.

Luego de la disminución observada entre mediados de 1998 y fines de 2000, la demanda real de circulante mostró un comportamiento creciente que se acentuó en 2003 con tasas de crecimiento a doce meses entre 8,0% y 26,4%. Asimismo, el M1 tuvo un comportamiento parecido con tasas reales de crecimiento a doce meses entre 5,9% y 20,7% (Gráfico 3.6).

El mayor crecimiento real de los agregados monetarios más líquidos estaría explicado por determinantes distintos al PIB, que si bien durante los últimos años mantuvo tasas de crecimiento positivas, éstas fueron menores a las que se observaron en años anteriores a 1999. Factores como la disminución del costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo y el incremento del costo de transacción de realizar conversiones frecuentes de otros activos a dinero estarían explicando la mayor tenencia de saldos reales en poder del público.

En efecto, la tasa de interés para depósitos en caja de ahorro en moneda extranjera presenta una tendencia decreciente desde fines de 2000, situándose en 2003 en sus niveles más bajos de los últimos años, incluso por debajo de la tasa LIBOR promedio a 90 días. Asimismo, las entidades financieras en general ampliaron el diferencial entre el tipo de cambio de compra y el de venta de divisas, lo que, junto al menor ritmo de depreciación, representa un mayor

costo de ir a la moneda extranjera como refugio temporal de valor y volver a la moneda nacional para realizar transacciones. Este mayor costo de transacción y las tasas pasivas nominales de corto plazo más bajas inducen a las familias a mantener mayores saldos líquidos en moneda nacional. Se debe mencionar también que la mayor incertidumbre del público sobre la situación económica del país genera una mayor preferencia por la liquidez.

Como la velocidad de circulación del dinero es una función creciente de la tasa de interés nominal, la disminución de esta última se habría reflejado también en una menor velocidad de circulación. En efecto, la velocidad de circulación del M1 se redujo de 14,3 en 2002 a 13,3 en 2003. Es decir, el número promedio de veces que cada unidad de dinero circula en la economía se ha reducido en esta gestión.

CUADRO 3.7

BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES

(Saldos en millones de bolivianos)<sup>1</sup>

	2001	2002	2003	Variación 2003-2002	
				Absoluta	(%)
<b>DETERMINANTES</b>	4.455	4.644	5.238	594	12,8%
Reservas Internacionales Netas	7.337	6.387	7.631	1.244	19,5%
Crédito Neto al Sector Público	653	2.190	2.262	72	3,3%
Crédito a Bancos	2.618	2.501	2.497	-4	-0,1%
OMA <sup>1</sup>	-373	-143	-166	-23	-15,9%
Otras Cuentas (Neto)	-5.779	-6.290	-6.987	-697	-11,1%
<b>COMPONENTES</b>	4.455	4.644	5.238	594	12,8%
Billetes y Monedas	2.396	2.678	3.193	515	19,2%
Reservas Bancarias (RB)	2.059	1.966	2.045	78	4,0%
Depósitos Corrientes	34	17	15	-2	-12,7%
Encaje Legal	1.467	1.378	1.445	67	4,9%
Otros	254	212	254	42	19,6%
Caja	304	360	332	-28	-7,8%
<b>COMPOSICIÓN DE RB POR MONEDAS</b>					
Moneda Nacional	1.049	923	965	42	4,6%
Depósitos Corrientes	18	3	1	-1	-43,6%
Encaje Legal	732	565	620	55	9,7%
Otros	-5	-4	13	16	432,2%
Caja	304	360	332	-28	-7,8%
Moneda Extranjera	948	1.018	1.063	45	4,4%
Depósitos Corrientes	0	0	0	0	0
Encaje Legal	689	803	822	20	2,5%
Otros	259	216	240	25	11,5%
Mantenimiento de Valor	62	25	16	-8	-34,0%
Depósitos Corrientes	15	14	13	-1	-7,2%
Encaje Legal	46	10	2	-8	-76,3%
Otros	0	0	1	0	143,4%
<b>ÍTEMS PRO MEMORIA</b>					
Base Monetaria en MN	3.445	3.601	4.158	557	15,5%
Emisión	2.700	3.037	3.525	487	16,0%
Crédito Interno Neto del BCB	-4.637	-3.349	-4.106	-757	-22,6%
IPC Base1991 = 100	201	206	214		3,9%
Base Monetaria/IPC	2.217	2.256	2.447	192	8,5%

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Balance Monetario.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

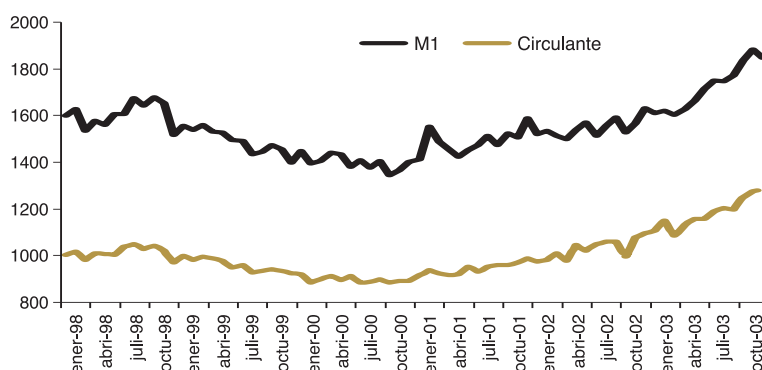
NOTA: <sup>1</sup> El saldo neto de las Operaciones de Mercado Abierto lleva signo negativo por tratarse de un pasivo del BCB.



GRÁFICO 3.6

## SALDOS DESESTACIONALIZADOS DE M1 Y CIRCULANTE 1998-2003

(En millones de Bs de 1991)

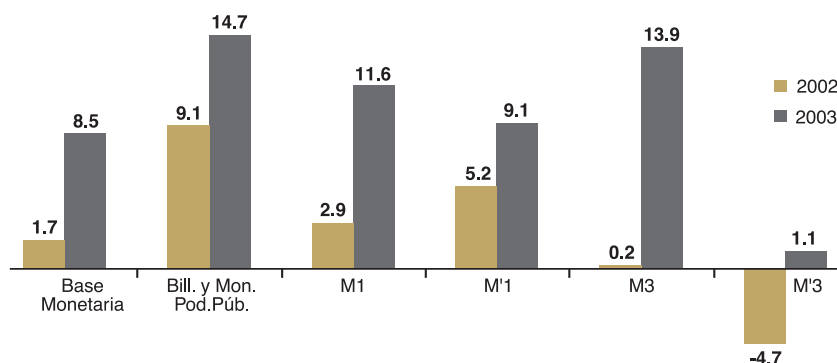


FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

GRÁFICO 3.7

## VARIACIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS A PRECIOS DE 1991

(En millones de Bs de 1991)



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

La mayor preferencia del público por el circulante, que en términos reales aumentó en 14,7% en 2003, superando la elevada tasa de 2002, determinó fuertes crecimientos en los agregados monetarios en MN, es decir en M1 y M3, que crecieron en 11,6% y 13,9%, respectivamente.

También hubo un crecimiento importante del M'1, que incluye el circulante y los depósitos a la vista en MN y en ME, debido a que el público mostró una preferencia por depósitos más líquidos en desmedro de los depósitos a mayor plazo. En efecto, los agregados monetarios más amplios, que incluyen a los depósitos en caja de ahorro y a plazo fijo en ME, presentan crecimientos de menor magnitud. Sin embargo, cabe resaltar que en 2003 todos los agregados monetarios registraron tasas reales positivas de crecimiento, lo que no ocurrió en 2002 (Gráfico 3.7).

En términos nominales M1 creció en 16,0% y el agregado monetario más amplio M'3 creció en 5,1%, (Cuadro 3.8). Es de resaltar que el agregado monetario más amplio mostró en el segundo semestre tasas positivas de crecimiento a doce meses, al contrario de lo que ocurrió entre el segundo semestre de 2002 y el primero de 2003 (Gráfico 3.8).

Los determinantes del crecimiento de M'3 fueron el incremento de las reservas internacionales netas del sistema financiero y de los créditos concedidos tanto al sector público como al sector privado expresados en MN. El incremento de las reservas internacionales es atribuible, por una parte, a operaciones de cambio con el sector público y privado como ya se ha mencionado al analizar la base monetaria y, por otra, a la depreciación del tipo de cambio que incrementa los saldos de ME expresados en MN (Cuadro 3.9).

## EL NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO CENTRAL

Las razones que inducen a un banco central a tener reservas internacionales son las siguientes: a) satisfacer la demanda pública y privada de divisas para transacciones, b) atenuar fluctuaciones e intervenir en el mercado cambiario como mecanismo de autoseguro, y c) como resguardo del valor de los activos del Banco y del Estado.

Desde un punto de vista funcional, el Ente Emisor vela por el fortalecimiento de las reservas internacionales para cumplir las funciones que le asigna la Ley 1670, que son preservar la estabilidad del sistema financiero y garantizar el normal funcionamiento de los pagos internacionales de Bolivia. Para cumplir las funciones señaladas, el BCB necesita mantener un nivel adecuado de reservas internacionales.

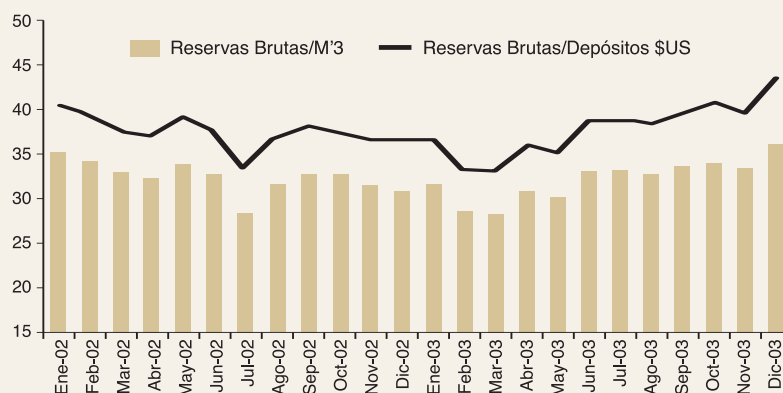
El cálculo del nivel adecuado de reservas internacionales se ha hecho, tradicionalmente, a través de relaciones entre éstas y el nivel de las importaciones. Esta relación supone que los déficit de balanza de pagos se originan en déficit comerciales y desconoce el hecho que también pueden provenir de desequilibrios en la cuenta capital.

Un indicador de cobertura más útil en una economía de elevada dolarización es el que se refiere al porcentaje de obligaciones del sistema financiero que el volumen de reservas mantenido por el Banco Central puede cubrir. La situación que experimentó nuestra economía en 2002, periodo que se caracterizó por la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones y la indefinición de alianzas políticas que impedían conformar un nuevo gobierno; y en 2003, que se caracterizó por convulsiones sociales y políticas; tuvieron su impacto en la reducción de las captaciones del sistema financiero. Los acontecimientos peculiares de ambos periodos justifican la importancia que se debe otorgar al mantenimiento de un cierto nivel de reservas para cubrir los retiros de depósitos como los que tuvieron lugar a mediados de 2002 y en febrero y octubre de 2003. Estos índices de cobertura toman particular relevancia en el caso boliviano dada la importancia de la dolarización.

Durante los últimos años, la política del BCB se orientó a mantener un nivel adecuado de reservas internacionales que le permitan cubrir importantes proporciones de los pasivos en ME con el sector privado. A inicios de 2003 los ratios de cobertura experimentaron cierto deterioro, que se hizo más evidente en el mes de febrero como resultado de la convulsión social. En el mes de octubre, pese a los problemas ya señalados, la cobertura no se vio afectada debido a la evolución positiva de las RIN durante los primeros nueve meses. Adicionalmente, los extraordinarios desembolsos externos del mes de diciembre dieron lugar a que los ratios de reservas brutas más RAL-ME, respecto a depósitos en ME y a M<sup>3</sup>, se incrementen de 33,7% y 28,5% en 2002 a más del 40% y del 33% en 2003, respectivamente. La cobertura de las reservas disponibles (reservas brutas más RAL-ME menos oro) pasó de 31,6% de los depósitos bancarios en ME en 2002 a 38,8% en 2003.

### RATIO DE COBERTURA DE LAS RESERVAS DISPONIBLES DEL BCB

(en porcentajes)



CUADRO 3.8

DINERO Y CUASIDINERO

(En millones de bolivianos)

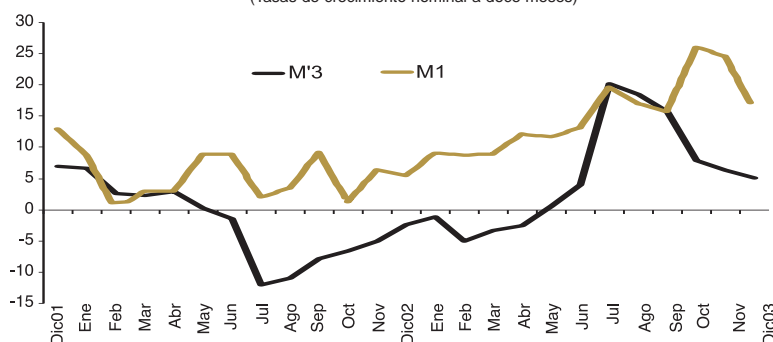
Saldos a:	Emisión Monetaria	Billetes y Monedas	Depósitos MN	Vista Total	Depósitos						
					M1	M'1	Ahorro	Plazo	Otros1	Total	M'3
Diciembre 2000	2.424	2.175	1.112	4.231	3.287	6.406	6.272	14.204	382	25.089	27.264
Diciembre 2001	2.700	2.396	1.312	5.136	3.709	7.533	7.834	13.476	317	26.763	29.160
Diciembre 2002	3.037	2.678	1.230	5.437	3.908	8.115	7.323	12.788	246	25.795	28.473
Diciembre 2003	3.525	3.193	1.339	6.013	4.532	9.206	9.013	11.486	206	26.719	29.912
Variación Absoluta	487	515	108	576	624	1.091	1.690	-1.302	-39	924	1.439
Variación Porcentual											
Nominal	16,0	19,2	8,8	10,6	16,0	13,4	23,1	-10,2	-16,1	3,6	5,1
Real	11,6	14,7	4,7	6,4	11,6	9,1	18,4	-13,6	-19,2	-0,3	1,1

FUENTE: Banco Central de Bolivia.  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.  
 NOTA: Incluye Certificados de Devolución de Depósitos

GRÁFICO 3.8

OFERTA MONETARIA: M1 Y M'3

(Tasas de crecimiento nominal a doce meses)



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

CUADRO 3.9

DETERMINANTES DE LA LIQUEZ TOTAL

(En millones de bolivianos)

	2002	2003	Variación	
			%	Absoluta
Reservas internacionales netas	10.672	12.254	14,8	1.582
Crédito neto al sector público	4.221	4.595	8,9	374
Crédito al sector privado	28.957	29.617	2,3	660
Otros netos	-15.377	-16.554	7,7	-1.177
d/c Oblig. de mediano y largo plazo	-3.426	-3.391	1,0	35
<b>Liquidez total</b>	<b>28.473</b>	<b>29.912</b>	<b>5,1</b>	<b>1.439</b>

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

### 1.4.3 Multiplicadores Monetarios

Los multiplicadores expresan la posibilidad de creación secundaria de dinero, es decir, el papel de las entidades financieras y del sector privado no financiero como determinantes de la oferta monetaria. El multiplicador  $m1$  se ha mantenido en 2003 en el mismo nivel que su similar de 2002, lo que estaría indicando que la mayor expansión de la oferta monetaria  $M1$  en 2003 respondió principalmente al mayor crecimiento de la base monetaria. En efecto, el impacto expansivo en el multiplicador que tuvo la disminución de la razón reservas bancarias en MN a depósitos en MN "r" fue compensado por la mayor preferencia del público por billetes y monedas "c" y el incremento de la razón cuasidinero en MN a depósitos en MN "a". Es decir que el crecimiento de la oferta monetaria  $M1$  inducido por la menor tasa efectiva de encaje en MN fue contrarrestado por la mayor preferencia por la liquidez y el cambio en el portafolio en MN hacia mayores plazos (Cuadro 3.10).

Aunque el coeficiente de inmovilización "r" se mantuvo constante, el multiplicador  $m'3$  disminuyó en 2003 como resultado del comportamiento del resto de sus determinantes, esto es, el incremento de la preferencia por cir-

culante "c'" y la disminución de la razón cuasidinero total a depósitos vista totales "a' ". Es decir que, en el caso de los depósitos en ME, el portafolio se ha modificado hacia una mayor participación relativa de los depósitos a la vista. Por tanto, se produjo una expansión de la oferta monetaria  $M'3$  a pesar de la disminución del multiplicador por el crecimiento de la base. Empero, como  $M'3$  incluye moneda extranjera es más difícil establecer líneas de causalidad. La base monetaria, que constituye una fracción pequeña de  $M'3$ , puede responder al comportamiento del agregado, o ambos pueden verse afectados por el comportamiento de otros elementos comunes, como la variación autónoma de depósitos en ME.

Luego del importante incremento de 2001, el multiplicador  $m1$  se ha mantenido estable en los últimos tres años debido a que la tendencia creciente de la preferencia del público por dinero líquido se ha visto compensada por el comportamiento de sus otros determinantes, principalmente la disminución de las reservas bancarias en MN respecto a los depósitos en MN. Mientras que el multiplicador  $m'3$  presenta una evolución decreciente debido a la mayor preferencia por dinero más líquido tanto en la forma de circulante como en depósitos de corto plazo (Gráfico 3.9).

CUADRO 3.10

#### MULTIPLICADORES MONETARIOS

	Coeficientes monetarios			Multiplicadores monetarios				
	c	a	r	c'	a'	r'	m1	m'3
2000	1,96	0,46	0,66	0,51	4,93	0,08	1,01	6,64
2001	1,83	0,45	0,55	0,47	4,21	0,08	1,08	6,55
2002	2,18	0,41	0,53	0,49	3,74	0,08	1,09	6,13
2003	2,39	0,51	0,48	0,53	3,44	0,08	1,09	5,71

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

NOTAS:

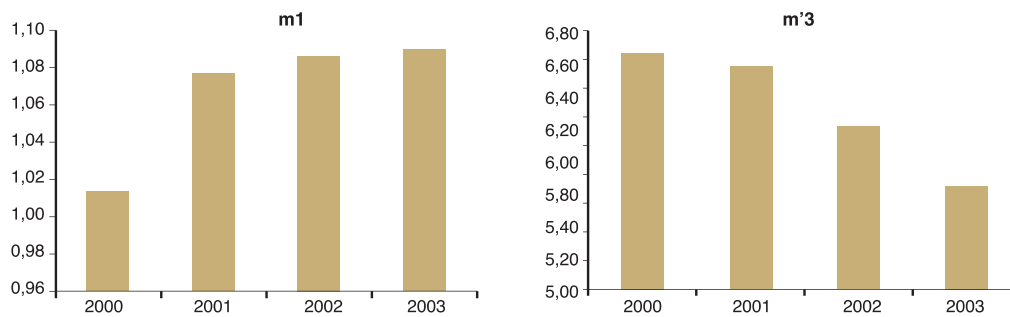
$$m1 = M1/BM_{mn} = (c+1)/[c+r(1+a)]$$

$$m'3 = M'3/BM = (c' + 1 + a')/[c' + r'(1+a')]$$

c = C/DVMN	DA = depósitos en caja de ahorros
a = (AMN)/DVMN	DP = depósitos a plazo y otros
r = RMN/DMN	A = DA + DP = cuasidinero
c' = C/DVT	R = reservas bancarias
a' = AT/DVT	MN = moneda nacional + unidad de fomento de vivienda
r' = RT/DT	D = DV + DA + DP = total depósitos
C = circulante	T = total = moneda nacional + unidad de fomento de vivienda +
DV = depósitos vista	moneda nacional con mantenimiento de valor + moneda extranjera.

GRÁFICO 3.9

## MULTIPLICADORES MONETARIOS



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

## 2 POLÍTICA CAMBIARIA

La Ley 1670 establece que la determinación del régimen cambiario y la ejecución de la política cambiaria son atribuciones del Banco Central de Bolivia. Desde la segunda mitad de los ochenta, Bolivia cuenta con un régimen de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*) incompleto, que consiste en pequeñas depreciaciones –no anunciadas– del boliviano respecto al dólar estadounidense.

La política cambiaria del BCB, en concordancia con el régimen cambiario elegido, está orientada a mantener un tipo de cambio real que preserve la competitividad del sector transable de la economía sin poner en riesgo la estabilidad de los precios internos. Para ello, el BCB considera el comportamiento de variables como la demanda de divisas en el Bolsín, los precios internos, la situación del sistema financiero boliviano y el desempeño de las economías de nuestros principales socios comerciales.

La depreciación nominal del boliviano fue de 4,5% en 2003, consistente con una menor demanda de dólares en el Bolsín respecto a las gestiones 2001 y 2002 (Gráfico 3.10). El flujo positivo de transferencias netas del exterior hacia el sistema financiero observado, en 2003, contribuye a explicar la menor demanda de divisas en ese año, puesto que este resultado no se había dado en años recientes y, por el contrario, los flujos netos de divisas al sistema financiero fueron fuertemente negativos en el período 1999-2001.

La evolución de los precios internos fue otra señal de cautela para el manejo de la política cambiaria. En años previos, las bajas tasas de inflación permitieron ritmos de depreciación más acelerados, pero éste no fue el caso en 2003. La tasa de inflación se situó por encima de la meta establecida a principios de año y el BCB, consciente de la existencia de un efecto de transmisión de la depreciación a la inflación, siguió una política cambiaria menos dinámica con relación a gestiones pasadas.

Asimismo, el BCB realiza un monitoreo periódico de la situación del sistema financiero para definir sus pautas de política cambiaria. En una economía dolarizada como la boliviana, las depreciaciones nominales pueden tener un impacto negativo en la capacidad de pago de los deudores. Adicionalmente, si el diferencial entre la tasa de depreciación e inflación es positivo, los prestatarios enfrentan tasas de interés reales más altas, encareciéndose los créditos contratados. Pueden verse afectadas las decisiones sobre la contratación de nuevos créditos si los agentes económicos anticipan tasas de interés reales más altas.

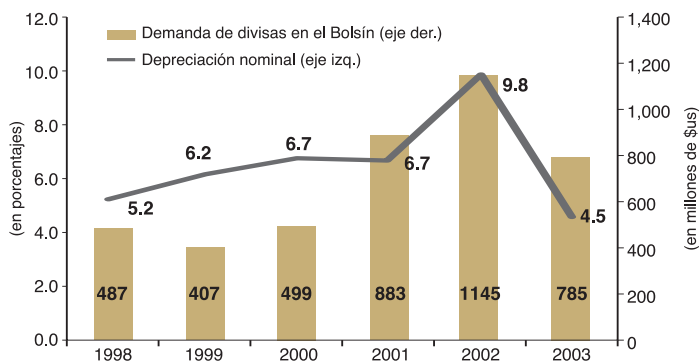
Un elemento fundamental para las decisiones de política cambiaria es el monitoreo diario que se realiza a la situación económica internacional. La recuperación de las economías de nuestros socios comerciales permitió una mayor estabilidad del tipo de cambio nominal. Pese a que la mayoría de estos países reportó tasas de inflación inferiores a la boliviana, no hubo un efecto adverso en la

competitividad del país, debido a las fuertes apreciaciones cambiarias que registraron. En la región, las monedas de Brasil, Chile y Argentina se apreciaron en 18,0%, 17,8% y 13,4%, respectivamente, lo que dio lugar a una fuerte depreciación real del boliviano con relación a esas monedas. El euro, por su parte, continuó fortaleciéndose frente al dólar estadounidense y algo similar ocurrió con la libra esterlina y el yen japonés (Cuadro 3.11).

El comportamiento de las variables analizadas determinó que el índice del tipo de cambio efectivo y real de Bolivia se depreciara 12,4% en 2003, resultado que constituye la depreciación real más importante de los últimos diez años. Las ganancias de competitividad fueron especialmente importantes con Brasil, Chile, Alemania y Argentina.

GRÁFICO 3.10

TASA DE DEPRECIACIÓN NOMINAL Y DEMANDA DE DIVISAS



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

CUADRO 3.11

INFLACIÓN, DEPRECIACIÓN NOMINAL Y DEPRECIACIÓN REAL EN 2003

(Tasas acumuladas a diciembre de 2003)

	Inflación	Depreciación nominal <sup>a</sup>	Depreciación real bilateral
Argentina	3,66	13,40	20,35
Brasil	10,38	18,05	35,43
Chile	1,08	17,75	23,57
Perú	2,49	1,35	4,46
Alemania	1,08	16,85	22,21
Reino Unido	2,82	9,87	14,70
Japón	0,41	9,90	11,13
Estados Unidos	1,87	0,00	2,44
Índice Multilateral	0,00	0,00	12,44

FUENTE: Páginas web de Institutos de Estadísticas, Reuters, BCB.  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.  
NOTA: <sup>a</sup> Con relación al dólar estadounidense. El signo negativo indica apreciación nominal respecto a esa moneda.

## EL ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL

La evolución del tipo de cambio nominal muestra el comportamiento del precio de una moneda en términos de otra. Empero, no indica si los productos transables de una economía son más o menos competitivos en los mercados internacionales o respecto a sustitutos de origen importado que se ofrecen en el mercado interno.

Los índices de tipo de cambio real comparan la evolución de los precios de nuestros productos con la de aquellos que se producen en el exterior en una moneda común, permitiendo determinar si nuestros productos se encuentran más caros o más baratos que los de la competencia. Es decir, constituyen una medida de la competitividad general del país para conocer, por ejemplo, qué tan atractivas son las exportaciones bolivianas en comparación con las de otros países.

El cálculo de los índices de tipo de cambio real implica la utilización de índices de precios de canastas representativas (al consumidor o al productor), tipos de cambio nominales y la definición de un año base común para estos índices. La comparación de precios relativos puede efectuarse respecto a un solo país, en cuyo caso se trata de un índice bilateral de tipo de cambio real, o, respecto a varios países, denominándose en este caso índice multilateral. En la medida en que un conjunto seleccionado de países sea representativo del comercio internacional del país, es decir, que considere a los socios comerciales importantes, tendremos un Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER).

De la definición anterior se puede inferir que los cambios en los precios externos e internos y las variaciones en las cotizaciones de las monedas de los países con los que Bolivia comercia pueden afectar los índices bilaterales y, en consecuencia, el ITCER. Fuertes depreciaciones cambiarias en otro país –no acompañadas de similares tasas de inflación– abaratan sus productos, traducándose en pérdidas de competitividad para los productos nacionales. La depreciación del boliviano contribuye a reducir los impactos negativos de estos *shocks*, pero también puede incrementar los precios internos y empeorar la situación del sistema financiero boliviano si se considera la elevada dolarización de la economía. Estos son aspectos que debe evaluar cuidadosamente la autoridad monetaria al momento de definir la conducta de la política cambiaria.

El índice de tipo de cambio efectivo y real que se calcula en el BCB es un promedio geométrico de los índices bilaterales de los ocho socios comerciales más importantes de Bolivia: Argentina, Brasil, Chile, Perú, Alemania, Reino Unido, Japón y Estados Unidos. En el año base del índice (1996), el comercio con estos países representaba más de 70% del comercio total de Bolivia. El ITCER ha tenido una evolución relativamente estable en los últimos diez años, aunque tres *shocks* importantes se destacan en este período (Gráfico 1). En 1994 y parte de 1995 Brasil y Perú sufrían momentos de gran inestabilidad económica con elevadas tasas de inflación que se tradujeron en importantes ganancias de competitividad para los productos bolivianos. En junio de 1995, el ITCER mostró una depreciación real de 13,6% respecto a diciembre de 1993.

GRÁFICO 1

ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL (PROMEDIO 1996 = 100)

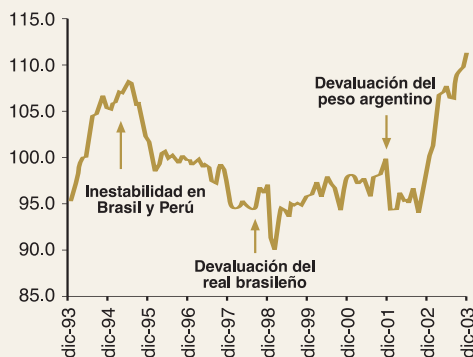
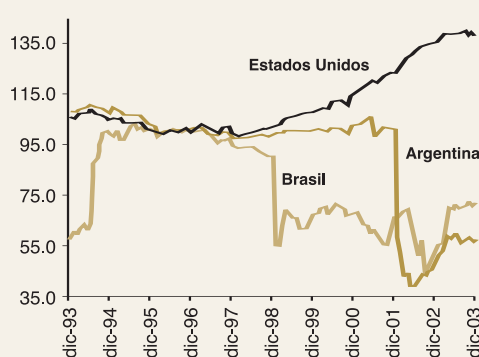


GRÁFICO 2

ÍNDICES BILATERALES DE TIPO DE CAMBIO REAL (PROMEDIO 1996 = 100)



Los *shocks* siguientes fueron negativos: a principios de 1999 Brasil dejó flotar libremente al real y en 2001 Argentina abandonó el Plan Convertibilidad con fuertes devaluaciones de las monedas de estos países respecto al dólar estadounidense (ver índices bilaterales en el Gráfico 2). En ambos casos, el ITCER se apreció notablemente en los meses siguientes a los sucesos, pero el dinamismo de la política cambiaria y las ganancias de competitividad con otros socios comerciales permitieron la recuperación del tipo de cambio real en un plazo relativamente corto. Las ganancias de competitividad con Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, han sido bastante importantes; éstas alcanzaron a 31,2% entre 1993 y 2003 (Gráfico 2).

Dada la importancia de este indicador, el ITCER no sólo se emplea para analizar ex post la situación de la competitividad de la economía, sino que también se calcula diariamente y se efectúan proyecciones regularmente para orientar la ejecución de la política cambiaria.

### 3 SISTEMA DE PAGOS

El sistema de pagos está compuesto por todos aquellos instrumentos, procedimientos y sistemas que permiten transferir valor entre los ordenantes y los beneficiarios de un pago y que aseguran la circulación del dinero. Normalmente, se divide al sistema en pagos de alto y bajo valor. Por el primero transcurren pocas operaciones pero de montos significativos, usualmente operaciones interbancarias; en el segundo caso se trata de operaciones por montos bajos pero de un volumen importante (Cuadro 3.12).

El sistema de pagos desempeña un papel importante en el cumplimiento de las responsabilidades del Banco Central, por cuanto afecta la ejecución de la política monetaria a través de modificaciones en la liquidez del sistema, así como en la velocidad de circulación del dinero. Adicionalmente, el funcionamiento adecuado del siste-

ma de pagos es importante para la estabilidad financiera, para lo cual el BCB cumple la función de vigilante y órgano rector del sistema de pagos.

Los pagos de alto valor se realizan a través de las cuentas corrientes y de encaje que las entidades financieras mantienen en el BCB. De las transacciones registradas en estas cuentas se observa que durante 2003 se realizaron un total de 61.131 operaciones, 6% más que en 2002. El monto total de operaciones realizadas en 2003 fue de \$us 28.159 millones, importe 19% menor al valor registrado el año anterior. De igual manera, el monto promedio por transacción registró una disminución, pasando de \$us 0,6 millones en 2002 a \$us 0,5 millones en 2003. Esta disminución del monto total y promedio se explica especialmente por la caída del financiamiento externo al sistema financiero.

CUADRO 3.12

SISTEMA DE PAGOS 1998 – 2003

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Valor total en millones de dólares</b>						
Alto Valor	14.583	20.654	22.644	32.868	34.625	28.159
Bajo Valor <sup>1</sup>	12.811	10.926	11.076	9.579	9.022	8.758
<b>Valor promedio por operación en dólares</b>						
Alto Valor	576.390	484.830	480.757	613.511	601.281	460.639
Bajo Valor <sup>1</sup>	4.365	4.001	4.392	4.147	4.053	4.032
<b>Número de operaciones</b>						
Alto Valor	25.300	42.600	47.100	53.574	57.586	61.131
Bajo Valor <sup>1</sup>	2.935.000	2.731.000	2.521.802	2.310.085	2.225.822	2.172.256

FUENTE: Banco Central de Bolivia y ASOBAN.

ELABORACIÓN: BCB - Sistema de Pagos.

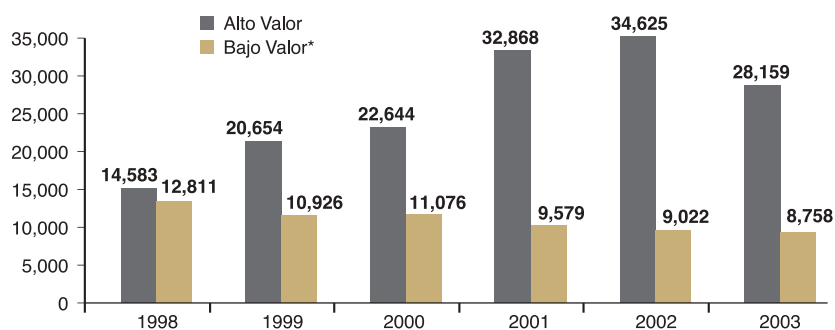
NOTA: <sup>1</sup> En el caso de operaciones de bajo valor sólo se consignan las realizadas a través de la Cámara de Compensación de Cheques.



GRÁFICO 3.11

## VALOR DE LAS OPERACIONES

(en millones de dólares)



Con relación a las operaciones de bajo valor, se observa que durante 2003 la mayor parte de estos pagos se realizó a través de cheques. En este sentido, los movimientos en la Cámara de Compensación de Cheques (CCC) registran un total de 2.172.256 cheques transados durante el año, por un importe equivalente a \$us 8.759 millones, con un promedio por operación de \$us 4.032, datos que reflejan una ligera disminución con relación a los registrados en la gestión 2002 (Gráfico 3.11). El monto total de operaciones que transcurren por la CCC representa 1,11 veces el PIB, dato que demuestra la importancia de este medio de pago y evidencia el poco desarrollo de instrumentos alternativos de pago, como tarjetas de crédito y débito, entre otros.

Al respecto, es importante destacar la aprobación por el Directorio del BCB del Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación, que regula la constitución y funcionamiento de estas entidades, además de promover el desarrollo de nuevas entidades que otorguen mayor eficiencia y seguridad al sistema de pagos.

Se debe destacar también el inicio de trámites que realiza la Entidad de Depósito de Valores S.A., que se constituirá como una entidad encargada de la desmaterialización de los valores para convertirlos en anotaciones en cuenta que podrán ser intercambiadas entre sus participantes, generando procesos de pago que deben ser compensados y liquidados en el marco del Reglamento del BCB. A la fecha, esta entidad procedió a la desmaterialización de las acciones del Fondo de Capitalización Común, pero aún no ha realizado operaciones de traspaso de valores, que se espera que sean importantes durante el próximo año.

El BCB continuará impulsando la reforma y modernización del sistema de pagos nacional, apoyando los distintos emprendimientos que se inicien en esta materia. De igual manera, como rector y vigilante del sistema de pagos nacional continuará en su labor de brindar, a las entidades financieras y al público, los instrumentos necesarios para evaluar los riesgos y prevenir los efectos perjudiciales de fallas en el sistema.

## SISTEMA DE TRANSFERENCIAS ELECTRÓNICAS

En la gestión 2003 se implantó el Sistema de Transferencias Electrónicas (SITE). Este sistema permite realizar electrónicamente, por medio de los sistemas propios de cada entidad bancaria, transferencias desde su cuenta corriente y de encaje hacia cuentas de otra entidad bancaria. Asimismo, en forma complementaria se implantó el Sistema de Saldo Electrónicos (SISE), el cual permite visualizar en tiempo real los saldos de las cuentas de las entidades bancarias en el BCB.

Ambos sistemas mejoraron el servicio que presta el BCB a las entidades bancarias en el manejo de sus cuentas, permitiendo que su administración sea más ágil, moderna y dinámica.

Desde su implantación en noviembre de 2003 hasta fin de la gestión, el SITE procesó en tiempo real 680 transacciones interbancarias electrónicas.

# 4

## LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2004

En el marco de la Ley 1670, la política monetaria continuará orientada al mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda nacional, es decir, a la estabilidad de los precios internos. El Banco Central de Bolivia ha fijado como objetivo para el año 2004 una tasa de inflación punta a punta que no exceda 3,5%.

Con el propósito de fortalecer la capacidad de prestamista de última instancia del Ente Emisor, el programa monetario de la gestión 2004 contempla un incremento de las RIN por \$us 40 millones. La necesidad de mantener niveles adecuados de reservas internacionales proviene de la alta dolarización financiera de la economía boliviana. Este incremento permitiría una cobertura de reservas internacionales brutas a depósitos en dólares del 37% aproximadamente. Por su parte, el CIN del BCB se contraería en sólo Bs75 millones.

Los principales parámetros utilizados en el diseño del programa monetario de 2004 son: i) tasa estimada de crecimiento del PIB en torno al 3,5%; ii) meta de déficit fiscal de 6,8% del PIB y iii) baja utilización de recursos del BCB por parte del SPNF. La expansión del crédito neto del BCB al SPNF no podrá exceder a Bs161 millones. Se debe destacar que el programa incorpora lo establecido en el artículo 1º del Memorándum de Entendimiento entre el Ministerio de Hacienda y el BCB, esto es, el saldo de la deuda del TGN por créditos de liquidez del BCB estará sujeto a metas trimestrales acordadas a inicio de gestión y tendrá un límite de Bs1.325 millones en la gestión. No obstante, este límite podrá ser incrementado excepcionalmente si existe una acumulación sostenida

de depósitos en el BCB del resto de las entidades del SPNF, o disminuido como resultado de las revisiones del programa monetario y financiero acordado para la gestión 2004.

Concordante con los objetivos de inflación y crecimiento, se estima que la emisión monetaria crecerá en 7,0% en términos nominales, es decir un incremento de Bs246 millones.

Se estima una recuperación gradual de las captaciones del sistema bancario y del crédito al sector privado. De manera consistente con este comportamiento, las colocaciones netas del BCB en OMA alcanzarán a Bs233 millones, lo que no representa una política contractiva ya que, como se señaló, el crédito al sector privado se expandiría.

La política cambiaria del BCB continuará orientada a mantener un tipo de cambio real competitivo. El ritmo de depreciación del boliviano se definirá con base en un cuidadoso análisis de variables internas y externas. Se prevé que en 2004 se consolidará la estabilidad de las economías vecinas, por lo que la volatilidad y la magnitud de las variaciones cambiarias en países como Argentina, Brasil y Chile disminuirían. El dólar estadounidense, por su parte, podría continuar debilitándose frente al euro, lo que incidiría en ganancias de competitividad para los productos bolivianos exportados a mercados europeos y asiáticos. En el ámbito interno, se espera que la menor tasa de inflación prevista contribuya a afirmar los índices de competitividad.