



- 1 Política monetaria y crediticia
- 2 Política cambiaria
- 3 Sistema de pagos
- 4 Lineamientos de política monetaria y cambiaria para 2005

parte

**POLÍTICAS DEL BANCO
CENTRAL DE BOLIVIA**

IV

1

POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

Se desprende de la Ley del Banco Central de Bolivia que el BCB debe procurar una inflación baja y estable. El logro de este objetivo, imprescindible para el crecimiento sostenido de un país, no es posible sin que existan equilibrios macroeconómicos fundamentales en los sectores público, privado y externo, además de un funcionamiento eficiente de la intermediación financiera.

El entorno macroeconómico tuvo cambios importantes en el transcurso del año. En el primer semestre confluieron factores negativos, como brechas fiscales que requerían financiamiento del BCB y expectativas del sector privado sobre el referéndum del gas, la introducción del ITF y las elecciones municipales, que dieron lugar a retiros de depósitos; éstos, a su vez, ocasionaron fuertes expansiones del CIN y pérdidas de RIN del BCB. A pesar del superávit en cuenta corriente, las salidas de capital produjeron un elevado déficit de la Balanza de Pagos. El escenario del segundo semestre fue diferente, la Balanza de Pagos registró un más bien elevado superávit global, el sector fiscal pudo financiar su déficit sin crédito del Banco Central, y el sector privado volvió a depositar en el sistema financiero. Como resultado, la autoridad monetaria fortaleció sus reservas internacionales netas, disminuyó el crédito y afianzó la estabilidad del sistema de pagos. De ese modo, todas las metas del programa monetario fueron alcanzadas con márgenes.

Respecto del principal objetivo de la política monetaria, que es de inflación baja, al inicio de la gestión se anunció una meta de inflación de 3,5%, aunque llegó a 4,6%. Empero, la inflación subyacente alcanzó 3,2%, lo que indica que la mayor inflación del IPC se debió, antes que a impulsos monetarios, a factores de oferta como:

- El incremento de precios del transporte interdepartamental en el cuarto trimestre, originado en el desabastecimiento de diésel y en la mayor demanda de este servicio a fines de año;
- Un alto componente de inflación importada;
- El desembalse parcial de los precios al consumidor final de gas licuado y kerosén, con sus efectos en la cadena de precios; y

- Restricciones de oferta asociadas a factores climáticos.

Cabe subrayar que el superávit de la Balanza de Pagos se debió principalmente al incremento del valor de las exportaciones. Con relación al financiamiento al gobierno, se ha de destacar una vez más el Memorandum de Entendimiento suscrito con el Ministerio de Hacienda.

En cuanto a las operaciones con el sector privado financiero, el BCB mostró nuevamente su capacidad y voluntad para contribuir a la resolución de problemas de liquidez, como los que ocasionaron los retiros de depósitos del público en las situaciones de incertidumbre mencionadas.

Las tasas de interés de los instrumentos del BCB en el mercado monetario mostraron movimientos que reflejaron las condiciones de liquidez del sistema. Las tendencias similares de las tasas de interés tanto en el mercado bancario como en el interbancario indican que el canal de tasas de interés funciona como mecanismo de transmisión de la política monetaria en la economía. Se debe advertir, empero, que este canal es todavía muy imperfecto, por el escaso desarrollo del mercado financiero.

La demanda por bolivianos mantuvo la tendencia creciente que se viene observando desde fines de 2000, lo que sería consistente con una mayor actividad económica y con la disminución de las tasas pasivas reales de interés sobre todo en dólares, además del impacto que tuvo la aplicación del ITF en 2004. Refleja también en parte la orientación de la política monetaria, que continuó siendo expansiva, inducida parcialmente por el gasto del sector público y privado.

La tasa anual de depreciación nominal fue 2,8%, inferior a la registrada en la gestión anterior. Este menor ritmo de depreciación respondió a la disminución de la demanda de divisas en el Bolsín y a las alzas de precios internacionales durante el año. No obstante, la depreciación real fue 5,3%, y el índice de tipo de cambio efectivo y real (ITCER) alcanzó su nivel histórico más alto.

1.1 PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO 2004

El programa monetario y financiero aprobado por el Directorio del BCB, bajo el Acuerdo *Stand-By* firmado con el FMI para la gestión 2004, preveía un crecimiento de la economía de 3,6% y una inflación de fin de período de 3,5%.

Durante el primer semestre 2004, la delicada situación del sistema financiero, que sufrió fuertes retiros de depósitos, incidió en el incremento del CIN y la pérdida de RIN del BCB, lo que generó desvíos en estas variables. Esta situación dio lugar a una revisión de las metas cuantitativas acordadas a principios de año. Se amplió el límite de expansión del CIN a Bs688 millones y se incorporó una pérdida de RIN hasta \$us55 millones (Cuadro 4.1).

Las mejores perspectivas de crecimiento económico, la recaudación extraordinaria del ITF y el menor gasto corriente, por efecto de los decretos de austeridad I y II, determinaron que la meta del déficit fiscal se reduzca de Bs4.352 millones a Bs4.032 millones, esto es, de 6,3% a 5,8% del PIB, lo que permitió una disminución del crédito interno neto del BCB al sector público.

Las cifras ejecutadas muestran que todas las metas se cumplieron con márgenes respecto de los límites esta-

blecidos en el programa financiero, excepto el financiamiento interno al sector público (Cuadro 4.1). El CIN del BCB estuvo fuertemente influenciado por el comportamiento de los depósitos del público en las entidades financieras; cuando éstos cayeron en el primer semestre el CIN se expandió, y cuando los depósitos se recuperaron en el segundo semestre, el CIN se contrajo. En todo el año el CIN disminuyó en Bs354,0 millones, frente a la expansión programada de Bs688 millones. Dio como resultado un margen de Bs1.041 millones.

El CIN del BCB al SPNF fue menor en Bs174 millones al establecido en el programa monetario. Esto se debió al incremento de depósitos del sector público en el BCB por mayores recaudaciones extraordinarias, venta de acciones estatales en la Cervecería Boliviana Nacional y desembolsos de la CAF, BID y Alemania.

Por su parte, las RIN del BCB registraron un comportamiento inverso al CIN, disminuyeron en el primer semestre y crecieron en el segundo. Es de destacar el cambio en la evolución de las RIN a partir de 2003; en ese año se incrementaron en \$us92,9 millones y superaron la meta anual en \$us28,0 millones. En 2004 continuaron con la evolución positiva, registraron una ganancia de \$us138,5 millones frente a la pérdida esperada según el programa monetario de \$us55,0 millones.

CUADRO 4.1

DESEMPEÑO DEL PROGRAMA FINANCIERO, 2004

Cifras acumuladas entre el 1 de enero y el 31 de diciembre 2004

		Original ¹	Meta Revisada ²	Ajustada ³	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES						
Déficit del sector público	millones de Bs	4.352	4.032	3.996	3.860	136
Financiamiento interno al sector público	millones de Bs	641	1.223	926	1.035	-109
Deuda externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año	millones de \$us	0	0	0	-25	25
Deuda externa neta pública o con garantía pública no concesional	millones de \$us	135	87	5	-4	9
VARIABLES MONETARIAS						
Crédito interno neto total	millones de Bs	-75	688	688	-354	1.041
Crédito interno neto del BCB al SPNF	millones de Bs	161	104	-186	-360	174
Reservas internacionales netas del BCB	millones de \$us	40	-55	-55	138	193

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: ¹Acordado en enero 2004.

²Acordado en junio 2004.

³Metas revisadas más ajustes por HIPC y transferencias de instituciones financieras al SPNF.

REGÍMENES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL MERCOSUR, BOLIVIA, CHILE Y PERÚ¹⁸

En el debate internacional y regional siempre ha estado presente la interrogante de cuál es la manera más apropiada de conducir la política monetaria. Diferentes circunstancias explican por qué los bancos centrales desempeñaron diversos papeles en el tiempo. A los objetivos de estabilidad monetaria y crecimiento sostenido se añadieron otros como el de prestamista de última instancia e impulsor de la sostenibilidad de las cuentas externas (incluso de las internas).

A raíz de las experiencias inflacionarias del pasado se alcanzó un consenso respecto de la necesidad de establecer un entorno económico estable para favorecer la actividad económica. De allí que la estabilidad de precios fue reconocida como el objetivo principal de la política monetaria y una condición necesaria para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento del PIB. Durante los últimos quince años este consenso condujo a que la mayoría de los bancos centrales elija este objetivo como el principal de la política monetaria. Como parte de esta tendencia destaca la adopción del esquema de metas explícitas de inflación en economías emergentes.

En el ámbito de los bancos centrales del MERCOSUR y sus asociados, todas las leyes de mayor jerarquía señalan a la estabilidad del valor de la moneda como el objetivo principal. Empero, tienen funciones complementarias, tales como definir el régimen cambiario, velar por las reservas internacionales, asegurar el normal funcionamiento de los pagos internos y promover la eficacia y estabilidad del sistema financiero. Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay mantienen esquemas de metas de cantidad para sus agregados monetarios y de crédito, en tanto que Brasil, Chile y Perú adoptaron formalmente un esquema de metas explícitas de inflación en los últimos cinco años. Aunque no se puede asociar la reducción observada en las inflaciones de estos países al esquema adoptado de política monetaria, sí se puede concluir que los niveles de inflación actuales son bajos con relación a los de años anteriores. Sin embargo, no sólo la definición de políticas de baja inflación ha sido importante; también factores externos e internos llevaron al resultado observado. No existieron desequilibrios fiscales, financieros o externos que pusieran en peligro el principal objetivo de los bancos centrales, salvo en el caso de Argentina. Sin embargo, tras el colapso cambiario de fines de 2001, el repunte de la inflación de 2002 fue revertido en los dos años siguientes y la inflación cayó a un nivel ligeramente superior a 6% en 2004.

Los países que todavía no se acogieron a un régimen formal de metas de inflación lograron mantener la inflación controlada, pero presentan algunas limitaciones

importantes. En el caso de Bolivia, los principales retos que se deben afrontar son el aún alto déficit fiscal y la dolarización de la economía.

Los países inmersos que siguen metas de inflación emplean una tasa de interés de muy corto plazo en el mercado de fondos interbancarios como meta operacional. En cambio, los demás países utilizan un agregado monetario: la base monetaria, y metas intermedias como el CIN y el RIN. Los principales canales de transmisión en los países del MERCOSUR y asociados se manifiestan a través del tipo de cambio, tasas de interés y expectativas. En mayor o menor medida, el tipo de cambio afecta los precios internos, principalmente a través de los precios de los bienes transables. En las economías más grandes del MERCOSUR, el canal de la tasa de interés tiene un papel relevante pues los mercados financieros y de capitales son más profundos y desarrollados.

Los instrumentos operativos más utilizados para mantener el control sobre la meta intermedia son las Operaciones de Mercado Abierto, incluyendo a cesiones temporales como los reportos. Otros, como la compra/venta de divisas, el encaje o los depósitos en el Banco Central, también son utilizados, aunque en menor medida. Los encajes en moneda extranjera son usados para disponer de altos niveles de liquidez en divisas. Un aspecto particular que se observa es que los bancos centrales tuvieron que participar en la emisión primaria de títulos por la insuficiente demanda u oferta de títulos del Tesoro en moneda nacional.

Los bancos centrales del MERCOSUR y sus asociados administran la liquidez de las entidades financieras utilizando principalmente operaciones de reporto y de reporto inverso. También se emplean facilidades de depósito en el Banco Central y están ganando importancia las operaciones *swap*, sobre todo aquellas en las que el Banco Central entrega liquidez en moneda nacional a cambio de moneda extranjera. Asimismo, estos bancos centrales actúan generalmente como prestamistas de última instancia. Las operaciones contempladas para ello se denominan créditos de seguridad o de regulación monetaria o, simplemente, créditos de liquidez. Funcionan como ventanillas de liquidez con un plazo mayor o igual a un día y suelen estar garantizadas por títulos públicos o fondos de encaje. También se instrumentan a través de la compra de activos con compromiso de reventa o a través de los tradicionales redescuentos. Todas estas operaciones han contribuido a fortalecer los sistemas de pagos en los países de la región.

¹⁸ Extraído del documento de discusión del mismo título presentado por el Banco de la Reserva del Perú en la V Reunión de Bancos Centrales del MERCOSUR, Bolivia, Chile y Perú. Lima, octubre 2004.

La fuerte caída de las RIN en el primer semestre se revirtió por completo en el segundo semestre. A fines de 2004 la cobertura de las reservas alcanzó 49,4% de los depósitos bancarios en moneda extranjera, un nivel superior al del cierre 2003 en 10,7 puntos porcentuales.¹⁹

La meta del déficit fiscal de Bs3.996 millones se cumplió con margen, ya que el déficit observado fue de sólo Bs3.860 millones. El ajuste fiscal provino principalmente de mayores ingresos tributarios y la reducción del gasto corriente. La menor ejecución del financiamiento externo llevó a que la autoridad fiscal recurra al financiamiento interno más allá de lo programado, lo que originó un desvío en esta variable. Las metas de endeudamiento menor a un año y endeudamiento no concesional se cumplieron con holgura.

El programa financiero revisado bajo la ampliación del Acuerdo *Stand-By* hasta diciembre 2004 incluyó la dispensación (*waiver*) de ciertas metas y el desembolso de DEG10,7 millones, completando un total de DEG75 millones (equivalente a \$us103,4 millones), que se desembolsaron entre abril 2003 y junio 2004. El programa ampliado para 2004 contó con recursos adicionales por DEG42,9 millones (alrededor de \$us 63,7 millones), de los cuales se desembolsó una sola cuota de DEG26,8 millones a fines de septiembre, y queda un saldo por desembolsar de DEG16,1 millones (Cuadro 4.2).

1.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

1.2.1 El régimen de encaje legal

De acuerdo con el régimen de encaje legal, las entidades financieras están obligadas a constituir el 12% de sus pasivos sujetos a encaje, 2% en efectivo y 10% en títulos valor (nacionales y extranjeros), que forman el Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL).

Las entidades financieras, frente a la volatilidad de los depósitos, mantuvieron sistemáticamente importantes excedentes de encaje en efectivo (Gráficos 4.1 y 4.2). En el caso de ME, el excedente de encaje que mantienen voluntariamente las entidades financieras alcanzó en promedio 58,4% del encaje requerido. En MN, el promedio de excedente de encaje en efectivo con respecto al requerido fue 320,6%. La tasa efectiva de encaje en MN en 2004 fue la más alta de los últimos siete años, y en ME la tercera más alta; con un promedio de 29% y 15%, respectivamente.

La variabilidad del excedente de encaje legal, medida por el coeficiente de variación, fue 0,21 en 2004. Si bien varios factores pueden explicar este resultado, el que influyó de manera preponderante fue la variabilidad de los depósitos, sobre todo en ME, que indujo a las

CUADRO 4.2

BOLIVIA: ACUERDO STAND-BY, 2003-2004

Préstamo	Fecha de Desembolso	(En millones)			
		Monto Acordado (En DEG)	Monto Desembolsado		
			(En DEG)	\$us/DEG ¹	(En \$us)
Acuerdo anual 2003		85,8	75,0		103,4
Primer desembolso	07/04/2003		42,9	1,36	58,3
Primera revisión	09/07/2003		10,7	1,36	14,6
Segunda revisión	24/10/2003		10,7	1,36	14,6
Tercera revisión	15/06/2004		10,7	1,49	15,9
Ampliación acuerdo a 2004		42,9	26,8		39,8
Cuarta revisión	29/09/2004		26,8	1,49	39,8
Acuerdo Total		128,6	101,8		143,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

NOTAS: ¹ Tipo de cambio fijo utilizado en el programa monetario según Memorándum Técnico del FMI.

¹⁹ La cobertura se define como la relación entre las reservas disponibles del BCB y los depósitos bancarios en dólares (Reservas disponibles del BCB = Reservas brutas del BCB - Oro + RAL ME de Bancos).

entidades financieras a mantener una mayor liquidez para hacer frente a posibles retiros del público.

El hecho de que las entidades financieras mantengan niveles de encaje constituido en efectivo muy por encima del requerido en ambas monedas muestra que las necesidades reales de liquidez estimadas por las propias entidades financieras son superiores a los requerimientos de encaje. Esto puede asociarse a que la evolución de los depósitos se ha tornado más volátil.

En los primeros meses de 2004 la liquidez de la banca estuvo afectada por el anuncio de la introducción del ITF. El excedente promedio de liquidez se redujo a \$us28,0 millones en abril 2004. Sin embargo, desde mayo se recuperó hasta alcanzar un nivel máximo de \$us66 millones en agosto (Gráfico 4.3).

En los dos últimos años, los problemas que enfrentaron las entidades financieras como consecuencia de los retiros de depósitos se tradujeron en mayores requerimientos de créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL. Estos créditos, además de ser un canal eficiente para atender las necesidades transitorias de liquidez de las entidades financieras, fueron efectivos como indicadores de alerta temprana, al revelar los problemas que tenían estas entidades.

El BCB mantuvo un apoyo oportuno al sistema financiero mediante la concesión de créditos con garantía del Fondo RAL, que alcanzaron \$us128,1 millones en ME y Bs227,5 millones en MN (Cuadro 4.3). Los desembolsos más importantes fueron realizados en febrero, abril y junio, meses en los que la disminución de depósitos fue mayor.

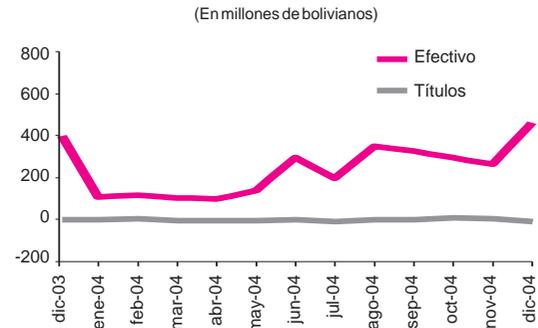
1.2.2 Operaciones de Mercado Abierto

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) son el instrumento indirecto más importante de la política monetaria. Comprenden la compra y venta, definitiva o no, de valores públicos con el propósito de expandir o contraer la liquidez de la economía y el volumen de los medios de pago.

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

GRÁFICO 4.1

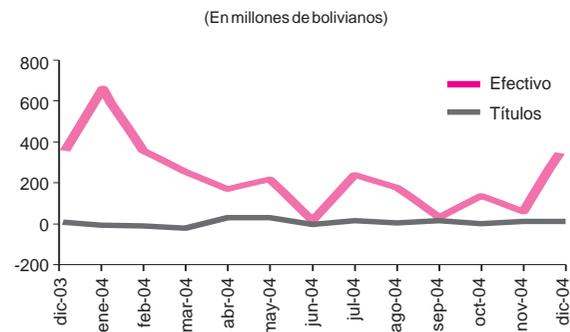
EXCEDENTE DE ENCAJE EN MN, 2003 - 2004



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

GRÁFICO 4.2

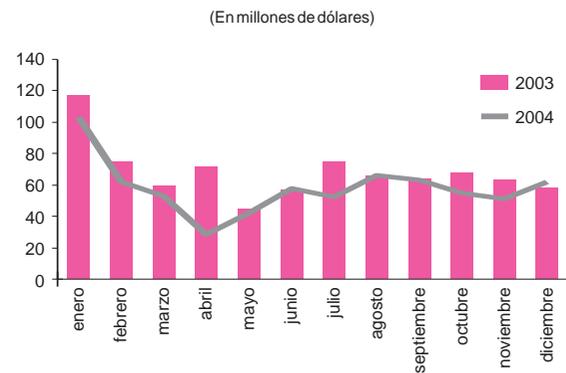
EXCEDENTE DE ENCAJE EN ME, 2003 - 2004



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

GRÁFICO 4.3

NIVEL DE EXCEDENTE PROMEDIO DE LIQUIDEZ, 2003 - 2004



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

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

reporto con valores públicos. La compra y venta de valores en el mercado primario se realiza 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 Tesoro General de la Nación (TGN) con fines de 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, sino de manera muy transitoria.

El saldo neto de títulos públicos se incrementó en 2004 hasta \$us728,8 millones, lo que representó un crecimiento porcentual cercano a 32%. Empero, es importante

destacar que la mayor parte de este incremento se produjo a partir del mes de junio, ya que en mayo se tuvo el nivel más bajo con una reducción de \$us20,3 millones con respecto al saldo de fines de 2003. La redención neta en abril y mayo, y las colocaciones netas en los siguientes meses son congruentes con las necesidades de liquidez que enfrentaron las entidades financieras en los meses previos a la implementación del ITF y la recuperación de depósitos en el segundo semestre.

El BCB incrementó sus colocaciones netas en títulos a 90 y 364 días durante el primer trimestre, y redujo los excedentes de liquidez del sistema financiero para evitar la caída de las tasas de interés internas en ME más allá de un piso, y evitar de este modo la salida de recursos al exterior. Este comportamiento se revirtió en el segundo trimestre debido a la caída del ahorro financiero, que afectó la liquidez del sistema.

En el tercer trimestre, para contrarrestar la expansión de liquidez ocasionada por el vencimiento de los bonos de fianza emitidos en 1999 en el proceso de solución en la liquidación del Banco Boliviano Americano (BBA), por valor de \$us47,6 millones, el BCB aumentó fuertemente sus colocaciones, principalmente en moneda nacional. El saldo de títulos emitidos por el BCB mediante OMA al finalizar la gestión alcanzó \$us68,3 millones. Este saldo refleja la neutralidad de la política monetaria en la gestión, si se excluye el monto de los bonos de fianza (Cuadro 4.4).

CUADRO 4.3

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA

DEL FONDO RAL, 2002 - 2004

	Moneda Extranjera millones de dólares			Moneda Nacional millones de bolivianos		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
1er Tramo	376,8	111,3	125,5	927,4	168,5	218,2
2do Tramo	95,6	16,1	2,6	17,2	14,2	9,3
3er Tramo	9,0	0,0	0,0			
Total	481,4	127,4	128,1	944,6	182,7	227,5

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

CUADRO 4.4

SALDOS NETOS DE VALORES PÚBLICOS EN VALOR NOMINAL, 2003 - 2004 ¹

(En millones)

Mes	Valores del BCB (OMA)			Valores del TGN			Total General
	MN ²	ME	Total ³	MN ²	ME	Total ³	
Diciembre-2003	21,0	17,9	20,6	632,0	450,9	531,8	552,4
Enero-2004	11,0	21,4	22,8	583,8	468,3	542,8	565,6
Febrero	3,0	30,4	30,8	589,8	489,0	564,1	594,9
Marzo	16,0	32,8	34,9	591,0	491,7	566,7	601,5
Abril	10,0	15,3	16,6	547,8	472,1	541,5	558,1
Mayo	13,0	11,3	13,0	530,3	452,0	519,1	532,1
Junio	11,0	9,9	11,3	532,2	463,8	531,0	542,4
Julio	51,0	16,4	22,8	601,7	452,7	528,6	551,4
Agosto	107,0	23,5	37,0	659,7	460,1	542,9	579,9
Septiembre	192,3	53,7	77,8	806,6	478,0	579,0	656,8
Octubre	222,3	57,3	85,0	905,2	513,1	626,1	711,1
Noviembre	225,3	55,4	83,5	932,6	526,1	642,2	725,7
Diciembre	229,3	39,8	68,3	1.097,3	524,1	660,5	728,8

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

NOTAS

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

² En millones de bolivianos. Incluye colocaciones de valores indexados a la UFV convertidos a bolivianos valorados con la UFV de fin de mes. En los saldos del TGN se incluyen las colocaciones al Fondo RAL-MN.

³ En millones de dólares. Para la conversión de UFV a MN y de MN a ME, se utilizaron la UFV y el tipo de cambio de compra del dólar (de fines de mes), respectivamente.

SISTEMA DE SUBASTA ELECTRÓNICA

Durante la gestión 2004 se diseñó y desarrolló el Sistema de Subasta Electrónica (SSE) de valores y reportos, que permite a las entidades financieras el envío seguro de sus posturas a través de una conexión remota para su procesamiento automático en los servidores del Banco Central de Bolivia (BCB). El sistema cuenta con aplicaciones interactivas *web*, con páginas y formularios de captura generados dinámicamente y con validaciones de datos en línea con el servidor del BCB. El SSE posibilita que las entidades puedan participar bajo la modalidad de subasta a “sobre cerrado”, que es la que actualmente realiza el BCB, subasta “interactiva” o mediante mesa de dinero.

En la nueva subasta a “sobre cerrado”, el participante podrá enviar sus posturas electrónicamente con mecanismos de seguridad adecuados, reemplazando los formularios físicos y, en el caso de la subasta de valores, agilizando la obtención de los resultados para evaluación por parte del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) y del Consejo de Administración de Valores del Tesoro (CAVT).

La subasta “interactiva” permitirá al participante conocer y visualizar las posturas de los demás demandantes automáticamente y en tiempo real, para mejorar la suya si lo desea, tanto en la subasta de títulos como de reportos. Esta modalidad de subasta reduce los problemas de información imperfecta e incompleta entre los participantes, permite una estimación más cabal del valor

de mercado de los títulos y disminuye la probabilidad de incurrir en la “maldición del ganador”²⁰. La evidencia empírica ha demostrado que esta modalidad incentiva una mayor y más agresiva participación de los agentes financieros, situación que beneficia al emisor.

Mediante el carácter interactivo del Sistema, el mecanismo actual de “sobre cerrado y precio discriminante” podrá ser sustituido por un tipo de subasta “inglesa abierta”. Se entiende que el resultado que genera la subasta inglesa es económicamente eficiente en el sentido de que quien resulta ganador es siempre aquel que posee la valoración más alta.

En las subastas a “sobre cerrado” existe una mayor probabilidad de ocurrencia de sobreestimaciones. Bajo este escenario se dificulta la profundización del mercado de valores públicos, que podría quedar reducido a una especie de “oligopsonio” (mercado con pocos compradores) con posibilidad de colusión tácita que lleve a las subastas a equilibrarse en precios bajos, en perjuicio del emisor de la deuda. La subasta “inglesa abierta” aumentaría el tamaño del mercado de títulos públicos.

Finalmente, para la compra de valores u operaciones de reporte en mesa de dinero, como en el caso de la subasta a “sobre cerrado”, el SSE reemplaza la entrega física del formulario habitual por una comunicación electrónica segura y rápida.

²⁰ La “maldición del ganador” es un fenómeno bastante común en licitaciones, y se refiere al hecho de que el ganador, quien normalmente es el que ofrece el precio más alto por el objeto subastado, puede convertirse en “perdedor” al pagar un precio mayor al valor de consenso (precio de mercado) debido a que su oferta está basada en estimaciones imperfectas sobre el valor del objeto.

Las colocaciones netas del TGN tuvieron un comportamiento similar a las del BCB hasta el tercer trimestre. Se incrementaron sistemáticamente durante el primer trimestre hasta llegar a \$us566,7 millones en marzo, para luego caer a su nivel mínimo del año en mayo (\$us519,1 millones). Durante el último cuatrimestre, el TGN aprovechó los excedentes de liquidez del sistema financiero para obtener mayor financiamiento en condiciones favorables de moneda, tasa y plazo, lo que le permitió reducir tanto el riesgo de refinanciamiento como el del tipo de cambio en sus colocaciones. En la gestión, el saldo de títulos emitidos por el TGN aumentó en \$us128,7 millones, para alcanzar a fin de año \$us660,5 millones.

El bajo ritmo de depreciación del boliviano (2,8%) y el repunte de la inflación (4,6%) hicieron más atractivas las

inversiones en UFV. En la gestión 2004 se colocó el equivalente a Bs321 millones en esta denominación, de los cuales el 52% fue adquirido por las AFP en bonos a largo plazo. Luego de unos años desde su introducción, estos papeles comienzan a ser una alternativa concreta de inversión a largo plazo, con rendimientos reales que compiten favorablemente con los de los títulos en ME.

Para fortalecer las reservas internacionales del país, durante 2004 se utilizó el Servicio Extendido de Depósitos en ME (SED-ME) como mecanismo que permitió a la banca depositar en el BCB recursos provenientes del exterior a un plazo máximo de 28 días. Bajo este mecanismo competitivo, los bancos depositaron \$us176,5 millones en el año, principalmente en el primer semestre, monto superior al depositado el año anterior (\$us160 mi-

liones). Este servicio no fue utilizado en el último trimestre del año debido al aumento sostenido de las reservas internacionales.

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, debidamente calificados, por parte del BCB a agentes autorizados con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo pactado. 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, en este último caso a tasas penalizadas. El COMA determina semanalmente la tasa base y la oferta diaria de reportos, las que constituyen señales dirigidas al mercado respecto de la percepción y política del BCB sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo. Es importante destacar que en el segundo trimestre, en los momentos de menor liquidez en el mercado por la coyuntura ya señalada, el COMA decidió ampliar el monto máximo diario y semanal de reportos en ambas monedas.

En 2004, el BCB desembolsó \$us204 millones por operaciones de reporto en moneda extranjera y Bs770 millones en moneda nacional. Las operaciones más importantes se realizaron en los meses previos a la introducción del ITF. La reducción en los niveles de reportos en relación a gestiones pasadas refleja el esfuerzo de las entidades financieras por constituir mayores niveles de liquidez propia, que les permita hacer frente a coyunturas internas adversas (Cuadro 4.5). Las altas primas de reporto en el BCB pueden también haber contribuido a este fenómeno.

1.2.3 Tasas de interés del mercado monetario

En el mercado monetario se realizan operaciones interbancarias a plazos menores a 30 días, operaciones de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y en el BCB, créditos con garantía del Fondo RAL, colocaciones del BCB de Letras del Tesoro a 28 días y los Servicios Extendido y Restringido de Depósitos (SED-ME y SRD-ME).²¹

CUADRO 4.5

REPORTOS CON EL BCB: VOLUMEN DE OPERACIONES Y PROMEDIOS PONDERADOS DE TASAS PREMIO, 2003 - 2004

Período	MN	Tasa premio	ME	Tasa premio	
	millones de bolivianos	%	millones de dólares	%	
2003					
	Diciembre	58,1	7,55	20,0	6,50
	TOTAL	943,6		233,3	
2004					
	Enero	24,7	7,39		
	Febrero	137,1	7,13	1,9	6,00
	Marzo	41,2	7,37	16,3	6,09
	Abril	228,8	9,06	77,3	7,57
	Mayo	175,0	8,75	22,6	7,85
	Junio	46,9	8,08	31,3	8,38
	Julio	16,0	8,25	34,4	10,14
	Agosto			1,1	8,50
	Septiembre				
	Octubre	19,2	6,02		
	Noviembre	54,6	6,02		
	Diciembre	26,6	6,01	18,9	7,52
	TOTAL	770,1		203,7	

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

²¹ Las colocaciones de LT en MN a 28 días sólo se realizaron en el primer trimestre del año. No hubo operaciones del Servicio Restringido de Depósitos en ME.

En los primeros meses de 2004, las tasas de interés del mercado monetario mostraron una tendencia decreciente debido a la abundante liquidez que estacionalmente se registra a principios de cada año. En los meses cercanos, previos y posteriores, a la implementación del ITF, estas tasas se caracterizaron por una tendencia creciente. Se redujeron gradualmente durante la segunda mitad del año.

Las tasas de interés de los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL son tasas techo de las operaciones de corto plazo y, en principio, constituyen una señal acerca de la orientación expansiva o contractiva de la política monetaria. Las tasas para créditos de liquidez en ME iniciaron la gestión en 8%, disminuyeron a 7,5% en febrero, se incrementaron a 11,22% en julio, y en el último trimestre se redujeron a 9% (Gráfico 4.4).

Con el objetivo de incrementar la prima por liquidez en ME e inducir a una profundización del mercado interbancario y de la BBV, el BCB fija sus tasas de reporto por encima de las tasas de mercado, aspecto que limita el acceso a recursos del BCB. Esta tasa alcanzó su máximo anual de 10,92% en la segunda semana del mes de julio y disminuyó hasta fines de año a 7,81%. La tasa interbancaria en ME mostró un comportamiento similar a las tasas del BCB, comenzó la gestión en 3,72%, llegó a un máximo de 7,77% en el mes de julio y cerró la gestión en 1,92% (Gráfico 4.4).

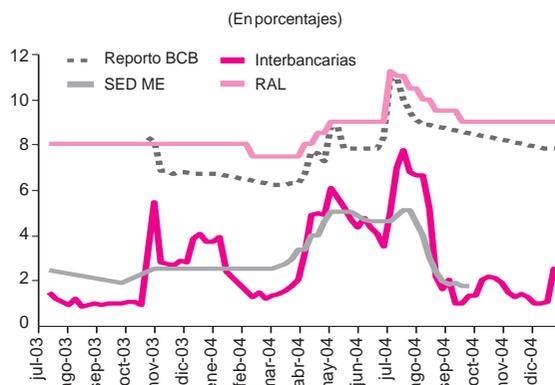
La tasa del SED-ME, ligada principalmente a la evolución de las reservas internacionales del país y a las disponibilidades de corto plazo de la banca en el exterior, presentó un comportamiento volátil. Comenzó el año en 2,52%, alcanzó su máximo de 5,1% a mediados de julio, y en septiembre se situó en su nivel más bajo (1,73%) luego de haberse reducido la oferta de este instrumento a raíz de la evolución favorable de las reservas internacionales (Gráfico 4.4).²²

Las tasas de interés del mercado monetario en MN tienen también como techo las tasas de los créditos con garantía del Fondo RAL en MN. Estas tasas iniciaron la gestión en 9%, disminuyeron a 8,5% a fines de enero, alcanzaron un máximo de 9,5% en abril y cerraron la gestión en 7,5%. La tasa de reporto del BCB en MN mostró un comportamiento similar a la de ME, inició la gestión con un nivel de 7,79%, luego de disminuir hasta marzo se incrementó en los

²² El SED-ME fue introducido como un instrumento que por medio de tasas de rendimiento atractivas permite traer temporalmente recursos del exterior para fortalecer las reservas internacionales del país.

GRÁFICO 4.4

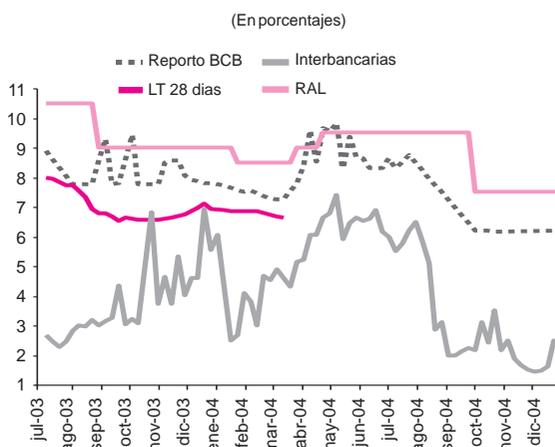
PROMEDIO PONDERADO DE TEA* EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS - MONEDA EXTRANJERA, 2003 - 2004



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.
NOTA: *TEA= Tasa efectiva anualizada.

GRÁFICO 4.5

PROMEDIO PONDERADO DE TEA* EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS - MONEDA NACIONAL, 2003-2004



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.
NOTA: *TEA= Tasa efectiva anualizada.

siguientes meses y alcanzó su máximo en mayo (9,85%), posteriormente adquirió una clara tendencia decreciente y culminó la gestión en 6,19%. Estas tasas respondieron a la situación de liquidez del sistema y en gran medida al interés del BCB por incrementar la intermediación financiera en moneda nacional (Gráfico 4.5).

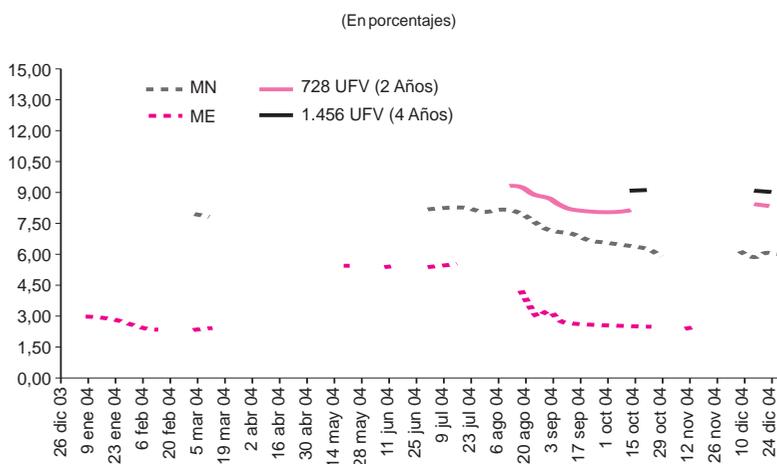
La tasa del mercado interbancario en MN, tras alcanzar un mínimo de 2,5% a mediados de enero, presentó una tendencia creciente hasta finalizar el primer semestre, lo que se explica por los mayores requerimientos de esta

moneda debido a la regularización impositiva. Durante la segunda mitad del año, esta tasa cayó sistemáticamente hasta cerrar la gestión en 2,18%. El incremento de los depósitos en moneda nacional y la menor depreciación del boliviano explican esta reducción (Gráfico 4.5).

La tasa en ME de títulos públicos a 91 días fue variable en el primer semestre del año, con tendencia al alza, que se explica en parte por las restricciones de liquidez del mercado y por las expectativas de incremento de las tasas internacionales. Durante el segundo semestre la tasa cayó hasta llegar a los niveles de inicio de ges-

ción, producto de la recuperación del ahorro financiero en ME. Inició el año en 2,92%, alcanzó un máximo de 5,56% en julio y cerró la gestión en 2,52%. La tasa en MN de estos títulos mostró una tendencia decreciente en el segundo semestre del año; es de hacer notar que en gran parte del primer semestre no se registraron operaciones. Al finalizar el año la tasa se situó en 5,95%, el año anterior había finalizado en 8,24%. Las tasas en UFV disminuyeron gradualmente, la tasa de rendimiento de los bonos a dos años disminuyó en 80 puntos básicos; en cambio, la tasa del bono a 4 años bajó sólo 30 puntos básicos (Gráfico 4.6).

GRÁFICO 4.6
TASAS EFECTIVAS ANUALIZADAS DE ADJUDICACIÓN DE TÍTULOS A 91 DÍAS
Y TASAS DE RENDIMIENTO EN UFV, 2003 - 2004



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

LA REMONETIZACIÓN DE LA ECONOMÍA Y LA UNIDAD DE FOMENTO DE VIVIENDA

En julio 2001, el BCB presentó a las autoridades de Gobierno el Documento de Discusión DD-APEC-02/2001, en el que se propuso la creación de un Índice Diario de Indexación (IDI) para que sirviera como unidad de referencia para operaciones en moneda nacional con cláusula de ajuste a la inflación. Posteriormente, el D.S. 26390 de 8 de noviembre 2001 creó la Unidad de Fomento de Vivienda (UFV) y desde entonces el BCB establece este índice diario con base en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), que elabora y publica el INE. La UFV es un índice que refleja la evolución diaria de precios y otorga cobertura contra la inflación para operaciones en bolivianos.

Aunque inicialmente surgió como un instrumento al que se indexarían los créditos para la vivienda, la UFV tiene un carácter más amplio, enmarcado en las políticas de remonetización de la economía, puesto que puede emplearse como instrumento de indexación a los precios para otro tipo de operaciones que actualmente se realizan en moneda extranjera: depósitos, créditos, títulos públicos y en general operaciones, contratos y todo tipo de actos jurídicos.

El BCB aprobó la emisión de títulos en moneda nacional indexados a la UFV en enero 2002; en una primera instancia la emisión fue a un año. Posteriormente, en

2003, se emitieron bonos del TGN a 2, 6 y 9 años y, en cumplimiento de la Resolución Ministerial 1355, bonos a las AFP a una tasa de interés de 5% por plazos de 9 y 15 años. Con ello se buscó mejorar el calce en las cuentas fiscales, pues anteriormente los bonos adquiridos por las AFP se encontraban indexados al tipo de cambio.

Mediante Ley 2434 de 21 de diciembre 2002 se determinó que toda actualización de obligaciones con el Estado debe realizarse con relación a la UFV. Asimismo, el artículo 47 de la Ley 2492 del Código Tributario Boliviano (2 de agosto 2003) establece la forma de cálculo de la deuda tributaria para el cumplimiento de obligaciones tributarias pendientes.

A fines de 2003 se suscribió un Memorandum de Entendimiento entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda relativo a la deuda que mantiene el TGN con el BCB, por el que se convirtieron los Títulos A y Letras B en ME a la denominación UFV. El saldo del Título A, que ascendía a \$us530,5 millones con un rendimiento de 1,85%, fue convertido a su equivalente a UFV3.956 millones con una tasa de rendimiento de 1,85%. El saldo de las Letras B en ME, que alcanzaba a \$us152,1 millones, fue convertido a UFV1.144,8 millones, con una tasa de rendimiento de 3,5%.

El cálculo de la UFV suaviza las fluctuaciones coyunturales de la inflación y mantiene la tendencia del IPC. Ello debería permitir disminuir la incertidumbre de los inversionistas sobre los rendimientos y, a la vez, de los oferentes de instrumentos financieros sobre los costos reales de éstos.

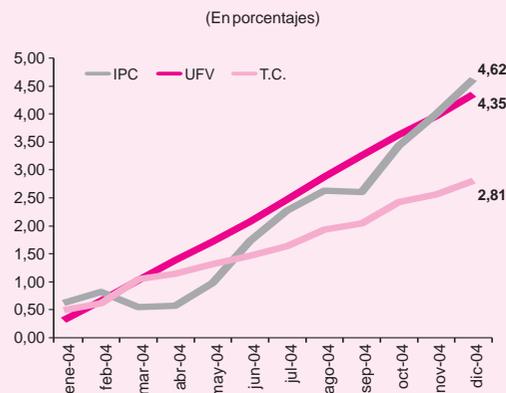
En el Gráfico 4.7 se aprecia la variación porcentual acumulada de la UFV, IPC y del tipo de cambio en 2004. La variación de la UFV, a excepción de enero, se situó por encima de la variación del tipo de cambio, y entre marzo a noviembre se situó por encima de la variación del IPC. La variación de la UFV tuvo un comportamiento más estable en 2004 respecto del tipo de cambio y del IPC.

La utilización de la UFV busca reducir la vulnerabilidad del sistema financiero con relación al riesgo cambiario. Los agentes económicos que perciben sus ingresos en bolivianos pueden acceder a préstamos en la misma denominación, sin que variaciones en el tipo de cambio afecten el monto de sus obligaciones en bolivianos. Por otra parte, las entidades financieras reducen el riesgo de que variaciones del tipo de cambio resten capacidad de pago a sus clientes, a la vez que sus recursos conservan su poder de compra en términos de la inflación.

En la actualidad, las operaciones indexadas a la UFV aún son pocas, aunque se percibe una tendencia creciente a utilizar este instrumento en el sistema financiero. Como se percibe en el Gráfico 4.8, su uso se acentuó después de la aplicación del Impuesto a las Transacciones Financieras, que discrimina entre operaciones en MN y ME. Las captaciones en UFV del sistema financiero se incrementaron desde abril 2004.

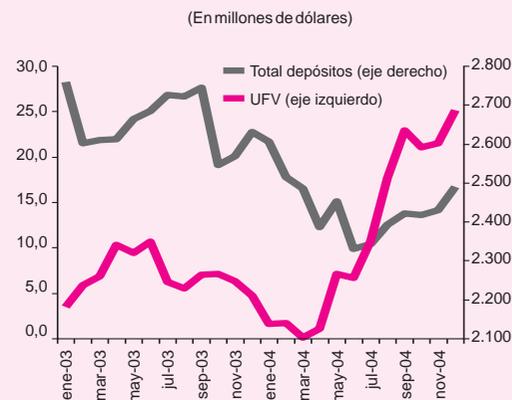
Por último, se debe mencionar que la demanda por títulos públicos indexados a la UFV en plazos de entre dos a nueve años se ha incrementado como resultado de que las tasas de interés en UFV son más atractivas que las de otras denominaciones monetarias.

GRÁFICO 4.7
VARIACIÓN ACUMULADA DE LA UFV, IPC
Y TIPO DE CAMBIO, 2004



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

GRÁFICO 4.8
EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL
SISTEMA BANCARIO, 2003-2004



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

1.3 CRÉDITO DEL BANCO CENTRAL

1.3.1 Crédito al Tesoro General de la Nación

La Ley del Banco Central de Bolivia establece como regla general que el BCB no puede conceder créditos al sector público. Excepcionalmente puede hacerlo a favor del Tesoro General de la Nación, en dos situaciones: i) necesidades impostergables derivadas de conmoción interna o externa declaradas mediante Decreto Supremo; y ii) necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del programa monetario del BCB.

Por otra parte, el Memorándum de Entendimiento suscrito entre el Ministerio de Hacienda y el BCB el 4 de diciembre 2003, y la adenda a dicho Memorándum de 1 de abril 2004 establecieron que el límite de los créditos de liquidez en 2004 sería el saldo de fines de la gestión anterior: Bs1.325,0 millones. Este nivel podía ser incrementado excepcionalmente en caso de existir una acumulación sostenida de depósitos en el BCB del resto de entidades del sector público no financiero, como en efecto se produjo.²³ Este acuerdo contribuyó a dotar al TGN de liquidez, aprovechando la evolución favorable de los depósitos del resto del SPNF, sin que exista una expansión excesiva de los medios de pago (Cuadro 4.6).

La devolución al TGN de los activos y pasivos de la línea del Banco Mundial 1925-BO, mediante R.D. 091/2004 de 30 de junio 2004, permitió el pago anticipado del TGN al BCB de Bs92,9 millones, lo que determinó la disminución del saldo máximo de créditos de liquidez a Bs1.232,1 millones.

Al 31 de diciembre 2004, la deuda del TGN con el BCB, por créditos de emergencia y liquidez, ascendía a Bs2.007,9 millones. En 2004 no se otorgaron créditos de emergencia; al contrario, se canceló la mayor parte de éstos y quedó un saldo de Bs70 millones. El saldo de la cartera de créditos de liquidez a fines de 2004 se incrementó en los límites fijados en el Memorándum y la adenda como consecuencia del incremento de depósitos del resto de entidades públicas en el BCB. En el primer semestre se concedieron desembolsos netos por Bs567,1 millones en créditos de liquidez. En el segundo semestre, los desembolsos netos fueron solamente Bs45,8 millones por este concepto. Por la amortización de los créditos de emergencia, el BCB recuperó del TGN Bs189,9 millones.

Las condiciones financieras para los créditos de liquidez fueron concordantes con la evolución de las tasas de interés en el mercado interno. La tasa de interés promedio ponderada disminuyó de 8,0% a 6,7%, registradas en el primer y cuarto trimestre, respectivamente.

CUADRO 4.6

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ DEL BCB AL TGN, 2004

Tipo de Crédito	Saldo a	1er		2do		3er		4to		Saldo a
	Diciembre	Trimestre		Trimestre		Trimestre		Trimestre		Diciembre
	2003	D	A	D	A	D	A	D	A	2004
Liquidez (millones de Bs)	1.325,0	455,0	375,0	580,0	92,9	660,0	747,1	935,0	802,1	1.937,9
Tasas de interés (%)	8,1 ^{1/}	8,0		7,9		8,0		6,7		

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Balance Monetario.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: D = Desembolso; A = Amortización.

^{1/}Tasa de interés promedio ponderada por monto de las colocaciones brutas de 2003.

²³ La acumulación sostenida de depósitos del resto de entidades públicas en el BCB se entiende como la diferencia entre el saldo promedio diario de sus depósitos hasta la fecha más reciente para la que se disponga de información y el saldo de sus depósitos a fines de la gestión 2003. Una acumulación transitoria de depósitos se entiende como la diferencia entre el saldo promedio de la semana más reciente con el saldo a fines de la gestión 2003.

MEMORÁNDUM DE ENTENDIMIENTO ENTRE EL MINISTERIO DE HACIENDA Y EL BCB

El artículo 22 inciso b) de la Ley 1670 del BCB establece que excepcionalmente el BCB podrá otorgar créditos al TGN para atender necesidades transitorias de liquidez dentro del programa monetario. En este sentido y en concordancia con los objetivos de fortalecer la autonomía e independencia del BCB en la formulación y ejecución de las políticas monetaria y cambiaria, el 4 de diciembre 2003, el Ministerio de Hacienda y el BCB suscribieron un Memorándum de Entendimiento que estableció lineamientos para el otorgamiento de créditos de liquidez del BCB al TGN durante 2004. Se fijó como saldo máximo para estos créditos la suma de Bs1.325,0 millones, se establecieron límites trimestrales para este endeudamiento y se determinó que en la medida en que exista una acumulación sostenida de depósitos del resto de entidades que conforman el SPNF en el BCB, se podría ampliar excepcionalmente el nivel de financiamiento del BCB al TGN.

Asimismo, entre otros aspectos no menos importantes, se estableció la fijación de montos trimestrales de colocación neta de títulos públicos para fines de financiamiento fiscal y la conversión de las Letras A y B, emitidas por el TGN a favor del BCB, de dólares a UFV. En abril 2004 se firmó una adenda a dicho Memorándum de Entendimiento, en la cual se estableció, entre otras medidas, una modalidad excepcional de créditos que operaría de existir una acumulación transitoria o sostenida de depósitos del resto del SPNF en el BCB. Los excedentes registrados en los depósitos del resto de entidades del SPNF y las necesidades transitorias de liquidez del TGN dieron lugar a varias operaciones de crédito.

Dada la experiencia positiva de 2004, para la gestión 2005 se firmó nuevamente un Memorándum de Entendimiento que fija un techo para los créditos de liquidez del BCB al TGN de Bs1.937,9 millones. Además, en este documento se establece el compromiso del TGN de reducir dicho saldo en al menos Bs50 millones; adicionalmente en caso de

existir operaciones financieras de reestructuración de activos y pasivos del TGN, o en caso de que el TGN realice una colocación neta positiva de títulos (Letras y Bonos C) por encima de Bs98,4 millones, cifra que requiere el TGN en las previsiones de financiamiento de la gestión. Estos límites tienen por objetivo atenuar el ritmo de crecimiento del crédito interno del BCB y su posible incidencia en la inflación.

El nuevo Memorándum mantiene la visión de que estos créditos son otorgados de manera circunscrita, transitoria y como recurso de última instancia. Además, se mantiene el acuerdo de realizar una programación trimestral de los montos de colocación neta de títulos para fines de financiamiento fiscal en las Operaciones de Mercado Abierto y de llevar a cabo la actualización de la evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública.

El Memorándum también incorpora nuevos elementos: la institucionalización del Comité de Deuda como órgano de definición de políticas de endeudamiento, cuyos objetivos y funciones serán establecidos mediante Decreto Supremo; la utilización de las utilidades que el BCB transfiere al TGN para cancelar tanto los intereses de las Letras A y B como los créditos de liquidez vigentes; el TGN se compromete a remitir información sobre proyecciones de sus depósitos en el BCB, lo cual permitirá mejorar los pronósticos de liquidez que realiza el BCB. Finalmente, se eliminan las modalidades de otorgamiento de créditos por acumulación sostenida o transitoria de depósitos y se introduce un mecanismo que hace posible mantener los niveles de endeudamiento dentro de los límites fijados en el programa monetario. Mediante éste, si al final de un trimestre se registra un sobregiro acumulado en el crédito neto del BCB al SPNF, se disminuye el techo de créditos de liquidez durante el período que sea necesario para restablecer el cumplimiento de la meta establecida.

1.3.2 Crédito al sistema financiero

Además de las operaciones de reporto y los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL, el BCB mantiene acreencias con entidades financieras del país. Al 31 de diciembre 2004, el saldo que el BCB debe recuperar de las entidades financieras en liquidación llegó a \$us317,7 millones (Cuadro 4.7). En 2004, la recuperación de estos activos alcanzó \$us0,3 millones.

Del Banco Sur S.A. fueron recuperados \$us0,2 millones y del Banco de Crédito Oruro S.A. \$us0,1 millones.

En 2004, la SBEF llevó adelante procesos de intervención a tres Mutuales de Ahorro y Préstamo: Mutual Manutata (Resolución SB 072/2004 de 09/09/04), Mutual del Pueblo (Resolución SB 079/2004 de 21/09/04) y Mutual Tarija (Resolución SB 092/2004 de 07/10/04). Se aplicó el procedimiento de solución previsto en los artículos 124 a 132

de la Ley 1488. El BCB desembolsó en efectivo, por concepto de apoyo financiero a cuenta del TGN, \$us1,3 millones. Esta acción permitió cubrir el 50% del total de las obligaciones privilegiadas, gastos de intervención y deficiencias del liquidez.

La SBEF designó a los fondos financieros privados PRODEM S.A., ECO Futuro S.A. y Fortaleza S.A. como entidades fiduciarias del fideicomiso constituido para

cumplir con el procedimiento de solución de las mutuales intervenidas. Estas instituciones financieras emitieron certificados de participación de segundo orden a favor del BCB, los cuales a su vez fueron endosados al TGN para su pago en bonos. El Ministerio de Hacienda procedió a esta cancelación con tres bonos por un total de UFV9,7 millones, equivalentes a \$us1,3 millones, a un plazo de 10 años (con cupones semestrales) y una tasa de 5%²⁴.

CUADRO 4.7

OBLIGACIONES Y RECUPERACIONES DE ENTIDADES EN LIQUIDACIÓN

CON EL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA, 2003-2004

(En millones de dólares)

ENTIDADES FINANCIERAS	Fecha de Liquidación	Apoyo Financiero	Otras Acreencias	Total Acreencias	Recuperación hasta 2003	Ajuste	Saldo al 31/12/2003	Recuperación al 31/12/2004	Saldo al 31/12/2004
Banco Internacional de Desarrollo S.A. (*)	12/12/1997	64,8	11,9	76,7	8,2	0,1	68,5	0,0	68,5
Banco Sur S.A. (*)	25/11/1994	146,0	41,3	187,3	60,1	0,4	127,6	0,2	127,4
Banco de Cochabamba S.A.	25/11/1994	74,9	13,2	88,1	12,2		75,9	0,0	75,9
Banco del Estado (**)	11/02/1994	0,0	25,3	25,3	13,6	-0,3	11,7	0,0	11,4
Banco de Financiamiento Industrial S.A.	29/08/1991	0,0	9,4	9,4	0,0		9,4	0,0	9,4
Banco de la Vivienda S.A.M.	10/07/1987	2,3	0,8	3,1	2,3		0,8	0,0	0,8
Banco de Crédito Oruro S.A. (*)	19/03/1987	5,1	29,1	34,1	9,9	0,1	24,4	0,1	24,3
Total		293,0	131,0	424,0	106,3		318,3	0,3	317,7

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras.

NOTAS: (*) Los ajustes realizados se deben a reexpresiones efectuadas en la gestión 2003 por variación en los tipos de cambio de bolivianos y euros.

(**) La variación de las acreencias del Banco del Estado se debe a que en un 100% se hallan denominadas en bolivianos, y se actualizan al tipo de cambio de cada año.

CUADRO 4.8

PROCEDIMIENTO DE SOLUCIÓN DE MUTUALES, 2003-2004

(En millones de dólares)

Entidades Intervenidas	Fecha Liquidación	Apoyo Financiero	Otras Acreencias	Total Acreencias	Pagos en Bonos	Saldo al 31/12/04
La Frontera	25-05-03	0,7	0,5	1,2	0,7	0,5
Manutata	09-09-04	0,4	0,0	0,4	0,4	0,0
Del Pueblo	21-09-04	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0
Tarija	07-10-04	0,7	0,0	0,7	0,7	0,0
Total Mutuales		2,0	0,5	2,5	2,0	0,5

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras.

²⁴ 20 cupones semestrales, por un total de UFV4,9 millones.

Al finalizar la gestión 2004 el número de mutuales que se cerraron ascendió a cuatro: las tres mencionadas anteriormente se suman a la Mutual La Frontera, que fue intervenida en 2003 (Cuadro 4.8).

En lo que se refiere a la administración de programas de desarrollo residuales, el BCB efectuó el cierre de los Programas de Desarrollo BID 479/OC-BO y Campaña de Verano CAV 86/87. Para la cobertura de las pérdidas acumuladas del primer programa se transfirieron de la cuenta Reservas para Pérdidas de Líneas de Desarrollo Bs16,3 millones. Además, se destinaron Bs411 mil a reservas para contingencias. Asimismo, el BCB continuó administrando el Fideicomiso del Programa FERE-FONVI, cuyo saldo a fines de 2004 no registró cambios respecto de 2003, situado en \$us1,3 millones.

Finalmente, en la gestión 2004 se recuperaron \$us2,9 millones del total de la cartera transferida por el ex Banco Boliviano Americano S.A. al Ente Emisor. En consecuencia, la recuperación total desde 1999 hasta fines de 2004 ascendió a \$us43,9 millones.

1.4 AGREGADOS MONETARIOS

En 2004 la base monetaria creció en términos reales en 5,3%. Este crecimiento del dinero primario se explica por el incremento de las reservas internacionales por el lado de la oferta, y por el incremento de circulante en poder del público por el lado de la demanda de base. El circulante en poder del público creció 15,7% en términos reales, la tasa más alta de los últimos cinco años.

Con relación a los agregados monetarios amplios, se debe destacar el crecimiento de M3 en 23,9% en términos reales y la disminución de M'3, que incluye depósitos en ME, en 3,5%. Este comportamiento refleja la preferencia del público por depósitos en moneda nacional, que se explica tanto por los rendimientos más altos que en términos reales tienen estos depósitos como por la aplicación del ITF.

Como reflejo de la preferencia por liquidez y por depósitos en moneda nacional, los multiplicadores M1 y M'3 disminuyeron respecto de la gestión anterior.

1.4.1 Base monetaria

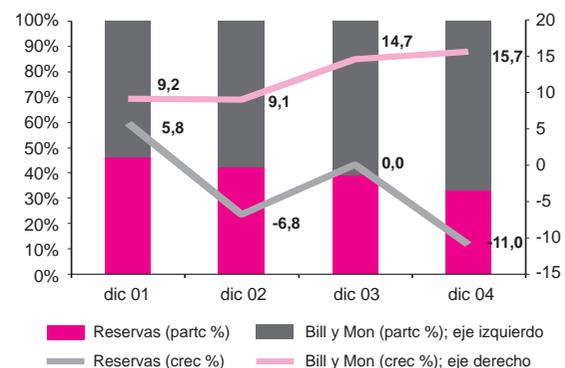
La liquidez primaria o base monetaria está compuesta por los billetes y monedas en circulación y las reservas bancarias que las entidades financieras mantienen en el BCB en moneda nacional y extranjera. La base monetaria creció en 2004, 10,1% en términos nominales y 5,3% en términos reales. Este crecimiento se explica principalmente por la acumulación de reservas internacionales, que expandió la oferta de base. Mientras que por el lado de la demanda la expansión fue resultado principalmente del crecimiento de los billetes y monedas en poder del público. El crecimiento de las reservas internacionales y del circulante en poder del público estaría indicando, en cierta medida, que las operaciones de cambio inducidas por el superávit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos fueron un factor importante en el crecimiento de la base monetaria (Cuadro 4.9).

Es de destacar el crecimiento de los billetes y monedas en circulación a tasas reales del orden de 15% en los dos últimos años y de 9% en 2001 y 2002, lo que ha permitido incrementar su participación pasando de 54% de la base a fines de 2001 a 67% de la base a fines de 2004. Por el contrario, las reservas bancarias tuvieron un crecimiento más modesto e incluso disminuciones en términos reales, lo que resultó en una menor participación en la base monetaria (Gráfico 4.9). Este comportamiento es el reflejo de la disminución de depósitos y la mayor preferencia por liquidez que se ha observado en los últimos años.

GRÁFICO 4.9

COMPONENTES DE LA BASE MONETARIA: PARTICIPACIÓN

Y VARIACIÓN, 2001-2004



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

CUADRO 4.9

BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES, 2002-2004

(Saldos en millones de bolivianos)

	2002	2003	2004	Variación 2004	
				Absoluta	%
Determinantes	4.644	5.238	5.769	532	10,1
Reservas internacionales netas	6.387	7.631	9.031	1.400	18,3
Crédito neto al sector público	2.190	2.263	1.905	-357	-15,8
Crédito a bancos	2.501	2.497	2.182	-315	-12,6
OMA ¹	-143	-166	-535	-369	-222,6
Otras cuentas (neto)	-6.290	-6.987	-6.814	173	2,5
Componentes	4.644	5.238	5.769	532	10,1
Billetes y monedas	2.678	3.193	3.865	672	21,1
Reservas bancarias	1.966	2.045	1.904	-141	-6,9
Depósitos corrientes	17	15	17	2	15,8
Encaje legal	1.378	1.445	1.621	176	12,2
Otros	212	254	-152	-405	-159,9
Caja	360	332	418	86	25,9
Moneda nacional	923	965	1.196	230	23,8
Depósitos corrientes	3	1	4	3	178,3
Encaje legal	565	620	774	155	25,0
Otros	-4	13	-0	-13	-103,2
Caja	360	332	418	86	25,9
Moneda extranjera	1.018	1.063	690	-373	-35,1
Depósitos corrientes	0	0	0	0	2,8
Encaje legal	803	823	842	20	2,4
Otros	216	240	-152	-392	-163,2
Mantenimiento de valor	25	16	18	2	10,5
Depósitos corrientes	15	13	13	0	-1,7
Encaje legal	10	2	4	2	80,9
Otros	0	1	1	0	1,3
Ítems pro memoria:					
Base monetaria en MN	3.601	4.159	5.061	902	21,7
Emisión	3.037	3.525	4.283	758	21,5
Crédito interno neto del BCB	-3.349	-4.106	-4.748	-642	-15,6
IPC Base1991 = 100	206	214	224		
Base monetaria/IPC	2.256	2.447	2.577	129	5,3

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

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

1.4.2 Medio circulante y liquidez total

El boliviano se usa predominantemente como medio de pago en las transacciones cotidianas. Por tanto, la demanda del público por billetes y moneda nacional es un indicador importante de la demanda de dinero para transacciones.

En 2004, la demanda real de circulante y de M1 continuó con el ritmo creciente que se observa desde fines de 2000. Los saldos desestacionalizados del circulante a precios de 1990 presentaron en 2004 tasas de crecimiento a doce meses que fluctuaron entre 6,5% y 17,2%, con una expansión promedio de 12,8%. M1 tuvo similar comportamiento, las tasas de crecimiento se situaron entre 8,2% y 13%, y el crecimiento promedio fue 10,8% (Gráfico 4.10).

Dichas expansiones se explican en parte por la gradual recuperación de la actividad económica. Al igual que en 2003, otro determinante importante fue la caída de las tasas de interés reales para depósitos en cajas de ahorro en moneda nacional, de 1,95% a 0,02% entre diciembre 2003 y diciembre 2004, y de 4,11% a -0,23% para los correspondientes en moneda extranjera. También influyeron en los niveles de liquidez, la percepción sobre la situación económica y social del país, la introducción del ITF, la menor depreciación nominal y el consecuente incremento porcentual del costo de convertir bolivianos a dólares y viceversa.

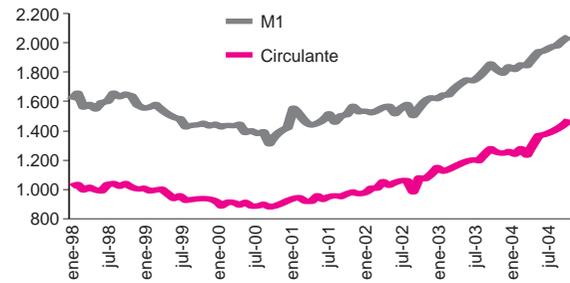
De esta forma, la velocidad de circulación del dinero, que mide el número promedio de veces que cada unidad monetaria circula en la economía, continuó con la tendencia decreciente iniciada a finales de 2000, dado el grado de liquidez alcanzado por la gradual recuperación de la actividad económica (Gráfico 4.11).

Por su parte, los agregados monetarios amplios mostraron comportamientos que traducen una mayor preferencia del público por moneda nacional. Mientras M3 creció en términos reales 23,9%, el agregado monetario que incluye moneda extranjera, M'3, disminuyó 3,5% (Gráfico 4.12). Lo anterior es resultado del incremento del circulante y de los depósitos en MN que están exentos del ITF. Este impuesto, que se creó con fines de política fiscal, incidió indirectamente en una

GRÁFICO 4.10

SALDOS DESESTACIONALIZADOS DE M1 Y CIRCULANTE, 1998-2004

(En millones de bolivianos de 1990)

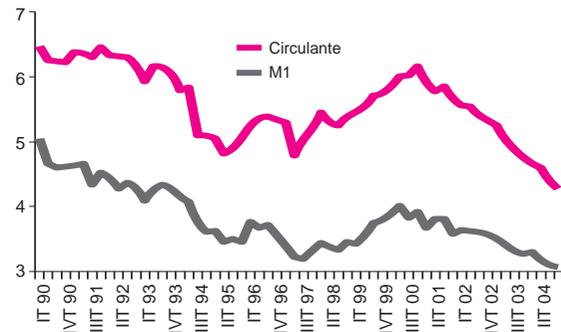


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

GRÁFICO 4.11

VELOCIDAD DE CIRCULACIÓN - SALDOS DESESTACIONALIZADOS DE M1 Y CIRCULANTE, 1990 - 2004

(En veces del PIB)

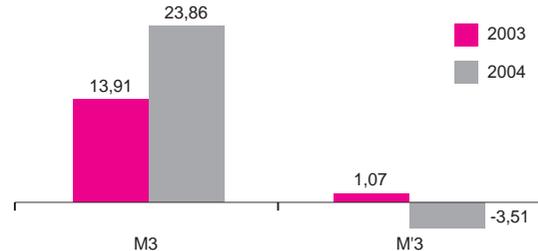


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

GRÁFICO 4.12

VARIACIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS AMPLIOS REALES, 2003-2004

(En porcentajes)



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

mayor participación del boliviano en las captaciones y permitió una reducción del grado de dolarización de los depósitos de 92% en diciembre 2003 a 88,1% a fines 2004.

CUADRO 4.10

MULTIPLICADORES MONETARIOS, 2000 - 2004

	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
2004	2,78	1,08	0,41	0,70	3,78	0,07	1,04	5,23

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

c = C/DVMN
 a = (AMN)/DVMN
 r = RMN/DMN
 c' = C/DVT
 a' = AT/DVT
 r' = RT/DT
 C = circulante.
 DV = depósitos vista.

DA = depósitos en caja de ahorros.
 DP = depósitos a plazo y otros.
 A = DA + DP = cuasidinero.
 R = reservas bancarias.
 MN = moneda nacional + unidad de fomento de vivienda.
 D = DV + DA + DP = total depósitos.
 T = total = moneda nacional + unidad de fomento de vivienda + moneda nacional con mantenimiento de valor + moneda extranjera.

1.4.3 Multiplicadores monetarios

El comportamiento de los multiplicadores monetarios se explica por las decisiones de: i) la autoridad monetaria, que fija el encaje legal y guía las tasas del mercado monetario con sus Operaciones de Mercado Abierto, ii) de las entidades financieras, que deciden sobre los encajes voluntarios que mantendrán, y iii) del sector privado y público que determinan la composición de su portafolio. Otros factores, como las medidas de política económica (como el ITF), la inflación y el ambiente político y social, también influyen en los multiplicadores monetarios.

Los multiplicadores m1 y m'3 disminuyeron con relación a la gestión pasada, lo que indica una menor expansión secundaria del dinero. El principal determinante de este comportamiento es la preferencia del público por circulante, que ha venido creciendo sostenidamente desde 2002 (incrementos de c y c'). Además, podría estar reflejando cierta desintermediación financiera. En el caso del m1, su disminución se ha visto reforzada por el incremento de la razón cuasidinero en MN a depósitos vista en MN (a). El comportamiento de las tasas reales de interés pasivas, que son más favorables para depósitos en moneda nacional, y el ITF pueden ser las causas de los cambios en el portafolio del ahorro privado en el sistema financiero (Cuadro 4.10).

2 POLÍTICA CAMBIARIA

La Ley 1670 en su artículo 19 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 aplica un sistema de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*) incompleto, que consiste en pequeñas depreciaciones —no anunciadas— del boliviano con respecto al dólar estadounidense.

La depreciación nominal del boliviano fue 2,81% en 2004, la más baja desde que opera el Bolsín del BCB. La política cambiaria del BCB está supeditada al logro de una inflación baja y estable. El indicador mensual de la inflación a doce meses se mantuvo, a lo largo de la gestión 2004, por encima de la meta anual de 3,5%. La inflación en bienes transables mostró una diferencia aun mayor en relación a la meta anual. Se consideraron ambos factores

para dar lugar al menor ritmo de la depreciación nominal. El tipo de cambio real ha alcanzado un buen nivel y no muestra signos de estar desalineado con relación a su valor de equilibrio de mediano y largo plazo²⁵.

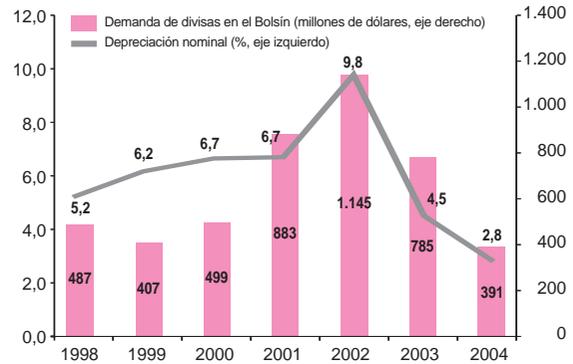
También contribuyó de manera decisiva a la reducción del ritmo de depreciación del tipo de cambio nominal la menor demanda de dólares en el Bolsín, observada desde 2003 (Gráfico 4.13). En 2004, la demanda en el Bolsín fue la más baja desde 1985. La venta de divisas al sector financiero a través de este mecanismo alcanzó \$us292,8 millones con un promedio mensual de \$us24,4 millones (una disminución de 40% respecto a 2003). En varios meses del año (abril, mayo, julio, agosto y septiembre) no se registró demanda en el Bolsín. Por el contrario, la compra de divisas a los sectores financiero y privado durante la gestión 2004 registró un importante incremento (\$us69,3 millones) con relación a 2003, con un total de \$us84,9 millones.

Por otra parte, las transferencias netas de divisas del sistema financiero en 2004 (incluidas las relacionadas con los servicios extendido y restringido de depósitos del sistema bancario) registraron un ingreso neto de \$us496,5 millones, mayor en \$us485,1 millones a 2003. Las transferencias de divisas al exterior alcanzaron \$us110,5 millones (disminución de \$us99,2 millones con relación a la gestión 2003), mientras que las transferencias del exterior a \$us607,0 millones (incremento de \$us385,9 millones).

La política monetaria y cambiaria también considera las características del sistema financiero. Dada la alta dolarización financiera y un problema de descalce de monedas muy extendido entre los prestatarios de las entidades financieras, una depreciación importante del tipo de cambio podría reducir la capacidad de pago de los prestatarios, empeorar la calidad de la cartera crediticia y hacer más frágiles a las entidades financieras.

Es de destacar que la política cambiaria contribuyó a mantener un tipo de cambio real competitivo. El Índice del Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) elaborado por el BCB es utilizado como indicador de competitividad. Este índice considera la evolución de los precios y los tipos de cambio de Bolivia y de sus principales socios

GRÁFICO 4.13
TASA DE DEPRECIACIÓN NOMINAL
Y DEMANDA DE DIVISAS, 1998-2004



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

GRÁFICO 4.14
ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL, 1990-2004
(Promedio 1996=100)



FUENTE: Páginas web de Institutos de Estadísticas, Reuters y Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

comerciales. El ITCER alcanzó un nivel histórico récord en 2004, con una tasa de depreciación real de 5,32% respecto a 2003 (Gráfico 4.14).

Los índices bilaterales del ITCER muestran ganancias de competitividad con todos los socios comerciales que se incluyen en el indicador. Las depreciaciones reales más importantes fueron con Brasil (13,8%), Reino Unido (10%) y Alemania (8,5%) como resultado de la apreciación de las monedas de esos países frente al dólar estadounidense. También son de destacar las ganancias de competitividad con Perú y Chile, que estuvieron por encima de 7% en cada caso (Cuadro 4.12).

²⁵ Un análisis del Tipo de Cambio Real de Equilibrio se encuentra en Aguilar (2003), "Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio para Bolivia", Revista de Análisis del BCB, volumen 6, No. 1, junio 2003, La Paz.

NUEVA METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL

El Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER), que calcula y difunde el BCB, actualmente considera a los ocho socios comerciales más importantes de Bolivia. Tiene como período base el año 1996 y los ponderadores están definidos considerando el comercio internacional de Bolivia con sus socios en los años 1996 - 1997.

El comercio entre países en un contexto de globalización puede cambiar notablemente de un año a otro. Mantener un año base con cierto rezago temporal podría llevar a distorsiones del índice ITCER y a interpretaciones menos precisas en cuanto a su evolución en el tiempo. Por esta razón, el BCB decidió revisar la metodología de cálculo de este indicador, proceso que concluyó con la adopción de una nueva, más flexible y que, se espera, contribuya a una mejor interpretación del indicador. Esta metodología la aplican bancos centrales de varios países, incluidos EE.UU. y Argentina. La fórmula de cálculo es:

$$ITCER_t = ITCER_{t-1} \prod_i \left[\frac{(e_i p_{i,t} / p_t)}{(e_{i,t-1} p_{i,t-1} / p_{t-1})} \right]^{w_i}$$

Donde: e es el tipo de cambio nominal expresado en bolivianos por unidad de la moneda del socio i , p_i es el índice de precios del socio i , p es el índice de precios de Bolivia y w_i es el ponderador del socio i .

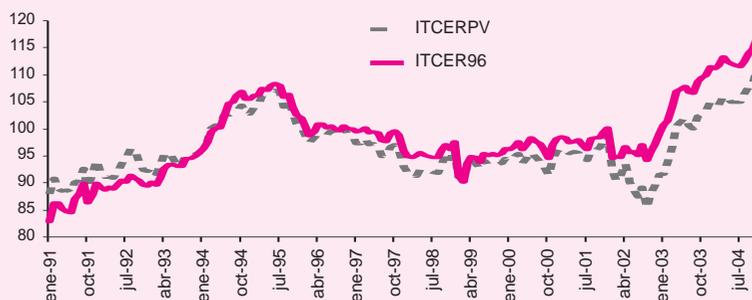
En la fórmula de cálculo se observa que los ponderadores asignados a los socios comerciales no permanecen constantes. Sólo se consideran los países cuya participación (exportaciones más importaciones) en el comercio total de Bolivia es mayor a 0,50%. Ello implica que el ITCER podrá tener un número distinto de países cada año, probablemente con diferente ponderación. Las cifras de comercio exterior no consideran las exportaciones de hidrocarburos a Argentina y Brasil, pues éstas dependen más bien de contratos de mediano y largo plazo y de los precios internacionales de estos productos.

El índice toma el valor de 100 para el período base, que puede ser elegido arbitrariamente pues lo más relevante del cálculo son las variaciones del indicador. Para el cálculo del nuevo indicador (ITCERP) se eligió como período base agosto 2003.

El Gráfico 4.15 muestra una evolución comparativa entre el ITCER base 1996 (ITCER96) y el ITCERP. Los indicadores tienden a diferenciar su comportamiento desde finales de 2001, aunque la tendencia es la misma. El ITCERP captura mejor las tendencias del comercio debido a que en ese período incorpora en promedio a dieciséis países, cifra que duplica el número de socios comerciales incluidos en el ITCER96. Debe señalarse además que el ITCERP resulta menos volátil que el ITCER96.

GRÁFICO 4.15

ITCER96 E ITCERP, 1991 - 2004



FUENTE: Páginas web de Institutos de Estadísticas, Reuters y BCB.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

CUADRO 4.12

INFLACIÓN, DEPRECIACIÓN NOMINAL Y DEPRECIACIÓN REAL, 2004

(Tasas acumuladas a diciembre 2004)

	Inflación	Depreciación nominal ^a	Depreciación real bilateral
Argentina	6,09	1,45	2,77
Brasil	6,13	-8,32	13,77
Chile	2,42	-6,16	7,26
Perú	3,49	-5,44	7,55
Alemania	2,05	-7,55	8,49
Reino Unido	3,49	-7,53	9,99
Japón	0,20	-4,15	2,72
Estados Unidos	3,22	-	1,44
Índice Multilateral	-	-	5,32

FUENTE: Páginas web de Institutos de Estadística, Reuters y Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB–Asesoría de Política Económica.

NOTA: ^a Con relación al dólar estadounidense. El signo negativo indica apreciación nominal respecto de esta moneda.

3

SISTEMA DE PAGOS

3.1 POLÍTICAS DEL SISTEMA DE PAGOS

El sistema de pagos desempeña un papel importante en un Banco Central, por cuanto afecta la ejecución de la política monetaria. Su efectividad es mayor cuando el buen funcionamiento del sistema de pagos permite que los mercados monetarios interbancarios y de valores sean activamente utilizados por prestatarios y prestamistas. Le da profundidad y amplitud al sistema financiero. Asimismo, permite generar indicadores confiables y directos sobre las condiciones monetarias de la economía en su conjunto e influye en el desempeño monetario a través de modificaciones en la liquidez del sistema, así como en la velocidad de circulación del dinero. Su funcionamiento adecuado es también importante para la estabilidad financiera y el fomento de la confianza en los medios de pago. Una de las funciones principales de los bancos centrales es mantener sistemas de pago sólidos, eficientes y seguros.

El artículo 3 de la Ley 1670 del BCB, modificado por el artículo 67 de la Ley 1864 de Propiedad y Crédito Popular, establece que el BCB, en el marco de la ley, formulará las políticas de aplicación general en materia monetaria, cambiaria y del sistema de pagos para el cumplimiento de su objetivo. Por tanto, el BCB cumple la

función de órgano rector y vigilante del sistema de pagos. A partir del año 2000, el BCB emprende la tarea de modernizar el sistema de pagos nacional, actúa como operador del sistema de pagos de alto valor; impulsa la modernización de las diferentes modalidades del sistema de pagos, promueve la instauración de nuevas entidades e instrumentos y cumple su papel de rector a través de la emisión de normativa, enmarcada en las atribuciones que la ley le confiere.

Los sistemas de pagos de importancia sistémica son aquellos cuyas fallas o problemas podrían transmitir efectos negativos entre los participantes o en el sector financiero en su conjunto. Con relación a estos sistemas, el BCB desarrolla la tarea de modernizar el sistema de pagos de alto valor (SIPAV), por el cual transcurre un número de operaciones de valor considerable y de relativa urgencia.

El desarrollo y modernización del SIPAV se implementa de manera gradual. Durante 2004, el sistema de pagos nacional tuvo importantes desarrollos que permitieron avanzar en el proceso de reforma y modernización de sus operaciones. El sistema de pagos de alto valor administrado por el BCB puso en funcionamiento la primera versión del sistema de transferencias

electrónicas, por el cual las operaciones entre sus participantes se realizan en tiempo real y valor bruto, de una manera segura y eficiente, con facilidades de información en línea y acceso a créditos de liquidez inmediata con garantía del Fondo RAL (incluyendo créditos intradiarios y *overnight*). Esto permitió a los participantes obtener en línea los recursos necesarios para realizar sus operaciones diarias.

Los servicios del sistema de pagos de alto valor que actualmente presta el BCB serán complementados con nuevos desarrollos, que permitirán estructurar un sistema de pagos integral. Este sistema, además de adecuarse a los estándares internacionales, establece un mecanismo seguro de transferencias a partir del cual el sistema financiero nacional podrá desarrollar y establecer nuevos servicios que faciliten la transmisión de recursos financieros.

Si bien el SIPAV es uno de los componentes más importantes del sistema de pagos nacional, no se debe dejar de lado el sistema de bajo valor, debido a su importancia sistémica. Las operaciones que transcurren por estos sistemas son de valores individuales pequeños, pero el número diario de operaciones que se procesa es grande. El sistema de pagos de bajo valor es ampliamente utilizado y constituye la vía directa por la cual los recursos son movilizadas entre usuarios finales e intermedios. Por este motivo, su adecuada protección y desarrollo también es importante. La Cámara de Compensación de Cheques (CCC) es, sin duda, por el volumen de transacciones que opera, la de mayor importancia.

A partir de noviembre 2004, la CCC actúa como una empresa de servicios auxiliares financieros, manejada por la Administradora de Cámaras de Compensación y Liquidación (ACCL S.A.), entidad privada que cuenta con licencia de funcionamiento de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF). Realiza sus operaciones en el marco de lo dispuesto por el Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación del BCB. Permite que sus participantes realicen operaciones a través de medios electrónicos en línea, a quienes proporciona la información necesaria durante todo el proceso de manera que pueda evaluar adecuadamente los riesgos y estado de sus operaciones.

En 2004, la CCC ha logrado obtener licencia de funcionamiento de la SBEF, luego de adecuarse a lo establecido por la normativa del BCB. Por otra parte, en coordinación con la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS), se realizaron esfuerzos conjuntos para que la Entidad de Depósito de Valores (EDV S.A.) liquide sus operaciones a través de una Cuenta Liquidadora en el BCB. De esta manera se aseguran los recursos para la liquidación de las operaciones bursátiles y se reducen los riesgos asociados a este tipo de transacciones.

En el ámbito normativo, en 2004 el BCB aprobó un nuevo Reglamento del Sistema de Pagos de Alto Valor, cuyo objetivo es normar el funcionamiento y operatividad del sistema. Define derechos, obligaciones y responsabilidades de su administrador y participantes, así como las facilidades de liquidez automática. También se implementó el Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación (aprobado en diciembre 2003), cuya principal función es definir el marco normativo para la constitución y funcionamiento de las entidades que presten estos servicios, y los lineamientos para la compensación y liquidación de los instrumentos de pago. Esta norma permitirá que se desarrollen nuevas iniciativas privadas en este campo, de manera que aumente la disponibilidad de medios electrónicos de pagos seguros y eficientes para el público en general.

Por otra parte, con el fin de otorgar validez a las transacciones realizadas por medios electrónicos, se aprobó el Reglamento de Firma Digital para el Sistema de Pagos, el cual incluye las principales definiciones y normas internacionales relacionadas con las características de la firma digital. Esto permitirá cumplir con los requisitos necesarios que otorguen validez jurídica y efecto probatorio a las operaciones electrónicas, de forma similar a la que la ley otorga a la firma autógrafa. El uso de mecanismos de seguridad en las comunicaciones y de la firma digital en los sistemas asegura la irrevocabilidad de los pagos realizados. Adicionalmente, para realizar el seguimiento de las operaciones del sistema en su conjunto, se establecieron mecanismos de vigilancia del sistema de pagos. Sin embargo, será necesario consolidar esta función en el BCB.

3.2 OPERACIONES DEL SISTEMA DE PAGOS

En 2004, el sistema pagos presentó una disminución de 15,8% en el valor de sus operaciones respecto de 2003. Esta disminución fue más significativa en el valor de las operaciones en dólares, atribuible en gran medida a la aplicación del ITF, que motivó una menor utilización del dólar como medio de pago (Gráfico 4.16). El Cuadro 4.13 muestra la evolución reciente de los sistemas de pago de alto y bajo valor.

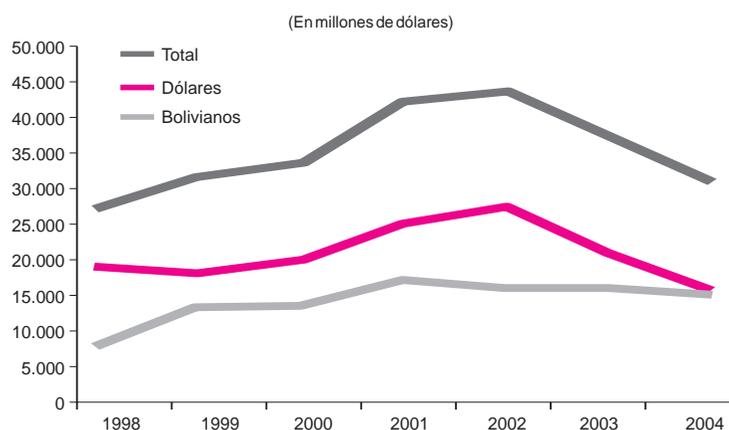
La mayor proporción de pagos de bajo valor se realiza a través de cheques. En este sentido, los movimientos en la CCC registraron 1.859.929 cheques transados durante el año por un valor de \$us7.122 millones, 19%

menor a los de 2003 y con un promedio por operación de \$us3.829. El monto de estas operaciones representó 0,81 veces el PIB. El movimiento de las tarjetas de crédito y débito alcanzó sólo 0,08 veces el PIB, lo que evidencia el poco desarrollo de estos instrumentos alternativos de pago.

Como puede observarse en el Gráfico 4.17, en 2004 fueron necesarios 132 días para procesar por el SIPAV un valor igual al PIB anual del país (a precios corrientes), mientras que el sistema de bajo valor (representado por las operaciones realizadas en la CCC) necesitó 444 días para hacerlo. En 1998, el SIPAV precisó 210 días para procesar un valor igual al PIB de ese año, mientras que el sistema de bajo valor requirió 239 días.

GRÁFICO 4.16

VALOR DE LAS OPERACIONES POR MONEDA, 1998 - 2004



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Sistema de Pagos.

CUADRO 4.13

SISTEMA DE PAGOS, 1998-2004

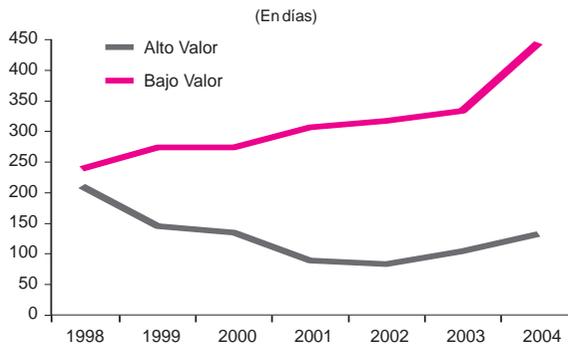
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Valor total en millones de dólares							
Alto valor	14.583	20.654	22.644	32.868	34.625	28.159	23.943
Bajo valor	12.811	10.926	11.076	9.579	9.022	8.758	7.122
Valor promedio por operación en dólares							
Alto valor	576.390	484.830	480.757	613.511	601.281	460.639	345.847
Bajo valor	4.365	4.001	4.392	4.147	4.053	4.032	3.829
Número de operaciones							
Alto valor	25.300	42.600	47.100	53.574	57.586	61.131	69.230
Bajo valor	2.935.000	2.731.000	2.521.802	2.310.085	2.225.822	2.172.256	1.859.929

FUENTE: Banco Central de Bolivia y ACCL S.A.
ELABORACIÓN: BCB - Sistema de Pagos.
NOTA: En el caso de operaciones de bajo valor sólo se consignan las realizadas a través de la CCC.

GRÁFICO 4.17

TIEMPO NECESARIO PARA PROCESAR UN VALOR

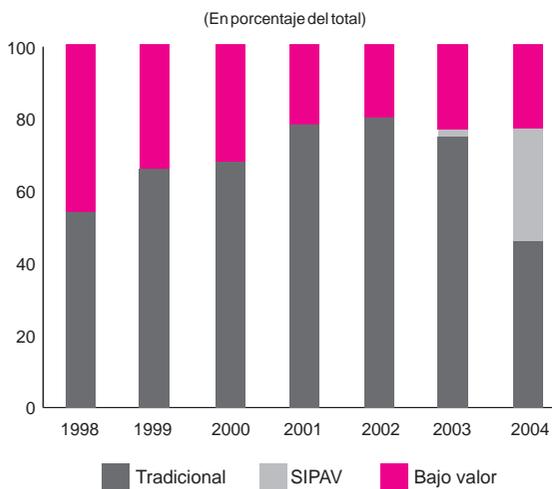
IGUAL AL PIB ANUAL, 1998-2004



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Sistema de Pagos.

GRÁFICO 4.18

VALOR DE LAS OPERACIONES, 1998-2004



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Sistema de Pagos.

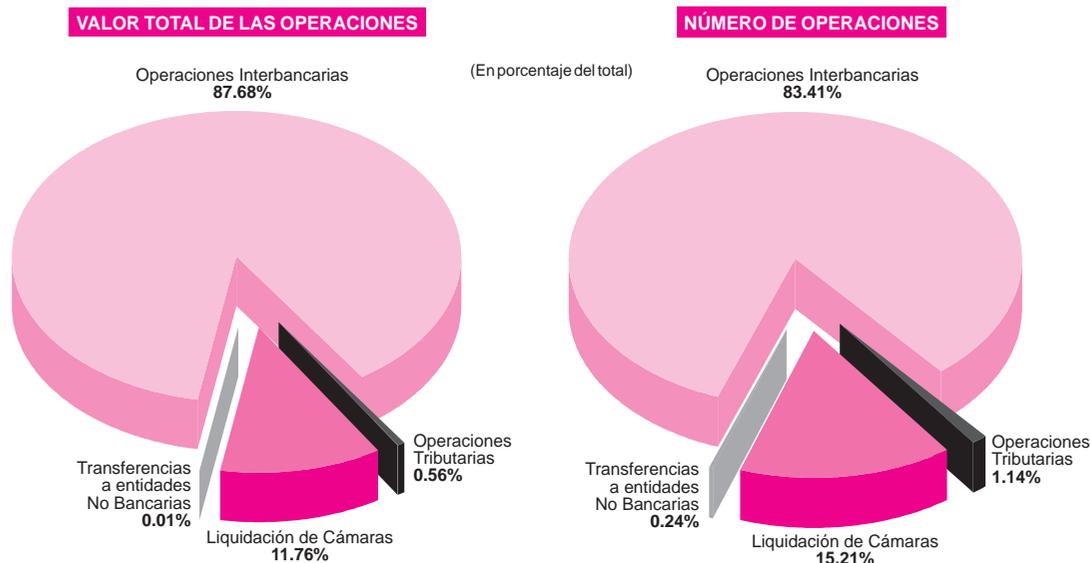
El Gráfico 4.18 muestra la evolución de los montos transados en cada sistema (como porcentaje del total), incluyendo a partir de 2003 los montos transados a través del SIPAV. Se puede apreciar que desde fines de 2003, como resultado del avance en la automatización

de las operaciones de alto valor, un porcentaje significativo de operaciones, antes realizadas por medios físicos, se procesan por medios electrónicos.

En el caso de las operaciones de bajo valor con cheques, hasta 2003 el promedio por operación se mantenía en \$us4.000 aproximadamente, en tanto que en 2004 se observa una disminución a \$us3.829, efecto de la aplicación del ITF y la puesta en producción del SIPAV. Las operaciones de alto valor muestran una tendencia similar: mientras que el valor promedio por operación hasta 2003 osciló entre \$us460.000 y \$us613.000, en 2004 este valor fue de \$us345.847 por operación, menor en 25% al límite inferior registrado hasta el año anterior. Esta situación se debe a que el sistema financiero realizó menos operaciones y por montos menores a las efectuadas antes de 2001, año a partir del cual se observa una contracción general en las operaciones activas y pasivas del sistema financiero nacional. Adicionalmente, la disminución del valor promedio en el sistema de pagos de alto valor muestra que si bien actualmente los participantes realizan mayores operaciones, las hacen por montos individuales menores, dado que la implantación del SIPAV les permite realizar operaciones específicas de acuerdo con sus requerimientos, sin necesidad de agregarlas.

Finalmente, el Gráfico 4.19 muestra que para realizar transferencias interbancarias los participantes utilizaron principalmente el SIPAV. Se debe tener en cuenta que operaciones como transferencias de fondos a entidades no bancarias, liquidación de cámaras y transferencias de recaudaciones tributarias fueron implantadas sólo en el tercer trimestre de 2004. Se espera que a futuro la utilización del sistema electrónico crezca, en la medida en que los participantes amplíen la gama de sus operaciones.

GRÁFICO 4.19
SISTEMA DE PAGOS



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Sistema de Pagos.

SISTEMA DE PAGOS DE ALTO VALOR (SIPAV)

El Banco Central de Bolivia implantó oficialmente a partir del 9 de diciembre 2004 el Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV). Éste es un sistema informático que permite la liquidación bruta en tiempo real de transferencias de fondos que se realizan mediante mensajes electrónicos irrevocables, firmados digitalmente.

El SIPAV ha sido desarrollado de forma modular. En su primera fase está conformado por los módulos de Transferencias Electrónicas, de Consulta de Saldos y Extractos y de Control y Gestión de Créditos de Liquidez. A través del módulo de Transferencias, los participantes del SIPAV pueden emitir documentos electrónicos de transferencia de fondos por cuenta propia o de terceros. Mediante el módulo de Reportes y Consultas, los participantes acceden a información en línea de los saldos y movimientos efectuados en sus cuentas, así como a información de su Fondo RAL, el colateral disponible para requerir créditos de liquidez (Tramos I y II, Intradiarios y *Overnight*), y el estado de los créditos obtenidos. En la primera versión del módulo de Control de Gestión y Créditos de Liquidez se procesan operaciones de créditos de liquidez intradiarios y *overnight* que facilitan la fluidez de los pa-

gos en el sistema con el objetivo de evitar entramientos que conllevan riesgo sistémico.

El funcionamiento del SIPAV está normado por los Reglamentos del Sistema de Pagos de Alto Valor y de Firma Digital. Las funcionalidades y lineamientos del sistema se encuentran definidos en su Guía Operativa e Informática que, de manera complementaria a los citados Reglamentos, norma los procedimientos para operar en el SIPAV.

Los mensajes que originan las operaciones electrónicas que se realizan entre el BCB y los bancos son confidenciales, por lo que adicionalmente al uso de la firma digital se utilizan mecanismos de encriptación de mensajes, tanto por *hardware* como por *software*, que hacen que la información que transita en la red de comunicaciones sea ilegible para agentes que no están autorizados a su acceso.

El SIPAV, implantado a la fecha, ha sido diseñado para ofrecer gradualmente nuevos servicios que permitan brindar al sistema financiero seguridad y eficiencia en sus pagos, así como otras facilidades de liquidez y gestión de sus cuentas.

4

LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2005

Durante 2005, la política monetaria del Banco Central de Bolivia estará orientada a mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional a través de una inflación baja y estable, tal como lo establece la Ley 1670. En este sentido, el BCB ha fijado como objetivo una tasa de inflación punta a punta que no exceda 3,8%.

La política monetaria del BCB, delineada en el Programa Monetario del año 2005, continuará utilizando una estrategia de metas intermedias de cantidad consistente en: i) la fijación de límites a la expansión del CIN del BCB a fin de no generar exceso de oferta de dinero que resulte en presiones inflacionarias, y ii) el fortalecimiento de las RIN, dada la alta dolarización de la economía.

El Programa Monetario 2005 supone un crecimiento de la actividad económica en torno a 4,5% y la reducción del déficit del SPNF de 5,5% del PIB en 2004 a 5%²⁶ del PIB en 2005. Ello es consistente con una utilización limitada de los recursos del BCB por parte del SPNF.

Los principales parámetros utilizados en el diseño del Programa Monetario 2005 son: i) acumulación de las RIN del BCB por un monto no inferior a \$us40 millones; ii) expansión del CIN total del BCB no mayor a Bs102,3 millones; y, iii) el CIN del BCB al SPNF no podrá exceder Bs137,2 millones. El Programa incorpora los términos del Memorándum de Entendimiento entre el Ministerio de Hacienda y el BCB para 2005. Este documento establece un límite al saldo de créditos de liquidez al TGN de Bs1.937,9 millones e incorpora el compromiso del TGN de reducir este saldo en al menos Bs50 millones; adicionalmente, cuando existan operaciones financieras de reestructuración de activos y pasivos, o cuando se realice una colocación neta positiva de títulos (Letras y Bonos C) por encima de Bs98,4 millones, cifra que requiere el TGN en la gestión 2005 de acuerdo con sus previsiones de financiamiento.

El Programa Monetario prevé una cobertura de reservas internacionales brutas a depósitos en dólares de 52,4%.

A partir de 2005, se incluirán los activos y pasivos de las entidades financieras no bancarias en el cálculo del indicador. Asimismo, se considerará otro indicador de cobertura de reservas que incluirá a los depósitos en MN. Con este indicador, la cobertura puede alcanzar a 45,5%.

Se estima una colocación neta del BCB en OMA consistente con los demás parámetros determinados en el programa y con las previsiones de un aumento de 10% en la demanda por bolivianos en términos nominales (Bs428,3 millones) en 2005. Este comportamiento sería coherente con los parámetros establecidos de inflación y crecimiento.

El BCB pretende ampliar en 2005 el monitoreo de la liquidez de las entidades del sistema financiero, aspecto que permitirá mejorar los pronósticos que regularmente se realizan y, por tanto, tener un mejor control sobre la evolución del programa monetario.

La política cambiaria del BCB durante 2005 continuará orientada a mantener un tipo de cambio real competitivo con sujeción al objetivo principal del BCB, que es el de mantener la estabilidad y el poder adquisitivo de la moneda nacional. Asimismo, buscará crear condiciones favorables para un mayor desarrollo de operaciones financieras en moneda nacional, incluyendo UFV, en el sistema financiero.

Con un entorno externo ventajoso, que incluye la proyección de un superávit en cuenta corriente menor al de la gestión 2004, se buscará captar una parte de esos flujos a las reservas del BCB principalmente a través de operaciones de cambio. Este aspecto será favorecido con la modernización del Bolsín. Se establecerá un sistema electrónico de subasta que permitirá la compra-venta de divisas que, a la vez de mantener la posibilidad de intervención del BCB, favorecerá el desarrollo del mercado cambiario. Estos elementos contribuirán a un manejo más flexible y transparente de la política cambiaria.

²⁶ La meta fiscal se mide en términos absolutos. El monto negociado con el FMI en febrero 2005 representaba 5,2% del PIB; con cifras actualizadas del PIB, la meta del déficit fiscal alcanza 5%.