

PARTE IV

POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

1. Política monetaria y crediticia
2. Política cambiaria
3. Sistema de pagos
4. Lineamientos de política monetaria y cambiaria para 2006

1928



1

POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

El esquema actual de política monetaria se basa en metas intermedias de cantidad que consiste en fijar límites máximos a la expansión del CIN con el objetivo de que la oferta monetaria sea consistente con la demanda de dinero del público y no resulte en presiones inflacionarias. Este esquema se complementa con límites mínimos para la acumulación de RIN. La importancia de fortalecer las RIN se debe a las características de la economía boliviana: pequeña y abierta, con un régimen de tipo de cambio deslizando (crawling peg) y con elevados niveles de dolarización financiera. Por tanto, el programa monetario del BCB tiene como metas intermedias niveles máximos de expansión del CIN y límites mínimos de aumento de RIN. Durante 2005 todas las metas del programa monetario se cumplieron con márgenes importantes.

En esta gestión, como resultado de las medidas cambiarias y el buen desempeño de las exportaciones, los agentes económicos vendieron divisas al BCB y demandaron moneda nacional con mayor intensidad. El BCB esterilizó parte de la expansión monetaria mediante el uso de sus instrumentos. Además, estas acciones fueron complementadas con la acumulación de depósitos en el BCB que realizaron tanto el SPNF como el sistema financiero. El incremento del circulante en la gestión responde a una mayor demanda por parte del público y, como se muestra posteriormente, no tiene implicaciones inflacionarias.

A mediados de año se aprobó el nuevo Reglamento de Encaje Legal, estableciéndose una política más diferenciada a favor de la moneda nacional. Esta medida contribuyó a ampliar la preferencia del público por activos financieros en moneda nacional y fue importante también para contener la inflación. Por su parte, las operaciones de mercado abierto se adaptaron a las condiciones de liquidez: se dinamizaron en el segundo semestre con la intensificación de las operaciones de cambio.

El crédito neto del BCB al SPNF disminuyó sustancialmente debido al importante incremento de las recaudaciones fiscales. Estas operaciones se sujetaron a los límites del programa monetario y del Memorandum de Entendimiento suscrito entre el Ministerio de Hacienda y el BCB. Los créditos del BCB al sistema financiero fueron instrumentados a través de reportos y créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL. Estos recursos se otorgaron principalmente en los meses de mayo y junio debido a la demanda de liquidez del sistema financiero para atender el retiro de depósitos, que se generó a raíz de los conflictos sociales. Empero, estos requerimientos de liquidez fueron inferiores a los registrados en eventos similares de gestiones pasadas.

El comportamiento de las tasas de interés estuvo acorde con las condiciones de liquidez del sistema. Sólo en los meses de mayo a julio se observó un mayor movimiento del mercado monetario y consecuentemente tasas más elevadas. Similar comportamiento registraron las tasas de interés en el mercado interbancario.

Los agregados monetarios crecieron a tasas importantes, principalmente en MN. Sin embargo, hubo una disminución en la creación secundaria de dinero, debido al fuerte incremento de las reservas bancarias, lo que también contribuyó a atenuar posibles presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

1.1 PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO 2005

El Programa Monetario, que anualmente aprueba el Directorio del Banco Central de Bolivia, fija los lineamientos de la política monetaria sobre la base de límites a la evolución de CIN y RIN. Este instrumento forma parte de un programa macroeconómico más amplio, que se conoce como Programa Financiero y que se lo diseña conjuntamente con autoridades del Ministerio de Hacienda. El Programa Financiero busca la consistencia entre las políticas monetaria, cambiaria, fiscal y financiera. Se sustenta en objetivos comu-



nes de crecimiento de la actividad económica y de inflación para el año.

En octubre de 2005 se modificaron los criterios de desempeño del Programa Financiero original. Con la sexta revisión del Acuerdo Stand By con el FMI, se modificaron las proyecciones de crecimiento de la actividad económica de 4,5% a 3,9% y de inflación de 3,8% a 4,2%. El nuevo programa determinó un incremento máximo del CIN del BCB de Bs10 millones, un aumento mínimo de las RIN del BCB de \$us135 millones y una contracción del CIN del BCB al SPNF de Bs30 millones. Asimismo, se disminuyó la meta de déficit fiscal para 2005, de 5% a 3,5% del PIB. En 2005, todas las metas cuantitativas del Programa Financiero se cumplieron con amplios márgenes (Cuadro 4.1).

El déficit fiscal, el financiamiento interno total y el crédito neto del BCB al SPNF fueron sustancialmente menores a las metas, debido al importante incremento de las recaudaciones por la introducción del Impuesto Directo a los Hidrocarburos, el aumento del Impuesto a las Utilidades de las Empresas, la mayor eficiencia

del Servicio de Impuestos Nacionales y precios favorables de exportación del gas. También influyó la ligera apreciación del tipo de cambio, que se tradujo en menor presión del servicio de la deuda pública.

Asimismo, las variables monetarias cumplieron los límites fijados para la gestión. La ganancia de RIN superó ampliamente a su respectiva meta. El CIN total y al SPNF registraron flujos negativos de gran magnitud, lo que causó amplios márgenes y contrarrestó un posible efecto expansivo del incremento de reservas internacionales en los medios de pago.

El CIN se contrajo notablemente, en Bs2.208 millones, frente a una meta ajustada de Bs161 millones, lo que resultó en un margen de Bs2.369 millones. Este margen se debió principalmente a la fuerte contracción del crédito neto al SPNF y a la acumulación de recursos del sistema financiero en el BCB. Esta última como resultado tanto de medidas precautorias de los propios bancos como de las políticas implementadas por el BCB, a través de medidas de encaje legal y Operaciones de Mercado Abierto (OMA).

CUADRO 4.1

PROGRAMA FINANCIERO, 2005

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

(Flujos en millones)

		Original ^{1/}	Meta Revisada ^{2/}	Meta Ajustada ^{3/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES						
Déficit del sector público	Bs	3.763	2.728	2.721	1.729	992
Financiamiento interno al sector público ^{4/}	Bs	1.174	1.174	1.240	8	1.232
Deuda externa pública o con garantía (hasta 1 año)	\$us	25	25	25	6	19
Deuda externa pública o con garantía (no concesional)	\$us	14	14	10	-28	37
VARIABLES MONETARIAS						
Crédito interno neto total	Bs	102	10	161	-2.208	2.369
Crédito interno neto del BCB al SPNF ^{5/}	Bs	137	-30	-30	-1.285	1.255
Reservas internacionales netas del BCB ^{6/}	\$us	40	135	117	504	387

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: ^{1/} Cifras aprobadas por el Directorio del BCB el 22/02/05 y por el Directorio del FMI el 8/04/2005.

^{2/} Acordado en octubre 2005.

^{3/} Metas revisadas más ajustes por HIPC, financiamiento externo y encaje legal constituido en ME.

^{4/} Meta máxima anual según Memorandum Técnico de Entendimiento de Bs1.174 millones.

^{5/} No incluye cuasifiscal.

^{6/} En el programa financiero la ganancia de reservas de \$us504 millones se mide a precio fijo del oro y tipos de cambio fijos para el DEG. A precios y tipos de cambio variables la ganancia de RIN fue \$us591 millones.



La ganancia de \$us504 millones en RIN es atribuible al buen comportamiento de las exportaciones. Por su parte, la política cambiaria hizo que el BCB aumentara significativamente la compra de divisas por intermedio del sistema financiero. En el último trimestre, este incremento fue aún mayor debido a la transferencia externa de ENTEL S.A., por aproximadamente \$us200 millones, al Fondo de Capitalización Colectiva y al Fondo de Capitalización Individual en la parte que les correspondía por la reducción patrimonial de la empresa.

A fines de 2005, el nivel de cobertura de las reservas alcanzó a 71,1% de los depósitos bancarios en moneda extranjera, superior al del cierre de 2004, que fue de 49,4%.²⁸ El nivel actual de las reservas internacionales consolidadas es un respaldo para los pagos internacionales y las transacciones del sistema financiero nacional.

Las operaciones de cambio determinaron un incremento de las RIN, así como un aumento de la emisión monetaria. El crecimiento de la emisión fue atenuado con los instrumentos que dispone el BCB, especialmente mayores colocaciones netas de títulos en moneda nacional. Además, actuaron en la misma dirección la acumulación de depósitos voluntarios en el BCB por parte de las entidades financieras (excedentes de encaje) y por parte del SPNF. La contracción del CIN apoyó los esfuerzos dirigidos al control de la inflación.

De esta forma, el incremento de las RIN fue sustancialmente mayor al incremento de la emisión monetaria. A pesar de esto, la emisión registró todavía un crecimiento importante de 44,3%, que estuvo sustentado principalmente por una mayor demanda, debido

al dinamismo de la economía y a la disminución del costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo como resultado de la apreciación del tipo de cambio y la consiguiente baja en las tasas pasivas de interés. Además, parte importante del incremento del circulante en moneda nacional se debió a la sustitución de circulante en moneda extranjera, lo que en una economía dolarizada no tiene el carácter expansivo que tendría en otras economías ya que la moneda extranjera también forma parte de los medios de pago. Por tanto, no se puede atribuir un efecto inflacionario a las operaciones de cambio de moneda extranjera por moneda nacional que realizó el BCB.

El Balance Monetario con los flujos acumulados en el primer y segundo semestres y desagregado por monedas permite mostrar las características de las operaciones de cambio y la intervención del BCB (Cuadro 4.2). En el segundo semestre, junto con las medidas cambiarias, los agentes económicos vendieron al BCB divisas y demandaron moneda nacional. Lo anterior se reflejó en un fuerte incremento de las RIN y en un incremento importante, aunque sustancialmente menor, de la emisión monetaria. El BCB esterilizó parte de la expansión monetaria con mayores colocaciones de títulos (OMA) y con el incremento del encaje constituido en moneda nacional, que en gran medida correspondió a encajes voluntarios por parte de las entidades financieras (el signo negativo representa un incremento de pasivos del BCB por estos conceptos). Además, las acciones de la política monetaria se vieron complementadas con la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB. Estudios del BCB señalan que el incremento del circulante responde a una mayor demanda por parte del público, por lo que no tiene características inflacionarias.

²⁸ 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 + Fondo RAL ME de bancos). Esta cobertura con relación a los depósitos en dólares en bancos y entidades financieras no bancarias, creció de 36,5% en diciembre de 2004 a 53,4% en diciembre de 2005.



El 31 de octubre de 2005, el Directorio del FMI aprobó la sexta revisión del Acuerdo Stand By (Cuadro 4.3).²⁹ Debido a la buena situación de RIN, se acordó una

reducción en 15% del monto de financiamiento aprobado (DEG171,5 millones) y que el Programa tenga en adelante un carácter precautorio (sin desembolsos).

CUADRO 4.2

BALANCE MONETARIO POR MONEDAS, 2005

(Flujos en millones de bolivianos)

	Enero - Junio			Julio - Diciembre			Enero - Diciembre		
	MN	ME	TOTAL	MN	ME	TOTAL	MN	ME	TOTAL
EMISIÓN	-238	0	-238	2.135	0	2.135	1.897	0	1.897
CRÉDITO INTERNO NETO	-238	-212	-451	2.135	-3.892	-1.757	1.897	-4.105	-2.208
Sector público no financiero ^{1/}	-1.112	298	-814	-1.084	354	-730	-2.195	652	-1.543
Sistema financiero	358	-97	261	-1.209	380	-829	-851	283	-568
del cual: Encaje legal	275	-38	237	-706	190	-517	-432	152	-280
LT D y BT ^{2/}	114	36	151	-520	185	-335	-406	221	-185
Otras instituciones financieras	0	13	13	0	1	1	0	14	14
Otros	515	-384	132	4.427	-4.678	-251	4.943	-5.062	-119
Obligaciones de M. y L. plazo	0	-43	-43	0	51	51	0	8	8
RES.INT.NETAS (en mill.Bs)	0	212	212	0	3.892	3.892	0	4.105	4.105
(en mill.\$us)	0	26	26	0	478	478	0	504	504

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: MN = Moneda Nacional y UFV; ME= Moneda Extranjera y MN indexada al Dólar.

^{1/} Incluye cuasifiscal.^{2/} Colocación neta (-), redención neta (+).

CUADRO 4.3

BOLIVIA: ACUERDO STAND BY

(En millones)

Préstamo	Fecha de Desembolso	Monto acordado (en DEG)	Monto Desembolsado	
			(en DEG)	(\$us/DEG) ^{2/} (en \$us)
Acuerdo anual 2003		85,8	75,0	103,4
Primer desembolso	7/4/03		42,9	1,3595
Primera revisión	9/4/03		10,7	1,3595
Segunda revisión	24/10/03		10,7	1,3595
Tercera revisión	15/6/04		10,7	1,486
Ampliación acuerdo a 2004		42,9	26,8	39,8
Cuarta revisión	29/9/04		26,8	1,486
Ampliación acuerdo a 2005		17,1^{1/}	9,7	15,0
Quinta revisión	12/4/05		9,7	1,553
Sexta revisión	31/10/05			
Acuerdo total ^{3/}		145,8	111,5	158,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: ^{1/} De acuerdo a la solicitud en la sexta revisión de Acuerdo Stand By de septiembre de 2005.^{2/} Tipo de cambio fijo utilizado en el programa monetario según Memorándum Técnico con el FMI.^{3/} Incluye la reducción del 15% del monto aprobado.

²⁹ El 2 de abril de 2003, el Directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó un Acuerdo Stand By para Bolivia que estableció un desembolso inicial de 85,8 millones de Derechos Especiales de Giro (DEG). Entre abril de 2003 y junio de 2004 se desembolsaron un total de DEG75 millones, que correspondieron al préstamo inicial y las primeras tres revisiones (Cuadro 4.3). El 10 de junio de 2004, el Directorio del FMI aprobó la ampliación del Acuerdo Stand By hasta diciembre de ese año, incluyendo recursos adicionales por DEG42,9 millones. El 29 de septiembre de 2004 fueron desembolsados DEG26,8 millones correspondientes a la cuarta revisión. El 28 de diciembre 2004, el FMI aprobó extender el acuerdo contingente con Bolivia hasta el 30 de junio de 2005; y el 8 de abril de 2005 aprobó la quinta revisión y desembolsó DEG9,7 millones el 12 de abril de 2005. El monto total de financiamiento bajo el Acuerdo Stand By, alcanza a DEG145,78 millones, quedando un saldo por desembolsar de DEG34,3 millones.



1.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

1.2.1 Régimen de encaje legal

En la gestión 2005, el Banco Central introdujo importantes cambios en el régimen de encaje legal. Dos objetivos primaron: i) favorecer las captaciones de depósitos en moneda nacional en el sistema financiero y, ii) fortalecer la liquidez en ME ante la volatilidad de depósitos observada en años anteriores, especialmente en respuesta a eventos político-sociales. Para este efecto, se subió la tasa de encaje legal en moneda extranjera y se establecieron encajes adicionales al incremento de los depósitos en esta moneda.

La Resolución de Directorio del BCB N° 48, de 20 de abril de 2005, aprobó el nuevo Reglamento de Encaje Legal, que establece la obligación de las instituciones financieras de constituir 2% de encaje en efectivo y 10% en títulos valor para depósitos en moneda nacional y UFV, y 2% de encaje en efectivo y 12% de encaje en títulos para depósitos en moneda extranjera y en moneda nacional indexada al dólar (MVDOL). Adicionalmente, para estos últimos depósitos, la norma estableció un encaje adicional en títulos. La base del encaje adicional es el incremento con relación al

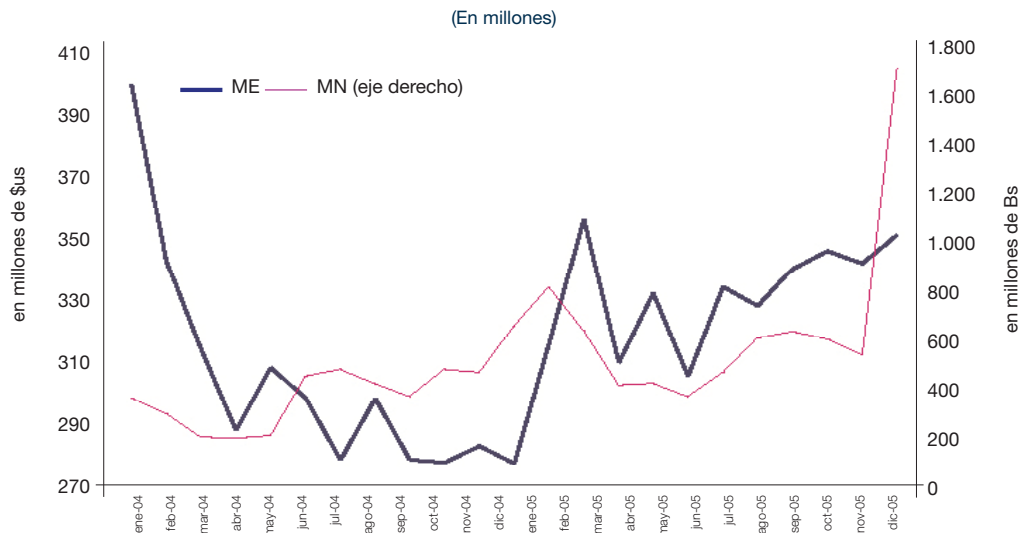
80% de los depósitos en ME y MVDOL registrados el 31 de marzo de 2005. Este régimen adicional permite compensaciones de uno a uno, en la medida en que la entidad también incremente sus depósitos en moneda nacional y UFV en el mismo período (ver recuadro).

Bajo la nueva norma se mantiene la modalidad de constituir los recursos del encaje en títulos en fondos de requerimientos de activos líquidos (Fondo RAL para ME y MN) que son invertidos en títulos en la moneda de origen del depósito. Con base en la garantía del Fondo RAL, el BCB puede conceder créditos de liquidez inmediata en dos tramos, hasta 40% y 30% respectivamente.

La evaluación de la nueva norma es positiva. Por una parte, el diferencial de tasas de encaje legal y la posibilidad de compensar el encaje en moneda extranjera han incrementado los depósitos en bolivianos como se esperaba. Por otra, el país dispone de un mayor volumen de recursos en ME para enfrentar eventuales incrementos de la volatilidad de los depósitos del sistema financiero en dicha moneda, lo que fortalece el papel de prestamista de última instancia que tiene el BCB. Como se observa en el Gráfico 4.1, el encaje constituido en ME y en MN tuvo un comportamiento creciente, sobre todo a fines de la gestión 2005.

GRÁFICO 4.1

SISTEMA FINANCIERO: ENCAJE CONSTITUIDO EN ME Y EN MN, 2004-2005



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

NUEVO REGLAMENTO DE ENCAJE LEGAL

El artículo 7 de la Ley 1670 faculta al BCB a establecer encajes legales de obligatorio cumplimiento por parte de los bancos y entidades de intermediación financiera, determinar la composición de los mismos, su cuantía, forma de cálculo, características y remuneración. Los requerimientos de encaje inciden en la disponibilidad de recursos del sistema y consiguientemente en el nivel de liquidez. Estos recursos, mantenidos con fines prudenciales, sirven además de respaldo para créditos de liquidez otorgados por el BCB al sistema financiero.

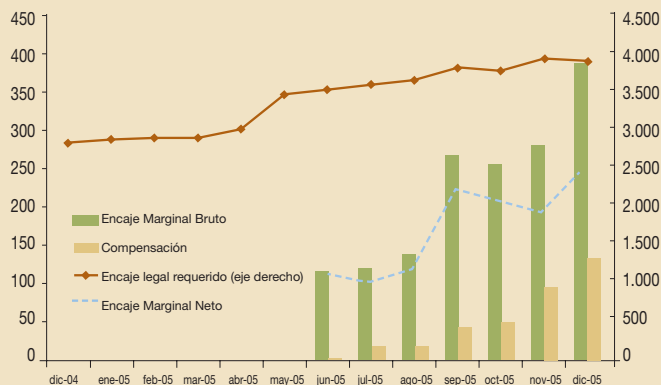
A efectos de introducir mayores requerimientos de activos líquidos en moneda extranjera, que permitan disminuir los riesgos en el sistema financiero y contribuyan a fortalecer la capacidad del Ente Emisor como prestamista de última instancia, el BCB aprobó un nuevo Reglamento de Encaje Legal, el 20 de abril de 2005, mediante Resolución de Directorio R.D. 048/2005. Entre las principales disposiciones, se determinó mantener el encaje para depósitos en moneda nacional y en UFV en 12% (2% en efectivo y 10% invertido en títulos), pero aumentarlo para obligaciones con el público en ME y MVDOL a 14% (2% en efectivo y 12% en títulos).

Adicionalmente, se estableció que los depósitos en ME y en MVDOL por encima de 80% del nivel registrado al 31 de marzo de 2005 estén sujetos a un encaje adicional con tasas sujetas a un incremento gradual: 2,5% (entre el 06/06/05 y 11/09/05), 5% (entre el 12/09/05 y 18/12/05) y 7,5% (a partir del 19/12/05). La norma también dispuso la posibilidad de compensar el encaje adicional con el crecimiento de los depósitos en moneda nacional o en UFV por encima del nivel registrado al 31 de marzo de 2005, utilizando las mismas tasas para calcular la compensación.

Al mismo tiempo que estos cambios reducen la vulnerabilidad del sistema financiero a través de la constitución de mayores recursos líquidos, incentivan la captación de depósitos en moneda nacional y en UFV. A partir de su aplicación, en junio de 2005, el incremento de la tasa de encaje en títulos de 10 a 12%, así como el encaje adicional, incidieron en elevar los requerimientos de encaje, que también subieron por el aumento en el nivel de depósitos. El mecanismo de compensación indujo a los bancos a captar depósitos en bolivianos como medio para disminuir los requerimientos de encaje (Gráfico). Es importante señalar que las medidas de encaje coincidieron con un aumento en los depósitos totales.

Evolución del Encaje en 2005

(En millones de Bs)



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



1.2.2 Operaciones de Mercado Abierto

Las OMA comprenden la compra y venta (definitiva o no) de valores públicos por parte del BCB. A través de este instrumento indirecto se contrae o expande la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía. La compra y venta de valores públicos en el mercado primario se realiza mediante subasta pública o mesa de dinero.

El Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos para las OMA en función de las metas del programa monetario y la evolución estimada de la liquidez en la economía. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) establece semanalmente los montos, plazos y monedas o denominaciones de la oferta de valores públicos con base en estos lineamientos y los pronósticos semanales de la liquidez del sistema financiero. El COMA determina además las tasas premio base y los montos disponibles para operaciones de reporto con valores públicos.

El BCB administra también las emisiones de Letras y Bonos "C" que realiza el Tesoro General de la Nación (TGN) por intermedio del Ente Emisor. Estas coloca-

ciones no son para regulación monetaria y no modifican la cantidad de dinero disponible en la economía, en la medida en que financian el gasto público o se usan para refinanciar deuda a su vencimiento.

El saldo neto del total de valores públicos culminó la gestión 2005 en \$us799 millones, lo que refleja un incremento de \$us70,1 millones con relación al cierre de 2004.³⁰ Luego de colocaciones netas negativas hasta el mes de febrero, ellas se tornaron positivas, incrementando el saldo sucesivamente hasta el mes de mayo. En junio, por los problemas de liquidez asociados a los conflictos sociales, las entidades financieras redimieron valores para proveerse de recursos que les permitieran atender eventuales retiros de depósitos. Empero, a partir del mes de julio, nuevamente adquirieron valores públicos. Las colocaciones del segundo semestre impulsaron el incremento observado en toda la gestión. Este comportamiento caracterizó a los valores colocados tanto por el BCB como por el TGN (Cuadro 4.4). De este modo, la contracción monetaria realizada por el BCB a través de OMA fue complementada por las colocaciones del TGN, ya que, como se vio en la sección anterior, el sector público no financiero acumuló depósitos en el BCB durante el segundo semestre.

CUADRO 4.4

SALDOS NOMINALES NETOS DE VALORES PÚBLICOS^{1/}

(En millones)

MES	Valores del BCB (OMA)			Valores del TGN			Total General
	MN ^{2/}	ME	Total ^{3/}	MN ^{2/}	ME	Total ^{3/}	
diciembre-2004	229,3	39,8	68,3	1.097,3	524,1	660,5	728,8
enero-2005	228,3	32,7	61,1	1.156,2	491,9	635,5	696,6
febrero	221,3	31,2	58,7	1.237,8	482,9	636,4	695,1
marzo	201,0	34,4	59,3	1.343,6	484,4	650,7	710,0
abril	144,0	36,5	54,3	1.433,4	498,0	675,4	729,8
mayo	122,2	37,9	53,0	1.569,7	493,0	687,3	740,3
junio	123,2	36,0	51,2	1.653,3	473,8	678,4	729,6
julio	172,2	37,9	59,3	1.891,1	451,7	687,2	746,6
agosto	304,7	35,1	73,0	2.153,5	414,2	682,4	755,4
septiembre	501,5	20,3	82,9	2.365,4	377,4	672,3	755,2
octubre	508,5	18,3	81,9	2.530,5	367,3	683,6	765,5
noviembre	586,6	14,9	88,2	2.757,6	350,1	694,8	783,0
diciembre	647,3	10,1	91,0	2.959,8	338,0	708,0	799,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

NOTAS: ^{1/} Corresponden a LT y BT en valor nominal emitidos a través del BCB.

^{2/} En millones de bolivianos. Incluye colocaciones de valores indexados a la UFV. El saldo del TGN incluye las colocaciones al Fondo RAL-MN.

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

³⁰ En la cartera del TGN se incluyen las colocaciones al Fondo RAL-MN (LT "C"- Fondo RAL), debido a que el TGN se financia también con estos recursos. En tanto que, en la cartera del BCB, dada la naturaleza de la política monetaria de regular la liquidez a través de sus instrumentos (OMA, encaje legal y otros), no se incluyen colocaciones al Fondo RAL-MN (LT "D"- Fondo RAL).

A pesar de fuertes vencimientos durante la gestión, cerca del 60% del saldo inicial, el TGN pudo incrementar sus colocaciones netas en \$us47,4 millones hasta alcanzar un nivel récord de \$us708 millones. Se logró una importante recomposición del saldo, con mayor participación de MN y UFV a plazos más largos, en un contexto de menores tasas de interés, hecho que a su vez minimizó un potencial efecto “desplazamiento” de la inversión privada.

Por su parte, la colocación neta del BCB estuvo ligada a la evolución de la liquidez en el sistema y al cumplimiento del programa monetario. Tras reducir su saldo a \$us51,2 millones hasta junio, la mayor disponibilidad de liquidez en bolivianos durante el segundo semestre llevó al BCB a incrementar gradualmente sus colocaciones en dicha moneda, que cerraron la gestión con un saldo global de \$us91 millones, con un aumento de \$us22,7 millones respecto a diciembre de 2004 y de \$us39,8 millones respecto a junio de 2005.

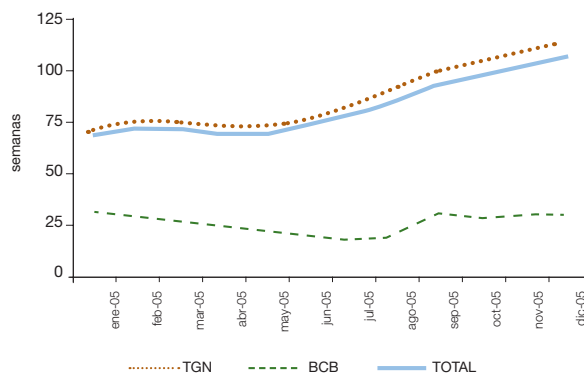
Dos de los resultados más notables alcanzados durante esta gestión han sido la “bolivianización” de las colocaciones totales y el alargamiento de los plazos de colocación del TGN. En efecto, la dolarización de la cartera del TGN se redujo en 32 puntos porcentuales, de 79,3% a fines de 2004 a 47,7% en diciembre de 2005, un hecho sin precedentes que le permitió disminuir apreciablemente el riesgo cambiario de sus obligaciones y mejorar el calce de monedas entre sus acti-

vos y pasivos. La ligera apreciación del tipo de cambio de compra del boliviano en 0,5% y un leve repunte de la tasa de inflación impulsaron significativas colocaciones de valores en UFV a plazos más largos. Este tipo de instrumento se ha consolidado como alternativa de inversión a largo plazo, con rendimientos reales atractivos en comparación con sus similares en ME.

De igual manera, la dolarización de la cartera del BCB se redujo en más de 47 puntos porcentuales, hasta 11% en diciembre de 2005. Las colocaciones de valores públicos estuvieron orientadas a controlar el crecimiento de los medios de pagos en MN, para evitar cualquier presión inflacionaria. Es importante destacar que, en línea con este objetivo, el BCB efectuó colocaciones de LT en MN a 364 días a partir de agosto y en UFV un mes después.

Por su parte, el plazo promedio de los vencimientos del TGN evolucionó favorablemente al incrementarse hasta 115 semanas, equivalentes a 2,2 años. La dinámica colocación a plazos mayores, principalmente de BT en UFV a 2, 4 y 6 años, permitió al TGN reducir su riesgo de refinanciamiento, aunque incrementó un poco su costo financiero. En el marco de las funciones de regulación de la liquidez de corto plazo en el mercado, el plazo promedio de los vencimientos del BCB se mantuvo alrededor de las 30 semanas, salvo durante el período expansivo de mayo a agosto, cuando se redujo en 10 semanas (Gráfico 4.2).

GRÁFICO 4.2
PLAZO PROMEDIO DE VENCIMIENTOS



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



No se utilizó los Servicios Restringido y Extendido de Depósitos en ME (SRD-ME y SED-ME) durante la gestión. La evolución de las tasas interbancarias no requirió el establecer un piso y, además, la importante ganancia de reservas internacionales desalentó el uso de estos mecanismos.

Finalmente, es importante destacar que el 9 diciembre de 2005 se inició el proceso de desmaterialización de valores públicos, luego de un período en el que el BCB participó en la definición de la operativa, la normativa y los mecanismos de contingencia para la implementación del sistema de registro en anotaciones en cuenta. Durante la gestión se desmaterializaron los valores públicos físicos de las carteras de las AFP y de las Compañías de Seguros. Se espera continuar con la desmaterialización de los valores restantes en los primeros meses de 2006. Asimismo, la emisión desmaterializada de valores públicos por parte del BCB ha sido programada para marzo de 2006.

1.2.3 Operaciones de reporto y créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL

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

En términos brutos, en 2005 el BCB inyectó al sistema financiero \$us122,8 millones y Bs459,4 millones mediante operaciones de reporto. La mayor parte de estos recursos se otorgaron durante mayo y junio para atender los requerimientos de liquidez del sistema financiero como consecuencia de la caída de depósitos a raíz de los conflictos señalados (Cuadro 4.5).

CUADRO 4.5

REPORTOS CON EL BCB: VOLUMEN DE OPERACIONES Y PROMEDIOS

PONDERADOS DE TASAS PREMIO, 2004-2005

PERÍODO	MN mill. de Bs	Tasa Premio	ME mill. de \$us	Tasa Premio %
2004				
Diciembre	26,6	6,01	18,9	7,52
TOTAL	735,2		203,3	
2005				
Enero	7,5	6,00	-	-
Febrero	40,0	5,75	-	-
Marzo	18,0	5,82	-	-
Abril	-	-	-	-
Mayo	131,1	5,65	-	-
Junio	168,0	6,66	83,4	7,97
Julio	24,7	7,44	15,1	7,96
Agosto	-	-	3,0	7,51
Septiembre	19,9	6,19	3,5	7,25
Octubre	50,2	5,26	0,0	-
Noviembre	-	-	8,8	7,51
Diciembre	-	-	9,0	7,25
TOTAL	459,4		122,8	

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB-Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Estos niveles son considerablemente menores a los registrados en gestiones pasadas, en las cuales los efectos de los problemas sociales y políticos sobre la liquidez del sistema financiero fueron más severos. Además, las entidades financieras mantuvieron importantes excedentes de liquidez para hacer frente a eventuales coyunturas adversas, aspecto en el que incidió el carácter transitorio de la asistencia del BCB y el diferencial entre las tasas de reporto del BCB (en particular en ME) y las tasas del mercado monetario. Asimismo, debe destacarse que durante el proceso electoral de diciembre de 2005 la demanda por reportos fue mínima, debi-

do a que el sistema financiero no tuvo necesidades substanciales de liquidez.

Por otra parte, las entidades financieras pueden acceder a créditos de liquidez del BCB con la garantía de los recursos invertidos en el Fondo RAL. Durante la gestión 2005 estos créditos alcanzaron Bs129,3 millones y \$us40,1 millones, respectivamente; montos significativamente menores a los desembolsados en los últimos tres años. Los préstamos más importantes se concedieron en mayo y junio, por las razones ya señaladas que afectaron a la liquidez del sistema financiero en esos meses (Cuadro 4.6).

CUADRO 4.6
CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL, 2003-2005

	Moneda Nacional millones de bolivianos			Moneda Extranjera millones de dólares		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
ENE	4,7	5,0	0,0			1,1
FEB	35,8	30,0	26,0	12,4	4,6	
MAR	3,6	5,6		0,5	3,1	
ABR	15,1	83,9			44,7	
MAY	61,9	84,8	15,6	9,0	16,3	7,5
JUN	0,7	0,8	38,6	4,8	34,3	18,1
JUL		1,4	41,9		18,1	3,0
AGO	1,5				3,1	
SEP	19,0		7,0		0,9	2,0
OCT	21,3	4,0		77,9	0,8	
NOV	12,8		0,2	3,2		0,1
DIC	6,3	12,0		19,5	2,2	8,3
TOTAL	182,7	227,5	129,3	127,3	128,1	40,1

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

1.2.4 Tasas de adjudicación de valores públicos

Las tasas de adjudicación de valores públicos en ME mostraron un comportamiento estable en todos los plazos durante la gestión 2005, en un marco de reducidas colocaciones en dicha moneda. La Tasa Efectiva

Anualizada (TEA) a 364 días se situó en 4,17% a inicios de gestión y, en la última adjudicación del año, a mediados de septiembre se ubicó en 4,23%.

Las tasas de adjudicación en UFV exhibieron un comportamiento estable durante el primer semestre para luego decrecer marcadamente en el segundo, aunque



con rendimientos reales que continuaron siendo atractivos. Las colocaciones a un año en esta denominación se iniciaron en agosto con una TEA de 5,54% para cerrar la gestión en 4,78%. Así, se redujo notablemente el diferencial entre esta tasa y la de ME, lo que sugiere una convergencia entre las expectativas de inflación y depreciación de los agentes en ese plazo.

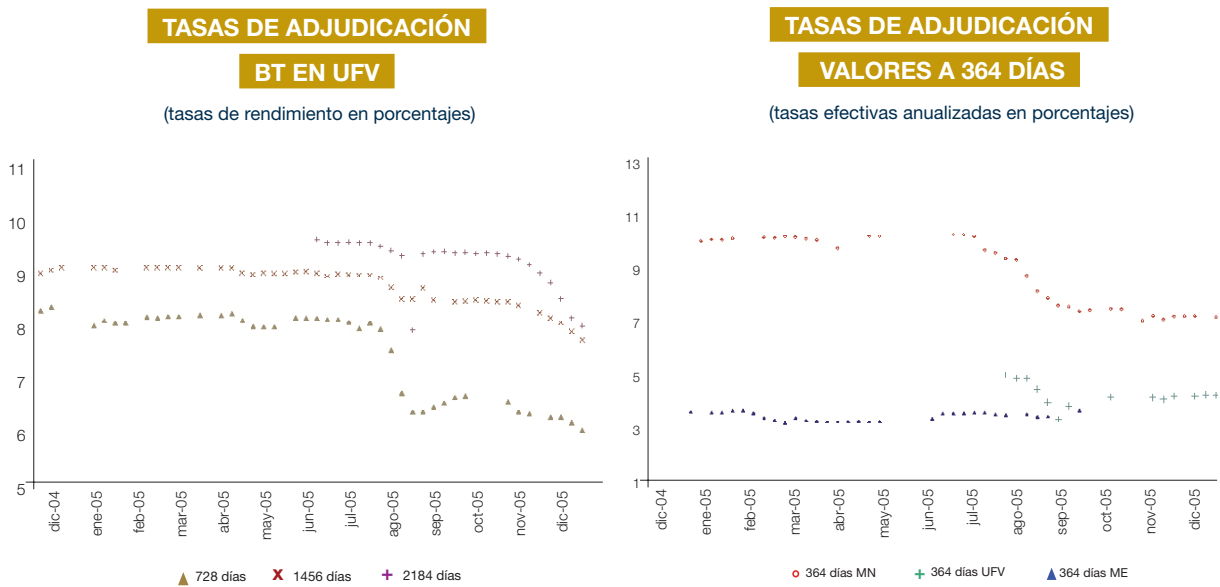
Una evolución semejante se observa en las tasas de adjudicación en MN. Así, la TEA a un año se redujo de 10,49% a 7,71%. Hubo una disminución en el diferencial de esta tasa con las de UFV y ME, lo cual a su vez indica una reducción en las expectativas inflacionarias y de depreciación del boliviano para 2006 (Gráfico 4.3). La modificación de la tendencia en la evolución del tipo de cambio a partir de julio de 2005, cuando se apreció por primera vez, constituye el principal factor en la reducción de las tasas en MN y en UFV.

Es de destacar la evolución de las tasas de adjudicación en UFV a 2, 4 y 6 años. También muestran una tendencia decreciente en el segundo semestre, hasta

alcanzar niveles similares a los de las correspondientes tasas en ME a fines de 2005. Este comportamiento sugiere que los agentes, posiblemente afectados por la apreciación del boliviano, asimilaron gradualmente el carácter “real” de los rendimientos ofrecidos por estos instrumentos (Gráfico 4.3).

Finalmente, es importante hacer notar que las primeras sesiones del Sistema de Subasta Electrónica de valores públicos, implantado desde agosto (ver recuadro), se caracterizaron por elevados niveles de participación, que determinaron importantes caídas en las tasas de interés, acentuadas además por los elevados niveles de liquidez en el mercado. Sin embargo, durante el cuarto trimestre esta tendencia se redujo producto de una actitud más cautelosa de los agentes frente al proceso electoral de diciembre, así como de una mayor propensión a introducir sus posturas en los últimos segundos de cada subasta (last minute bidding), fenómeno que reduce el nivel de competencia de este mecanismo.

GRÁFICO 4.3



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



EL SISTEMA DE SUBASTA ELECTRÓNICA (SSE)

El 10 de agosto de 2005 se realizó la primera subasta electrónica interactiva de valores y reportos mediante el SSE, el cual permite a las entidades financieras enviar sus posturas a través de una conexión remota de alta seguridad para su procesamiento automático en los servidores del BCB, con las medidas de autenticación adecuadas. Con la implementación del SSE, el BCB se ubica entre los bancos centrales de vanguardia tecnológica en Latinoamérica. El SSE posibilita que las entidades puedan participar bajo la modalidad de “subasta interactiva”, “subasta a sobre cerrado” o mediante “mesa de dinero”.

La subasta interactiva permite al participante conocer y visualizar las posturas de los demás demandantes automáticamente y en tiempo real, para mejorar la suya si lo desea, hasta una hora límite, tanto en la subasta de valores como en la de reportos.¹ Esta modalidad de subasta reduce los problemas de información imperfecta e incompleta entre los participantes, lo que permite una estimación más exacta del valor de mercado de los títulos y disminuye la probabilidad de incurrir en la “maldición del ganador”. Los resultados iniciales muestran que la subasta electrónica interac-

tiva, que sustituye el mecanismo de sobre cerrado mediante formularios físicos, promueve una mayor competencia entre los agentes financieros, situación que también beneficia a los emisores.

El SSE permite también realizar la subasta de reportos bajo las mismas modalidades y características de seguridad de la subasta de valores públicos. Tal como sucede en la subasta interactiva de valores, la subasta de reportos permite a los participantes conocer y visualizar las posturas de los demás demandantes automáticamente y en tiempo real, para mejorar las suyas las veces que requieran, respetando la tasa premio base y los horarios habituales determinados por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto. Concluidas las subastas, cada participante procede a colateralizar electrónicamente su operación de reporto mediante el sistema y agiliza notoriamente la operativa.

Para la compra de valores u operaciones de reporto en “mesa de dinero”, al igual que en la “subasta a sobre cerrado”, el SSE reemplaza la entrega física del formulario habitual por una comunicación electrónica segura y rápida. Ninguno de estos mecanismos fue utilizado durante el 2005.

¹ En la subasta interactiva, los demás participantes no son identificados por nombre, para evitar posibles problemas de colusión.

1.2.5 Tasas de interés del mercado monetario

El BCB incluye en las operaciones del mercado monetario las transacciones interbancarias con plazos menores a 30 días, las operaciones de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y en el BCB, y los créditos con garantía del Fondo RAL.³¹

En general, las tasas del mercado monetario se mantuvieron estables durante la gestión, salvo a mediados de año, cuando sufrieron incrementos debido a los

problemas de liquidez que afrontó el sistema financiero por las incertidumbres políticas. Además, las tasas interbancarias, que son más sensibles a las expectativas, tuvieron un segundo incremento en el cuarto trimestre.

Las tasas de interés de los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL son tasas techo de las operaciones de corto plazo en el mercado monetario. La tasa en ME finalizó 2004 en 9,41% y descendió paulatinamente hasta situarse en 8,87% a mediados de

³¹ Se incluyen también las colocaciones de letras del tesoro a 28 días que realiza el BCB y los Servicios Extendido y Restringido de Depósitos (SED - ME y SRD-ME). Este tipo de operaciones no se realizó en la gestión 2005.



junio. Se incrementó a 9,41% a principios de julio y cayó a 9,1% a mediados de septiembre, nivel en el que permaneció el resto del año. Esta evolución estuvo en línea con la situación de liquidez del mercado monetario. La tasa de operaciones de reporte en el BCB se mantuvo también en niveles elevados, aunque por debajo de la tasa para créditos con garantía del Fondo RAL. A fines de 2004 estaba en 7,81%, subió a mediados de año y descendió nuevamente, hasta culminar la gestión en 7,5% (Gráfico 4.4). Es de destacar que las tasas de los créditos del BCB se mantuvieron muy por encima de las tasas interbancarias: cerca de 500 puntos básicos en el caso de los créditos con garantía del Fondo RAL y cerca de 300 puntos básicos en el caso de los reportos. Esto permitió mantener una importante prima de liquidez e inducir a una mayor profundización del mercado interbancario y de la BBV.

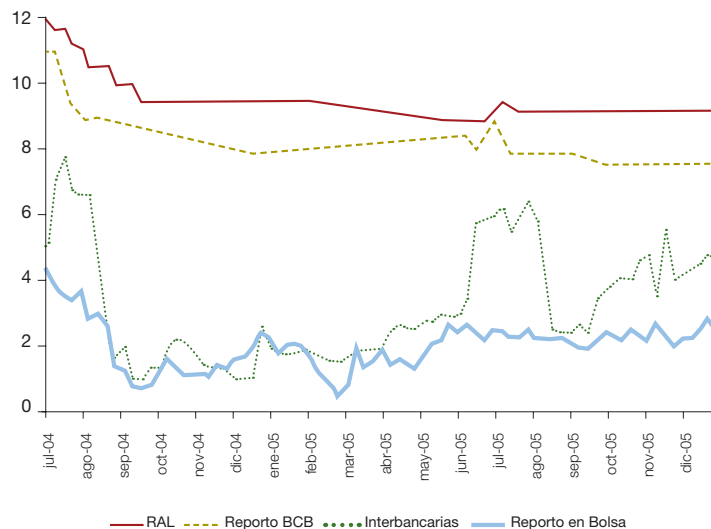
La tasa de interés interbancaria en ME terminó la gestión 2004 en 1,92%. Luego de disminuir levemente a principios de año, cobró una tendencia creciente a partir del mes de marzo, en línea con el comportamiento de las tasas internacionales. Alcanzó un máximo de 6,38% a fines de julio. Posteriormente, tuvo ciertas oscilaciones y alcanzó 5,52% en noviembre, su segundo nivel más alto del año; terminó la gestión en 4,64%.

La tasa para créditos con garantía del Fondo RAL en MN, finalizó la gestión 2004 en 7,79%. Se incrementó a 8,33% a principios de julio debido al aumento de la demanda por recursos en el sistema bancario y cerró la gestión 2005 en 6,98%. La tasa de reporte en el BCB en MN alcanzó un máximo de 7,80% en julio, para luego iniciar una trayectoria decreciente y culminar la gestión en 5,40%, nivel inferior al de su similar en ME, dado el interés de la autoridad monetaria por favorecer un mayor uso de la moneda nacional (Gráfico 4.5).

GRÁFICO 4.4

PROMEDIO PONDERADO DE TEA EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS MONEDA EXTRANJERA

(En porcentajes)

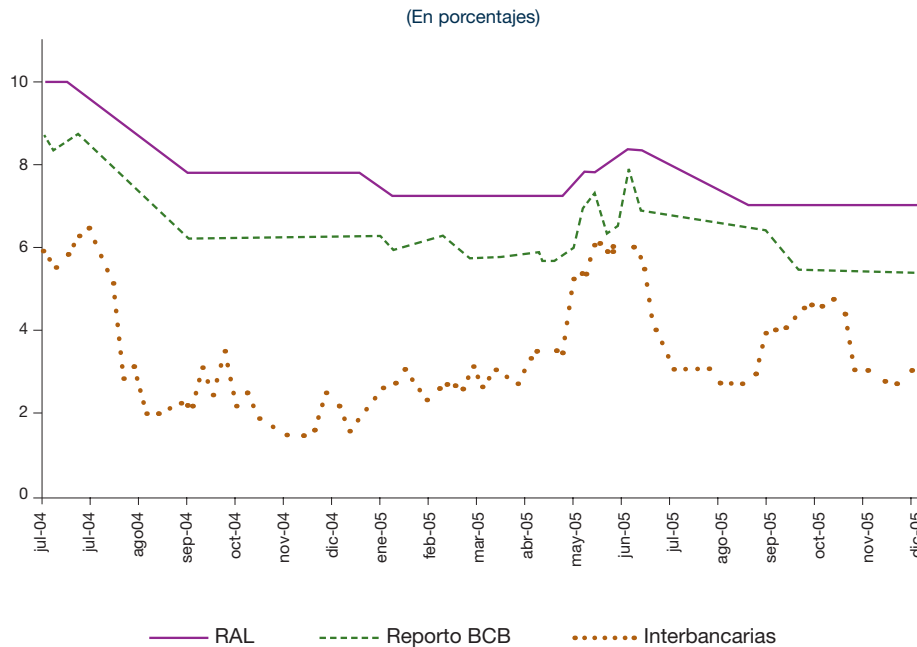


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: Gerencia de Operaciones Monetarias.
 NOTA: TEA = Tasa efectiva anualizada.

La tasa interbancaria en MN, tras alcanzar un máximo de 6,09% en junio, se redujo fuertemente durante el tercer trimestre hasta situarse en 2,74%. La incertidumbre electoral generó una nueva subida a inicios

del cuarto trimestre, la que se revirtió al terminar la gestión para cerrar en 3,05%, nivel menor al de su par en ME.

GRÁFICO 4.5
PROMEDIO PONDERADO DE TEA EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS MONEDA NACIONAL



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

1.3 CRÉDITOS 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 de emergencia 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.

Los créditos de liquidez están delimitados además por un convenio que anualmente suscribe el BCB con el Ministerio de Hacienda (ver recuadro). Para la gestión 2005 el límite de créditos de liquidez fue de Bs1.937,9 millones, dicho monto fue el saldo con el que finalizaron estos créditos en la gestión 2004. Es decir, la voluntad expresada en este documento fue la de no expandir la deuda del TGN con el BCB. Adicionalmente se incluyó el compromiso de reducir dicha deuda en por lo menos Bs50 millones hasta fines de gestión.



MEMORÁNDUM DE ENTENDIMIENTO ENTRE EL MINISTERIO DE HACIENDA Y EL BCB

Complementando lo establecido por la Ley 1670, en los últimos dos años se ha mantenido la práctica de suscribir un Memorándum de Entendimiento entre el BCB y el Ministerio de Hacienda que, entre otros aspectos, establece los límites y criterios bajo los cuales el BCB concede créditos de liquidez al TGN. Este documento da transparencia a las relaciones financieras entre ambas instituciones, las hace más predecibles y fortalece la instrumentación de las políticas monetaria y fiscal.

En este sentido, el 18 de enero de 2005, el Ministerio de Hacienda y el BCB suscribieron un Memorándum de Entendimiento para esta gestión, que estableció lo siguiente:

- Un techo de Bs1.937,9 millones para el saldo de créditos de liquidez en 2005.
- El compromiso del TGN de reducir dicho saldo en por lo menos Bs50 millones hasta fines de gestión. Esta reducción sería mayor en caso de que el TGN efectuara operaciones financieras de reestructuración de activos y pasivos, o hubiese colocación neta de títulos en operaciones de mercado abierto.
- Un ajuste por sobregiros de Crédito Interno Neto del BCB al SPNF. Si al final de un trimestre se registra un sobregiro acumulado en el CIN del BCB al SPNF, se disminuirá el techo de créditos de liquidez durante el período que sea necesario para restablecer el cumplimiento de esa meta en los meses siguientes, efectuándose los cobros que correspondan en forma secuencial.

Los términos señalados en el Memorándum de Entendimiento se cumplieron durante la gestión 2005. En efecto, a fines de 2005 la deuda del TGN con el BCB por créditos de liquidez llegó a Bs1.790 millones. Es

El 14 de marzo de 2005 se suscribió una adenda al Memorándum en la que se estableció que si en el año 2005 el TGN efectúa una colocación neta de títulos (Letras y Bonos C) que exceda el monto de Bs98,4 millones, antes de que concluya la gestión deberá destinar el monto excedente a reducir en una suma equivalente el saldo de su deuda con el BCB por créditos de liquidez.

Se debe destacar que este documento incorpora también: i) el compromiso del Ministerio de Hacienda de acceder al financiamiento de créditos de liquidez del BCB en forma circunscrita, transitoria y como recurso de última instancia, ii) coordinación en la programación de los montos de colocación en OMA con fines de financiamiento fiscal, y iii) evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública y su incorporación en las previsiones del programa monetario.

Finalmente, en aspectos más operativos se acordó intercambiar oportunamente información con fines de pronosticar la liquidez; y otros aspectos relacionados con la autonomía presupuestaria de la autoridad monetaria.

Dada la experiencia positiva de 2004 y 2005, para la gestión 2006 se firmó nuevamente un Memorándum de Entendimiento que fija un techo para los créditos de liquidez. El nuevo Memorándum mantiene la visión de que estos créditos son otorgados transitoriamente y como recursos de última instancia.

decir, durante esta gestión se amortizaron Bs147,9 millones. Además, en 2005 el TGN canceló el total adeudado por créditos de emergencia (Cuadro 4.7).

CUADRO 4.7

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y EMERGENCIA DEL BCB AL TGN

(En millones de bolivianos y porcentajes)

Concepto	Monto	Fecha			Plazo del Crédito ^{2/}	Tasa de interés (%) ^{3/}
		Emision	Renovación ^{1/}	Vencimiento		
I. LIQUIDEZ						
(A) Saldo al 31-Dic-04	1.937,9					
(B) Saldo al 31-Dic-05	1.790,0					
Creditos vigentes (Al 31-12-05)						
	160,0	1-abr-05	27-dic-05	31-mar-06	94 días	7,70
	165,0	29-abr-05	29-dic-05	27-ene-06	29 días	7,70
	125,0	31-oct-05		27-ene-06	88 días	3,75
	100,0	28-feb-05	27-may-05	21-feb-06	270 días	10,70
	200,0	2-dic-05		22-mar-06	110 días	3,50
	160,0	28-abr-05		21-abr-06	358 días	10,20
	160,0	25-may-05		19-may-06	359 días	10,60
	160,0	27-jun-05		22-jun-06	360 días	10,60
	160,0	28-jul-05		21-jul-06	358 días	10,20
	400,0	5-dic-05		23-ago-06	261 días	7,00
FLUJO EN 2005 (B) - (A)	-147,9					
II. EMERGENCIA						
(C) Saldo al 31-Dic-04	70,0					
(D) Saldo al 31-Dic-05	0,0	31-dic-01		26-ene-05	4 años	9,00
FLUJO EN 2005 (D) - (C)	-70,0					
III. TOTAL (I)+ (II)						
Saldo al 31-Dic-04	2.007,9					
Saldo al 31-Dic-05 ^{4/}	1.790,0					
FLUJO EN 2005	-217,9					

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

 NOTA: ^{1/} Corresponde a la fecha de la última renovación del crédito.

^{2/} Corresponde al plazo entre la fecha de vencimiento y la fecha de emisión del crédito. En el caso de un crédito renovado corresponde al plazo entre su fecha de vencimiento y la fecha de su última renovación.

^{3/} Corresponde a la tasa de interés pactada en la fecha de emisión o en un crédito renovado, se refiere a la tasa pactada en la última renovación.

^{4/} El saldo a fines de diciembre de 2005 de Bs.1.790 millones fue cancelado en enero 2006, según el DS 28580 y Convenio Interinstitucional sobre la condonación de deuda externa de Bolivia con el FMI.

El 1 de febrero de 2005, el Directorio del BCB aprobó un nuevo Reglamento de Créditos al Sector Público, que modificó al anterior en dos aspectos. En primer lugar, con referencia a los procedimientos para la aprobación de los créditos por necesidades transitorias de liquidez, se estableció que la Asesoría de Política Económica del BCB debe emitir un informe técnico sobre la compatibilidad del crédito público solicitado con el programa monetario y con otros límites que hubieran sido acordados entre el BCB y el Ministerio de Hacienda. Por otra parte, fijó un plazo máximo de 12 meses para los créditos de liquidez al TGN.

1.3.2 Crédito al Sistema Financiero

Los créditos al sistema financiero se canalizan a través de operaciones de reporto y de préstamos

con garantía del Fondo RAL. A fines de la gestión 2005 no había créditos vigentes en estas categorías. Esos créditos tienen plazos muy cortos y a ellos se refiere la sección 1.2.3.

Además de las operaciones de reporto y de los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL, el BCB mantiene otras acreencias con entidades financieras del país en proceso de liquidación. Al 31 de diciembre de 2005, el saldo de las acreencias con dichas entidades llegó a \$us309,9 millones. En 2005 se recuperaron \$us7,6, millones provenientes del Banco del Estado (\$us6,7 millones), del Banco de la Vivienda (\$us0,8 millones) y del Banco Sur (\$us0,1 millones, Cuadro 4.8).



CUADRO 4.8

OBLIGACIONES DE ENTIDADES BANCARIAS EN LIQUIDACIÓN

CON EL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

(En millones de dólares)

Entidades Financieras en liquidación	Fecha de Liquidación	Apoyo Financiero	Otras Acreencias	Total Otorgado hasta 1997	Recuperaciones hasta 2004	Saldo al 31/12/04	Ajustes	Saldo Reexpresado al 31/12/04	Recuperaciones y Compensaciones en 2005	Saldo al 31/12/05
BIDESA	12-dic-97	64,8	11,9	76,6	8,1	68,5	0,0	68,5	0,00	68,5
Banco Sur ^{1/}	25-nov-94	146,0	41,1	187,1	59,9	127,4	-0,3	127,2	0,12	127,1
Banco de Cochabamba ^{1/}	25-nov-94	74,9	13,2	88,0	12,2	75,9	-0,1	75,8	0,01	75,9
Banco del Estado ^{2/}	11-feb-94	0,0	25,0	25,0	13,6	11,4	0,1	11,5	6,71	4,7
BAFINSA	29-ago-91	0,0	9,4	9,4	0,0	9,4	0,0	9,4	0,00	9,4
Banco de la Vivienda	10-jul-87	2,3	0,8	3,1	2,3	0,8	0,0	0,8	0,82	0,0
Banco de Crédito Oruro	19-mar-87	5,0	29,1	34,2	9,9	24,3	0,0	24,3	0,00	24,3
Totales		293,0	130,5	423,4	106,0	317,7		317,5	7,6	309,9

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

NOTA:

^{1/} Los ajustes realizados se deben a las reexpresiones efectuadas en la gestión 2003 por variación en los tipos de cambio.^{2/} La variación de las acreencias del BANEST se debe a que el 100% es en bolivianos y se actualiza a dólares americanos al tipo de cambio de cada año.

CUADRO 4.9

ENTIDADES FINANCIERAS NO BANCARIAS EN PROCESO DE SOLUCIÓN

(En millones de dólares)

Entidades Intervenido	Fecha de Liquidación	Apoyo Financiero	Otras Acreencias	Total Acreencias	Pagos en Bonos	Saldo al 31/12/05
La Frontera	25-may-03	0,7	0,5	1,2	0,7	0,5
Manutata	9-sep-04	0,4	0,0	0,4	0,4	0,0
Del Pueblo	21-sep-04	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0
Tarija	7-oct-04	0,7	0,0	0,7	0,7	0,0
Coop. Trapetrol	10-nov-05	4,4	0,0	4,4	4,4	0,0
Totales		6,4	0,5	6,9	6,4	0,5

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

En cuanto se refiere a las entidades financieras no bancarias en proceso de solución, a la fecha de la única que mantiene obligaciones con el BCB es la Mutual La Frontera, por un monto de \$us0,5 millones correspondientes a la línea de USAID 007 (Cuadro 4.9).

En 2005, la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF) llevó adelante el proceso de intervención a la Cooperativa de Ahorro y Préstamo Trapetrol Oriente Ltda. (Resolución SB/143/2005 de 10 de noviembre de 2005) y aplicó el procedimiento de

solución previsto en los artículos 124 y 132 de la Ley 1488. El BCB desembolsó en efectivo, a cuenta del TGN, \$us4,4 millones, lo que permitió cubrir los gastos de intervención y el 50% del total de las obligaciones privilegiadas que tenía la Cooperativa intervenida. En fecha 14 de diciembre de 2005, el Ministerio de Hacienda canceló esta obligación emitiendo un bono en UFV, a un plazo de 15 años e interés de 5% anual. La SBEF designó a la Cooperativa Jesús Nazareno como entidad fiduciaria del fideicomiso constituido para cumplir con el procedimiento de solución de



la Cooperativa intervenida. Esta entidad emitirá certificados de participación de segundo orden a favor del BCB, los cuales a su vez serán endosados a favor del TGN.

Al 31 de diciembre de 2005, por los procesos de solución de las Mutuales intervenidas por la SBEF en los años 2003 y 2004 (La Frontera, Manutata, Del Pueblo, Tarija) y la Cooperativa Trapetrol intervenida en 2005, el BCB ha recibido cinco bonos en UFV por un total equivalente a \$us6,4 millones. Finalmente, cabe señalar que en la gestión 2005 la Mutual Paitití continúa con la administración del fideicomiso de Mutual La Frontera, que se encuentra en proceso de cierre.

1.4 AGREGADOS MONETARIOS

Durante la gestión 2005, los agregados monetarios registraron crecimientos importantes en comparación con las gestiones anteriores. Dos factores determinaron este comportamiento, por una parte, el incremento del circulante en poder del público y, por otra, la recuperación de los depósitos en el sistema financiero después de seis años de caídas consecutivas. Las medidas para incentivar el uso de la moneda nacional produjeron un crecimiento más pronunciado de los agregados en MN. Se destaca también la disminución de los multiplicadores debido al incremento sustancial de las reservas bancarias.

1.4.1 Base monetaria

La base monetaria en 2005 registró uno de los crecimientos más altos de los últimos años, 36,6% en términos nominales y 30,2% en términos reales. Por el lado de la demanda de base el incremento del circulante en poder del público fue el principal componente del crecimiento. Dicho comportamiento obedeció a

una mayor demanda de dinero en MN por parte del público. Asimismo, las reservas bancarias también se incrementaron, y se debe destacar que este crecimiento fue en MN y en UFV, en forma coincidente con la evolución de las captaciones del sector privado (Cuadro 4.10). Este comportamiento responde a las medidas que se tomaron durante 2005 para incrementar el uso de la MN.

El principal determinante del crecimiento de la oferta de base monetaria fue la ganancia de reservas internacionales netas, que en una magnitud importante se debió a operaciones de cambio. Es decir, el Banco Central compró dólares e inyectó MN. Estas operaciones incrementaron las reservas internacionales, que son importantes para todos los países y más aún para aquellos que tienen un sistema financiero dolarizado. Empero, conllevan el riesgo de que la expansión del circulante en MN pueda generar presiones inflacionarias. Este aspecto fue tomado en cuenta por el BCB, que esterilizó los excedentes de liquidez mediante el uso de sus instrumentos disponibles, como ya se señaló en las secciones anteriores. De este modo, el incremento de los billetes y monedas en poder del público fue considerablemente menor al incremento de las reservas internacionales. La contracción del crédito neto al sector público y al sistema financiero coadyuvó a este propósito (Cuadro 4.10).³²

1.4.2 Medio circulante y liquidez total

En 2005, se observan importantes crecimientos de los agregados monetarios en sus diferentes definiciones debido tanto al aumento del circulante como al incremento de los depósitos. Los agregados que sólo incluyen MN crecieron a mayores tasas que aquellos que incluyen ME y MN. Este comportamiento es un reflejo de la orientación de las políticas implementadas hacia una mayor remonetización de la economía.

³² Las cifras del cuadro 4.10 difieren de las que se presentan en el programa monetario, ya que están en valores nominales y a tipo de cambio de fin de periodo.



CUADRO 4.10

BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES, 2003 -2005

(Saldos en millones de Bs)

	2003	2004	2005	Variaciones 2005	
				Absoluta	%
DETERMINANTES	5.237,6	5.769,2	7.882,7	2.113,5	36,6
Reservas internacionales netas	7.631,1	9.031,3	13.713,3	4.682,0	51,8
Crédito neto al sector público	2.262,5	1.905,0	688,1	-1.216,9	-63,9
Crédito a bancos	2.497,1	2.182,1	2.071,4	-110,7	-5,1
OMA ^{1/}	165,8	535,1	710,1	175,0	32,7
MN+UFV	20,9	222,0	524,3	302,4	136,2
ME+CMV	144,9	313,1	185,8	-127,3	-40,7
Otras cuentas (neto)	-6.987,2	-6.814,2	-7.880,0	-1.065,8	-15,6
COMPONENTES	5.237,6	5.769,2	7.882,7	2.113,5	36,6
Billetes y monedas	3.193,0	3.865,4	5.594,2	1.728,8	44,7
Reservas bancarias	2.044,6	1.903,8	2.288,5	384,7	20,2
Depósitos corrientes	14,9	17,2	7,6	-9,7	-56,1
Encaje legal	1.444,6	1.620,8	1.839,9	219,1	13,5
Otros	253,5	-151,8	-144,3	7,5	4,9
Caja	331,6	417,6	585,3	167,7	40,2
Moneda nacional	965,4	1.195,6	1.710,2	514,6	43,0
Depósitos corrientes	1,4	4,0	7,6	3,5	88,4
Encaje legal	619,7	774,4	1.117,5	343,2	44,3
Otros	12,7	-0,4	-0,2	0,2	49,5
Caja	331,6	417,6	585,3	167,7	40,2
Unidad de fomento a la vivienda			29,3	29,3	
Encaje legal			29,3	29,3	
Moneda extranjera	1.062,8	690,2	545,2	-144,9	-21,0
Depósitos corrientes	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5
Encaje legal	822,5	842,1	689,9	-152,2	-18,1
Otros	240,3	-152,0	-144,7	7,3	4,8
Mantenimiento de valor	16,4	18,1	3,7	-14,4	-79,4
Depósitos corrientes	13,4	13,2	0,0	-13,2	-100,0
Encaje legal	2,4	4,3	3,2	-1,2	-27,1
Otros	0,6	0,6	0,6	0,0	-0,5
ITEMS PRO MEMORIA					
Base monetaria en MN	4.158	5.061	7.304	2.243	44,3
Emisión	3.525	4.283	6.180	1.897	44,3
Crédito interno neto del BCB	-4.106	-4.748	-7.534	-2.785	-58,7
IPC base1991 = 100	214,0	223,9	234,9	11,0	4,9
Base monetaria/IPC	2.447	2.577	3.356	779	30,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTA: ^{1/} Se restan las operaciones de mercado abierto por tratarse de instrumento de contracción de la base monetaria.

En efecto, el medio de pago M1, que incluye al circulante más depósitos a la vista en MN, registró una tasa de crecimiento real de 34,7%, mientras que M'1, que incluye ambos componentes en MN y ME, presentó una tasa real de 16,8%. Un comportamiento similar se observó en M2 y M3, que crecieron en términos reales a tasas más elevadas que los respectivos agregados que incluyen ambas monedas (M'2 y M'3, Gráfico 4.6). Este comportamiento refleja la preferencia del público por circulante y por depósitos en moneda nacional.

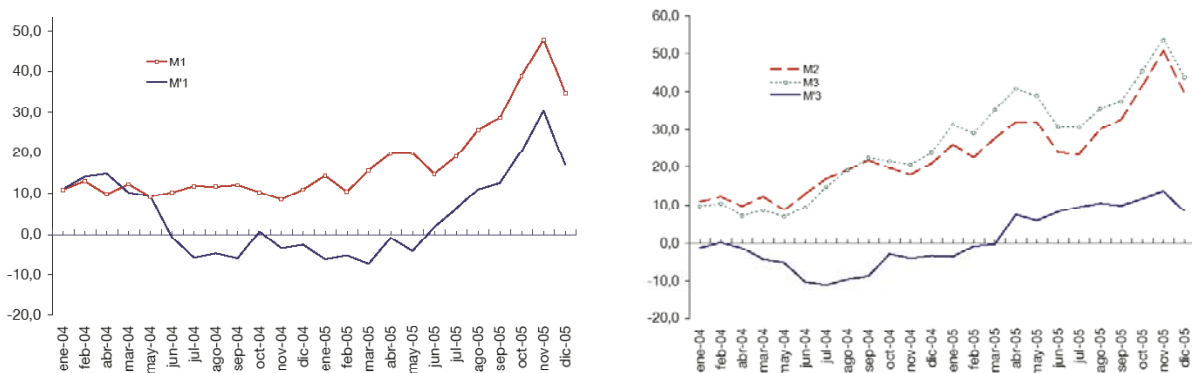
Es de destacar la evolución de los agregados monetarios M'1 y M'3, que de tasas reales negativas en el

primer semestre pasaron a tener crecimientos positivos en el segundo semestre de 2005, por el comportamiento de los depósitos del público en el sistema financiero.

Los saldos desestacionalizados del circulante a precios de 1990 presentaron en 2005 tasas de crecimiento a doce meses que fluctuaron entre 16,8% y 37,8%, con una expansión promedio de 26,6%. El agregado M1 tuvo similar comportamiento, las tasas de crecimiento se situaron entre 14,3% y 45,4%, con un promedio de 27% (Gráfico 4.7).

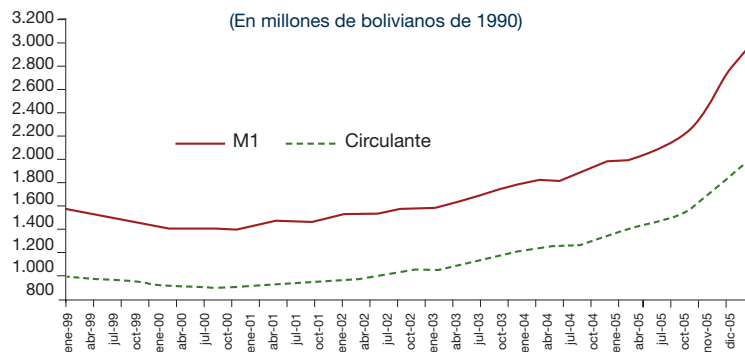
GRÁFICO 4.6
AGREGADOS MONETARIOS

(Tasas reales de crecimiento a doce meses, en porcentajes)



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

GRÁFICO 4.7
SALDOS DESESTACIONALIZADOS M1 Y CIRCULANTE, 1999 - 2005



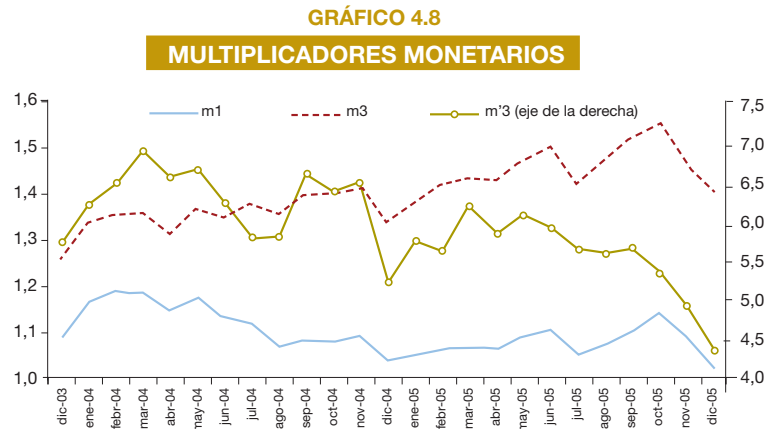
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.



1.4.3 Multiplicadores monetarios

A pesar del fuerte crecimiento de los agregados monetarios, los multiplicadores no siguieron esta tendencia. Es de destacar la importante caída del multiplicador m'3 y, en menor medida, de m1. Por tanto, se habría reducido la creación secundaria de dinero como resultado del fuerte incremento en las reservas bancarias. En efecto, el multiplicador m1 disminuyó levemente de 1,04 a 1,03 y el multiplicador m'3 de 5,23 a 4,36. Por su parte, el multiplicador m3 aumentó ligeramente de 1,34 a 1,40 (Gráfico 4.8).

La disminución del multiplicador m1 se debió principalmente al incremento de la preferencia por circulante y por ahorro en MN con respecto a los depósitos a la vista en MN, que se expresaron en el incremento de los coeficientes "c" y "a" del multiplicador. En los últimos años, el multiplicador m1 ha mostrado una tendencia decreciente, atribuible a la mayor preferencia del público por liquidez y por ahorros en MN (Cuadro 4.11). Asimismo, el análisis del multiplicador m'3 muestra que su disminución estuvo determinada también por la mayor preferencia por liquidez (c') y por el incremento de la tasa efectiva de encaje (r'), lo que refleja los aspectos ya señalados anteriormente.



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

CUADRO 4.11

COEFICIENTES Y MULTIPLICADORES MONETARIOS

	Coeficientes monetarios						Multiplicadores monetarios		
	c	a	r	c'	a'	r'	m1	m3	m'3
2001	1,8261	0,4467	0,5526	0,4665	4,2105	0,0769	1,0764	1,2465	6,5451
2002	2,1766	0,4064	0,5335	0,4925	3,7439	0,0762	1,0853	1,2242	6,1309
2003	2,3852	0,5138	0,4764	0,5310	3,4434	0,0765	1,0898	1,2552	5,7109
2004	2,7759	1,0815	0,4125	0,7020	3,7817	0,0723	1,0389	1,3365	5,2336
2005	3,1151	1,5677	0,3709	0,9499	3,8835	0,0786	1,0250	1,4037	4,3642

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
r' = RMN/DMN
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.



2 POLÍTICA CAMBIARIA

La conducción de la política cambiaria es atribución del Banco Central de Bolivia, según lo establece el artículo 19 de la Ley 1670. En los últimos veinte años, el régimen cambiario ha sido de tipo deslizante (crawling peg), que consiste en pequeñas depreciaciones –no anunciadas– del tipo de cambio, basadas en consideraciones sobre competitividad externa y estabilidad del sistema financiero, supeditadas sin embargo al objetivo de mantener una inflación baja y estable.

En 2005, el tipo de cambio de venta se depreció en 0,2%, mientras que el de compra se apreció 0,5%. Este disímil comportamiento fue posible gracias a la ampliación del diferencial (spread) entre el precio de venta y el de compra del dólar estadounidense. Hasta el 15 de julio, el spread cambiario era de 2 centavos (0,2% del tipo de cambio). A partir de esa fecha, el BCB amplió progresivamente el diferencial hasta llegar a un spread total de 8 centavos, equivalente a 1% del tipo de cambio (ver recuadro).

AMPLIACIÓN DEL SPREAD Y OPERACIONES CAMBIARIAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

El 15 de julio de 2005 el boliviano se apreció en un centavo y en la misma fecha se amplió el spread de 2 a 4 centavos de boliviano. La cotización del tipo de cambio de venta disminuyó de Bs8,10 a Bs8,09 por dólar estadounidense, y la de compra de Bs8,08 a Bs8,05. Posteriormente, el 29 de julio, se amplió nuevamente el spread a seis centavos, disminuyendo el tipo de cambio de compra a Bs8,03 por dólar estadounidense. El 12 de septiembre el boliviano se apreció en un centavo, el tipo de cambio de venta disminuyó de Bs8,09 a Bs8,08 por dólar estadounidense, cotización que se mantuvo hasta el cierre de gestión. El 25 de octubre se amplió nuevamente el spread a ocho centavos y se bajó el tipo de cambio de compra a Bs8,00 por dólar estadounidense (Gráfico 1).

La ampliación del spread tiene como objetivo promover un mercado privado de divisas más profundo y desincentivar el uso de la moneda extranjera como reserva temporal de valor. La apreciación del tipo de cambio se dio en un contexto internacional favorable para el sector exportador. También es de destacar la elevada liquidez en dólares debido, por un lado, al favorable contexto internacional y, por otro, a la acumulación de dólares en poder del público en anteriores eventos de retiros de depósitos bancarios. La elevada liquidez se ha reflejado en ganancias de RIN para el BCB y en una clara ausencia de demanda de divisas en el Bolsín.

Evaluación de la medida

A partir de este año, con el objetivo de evaluar el efecto de las medidas, el BCB capta información sobre las operaciones cambiarias que realizan las entidades financieras clasificadas en tres tipos: (1) las preferenciales, (2) las estándar, y (3) las interbancarias. Las operaciones preferenciales se realizan con personas o empresas que transan un elevado volumen de divisas a tipos de cambio más atractivos.

Como se aprecia en el Gráfico 2, en las operaciones cambiarias preferenciales el tipo de cambio de venta del sistema financiero era casi igual al oficial, mientras que el de compra del sistema financiero era superior al indicado por el BCB, es decir que en términos de operaciones las entidades financieras estaban reflejando una posición netamente vendedora de divisas. La aplicación de las medidas derivó en una reacción que muestra que la posición predominante es la compradora, puesto que el tipo de cambio de compra del sistema financiero fluctúa en torno al tipo de cambio de compra del BCB, mientras que el de venta ha entrado dentro de la banda. Este comportamiento revela la existencia de un gran excedente de moneda extranjera. Del mismo modo, las operaciones estándar (Gráfico 3) e interbancarias (Gráfico 4) reflejan un excedente de divisas; la posición compradora es la de referencia.

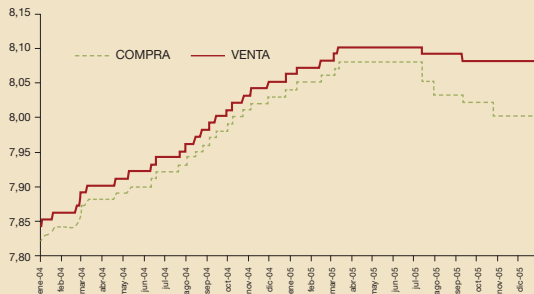


Por el lado de las operaciones estándar, anteriormente el tipo de cambio de venta del sistema financiero fue menor al incremento del *spread* oficial. En el caso del mercado interbancario, las operaciones de cambio que anteriormente se realizaban predominantemente al tipo de cambio de venta oficial, pasan a tener como referencia el tipo de cambio de compra oficial.

el incremento del *spread* en el sistema financiero fue menor al incremento del *spread* oficial. En el caso del mercado interbancario, las operaciones de cambio que anteriormente se realizaban predominantemente al tipo de cambio de venta oficial, pasan a tener como referencia el tipo de cambio de compra oficial.

GRÁFICO 1
TIPO DE CAMBIO DE COMPRA Y VENTA OFICIAL

(Bolivianos por dólar estadounidense)

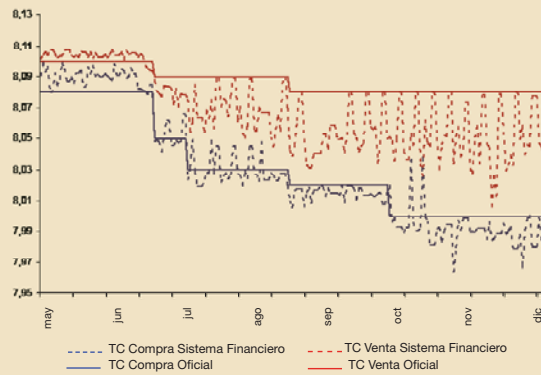


Fuente: Banco Central de Bolivia

GRÁFICO 2

TIPO DE CAMBIO DE COMPRA Y VENTA EN OPERACIONES PREFERENCIALES, 2005

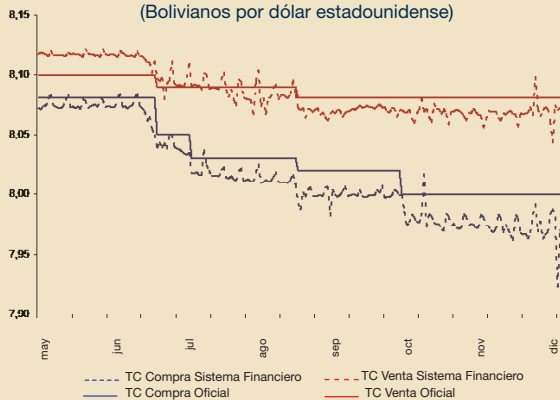
(Bolivianos por dólar estadounidense)



Fuente: Banco Central de Bolivia

GRÁFICO 3
TIPO DE CAMBIO DE COMPRA Y VENTA EN OPERACIONES ESTÁNDAR, 2005

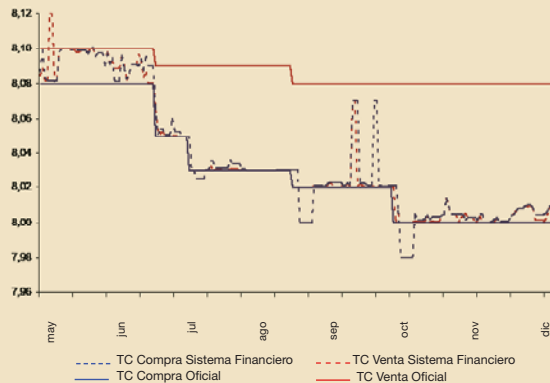
(Bolivianos por dólar estadounidense)



Fuente: Banco Central de Bolivia

GRÁFICO 4
TIPO DE CAMBIO DE COMPRA Y VENTA EN OPERACIONES INTERBANCARIAS, 2005

(Bolivianos por dólar estadounidense)



Fuente: Banco Central de Bolivia

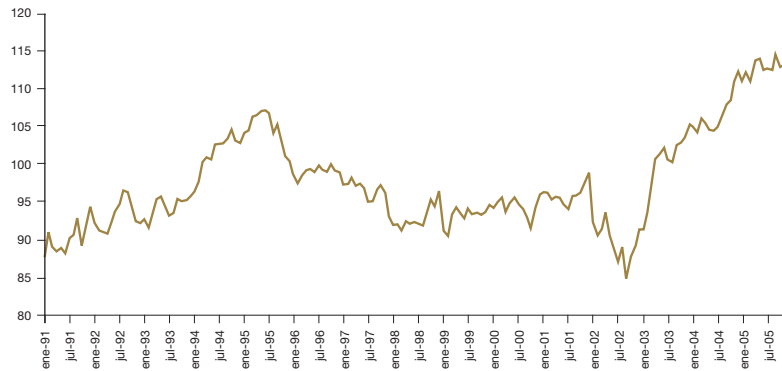
Con la apertura del *spread* se ha desarrollado el mercado privado de divisas. El tipo de cambio en el mercado financiero privado cayó hasta Bs8,01, lo que implica una leve apreciación acumulada de 0,6% con respecto del tipo de cambio oficial de venta con el que cerró la gestión 2004. No obstante, dicha apreciación nominal ha ocurrido en un contexto en el que el tipo de cambio efectivo y real, que mide la competitividad externa de la economía, se depreció en promedio 5,5% en 2005, pese a la leve apreciación

de 0,8% que se registró con datos de fin de período. Esto significa que no existió pérdida de competitividad de las exportaciones bolivianas; por el contrario, el tipo de cambio real se mantuvo en niveles récord de los últimos quince años, como lo muestra el Gráfico 4.9. En el contexto de la región, la apreciación de la moneda nacional se puede considerar como moderada, tal como lo muestra el Cuadro 4.12. Esto se debe a que el BCB buscó preservar la competitividad del sector transable.

GRÁFICO 4.9

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL DE BOLIVIA 1991-2005

(Índice, agosto de 2003 = 100)



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

CUADRO 4.12

APRECIACIÓN NOMINAL EN PAÍSES SELECCIONADOS DE SUDAMÉRICA

(Tasas acumuladas a diciembre de 2005)

Apreciación acumulada con relación al dólar estadounidense a diciembre de 2005 (- = depreciación)

País	Desde diciembre de 2002		Desde diciembre de 2004	
Brasil	37,1		16,1	
Uruguay	13,6		11,5	
Chile	26,7		10,7	
Colombia	19,0		5,1	
Bolivia ^{1/}	-6,8		0,6	
Argentina	12,6		-1,5	
Perú	2,6		-4,3	
Venezuela	-62,4		-11,9	

FUENTE: Páginas Web de Institutos de Estadística, Bancos Centrales y Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.
NOTAS: ^{1/} Considera el tipo de cambio del mercado financiero privado a partir de mayo de 2005.



La orientación de la política cambiaria ha permitido incentivar la actividad de los sectores productivos que exportan o que compiten con las importaciones y ha contribuido al dinamismo de la actividad económica en general. En efecto, estudios empíricos en el BCB muestran que determinados tipos de exportaciones no tradicionales como la soya, la madera, los artículos de cuero y los productos manufacturados son sensibles a las variaciones de precios de los productos de exportación y del tipo de cambio real. También señalan que la actividad económica externa es importante en el comportamiento de las exportaciones no tradicionales, especialmente en el notable repunte en los últimos dos años.

Como lo muestra el Gráfico 4.10, el tipo de cambio nominal se encuentra muy por encima del consistente con una competitividad similar a la de agosto de 2003, correspondiente al mes base del cálculo del Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER).³³ Por tanto, se puede apreciar que el impulso cambiario a la actividad del sector transable ha sido importante, en un contexto en el cual la mayoría de los países han apreciado sus monedas, dejando a la moneda nacional ligeramente subvaluada respecto de otras monedas.

GRÁFICO 4.10
TIPO DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADO Y CON COMPETITIVIDAD CAMBIARIA CONSTANTE
 (Bolivianos por dólar estadounidense)

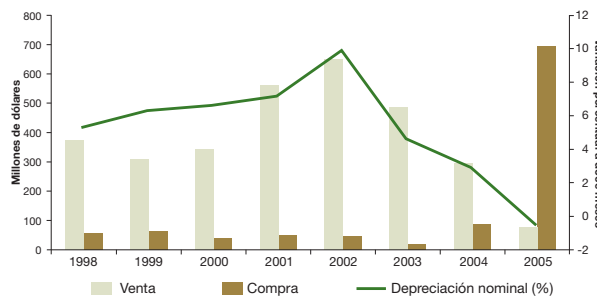


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

³³ Si el tipo de cambio se sitúa por encima del indicador de referencia, se dice que la moneda está subvaluada; mientras que si se sitúa por debajo, se señala que está sobrevaluada. La sub/sobrevaluación es relativa al tipo de cambio real de la fecha considerada como base (en este caso, agosto de 2003).

Otro aspecto importante de las recientes medidas cambiarias ha sido el fortalecimiento de las reservas internacionales netas del BCB. En efecto, éstas han aumentado 53% en 2005 hasta llegar al nivel récord de \$us1.714 millones a fines de diciembre. El aumento de reservas se debió en gran parte al mayor volumen de compras de moneda extranjera que realizó el BCB al sistema financiero, equivalente a \$us697 millones. A su vez, estas compras se originan en las menores expectativas de depreciación debido a las medidas cambiarias señaladas y a los resultados positivos del sector exportador boliviano por el favorable contexto internacional y el impulso cambiario. El Gráfico 4.11 resume los indicadores de compra y venta de divisas y la depreciación nominal del tipo de cambio.

GRÁFICO 4.11
COMPRA Y VENTA DE DIVISAS Y DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL



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

Las medidas cambiarias dinamizaron el mercado privado de divisas y le dotaron de mayor flexibilidad, de tal forma que las fuerzas de demanda y oferta fueron cada vez más importantes en la determinación del tipo de cambio. Este hecho se reflejó en el incremento de la volatilidad del tipo de cambio medido por la desviación estándar quincenal móvil del tipo de cambio, que subió hasta en 10 veces.

Los resultados también fueron importantes en términos de reducir la dolarización de los depósitos banca-



rios, que disminuyó de 89% en diciembre de 2004 a 84% en diciembre de 2005. Cálculos del BCB señalan que por lo menos la mitad de la caída corresponde a políticas del BCB, como la ampliación del *spread*, la leve apreciación nominal, las modificaciones de los requerimientos de encaje legal y el mantenimiento del entorno de inflación baja y estable. Entre los aspectos externos, también han contribuido el alza de la inflación externa y los efectos del Impuesto a las Transacciones Financieras.

La política cambiaria también estuvo abocada a contener las presiones inflacionarias derivadas de la inflación importada (que llegó a un máximo de 15% a mediados de año) y del alza de los precios internos de combustibles. Con la ligera apreciación se limitó la expansión de aquellos precios que están relacionados al tipo de cambio. Es de destacar que estos últimos no

son solamente los bienes de origen importado, dado el rol decreciente pero aún importante de “ancla nominal” del tipo de cambio en la economía nacional.

Desde la perspectiva bilateral hubo ganancias de competitividad cambiaria respecto de la mayoría de los países de América Latina, cuyas monedas continuaron apreciándose. Las principales depreciaciones reales fueron con Brasil (13,7%) y Chile (6,5%). En el caso de las otras regiones del mundo, existió una apreciación real, en particular con Japón (17,6%) y la Zona del Euro (16,2%). Estos movimientos cambiarios se dieron fundamentalmente por la apreciación del dólar estadounidense respecto de las monedas de dichos países, producto del proceso de normalización monetaria que enfrenta el país del norte, además de la repatriación de utilidades de filiales norteamericanas en el exterior (Cuadro 4.13).

CUADRO 4.13

INFLACIÓN, DEPRECIACIÓN NOMINAL Y DEPRECIACIÓN REAL, 2005

(Tasas acumuladas a diciembre de 2005)

País	Ponderación en el ITCER	Inflación	Depreciación nominal ^{1/}	Depreciación real bilateral ^{2/}
Argentina	11,53	12,33	1,75	4,66
Brasil	19,60	5,05	-12,41	13,69
Chile	4,97	3,66	-7,69	6,46
Colombia	5,63	4,85	-4,59	4,18
Perú	8,19	1,50	4,53	-7,95
Venezuela	7,90	14,36	11,96	-3,16
Zona del Euro	7,25	2,22	15,71	-16,25
Reino Unido	2,00	2,21	12,42	-13,81
Japón	5,43	-0,10	14,89	-17,57
Corea del Sur	2,21	2,60	-2,69	-0,05
Estados Unidos	18,46	3,42	-	-1,96
Índice multilateral	100,00	-	-	-0,77

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

ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica.

NOTAS: ^{1/} Con relación al dólar estadounidense. El signo negativo indica apreciación nominal respecto de esta moneda.^{2/} Con relación al boliviano.



3

SISTEMA DE PAGOS

3.1 POLÍTICAS DEL SISTEMA DE PAGOS

Una de las principales funciones del Banco Central es mantener un sistema de pagos sólido, eficiente y seguro. En este sentido, el BCB impulsa un adecuado diseño y regulación de los sistemas de pagos en el país. No sólo se requiere de un idóneo marco normativo que permita una ordenada incorporación de los desarrollos, sino también de una eficiente organización y adecuado funcionamiento; para ello, se debe considerar los riesgos crediticio, de liquidez, legal y operacional, que son inherentes al sistema. Las políticas adoptadas por el BCB están guiadas por estos objetivos.

El mercado monetario constituye el canal de transmisión de las políticas monetaria y cambiaria del BCB. Para que estas políticas sean efectivas, el mercado monetario requiere cumplir condiciones de liquidez, competencia y confianza en las transacciones entre los agentes económicos. El buen funcionamiento del sistema de pagos permite que los mercados monetario, interbancario y de valores sean utilizados activamente.

Asimismo, el desarrollo de un sistema de pagos es importante para la estabilidad financiera. Tiene efectos benéficos sobre la ampliación de los instrumentos y mecanismos de pago, y mejora la calidad de los servicios prestados a los usuarios. Las nuevas tecnologías amplían las posibilidades para alcanzar mayor seguridad y eficiencia en el procesamiento de pagos, pues permiten liquidarlos en tiempos menores.

Los sistemas de pagos de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) son efectivos en reducir el riesgo de liquidación, pero requieren mayor liquidez que un sistema de liquidación neta diferida. Por ello, el BCB ha dispuesto el mecanismo de créditos de liquidez intradiaria, cuyo objetivo es viabilizar la fluidez de los pagos.

En cumplimiento de la Ley 1670, el BCB, como órgano rector y vigilante del sistema de pagos, emprendió la tarea de modernización mediante el desarrollo de un sistema electrónico para pagos de alto valor. Asimismo, desarrolló el marco normativo para las operaciones de los sistemas de pagos de alto y bajo valor, y la promoción de nuevas entidades e instrumentos de pago.

El BCB actualmente administra el Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV), que permite la liquidación bruta en tiempo real de las transacciones que realiza el sistema financiero entre sus propios participantes y con el BCB. El SIPAV ha sido implementado de manera gradual y en la actualidad desarrolla operaciones de transferencia interbancaria y desembolso de créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL, facilita la liquidación de las operaciones de la Cámara de Compensación de Cheques y de la Entidad de Depósito de Valores, canaliza las transferencias tributarias y aduaneras, así como también brinda información en línea sobre el estado de las cuentas y operaciones de sus participantes.

Los servicios del SIPAV están en crecimiento constante y tratan de responder a los requerimientos del sistema financiero nacional. El SIPAV está orientado a estos servicios y busca ajustarse a los estándares internacionales del Banco Internacional de Pagos. En la gestión 2005 se implantó la Mesa de Ayuda del SIPAV, que provee a los usuarios el soporte necesario mediante la asistencia de un equipo profesional calificado. La Mesa de Ayuda concentra en un único punto de apoyo los requerimientos de los usuarios y constituye el canal que facilita la resolución de problemas y contingencias de los participantes.

El marco normativo del sistema de pagos está dado por los reglamentos del SIPAV, de Cámaras de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación, y de Firma Digital para el Sistema de Pagos. Estos reglamentos determinan los lineamientos gene-

rales que deben cumplir los sistemas de pago de alto y bajo valor, de modo de promover un funcionamiento eficiente que limite los riesgos que se generan en su operativa.

Por el volumen de operaciones, la Cámara de Compensación de Cheques (CCC) es el sistema de mayor importancia. El BCB, a partir del 9 de noviembre de 2004, adecuó su constitución y operativa, y delegó su manejo a la Administradora de Cámaras de Compensación y Liquidación (ACCL S.A.), que realiza sus operaciones en el marco de lo dispuesto por el Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación. La CCC permite realizar operaciones a través de medios electrónicos en línea, controla límites de posición neta deudora con el objetivo de que los participantes administren adecuadamente sus riesgos y asuman la responsabilidad de la liquidación de sus operaciones.

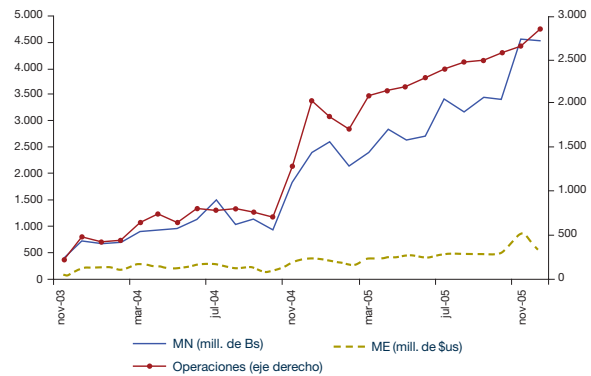
La liquidación de valores fue incorporada al SIPAV, ya que constituye un componente importante del mercado financiero y sus deficiencias pueden ser una fuente de crisis sistémicas, no sólo para los mercados de valores sino también para los otros sistemas de pagos y liquidación. Actualmente, la Entidad de Depósito de Valores (EDV) liquida las operaciones realizadas con valores desmaterializados 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 estas transacciones.

3.2 OPERACIONES ELECTRÓNICAS

El SIPAV ha tenido una tendencia creciente. El número de operaciones transadas muestra un crecimiento de 176% respecto a la gestión precedente. Cabe destacar la utilización intensiva de las transferencias interbancarias, que se constituyen en el servicio más demandado por los participantes. En la gestión 2005, el 48% de las operaciones se realizaron bajo esta modalidad (Gráfico 4.12).

GRÁFICO 4.12

EVOLUCIÓN DEL MONTO Y NÚMERO DE OPERACIONES MENSUALES CURSADAS ELECTRÓNICAMENTE EN EL SIPAV



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

Asimismo, el valor de las transacciones electrónicas cursadas presentó un crecimiento importante respecto a la gestión precedente, tanto en moneda nacional (198%) como en moneda extranjera (90%). El crecimiento en moneda nacional se explica principalmente por la incorporación de las operaciones tributarias y aduaneras, y por las operaciones de venta de divisas.

Esta tendencia se reforzó con la ampliación de las operaciones electrónicas disponibles para los participantes dentro del SIPAV. Durante la gestión 2005 se incorporan las siguientes nuevas operaciones:

- Operaciones de créditos de liquidez administradas por el Módulo de Control y Gestión de Créditos de Liquidez (MCGCL), mediante el cual se pueden gestionar en forma electrónica los siguientes tipos de créditos:
 - Primer Tramo. Este tipo de créditos mantiene las características de desembolso automático a través del MCGCL, que realiza la verificación automática del colateral en el Fondo RAL y de los plazos, además asigna la tasa de interés para la operación.



- Segundo Tramo. Este tipo de créditos está sujeto a la aprobación por parte del BCB. El desembolso debe ser justificado por el participante, según establece el Reglamento de Encaje Legal del BCB.
- El MCGL incorpora también la cancelación electrónica de las operaciones de créditos, sean éstas parciales, anticipadas o totales.

Durante la gestión no existió una demanda importante de estas operaciones, debido a que los participantes en particular y el mercado en general mantuvieron niveles elevados de liquidez.

- Operaciones electrónicas de transferencia interbancaria: Permite realizar transferencias interban-

carias en tiempo real en la misma denominación monetaria y enviar mensajes de texto (glosa) con información adicional para el uso del participante receptor de la operación cursada.

- Operaciones de liquidación de posiciones para la EDV.

Otras operaciones incorporadas a fines de la gestión 2004: transferencias aduaneras, transferencia a cuentas propias y transferencia de cuentas corrientes de bancos a cuentas de encaje de entidades no bancarias, han sido asimiladas y utilizadas por los participantes durante esta gestión.

4

LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2006

De acuerdo con la Ley 1670, la política del Banco Central durante la gestión 2006 seguirá orientada al objetivo de mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional, a través de una inflación baja y estable. Asimismo, proseguirá utilizando la estrategia de metas intermedias de cantidad, estableciendo límites de expansión del CIN del BCB y fortaleciendo las RIN.

Debido a la mayor incertidumbre en las estimaciones de la inflación y a fin de contar con una mayor flexibilidad para reaccionar frente a perturbaciones de corto plazo, para 2006 el BCB ha fijado como meta de inflación un rango de 3% a 5% centrado en 4%.³⁴ Esta proyección de la inflación se basa en varios elementos. El más importante es el de un déficit fiscal en torno a 3% del PIB, resultado de moderados incrementos en el gasto público. Asimismo, se asume que no habrán cambios importantes de tendencia en otras variables que tienen una incidencia importante en la determinación de la inflación.

Se estima también que el PIB registrará un crecimiento de 4,1%, similar al de 2005. Se asume que la dis-

ciplina fiscal será consistente con una utilización limitada de crédito neto del BCB por parte del SPNF. La balanza de pagos continuará con superávit en cuenta corriente, resultado de expectables precios internacionales para los productos que exporta Bolivia. En este contexto, se prevé que el tipo de cambio nominal no registrará modificaciones importantes y se mantendrá la competitividad del tipo de cambio real.

El BCB continuará apoyando la “bolivianización”, para ello alentará el uso de la moneda nacional en las transacciones corrientes y en las operaciones del sistema financiero mediante la aplicación de los instrumentos de política monetaria y cambiaria que dispone. También se avanzará en aumentar la participación de la moneda nacional en el saldo de la deuda pública interna.

Con estas estimaciones, el programa monetario para la gestión 2006 incorpora un crecimiento de la emisión monetaria de 20,2% en términos nominales, sustancialmente menor al de 2005. La meta con respecto a las reservas internacionales netas es de alcanzar un

³⁴ Ver BCB, Informe de Política Monetaria, Marzo 2006



incremento de al menos \$us100 millones. Por tanto, el total del crédito interno neto del BCB podrá expandirse en Bs450 millones como máximo, lo que es consistente con un limitado crédito interno neto del BCB al SPNF. Estos resultados incorporan la necesidad de una activa colocación neta de títulos mediante operaciones de mercado abierto.

Debe destacarse que las proyecciones señaladas son solamente indicativas y se consideran como base para la ejecución de la política monetaria en 2006, debido a que las nuevas autoridades de Gobierno aún no han concluido la definición de un programa

fiscal para la gestión. El BCB considera importante que el Ministerio de Hacienda se fije un marco de programación de mediano plazo, que considere la sostenibilidad de las cuentas públicas, la eficiencia en la captación de ingresos y el control del gasto. De esta manera podrán evitarse presiones fiscales que pongan en riesgo la estabilidad de precios y el cumplimiento del objetivo primordial del BCB. Al respecto, las nuevas autoridades han anunciado públicamente su voluntad de mantener la estabilidad macroeconómica y elaborar un programa financiero conjuntamente con el Banco Central de Bolivia.