

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 2007

9 2 8

1

POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

En la actualidad, la política monetaria se orienta al logro de metas intermedias de cantidad, fijando límites máximos de Crédito Interno Neto (CIN) y niveles mínimos de Reservas Internacionales Netas (RIN). En el primer caso, a fin de asegurar que la oferta monetaria no genere presiones inflacionarias, y en el segundo, debido a la importancia de mantener un nivel adecuado de RIN en una economía abierta, con régimen de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*) y, particularmente, con elevados niveles de dolarización. El programa monetario utiliza como meta operativa los excedentes de reservas bancarias o de encaje del sistema financiero en el BCB.

En la gestión 2006, el BCB fortaleció sus RIN y disminuyó el CIN, cumpliendo con márgenes significativos las metas del programa monetario. Para ello, fue importante el entorno macroeconómico favorable, propiciado principalmente por un contexto internacional que generó dinamismo en las exportaciones y trajo consigo un mayor flujo de divisas hacia el país. Las mayores recaudaciones hidrocarburíferas también permitieron el incremento de los recursos en moneda extranjera para el país. Estos dos factores, junto a la mayor demanda de bolivianos en respuesta a las políticas monetaria y cambiaria implementadas, determinaron una importante acumulación de RIN por parte del BCB. Los agentes económicos percibieron las ventajas de operar en moneda nacional, tanto para realizar transacciones corrientes como para llevar a cabo inversiones financieras.

El crédito del BCB al sector público no financiero (SPNF) reflejó el buen desempeño que tuvieron las finanzas públicas. Se registraron considerables incrementos de depósitos del SPNF en el BCB y el TGN no solicitó préstamos de liquidez. El incremento de los depósitos se originó principalmente en las mayores recaudaciones, que provinieron del sector de hidrocarburos. De esta manera, las operaciones fiscales estuvieron enmarcadas en los límites del programa monetario acordado en abril de 2006 entre el BCB y el Ministerio de Hacienda y en el Memorándum de Entendimiento suscrito entre estas dos instituciones en enero de 2006. Es de destacar que, a diferencia de años anteriores, el

programa monetario ya no estuvo sujeto a un acuerdo *Stand by* con el FMI, sino que fue producto de la coordinación entre estas dos entidades públicas.

El crecimiento de las RIN indujo al BCB a dinamizar las OMA a fin de moderar el incremento de la liquidez en moneda nacional y evitar posibles impactos sobre la inflación. El plazo promedio de los valores del BCB no se modificó sustancialmente, mientras que el de las colocaciones del TGN registró plazos promedio mayores. El esfuerzo por bolivianizar la emisión de valores públicos tuvo resultados positivos en dos sentidos: se redujo el grado de dolarización y, en el caso de los valores del TGN, se produjo una recomposición desde valores en UFV a valores en moneda nacional. Las operaciones de reporto registraron niveles similares a los de la gestión anterior, con una mayor participación de las operaciones en moneda nacional.

El encaje legal, con requerimientos más altos para depósitos en ME y MVDOL, fue otro factor que indujo a la mayor bolivianización del sistema financiero e indirectamente a la mayor oferta de dólares de este sector al BCB. El 12 de diciembre de 2006 se determinó un incremento de la base para el encaje adicional, con vigencia a partir del 15 de enero de 2007. Esta determinación profundizó las medidas de encaje tomadas en 2005 y es previsible que sus efectos plenos se observen en 2007.

Las tasas de rendimiento de los valores públicos evolucionaron de acuerdo con las condiciones de liquidez del sistema. Las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio y la mayor liquidez en moneda nacional redujeron las tasas de interés de valores en moneda nacional indexada a la UFV. En cambio, las tasas de valores en moneda nacional se incrementaron dada la necesidad de contraer la liquidez, mientras que las tasas en moneda extranjera se incrementaron obedeciendo la tendencia de las tasas de interés internacionales.

Los agregados monetarios, en sus diferentes conceptos desde M1 hasta M'4, crecieron durante 2006

influenciados por el comportamiento de la emisión y de los depósitos en moneda nacional. Las tasas de crecimiento más altas de los agregados que incluyen solamente moneda nacional fueron producto de la mayor bolivianización. Los agregados monetarios más amplios crecieron moderadamente, acorde con el comportamiento de la economía. Influyó también en este comportamiento el aumento de las captaciones del sistema financiero, a raíz del desempeño económico y la menor incertidumbre política y social. El multiplicador monetario de M³ disminuyó, producto de un aumento de las reservas de las entidades financieras en el BCB y del aumento del circulante en poder del público, determinando un menor impacto de la expansión de la base monetaria.

1.1 PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO

A la conclusión del acuerdo *Stand By* con el FMI en marzo de 2006, el Gobierno de Bolivia dejó de establecer

convenios económicos con ese organismo y, en lugar de éstos, el Ministerio de Hacienda y el BCB elaboraron de forma coordinada el programa financiero de esta gestión. Este instrumento permite coordinar las políticas monetaria, cambiaria, fiscal y de balanza de pagos, fijando para ello metas cuantitativas expresadas en límites máximos o mínimos, cuya medición se realiza trimestralmente en cifras acumuladas a partir del 1 de enero de 2006.

En 2006, todas las metas cuantitativas del programa financiero sujetas a medición fueron cumplidas. El déficit y el financiamiento interno registraron márgenes significativos, debido principalmente a mayores ingresos corrientes originados por medidas impositivas en el sector de hidrocarburos y mayor eficiencia en las recaudaciones. Los márgenes observados para la deuda externa pública hasta un año y para la deuda no concesional reflejan el buen momento fiscal, que permitió prescindir de estos financiamientos en los montos programados (Cuadro 4.1).

CUADRO 4.1

PROGRAMA FINANCIERO, 2006*

CIFRAS ACUMULADAS ENTRE EL 1 DE ENERO Y EL 31 DE DICIEMBRE

(Flujos en millones)

		Meta Prog rev ^{1/}	Ajustada ^{2/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES					
Déficit del sector público	Bs	2.753	2.706	-4.101	6.807
Financiamiento interno al sector público	Bs	1.145	1.645	-4.471	6.116
Deuda externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año	\$us	28	28	25	2
Deuda externa neta pública o con garantía púb.no concesional	\$us	25	1	-58	59
VARIABLES MONETARIAS					
Crédito interno neto total	Bs	451	426	-7.677	8.103
Crédito interno neto del BCB al SPNF	Bs	-131	-131	-5.057	4.926
Reservas internacionales netas del BCB ^{3/}	\$us	100	103	1.286	1.182

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: * Información a tipo de cambio fijo del dólar, DEG y oro.

^{1/} Programa monetario y financiero revisado y acordado entre el BCB y el Ministerio de Hacienda el 20/04/2006.

^{2/} Incluye ajustadores por financiamiento externo, encaje legal, emisión monetaria, alivio de deuda y desembolsos para reestructuración.

^{3/} No considera la condonación de deuda del FMI.

Como parte del programa financiero, el programa monetario del BCB estableció límites máximos para la expansión del Crédito Interno Neto Total del BCB (CIN) y para el Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero (CIN del BCB al SPNF). Asimismo, fue fijado un monto mínimo de ganancias de Reservas Internacionales Netas (RIN).

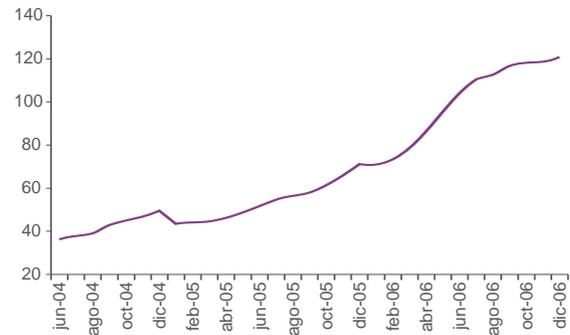
La meta de RIN se cumplió ampliamente debido al buen desempeño del sector exportador y a la paulatina sustitución del dólar por el boliviano en las distintas funciones del dinero. La acumulación de RIN (\$us1.286 millones³²) en 2006 determinó la mejora de varios ratios de cobertura de reservas: el de reservas disponibles del BCB³³ a depósitos bancarios en moneda extranjera se incrementó de 71,1% al cierre de 2005 a 120,9% al finalizar 2006, y el de reservas disponibles del BCB a M'3 aumentó de 37,5% a 56%, respectivamente (Gráficos 4.1 y 4.2).

En el caso del CIN, el cumplimiento de la meta se originó fundamentalmente en el fuerte incremento de depósitos del SPNF en el BCB (principalmente de los gobiernos municipales y prefecturales), en la colocación dinámica de valores públicos a través de OMA y en el incremento del encaje legal.

GRÁFICO 4.1

COBERTURA DE RESERVAS DISPONIBLES A M'3

(En porcentajes)



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

GRÁFICO 4.2

COBERTURA DE RESERVAS DISPONIBLES A DEPÓSITOS BANCARIOS

(En porcentajes)

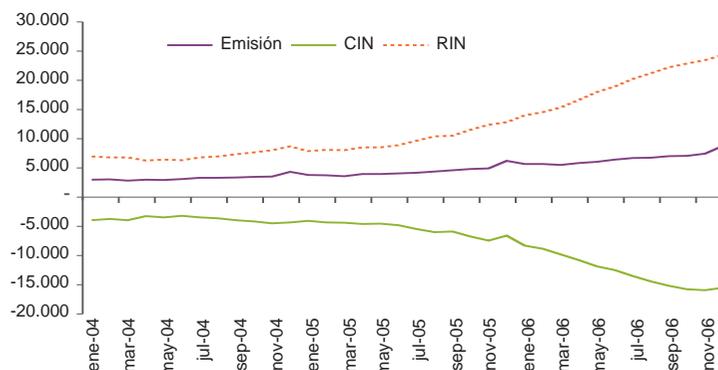


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

GRÁFICO 4.3

EVOLUCIÓN RIN, CIN TOTAL DEL BCB Y EMISIÓN

(En millones de bolivianos)



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

³² A tipo de cambio fijo del DEG y oro. No considera la condonación de deuda del FMI.

³³ Las reservas disponibles del BCB se definen como las reservas internacionales brutas que incluyen el RAL de bancos en ME y excluyen el oro.

En suma, el incremento de las RIN fue compensado parcialmente por la disminución del CIN total del BCB (Gráfico 4.3). El efecto neto de ambas variables determinó el incremento de la emisión en Bs2.594 millones, con una tasa de crecimiento de 42%. Este dinamismo tiene su explicación en la mayor demanda de moneda nacional por la remonetización de la economía, la gradual recuperación económica y la apreciación del tipo de cambio, que redujo el costo de oportunidad de mantener saldos reales en bolivianos. El 51,6% del crecimiento observado en la emisión se produjo en diciembre, que está relacionado con gastos

estacionales de fin de año y con otros adicionales del SPNF.

Las OMA contrajeron la liquidez para disminuir las presiones inflacionarias. Las colocaciones netas alcanzaron a Bs1.172 millones y permitieron atenuar el ritmo de crecimiento de los medios de pago. Las OMA fueron realizadas exclusivamente en MN y estuvieron concentradas en el último trimestre (44,2% del total) a fin de disminuir los efectos expansivos del mayor gasto fiscal característico de ese trimestre. En valores en ME se registró una redención neta (Cuadro 4.2).

CUADRO 4.2

BALANCE MONETARIO POR MONEDAS, 2006

(Flujos en millones de bolivianos)

	Enero - Marzo			Abril - Junio			Julio - Septiembre			Octubre - Diciembre			Enero - Diciembre		
	MN	ME	TOTAL	MN	ME	TOTAL	MN	ME	TOTAL	MN	ME	TOTAL	MN	ME	TOTAL
EMISIÓN	-682	0	-682	894	0	894	606	0	606	1.776	0	1.776	2.594	0	2.594
CREDITO															
INTERNO NETO	-682	-1.308	-1.990	894	-3.608	-2.713	606	-3.255	-2.649	1.776	-2.099	-324	2.594	-10.270	-7.676
Sector público no financiero ^{1/}	-1.899	-125	-2.024	-2.363	-4	-2.367	-1.976	-528	-2.504	2.004	-834	1.170	-4.234	-1.491	-5.725
Sistema financiero	-266	211	-55	-262	-114	-376	-78	43	-36	-1.190	-140	-1.329	-1.795	0	-1.796
del cual: Encaje Legal	91	164	255	-4	-149	-153	30	88	118	-683	-129	-812	-566	-27	-593
OMA ^{2/}	-329	-37	-366	-257	41	-216	-120	49	-72	-523	5	-518	-1.229	57	-1.172
Otras instituciones financieras	0	2	2	0	-1	-1	0	2	2	0	-3	-3	0	-1	-1
Otros	1.483	-1.401	83	3.519	-3.488	31	2.660	-2.772	-112	961	-1.122	-161	8.623	-8.783	-159
Obligaciones de mediano y largo plazo	0	4	4	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	5	5
RESERVAS INTERNACIONALES															
NETAS	0	1.308	1.308	0	3.608	3.608	0	3.255	3.255	0	2.099	2.099	0	10.270	10.270
(en mill.\$us.)	0	164	164	0	452	452	0	407	407	0	263	263	0	1.285	1.285

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: MN = MN + UFV

ME = ME + MVDOL

^{1/} Incluye cuasifiscal.

^{2/} Colocación neta (-); redención neta (+). Incluye colocaciones mediante subasta adjudicadas a las AFP.

El mayor encaje constituido, principalmente en moneda nacional y en el último trimestre, también contribuyó a la reducción del crédito interno. Su aumento no sólo se originó por el incremento de depósitos, sino también por el aumento del encaje voluntario. El excedente de encaje en efectivo en moneda nacional se situó en niveles elevados, por encima de los excedentes observados en moneda extranjera. Los servicios de créditos de liquidez que ofrece el BCB al sistema financiero apoyaron oportunamente los requerimientos de liquidez. Sin embargo, la demanda de éstos fue menor a la de las gestiones pasadas, ligada al pago de impuestos (en el caso de las operaciones en moneda nacional) y a una leve caída de los depósitos en el segundo trimestre.

1.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

1.2.1 Régimen de encaje legal

En 2006, el BCB mantuvo el régimen de encaje legal de la anterior gestión. La Resolución de Directorio del BCB N° 48/2005, de 20 de abril de 2005, aprobó el nuevo Reglamento de Encaje Legal, que estableció la obligación de las instituciones financieras de constituir 2% de encaje en efectivo y 10% en valores para depósitos en moneda nacional y UFV, y 2% de encaje en

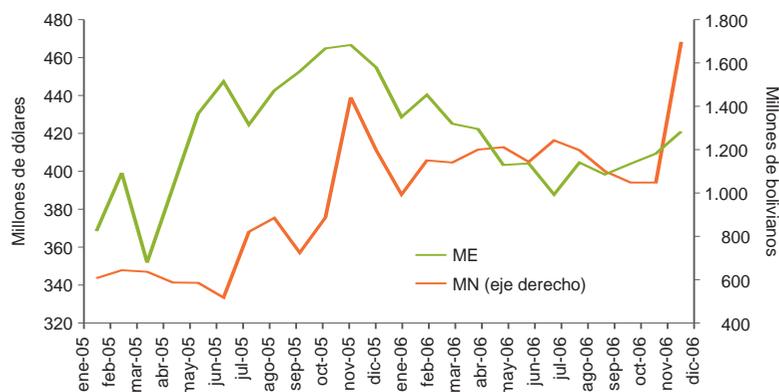
efectivo y 12% de encaje en valores para depósitos en moneda extranjera y en moneda nacional indexada al dólar (MVDOL). Además, para estos últimos depósitos, la norma determinó un encaje adicional en valores aplicable al incremento observado en los depósitos en ME y MVDOL entre el día de medición y el 80% de los depósitos en estas monedas registrado al 31 de marzo de 2005. La aplicación de este nuevo reglamento alcanzó su plenitud en 2006 cuando la tasa de encaje adicional registró su mayor nivel determinado en la nueva norma (7,5%). Este régimen de encaje adicional permite compensaciones cuando la entidad incrementa sus depósitos en moneda nacional y UFV en el mismo período de medición del encaje adicional.

La diferenciación por monedas establecida en el nuevo reglamento obedece a los mayores riesgos asociados a la intermediación financiera en moneda extranjera y a los mayores costos que implica para el BCB ser prestamista de última instancia en esta moneda.

La aplicación de esta medida produjo una recomposición del encaje: el encaje constituido en moneda nacional en 2006 fue mayor al promedio de 2005 y ocurrió una situación inversa en el encaje correspondiente a moneda extranjera (Gráfico 4.4). De esta manera, el nuevo régimen de encaje es uno de los factores que han llevado a un mayor uso de la moneda nacional.

GRÁFICO 4.4

SISTEMA FINANCIERO: ENCAJE CONSTITUIDO EN ME Y MN, 2005-2006



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

El 12 de diciembre de 2006 se estableció un incremento de la base para el cálculo del encaje adicional con vigencia a partir del 15 de enero, y un nuevo incremento a partir del 1 de julio de 2007 (Ver recuadro). Se espera que con este aumento se consolide el proceso de

bolivianización de la economía. El requerimiento de encaje adicional al cierre de la gestión 2006 llegó a Bs260,9 millones y la compensación a Bs301,9 millones, mostrando una reacción favorable del sistema financiero a las medidas aplicadas por el BCB.

MODIFICACIONES AL REGLAMENTO DE ENCAJE LEGAL

El nuevo Reglamento de Encaje estableció un aumento de las tasas de encaje requerido en títulos para depósitos en ME y MVDOL de 10% a 12% a partir del 6 de junio de 2005 e introdujo un encaje adicional en títulos para estas mismas denominaciones. Junto a este requerimiento adicional se estableció un mecanismo de compensación para incentivar el crecimiento de los depósitos en MN¹.

Los principales objetivos del nuevo Reglamento de Encaje Legal son los siguientes:

- i) Mejorar la provisión de fondos a entidades individuales y al sistema.
- ii) Fortalecer el papel de prestamista de última instancia del BCB.
- iii) Incentivar la captación de depósitos en moneda nacional (MN).

Tomando como referencia los objetivos señalados, el impacto ha sido el siguiente:

- Con relación al primer objetivo, el incremento del encaje en títulos para los depósitos en ME y MVDOL, así como la introducción del encaje adicional, posibilitó ampliar el nivel de recursos a los cuales pueden acceder las entidades financieras con garantía del Fondo RAL-ME. Similar situación aconteció en el caso de la MN, con la salvedad de que el BCB puede atender las solicitudes de liquidez en MN con menores restricciones ya que tiene mayor control sobre la emisión monetaria.
- En cuanto al segundo objetivo, el rol de prestamista de última instancia se fortalece en la medida en que se observa menor dolarización, permitiendo que las reservas internacionales respalden un mayor porcentaje de depósitos en ME. En efecto, la cobertura de reservas a depósitos en ME sobrepasó el 100%, llegó hasta 60% de M³; asimismo, los

depósitos en ME declinaron hasta 65% dentro el agregado ampliado. Empero, al comparar la situación de Bolivia con otros países dolarizados y con distintos regímenes cambiarios, se aprecia que todavía existe un nivel limitado de cobertura respecto a los depósitos en ME. Por tanto, se debe continuar con el objetivo de reducir la dolarización de la economía.

- El tercer objetivo se analiza a través de los depósitos y la cartera por tipo de denominación monetaria. A principios de 2004 los depósitos en ME y MVDOL representaban alrededor del 94% y en diciembre de 2006 al 76%. Las modificaciones a los requerimientos de encaje legal, junto a otras medidas adoptadas por el BCB en materia cambiaria, incentivaron a la remonetización de la economía.

Asimismo, la dolarización de la cartera se ha reducido, aunque de forma más moderada que las captaciones. Debe hacerse notar que, una menor cartera en ME junto a la apreciación del boliviano disminuye el riesgo de exposición de las entidades financieras. En consecuencia, las entidades financieras tienen incentivos para dinamizar sus colocaciones en MN, aspecto que favorece el acceso a crédito a los sectores no transables de la economía.

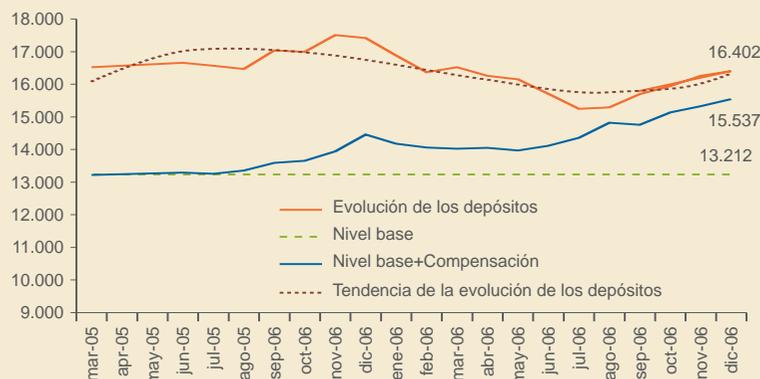
Desde su implementación, el encaje adicional neto en ME y MVDOL se ha reducido paulatinamente (Gráfico 1). En efecto, el crecimiento de los depósitos en ME y en MVDOL descendió sustancialmente como consecuencia del proceso de remonetización. Adicionalmente, el mecanismo de compensación incentivó el incremento de la captación de depósitos en MN. De esta forma el encaje adicional en ME se compensó de manera significativa con el incremento de los depósitos en MN (en algunos casos la compensación fue total).

¹ Hasta diciembre de 2006, el encaje adicional bruto, con una tasa de 7,5%, se aplicaba a los pasivos en ME y MVDOL (EAB ME-MVDOL) por encima de 80% del nivel registrado al 31 de marzo de 2005 (denominado nivel base). Asimismo, se estableció un mecanismo de compensación con las mismas tasas (7,5%) para el incremento de los depósitos en MN y en UFV (Comp MN-UFV) por encima del nivel registrado al 31 de marzo de 2005. La diferencia entre estos dos constituye el encaje adicional neto que forma parte de los requerimientos de activos líquidos en ME.

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS EN ME, NIVEL BASE Y COMPENSACIÓN

(En millones de bolivianos)



Fuente: Banco Central de Bolivia.
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica.

Para profundizar la captación de depósitos en MN y velar por la estabilidad del sistema financiero, el BCB revisó la norma de requerimientos de encaje en ME. Mediante la Resolución de Directorio RD 118/2006, de 12 de diciembre de 2006, se disminuyó el nivel base de referencia para el cálculo del encaje adicional en ME de 80% a 60% del nivel de los depósitos en ME al 31 de marzo de 2005. Este porcentaje se ajustará al siguiente cronograma: 70% entre el 15 de enero de 2007 hasta el 1 de julio de 2007 y 60% a partir de 2 julio de 2007. Por tanto, la fórmula final del cálculo del encaje adicional bruto (EAB) será la siguiente:

$$EAB = 0.075 (D_t^{ME} - 0.60D_0^{ME})$$

Donde:

EAB: Encaje adicional bruto

D_t^{ME} : Depósitos en ME para el período corriente

D_0^{ME} : Depósitos en ME y MVDOL al 31 de marzo de 2005

Con esta medida se continuará con la política de remonetización y de prevención de riesgo a las entidades financieras.

1.2.2 Operaciones de Mercado Abierto

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) son un instrumento importante de la política monetaria del BCB. Comprenden la compra y venta (definitiva o no) de valores públicos, con el propósito de expandir o contraer la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía a fin de alcanzar el objetivo del Ente Emisor de mantener una inflación baja y estable.

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 considerando el pronóstico de la liquidez del sistema financiero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) establece

semanalmente los montos, plazos y monedas o denominaciones de la oferta de valores públicos. Establece también las tasas premio base y los montos disponibles para operaciones de reporto con valores públicos.

Además de las colocaciones para regulación monetaria, el BCB administra las emisiones de valores públicos que realiza el Tesoro General de la Nación (TGN) para 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 no influyen en la oferta monetaria en la medida en que financian el gasto público. Empero, si los recursos captados a través de estas últimas se depositan en el BCB, su efecto es similar al de las OMA.

La colocación de valores del BCB estuvo ligada a la evolución de la liquidez en el sistema financiero y al cumplimiento de su objetivo de inflación. En efecto, la importante disponibilidad de liquidez en bolivianos en el sistema llevó al BCB a incrementar fuertemente sus

colocaciones, principalmente en el cuarto trimestre, para cerrar el año con un saldo equivalente a \$us248,9 millones, mayor en 173,5% al saldo de diciembre de 2005 (Cuadro 4.3).

CUADRO 4.3

SALDOS NOMINALES NETOS DE VALORES PÚBLICOS^{1/}

(En millones)

MES	Valores del BCB (OMA)			Valores del TGN			TOTAL GENERAL ^{3/}
	MN ^{2/}	ME ^{3/}	TOTAL ^{3/}	MN ^{2/}	ME ^{3/}	TOTAL ^{3/}	
Diciembre -2005	647,2	10,1	91,0	2.959,8	338,0	708,0	799,0
Enero-2006	895,8	10,4	122,4	3.118,0	321,6	711,3	833,7
Febrero	955,9	12,9	132,5	3.332,7	302,6	719,7	852,2
Marzo	993,5	15,4	140,1	3.570,1	296,1	744,1	884,1
Abril	1.077,6	14,1	149,5	3.773,3	298,5	772,6	922,0
Mayo	1.116,7	12,0	152,3	3.911,5	299,3	790,7	943,0
Junio	1.269,0	10,3	169,7	4.140,9	296,2	816,5	986,2
Julio	1.293,8	10,5	173,0	4.229,0	291,7	823,0	996,0
Agosto	1.380,8	11,5	185,1	4.347,9	279,1	826,0	1.011,2
Septiembre	1.399,9	3,4	179,4	4.435,3	256,0	813,8	993,3
Octubre	1.526,0	4,1	196,0	4.465,2	236,5	798,1	994,1
Noviembre	1.759,1	3,1	224,3	4.530,7	231,1	801,0	1.025,3
Diciembre	1.952,4	2,7	248,9	4.536,4	227,1	799,2	1.048,1

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.

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

^{2/} En millones de bolivianos. Incluye colocaciones de valores en MN 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 a MN y de MN a ME se utilizó la UFV y el tipo de cambio de compra de fin de mes, respectivamente.

El saldo de los valores colocados por el TGN a través del BCB alcanzó al equivalente a \$us799,2 millones a fines de 2006, lo que representa un incremento de 12,9% respecto de la anterior gestión. Estas obligaciones llegaron a registrar un récord histórico de \$us826 millones en agosto y declinaron durante el último trimestre del año ante las menores necesidades de financiamiento fiscal. En este contexto, el TGN contrajo considerablemente la oferta de valores en UFV y concentró sus colocaciones en Bonos del Tesoro en MN a 2 y 4 años, a fin de reducir los niveles de su deuda indexada a la UFV.

Se destaca tanto la profundización del proceso de bolivianización como los mayores plazos de los valores públicos. Ambos objetivos son de especial interés para

el TGN porque reducen su exposición cambiaria, mejorando el calce por monedas entre sus activos y pasivos, y minimizan su riesgo de refinanciamiento con la ampliación de plazos.

La dolarización del saldo neto del BCB se redujo hasta llegar a sólo 1%, en línea con el objetivo del Ente Emisor de contrarrestar el notable crecimiento de los medios de pago en moneda nacional y evitar presiones inflacionarias. La dolarización de la cartera del TGN también se redujo en más de 19 puntos porcentuales, y alcanzó a 28,4% a fines de 2006.

El plazo promedio de los vencimientos del BCB se mantuvo cercano a las 25 semanas, en el marco de sus funciones de regulación de la liquidez del mercado en el

corto plazo. El plazo promedio de los vencimientos del TGN se incrementó en 16 semanas y cerró en 131 semanas, equivalente a 2,5 años (Gráfico 4.5).

La desmaterialización de valores públicos se inició en diciembre de 2005 y a partir de marzo de 2006 comenzó su emisión mediante subasta electrónica. Al cierre de gestión, cerca del 82% del saldo neto de colocaciones correspondió a anotaciones en cuenta, con las AFP y la banca entre sus principales tenedores. Cabe destacar

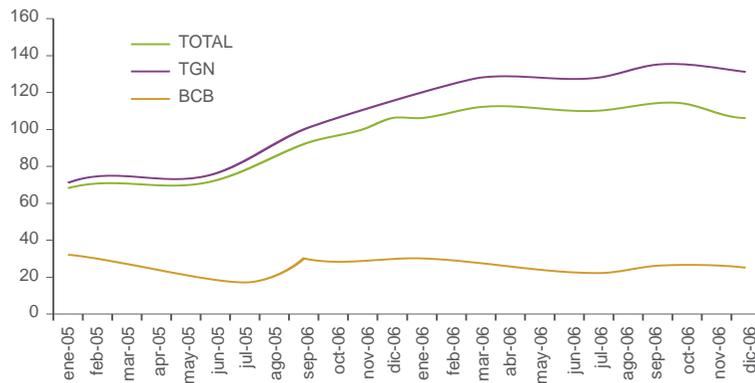
que la desmaterialización de los valores públicos contribuye a una mayor seguridad, eficiencia y profundización del mercado financiero nacional.

Es importante mencionar que los servicios extendido y restringido de depósitos en ME no fueron utilizados durante la gestión debido al elevado nivel de las reservas internacionales y a que no fue necesario apuntalar las tasas de interés de muy corto plazo para evitar salidas de capital al exterior.

GRÁFICO 4.5

PLAZO PROMEDIO DE VENCIMIENTOS

(En días)



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

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

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 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 realiza estas operaciones por plazos no mayores a 15 días mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de la mesa de dinero a tasas penalizadas. El COMA determina semanalmente la tasa base y la oferta diaria de reportos, constituyéndose en señales dirigidas al mercado respecto a la percepción del BCB sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo.

En términos brutos, durante 2006 el BCB inyectó al sistema financiero \$us116,0 millones en moneda extranjera y Bs578,2 millones en moneda nacional mediante estas operaciones. El monto otorgado en moneda extranjera fue 5,6% menor al registrado en 2005, y en moneda nacional representó un incremento del 25,9%, denotando el creciente dinamismo que han adquirido las operaciones en bolivianos. En moneda extranjera, buena parte de los recursos se otorgaron entre abril y julio, debido principalmente a una ligera caída de los depósitos del sistema financiero. En moneda nacional, las necesidades tuvieron un comportamiento estacional ligado principalmente al pago de impuestos en los primeros o últimos días del mes (Cuadro 4.4).

CUADRO 4.4

REPORTOS CON EL BCB: VOLUMEN DE OPERACIONES Y PROMEDIOS

PONDERADOS DE TASAS PREMIO, 2005-2006

PERÍODO	MN	Tasa Premio	ME	Tasa Premio
	millones de bolivianos	%	millones de dólares	%
2005				
Diciembre	-	-	9,00	7,25
TOTAL	459,35		122,83	
2006				
Enero	20,00	5,25	-	-
Febrero	147,21	5,34	2,50	7,25
Marzo	52,11	5,37	14,00	7,25
Abril	-	-	26,99	7,25
Mayo	0,09	5,25	24,00	7,36
Junio	52,81	5,31	18,50	7,25
Julio	-	-	30,00	7,27
Agosto	80,00	5,26	-	-
Septiembre	60,98	5,27	-	-
Octubre	44,99	5,25	-	-
Noviembre	-	-	-	-
Diciembre	120,00	5,26	-	-
TOTAL	578,17		115,98	

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

El BCB concedió créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL por Bs112,6 y \$us14,3 millones en 2006 (Cuadro 4.5). Estos montos fueron menores a los solicitados en gestiones anteriores, sobre todo en lo que se refiere a créditos en moneda extranjera. Este aspecto

revela un ambiente más calmo en el sistema financiero respecto a los dos últimos años. Los montos más significativos en moneda extranjera se otorgaron en mayo (\$us6,3 millones), y en moneda nacional en enero (Bs53,1 millones).

CUADRO 4.5

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL, 2004-2006

	Moneda Nacional millones de bolivianos			Moneda Extranjera millones de dólares		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Enero	5,00	0,01	53,08		1,10	2,00
Febrero	30,00	26,00	10,00	4,60		
Marzo	5,61			3,10		
Abril	83,90			44,72		
Mayo	84,83	15,60		16,30	7,50	6,34
Junio	0,00	38,60	1,50	34,30	18,10	1,27
Julio	1,41	41,92		18,10	3,00	4,50
Agosto			23,00	3,11		0,15
Septiembre		7,00		0,90	2,00	
Octubre	4,00			0,80		
Noviembre		0,18			0,09	
Diciembre	12,00		25,00	2,20	8,20	
TOTAL	226,76	129,31	112,58	128,14	39,99	14,26

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

1.2.4 Tasas de adjudicación de valores públicos

Las tasas de adjudicación en UFV disminuyeron, aunque continuaron siendo atractivas en virtud de su rendimiento real. Las colocaciones a un año en esta denominación se iniciaron a una Tasa Efectiva Anualizada (TEA) de 4,67%, para cerrar la gestión en 2,99%. Esto es, 200 puntos básicos (pb) por debajo de la última registrada.

Una reducción más pronunciada tuvieron las tasas en UFV a plazos superiores, en parte por la evolución de la inflación y por la apreciación del boliviano. Así, la tasa de rendimiento a 1.456 días cayó 271 pb y concluyó la gestión en 5%. Su par a 2.184 días disminuyó en 210 pb, hasta 5,65%.

Las tasas de corto plazo en MN exhibieron una ligera tendencia creciente, producto de la necesidad de

contraer la liquidez del mercado en esta moneda y evitar presiones inflacionarias. Empero, las tasas para plazos largos registraron caídas importantes, lo cual permitió suavizar la pendiente de la curva de rendimiento. La TEA a un año culminó la gestión en 6,92%, más de 390 pb por encima de su par en UFV, lo cual sugiere expectativas inflacionarias acordes con el rango meta del BCB para 2007. En la misma línea, la Tasa de Rendimiento (TR) de BT a 728 días se redujo en 216 pb desde la introducción de este instrumento en marzo y culminó el año en 7,31%.

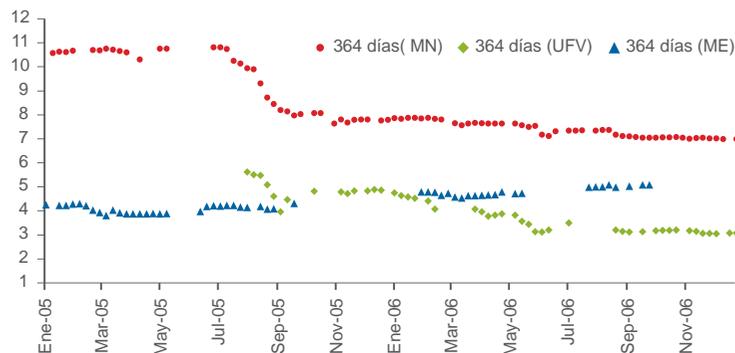
En un marco de reducidas colocaciones, las tasas de adjudicación de valores públicos en ME mostraron una ligera tendencia creciente durante la gestión, en línea con la evolución de las tasas internacionales. La TEA a 364 días inició el año en 4,7% y terminó en 5% en la última adjudicación registrada en este plazo, a fines de septiembre (Gráfico 4.6).

GRÁFICO 4.6

TASAS DE ADJUDICACIÓN:

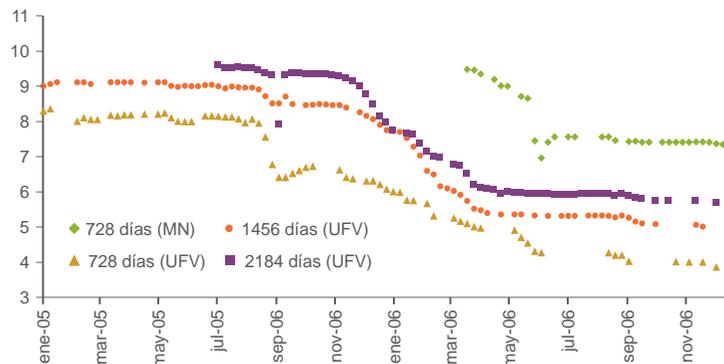
BT EN MN Y UFV

(Tasas efectivas anualizadas, en porcentajes)



VALORES A 364 DÍAS

(Tasas de rendimiento en porcentajes)



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

1.2.5 Tasas de interés del mercado monetario

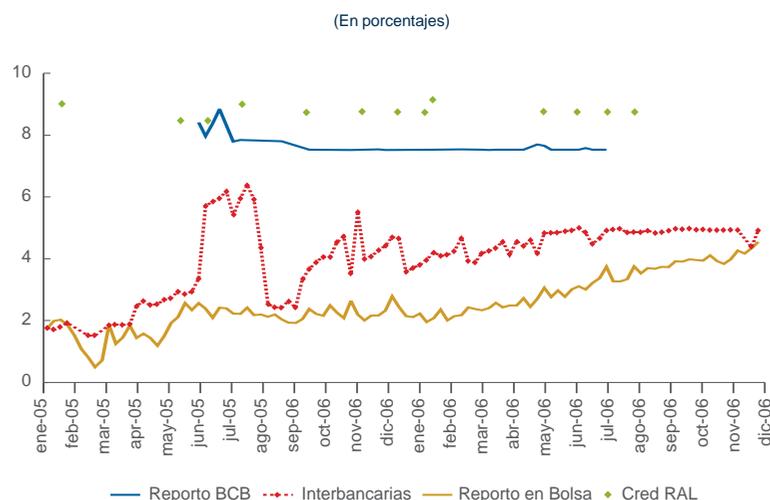
El BCB incluye en su definición de operaciones del mercado monetario las operaciones interbancarias con plazos menores a 30 días y las operaciones de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y en el BCB.

La tasa interbancaria en ME y la tasa de reportos de la BBV en ME presentaron una tendencia uniforme y creciente, en línea con las tasas internacionales. La primera registró un incremento de 136 pb y cerró 2006 en 4,92%. La segunda subió 240 pb para situarse en 4,54%, con lo cual se habría corregido el fuerte

distanciamiento observado entre ambas tasas durante 2005 (con la tasa interbancaria muy por encima de su par en la BBV).

Las tasas de reportos y de créditos con garantía del Fondo RAL del BCB en ME mantuvieron su condición de tasa “techo” del mercado monetario, oscilando marginalmente alrededor de 7,5% y de 9,14%, respectivamente. El *spread* de más de 250 pb, de la tasa de reporto del BCB con relación a la tasa interbancaria permitió mantener una importante prima de liquidez e inducir a una mayor profundización del mercado interbancario y de la BBV (Gráfico 4.7).

GRÁFICO 4.7
PROMEDIO PONDERADO DE LA TEA EN OPERACIONES MENORES
A 30 DÍAS EN MONEDA EXTRANJERA



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.
NOTA: TEA = Tasa efectiva anualizada. La TEA de los créditos con garantía del Fondo RAL considera únicamente el 1er tramo.

Por su parte, la tasa de reportos en MN de la BBV mantuvo una importante correlación con su par del mercado interbancario, aspecto que sugiere una mayor profundización financiera en esta moneda. No obstante, ambas tasas exhibieron un marcado comportamiento estacional, derivado de los requerimientos en MN para el pago de impuestos.

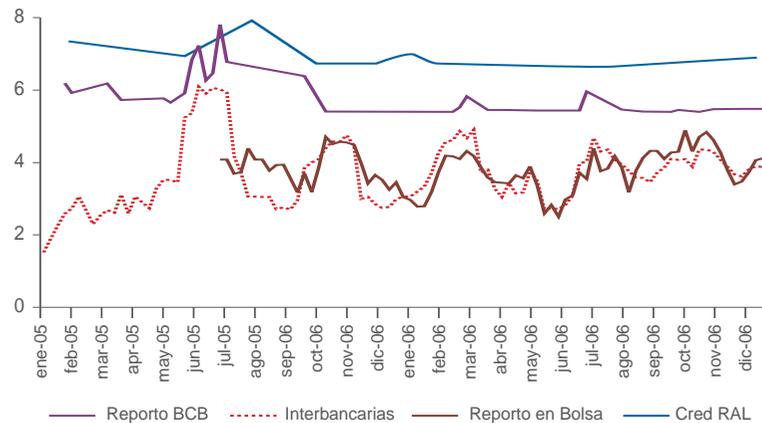
Las tasas de reportos y de créditos con garantía del Fondo RAL del BCB en MN fueron, al igual que sus pares en ME, tasas “techo” del mercado monetario, aunque se mantuvieron siempre por debajo de las correspondientes a ME, dado el interés de la autoridad monetaria por favorecer el uso de la moneda nacional (Gráfico 4.8).

GRÁFICO 4.8

PROMEDIO PONDERADO DE LA TEA EN OPERACIONES MENORES

A 30 DÍAS EN MONEDA NACIONAL

(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias.

NOTA: TEA = Tasa efectiva anualizada. La TEA de los créditos con garantía del Fondo RAL considera sólo el 1er tramo.

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. Según el artículo 22 de dicha Ley, excepcionalmente puede hacerlo a favor del TGN, bajo dos circunstancias: 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 anual del BCB.

El saldo a fines de diciembre de 2005 de Bs1.790 millones fue cancelado en enero 2006, en el marco del Decreto Supremo 28580 de 17 de enero de 2006 y el Convenio Interinstitucional sobre la condonación de deuda externa de Bolivia con el FMI bajo la Iniciativa Multilateral de Alivio de Deuda (MDRI, por sus siglas en inglés). Si bien el Memorándum de Entendimiento entre el Ministerio de Hacienda y el BCB estableció un techo de Bs500 millones para los créditos de liquidez en 2006 (ver recuadro), no existieron solicitudes de nuevos créditos, principalmente por las condiciones favorables de las finanzas públicas observadas durante el año (Ver Parte III.2). Tampoco fueron otorgados créditos de emergencia (Cuadro 4.6).

CUADRO 4.6

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y EMERGENCIA DEL BCB AL TGN, 2006

(En millones de bolivianos)

Tipo de crédito	Saldo a diciembre	
	2005	2006
Liquidez	1.790,1	0,0
Emergencia	0,0	0,0

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

MEMORÁNDUM DE ENTENDIMIENTO ENTRE EL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA Y EL MINISTERIO DE HACIENDA

En 2006 y por tercer año consecutivo, el Ministerio de Hacienda y el BCB firmaron un Memorándum de Entendimiento que permite mejorar y hacer transparente la interacción entre las políticas fiscal y monetaria. Los principales acuerdos alcanzados en dicho documento establecen:

- a) Un límite máximo al saldo de créditos de liquidez otorgados por el BCB al SPNF, de Bs500 millones, que además se constituye en un ajuste máximo a la meta de financiamiento interno del SPNF, por la deficiencia que exista en el financiamiento externo respecto del monto proyectado en el Programa Financiero.
- b) El compromiso del Ministerio de Hacienda a través del TGN de no exceder los montos establecidos en el inciso a) hasta fines de 2006.
- c) El ajuste por sobregiros del Crédito Neto del BCB al SPNF (CIN al SPNF), que consiste en la disminución de los techos de créditos de liquidez cuando se exceda el CIN al SPNF establecido en el Programa Monetario Trimestral a fin de garantizar el cumplimiento de las metas establecidas en éste para los siguientes meses.
- d) El plazo máximo para los nuevos créditos de liquidez y sus renovaciones de un año.
- e) El compromiso del TGN de utilizar los créditos de liquidez en forma circunscrita, transitoria y como recurso de última instancia.
- f) El compromiso del TGN de proveer información al BCB sobre las colocaciones netas de OMA programadas en el trimestre para fines de financiamiento fiscal.
- g) El compromiso del Ministerio de Hacienda a través del TGN de proporcionar semanalmente la proyección de sus depósitos en el BCB de las cuatro próximas

semanas al período de referencia. Ambas entidades acuerdan intercambiar información de manera oportuna para lograr una mejora en las proyecciones de liquidez y en la determinación de márgenes y sobregiros del Crédito neto del BCB al SPNF.

- h) Con relación a la autonomía del BCB, ambas entidades se comprometieron a aunar esfuerzos ante el Poder Legislativo y la Asamblea Constituyente a fin de que la autonomía del BCB se incorpore en la nueva Constitución y se realicen modificaciones en la Ley 1670 en todos los aspectos que limitan las competencias del Ente Emisor.
- i) El compromiso del BCB y el Ministerio de Hacienda de promover la constitución de un fondo de estabilización de los ingresos provenientes de la venta de hidrocarburos.
- j) La política de distribución de utilidades del BCB, que reconoce el pago de utilidades al Ministerio de Hacienda, definidas como ganancias realizadas netas de pérdidas no realizadas. Éstas se pagarán una vez que se cancelen los créditos de liquidez, los intereses de las Letras A y B, y se constituyan reservas debidamente justificadas por el BCB.

Este acuerdo fue importante en la medida en que representa el compromiso fiscal para apoyar el cumplimiento del objeto del BCB, de mantener una inflación baja y estable. Desde esta perspectiva, las acciones para alcanzar este objetivo incluyeron el control del crecimiento de la emisión monetaria, un buen manejo de los pronósticos de liquidez que realiza el Ente Emisor y una política adecuada de distribución de utilidades.

1.3.2 Crédito al sistema financiero

Al 31 de diciembre de 2006, el saldo de las acreencias con las entidades financieras en proceso de liquidación llegó a \$us307,4 millones, y presentó una disminución de \$us2,3 millones, correspondiente a los bancos en liquidación: BIDESSA, Sur y Cochabamba (Cuadro 4.7).

Las recuperaciones de acreencias obedecen a la aplicación de la Ley 3252 de 8 de diciembre de 2005, por la cual las intendencias liquidadoras de los Bancos Sur, Cochabamba y BIDESSA transfirieron inmuebles a las alcaldías municipales del país.

Al 31 de diciembre de 2006, por los Procesos de Solución, el BCB administra 5 bonos por UFV44,7 millones, equivalentes a \$us6,4 millones, con cupones semestrales por UFV29,8 millones, y recuperó UFV2,2 millones por cupones redimidos.

La recuperación de los activos recibidos en dación en pago del ex BBA en Mandato de Administración del Banco Mercantil Santa Cruz S.A. desde el 14 de mayo de 1999 hasta el 30 de noviembre de 2006 alcanzó a \$us58,3 millones, compuesto por la recuperación de cartera de \$us51,3 millones y la venta de bienes muebles e inmuebles por \$us7 millones.

CUADRO 4.7

OBLIGACIONES DE ENTIDADES BANCARIAS EN LIQUIDACIÓN CON EL BCB

(En millones de dólares)

Bancos en liquidación	Fecha de Intervención	Apoyo Financiero	Otras Acreencias	Total Acreencias hasta 1997	Recuperación hasta 2005	Saldo Reexpresado al 31/12/2005	Ajustes	Recuperación / Compensación 2006	Saldo al 31/12/2006
BIDESA	12-Dec-97	64,8	11,8	76,6	8,1	68,5	0,00	0,50	68,0
SUR S.A.	25-Nov-94	146,0	41,3	187,3	59,2	128,1	0,90	0,08	127,1
COCHABAMBAS.A.	25-Nov-94	74,9	13,3	88,2	12,3	75,9	0,10	1,70	74,1
BANEST	11-Feb-94	0,0	25,1	25,1	20,4	4,7	0,10	0,00	4,6
BAFINSA	29-Aug-91	0,0	9,4	9,4	0,0	9,4	0,00	0,00	9,4
CREDITOORUROS.A.	19-Mar-87	5,0	29,1	34,1	9,9	24,2	0,00	0,00	24,2
TOTAL		290,7	130,0	420,7	109,9	310,8	1,1	2,3	307,4

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras.

De acuerdo con lo determinado por el Directorio del BCB, mediante Acta N° 044/2006, al concluir el Contrato para la administración de cartera y venta de bienes otorgado al Banco Mercantil Santa Cruz S.A., el BCB a partir del 1 de diciembre de 2006 administra directamente la recuperación y realización de dichos activos.

1.4 AGREGADOS MONETARIOS

Durante 2006, el incremento de la base monetaria que habría resultado de las operaciones de cambio fue compensado por los depósitos del SPNF y por las OMA. Por su parte, el agregado monetario amplio M'3 creció, en términos reales y en promedio, a tasas similares a las observadas en 2005 (6,8%). Empero, su multiplicador disminuyó fuertemente, atenuando el efecto expansivo de la base monetaria. Los agregados monetarios que incluyen solamente depósitos en moneda nacional M1, M2 y M3 crecieron a tasas más altas (entre 42% y 54%). Esta situación se explica tanto por la evolución del circulante como por el comportamiento creciente de los depósitos en bolivianos en el sistema financiero, fruto del mayor dinamismo de la economía y de la recuperación de la confianza del público en la moneda nacional. De esta manera, los agregados en moneda nacional cumplieron más ampliamente sus funciones de

medio de cambio (M1) y de reserva de valor (M2 y M3). Las medidas tomadas para incentivar el uso de la moneda nacional fueron un factor importante que inclinó las preferencias de los agentes económicos hacia el boliviano.

1.4.1 Base monetaria

La base monetaria en 2006 registró un crecimiento nominal de 42,4% y en términos reales de 35,7%. Al igual que en el año anterior, el principal determinante de este comportamiento fue la acumulación de RIN; éstas crecieron en 83,8% debido a la concurrencia de tres factores: las compras históricas de divisas realizadas por el BCB al sector privado financiero por un monto de \$us1.275 millones, la condonación de la deuda con el FMI y los mayores ingresos fiscales provenientes del sector de hidrocarburos (Cuadro 4.8).

La expansión de la base fue atenuada principalmente por la disminución del crédito neto al sector público no financiero, que incrementó de manera importante sus depósitos en el BCB (excepto en el último trimestre). Las OMA, en particular las realizadas en MN y UFV, contribuyeron también a disminuir los efectos expansivos de las operaciones de cambio.

CUADRO 4.8

BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES, 2004 - 2006

(Saldos en millones de bolivianos y porcentajes)

	2004	2005	2006	Variaciones 2006	
				Absolutas	Relativas
DETERMINANTES	5.769,2	7.882,7	11.227,1	3.344,4	42,4
Reservas internacionales netas	9.031,3	13.713,3	25.199,0	11.485,7	83,8
Crédito neto al sector público	1.905,0	688,1	-6.146,7	-6.834,8	-993,3
Crédito a bancos	2.182,1	2.071,4	2.015,6	-55,8	-2,7
OMA ^{1/}	535,1	710,1	1.923,0	1.212,9	170,8
MN + UFV	222,0	524,3	1.901,6	1.377,3	262,7
ME + CMV	313,1	185,8	21,4	-164,4	-88,5
Otras cuentas (neto)	-6.814,2	-7.880,0	-7.917,8	-37,8	-0,5
COMPONENTES	5.769,2	7.882,7	11.227,1	3.344,4	42,4
Billetes y monedas	3.865,4	5.594,2	8.012,0	2.417,8	43,2
Reservas bancarias	1.903,8	2.288,5	3.215,1	926,6	40,5
Depósitos corrientes	17,2	7,6	3,9	-3,7	-48,9
Encaje legal	1.620,8	1.839,9	2.447,6	607,7	33,0
Otros	-151,8	-144,3	2,1	146,4	101,4
Caja	417,6	585,3	761,5	176,2	30,1
Moneda nacional	1.195,6	1.710,2	2.428,8	718,6	42,0
Depósitos corrientes	4,0	7,6	3,9	-3,7	-48,9
Encaje legal	774,4	1.117,5	1.663,4	545,9	48,8
Otros	-0,4	-0,2	0,0	0,2	116,3
Caja	417,6	585,3	761,5	176,2	30,1
Unidad de fomento a la vivienda		29,3	70,9	41,5	141,6
Encaje legal		29,3	70,9	41,5	141,6
Moneda extranjera	690,2	545,2	709,2	163,9	30,1
Depósitos corrientes	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9
Encaje legal	842,1	689,9	708,5	18,6	2,7
Otros	-152,0	-144,7	0,6	145,3	100,4
Mantenimiento de valor	18,1	3,7	6,2	2,4	65,1
Depósitos corrientes	13,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Encaje legal	4,3	3,2	4,8	1,6	51,1
Otros	0,6	0,6	1,4	0,8	142,0
ÍTEMSPRO MEMORIA					
BM en MN	5.060,9	7.333,7	10.511,8	3.178,0	43,3
Emisión	4.283,0	6.179,5	8.773,6	2.594,1	42,0
Crédito interno neto del BCB	-4.748,4	-7.533,8	-16.435,8	-8.902,0	-118,2
IPC Base 1991 = 100	223,9	234,9	246,5		4,94
Base monetaria (real)	2.576,7	3.355,8	4.554,5	1.198,7	35,7

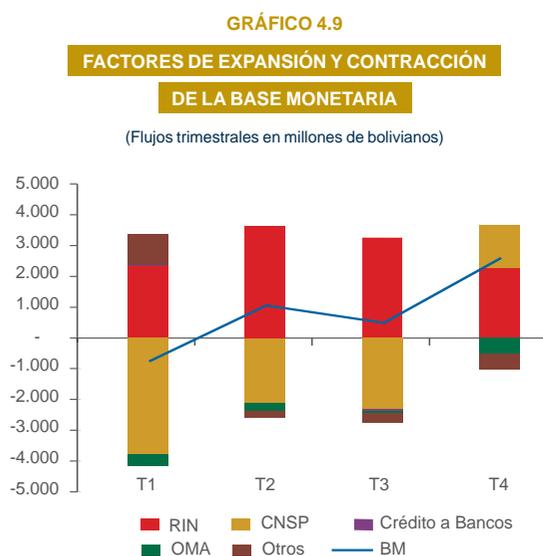
FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: ^{1/}Las operaciones de mercado abierto se restan, por tratarse de instrumentos de contracción de la base monetaria.

En efecto, para mitigar el riesgo de inflación que conllevaría una expansión excesiva de la base monetaria, el BCB utilizó de manera más activa su principal mecanismo de contracción de la oferta monetaria y realizó una colocación neta de valores de regulación monetaria en moneda nacional por Bs1.377 millones, que, considerando la redención neta de valores en ME, determinó un incremento del saldo de valores emitidos mediante OMA mayor a 170%.

En línea con su comportamiento estacional destaca el efecto expansivo del gasto público que determinó, junto a la acumulación de RIN, un incremento importante de la base en el último trimestre (Gráfico 4.9). La mayor ejecución de la inversión pública (Bs1.563.9 millones), los gastos estacionales de fin de año (Bs797.2 millones), el pago del Bono Juancito Pinto (Bs250 millones) y la devolución de aportes realizados al FONVIS (Bs34,7 millones) le imprimieron mayor dinamismo al gasto del SPNF.



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

Considerando los componentes de la base monetaria, se aprecia tanto el incremento del circulante en poder del público como de las reservas bancarias en términos

nominales en 43,2% y en 40,5%, respectivamente. El primero como consecuencia de una mayor demanda de dinero y también por el proceso de sustitución de monedas, iniciado desde mediados de 2004 con la introducción del Impuesto a las Transacciones Financieras y consolidado con las medidas de política monetaria y cambiaria adoptadas por la autoridad monetaria durante 2005 y 2006.

El incremento de las reservas bancarias fue principalmente en moneda nacional (78% del incremento total), lo que reflejó la tendencia decreciente de la dolarización de los depósitos y la mayor demanda de moneda nacional.

1.4.2 Medio circulante y liquidez total

Los medios de pago más líquidos (M1 y M2) y el agregado monetario más amplio (M3) registraron incrementos reales interanuales importantes que en promedio alcanzaron a 42,1%, 48,6% y 53,6%, respectivamente. Los agregados monetarios que incluyen depósitos en moneda nacional y en dólares estadounidenses registraron menor dinamismo. En términos reales, las variaciones fueron de 20,5% para M'1, 16% para M'2 y de 6,8% para M'3. De esta manera, el incremento de la oferta monetaria reflejó la remonetización de la economía, derivada en gran medida de las condiciones más atractivas para el uso y ahorro de activos en moneda nacional. En el caso de M'3, su incremento estuvo en línea con el crecimiento de la economía.

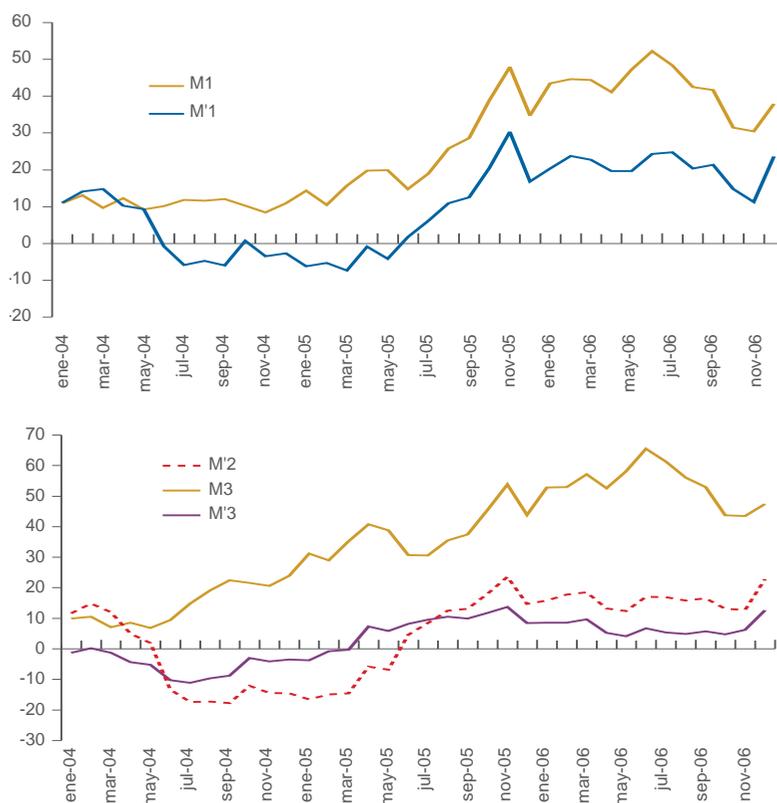
Por tanto, el mayor crecimiento de la demanda del público por saldos reales en moneda nacional refleja la tendencia a la remonetización de la economía, ya observada desde el segundo semestre de 2004, que sería una natural consecuencia de la reacción de los agentes a las políticas implementadas para el efecto, en un marco de un sistema financiero que paulatinamente evidenció mayor fortaleza en sus indicadores de solidez financiera³⁴ (Gráfico 4.10).

³⁴ Para ampliar este tema ver parte III sección 6.3.

GRÁFICO 4.10

AGREGADOS MONETARIOS

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



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

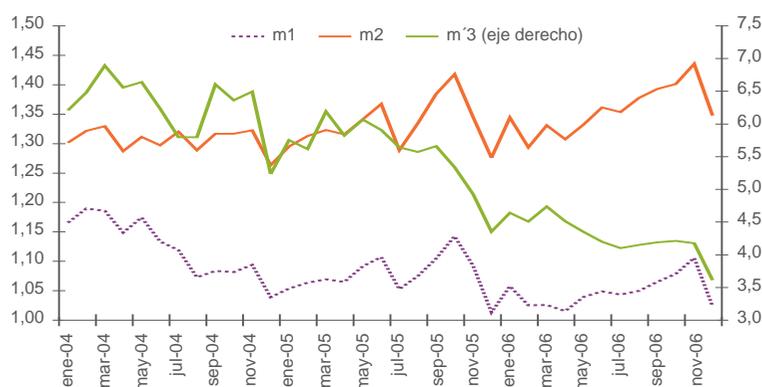
1.4.3 Multiplicadores monetarios

Los multiplicadores monetarios m_1 y m_3 , que corresponden a los agregados que incluyen únicamente depósitos en moneda nacional, se incrementaron durante 2006 en 0,9% y 7,9% respectivamente. El comportamiento del primer multiplicador refleja una menor preferencia del público por circulante con relación a depósitos a la vista (c) y menores reservas bancarias con relación a dichos depósitos (r). En el segundo caso, además de la caída en " c " y en " r ", se explica por una mayor preferencia por depósitos a más largo plazo con relación a los depósitos a la vista (a), debido a los incentivos existentes durante 2006 para depósitos en caja de ahorro y a plazo en moneda nacional (Gráfico 4.11 y Cuadro 4.9).

El multiplicador m_3 , que incorpora el efecto de los depósitos en moneda extranjera, cayó en 17,1% en 2006 producto de: i) una mayor tenencia de circulante por parte del público respecto a depósitos a la vista (c'), ii) el aumento de las reservas bancarias totales con relación a los depósitos totales (r') y iii) la caída relativa de la preferencia de depósitos totales en caja de ahorro y depósitos a plazo fijo con relación a los depósitos a la vista totales (a'). El menor crecimiento de los depósitos a plazo y su incidencia en la variación total de los depósitos determinaron este último resultado, mientras que el incremento de las reservas bancarias se produjo principalmente por los mayores excedentes de encaje legal en moneda nacional. La caída de m_3 repercutió en un menor crecimiento del agregado M'3. Es decir, redujo el efecto de la expansión de la base monetaria sobre la liquidez total.

GRÁFICO 4.11

MULTIPLICADORES MONETARIOS



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

CUADRO 4.9

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	3,0460	1,5108	0,3772	0,9499	3,8766	0,0797	1,0132	1,3916	4,3529
2006	2,9242	1,8364	0,3217	1,1647	3,7255	0,0989	1,0228	1,5015	3,6090

FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: $c = C/DVmn$ $r' = R/D$
 $a = Amn/DVmn$ $m1 = M1/BMmn = (c+1)/[c+r'(1+a)]$
 $r = Rmn/Dmn$ $m3 = M3/BMmn = (c+1+a)/[c+r'(1+a)]$
 $c' = C/DV$ $m'3 = M'3/BM = (c'+1+a)/[(c'+r'(1+a))]$
 $a' = A/DV$

C= circulante

DV = depósitos vista

DA = depósitos en caja de ahorros

DP = depósitos a plazo y otros

A= DA+DP=cuasidinero

D= DV + DA + DP = total depósitos

R = reservas bancarias

mn = moneda nacional + unidad de fomento a la vivienda

2

POLÍTICA CAMBIARIA

De acuerdo con lo establecido en el artículo 19 de la Ley 1670, el BCB tiene como atribución la conducción de la política cambiaria. El régimen cambiario vigente en el país desde hace más de dos décadas es el de tipo de cambio deslizando (*crawling peg*), que consiste en

pequeñas depreciaciones o apreciaciones –no anunciadas– del tipo de cambio, basadas en consideraciones sobre competitividad externa y estabilidad del sistema financiero, supeditadas al objetivo de mantener una inflación baja y estable (Ver recuadro).

POLÍTICA CAMBIARIA E INFLACIÓN

Un precio clave en cualquier economía integrada al resto del mundo es el tipo de cambio nominal. Esta variable afecta principalmente a la inflación y a la competitividad cambiaria y, a través de esta última, a la actividad, gasto y a las cuentas externas. De acuerdo con la Ley 1670, el BCB es el ente encargado de la política cambiaria.

Durante los últimos veinte años, el tipo de cambio se ha orientado fundamentalmente en función de la competitividad cambiaria, con el objetivo de promover la actividad transable. Sin embargo, también se ha tomado en cuenta la estabilidad del sistema financiero, por el alto grado de dolarización de la economía. Estos objetivos adicionales se han supeditado al objetivo de mantener la inflación baja y estable. Dado el grado de incertidumbre sobre el desarrollo de los mercados, generalmente la orientación de la política cambiaria ha sido lo suficientemente cauta.

El actual entorno de apreciaciones de las monedas de los principales socios comerciales desde el año 2002, en particular los de Sudamérica revelan que se han atenuado los desequilibrios macroeconómicos externos del pasado, especialmente las altas inflaciones. Por lo tanto, el análisis económico indica que las paridades de las monedas de los distintos países, incluido Bolivia, oscilarían sin una tendencia clara al alza o hacia la baja en el mediano plazo, en función de las coyunturas particulares de cada país.

En los países con regímenes de tipo de cambio fijo, o con variabilidad muy reducida como Bolivia, la paridad cambiaria afecta de forma importante a la inflación, constituyéndose en el ancla nominal de las expectativas de las personas. Existe evidencia que respalda el rol fundamental del tipo de cambio en la evolución del nivel general de precios.¹

Dado el nivel récord de competitividad externa y el volumen de RIN alcanzados, la orientación cambiaria ha ido cada vez más en la dirección de controlar la inflación, consistente con la transición de nuestro país al régimen de metas explícitas de inflación, que ha sido exitoso en el control y estabilización de la inflación en varios países del mundo.

Algunos países en la transición hacia este régimen, como Nueva Zelanda a inicios de los noventa y Singapur en la actualidad, han utilizado el tipo de cambio como instrumento y señal de las políticas del ente emisor en el control de la inflación; por lo menos hasta que se desarrolle el mercado monetario y de capitales, de tal forma que se pueda optar por otro instrumento como la tasa de interés.

El BCB continuará determinando el tipo de cambio en la dirección que señalan sus principales determinantes, tratando de que este instrumento contribuya también a controlar la inflación y promover la remonetización de la economía, sin cambios bruscos y buscando atenuar los ciclos económicos, en especial los de carácter externo.

¹ Ver la sección "El BCB y el control de la inflación" en la Parte I de esta Memoria.

2.1 ORIENTACION DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN 2006

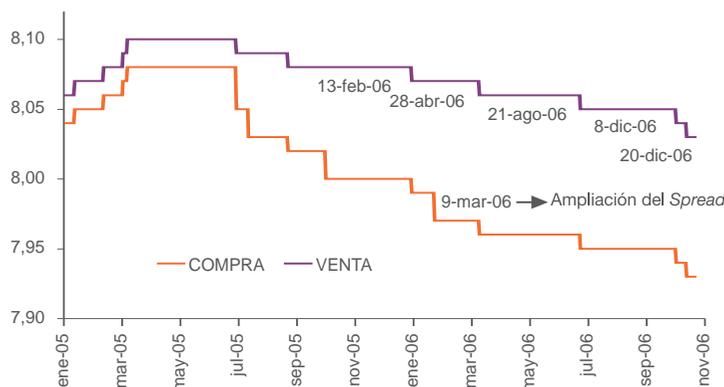
Durante 2006 continuó la tendencia a la apreciación del boliviano: el tipo de cambio de venta se apreció en 0,62%, mientras que el de compra se apreció 0,88%. Este disímil comportamiento se debió a que continuó el proceso de ampliación del diferencial (*spread*) entre el precio de venta y el de compra del dólar estadounidense. En efecto, el diferencial cambiario que había sido de 8 centavos se amplió el 9 de marzo hasta llegar a un *spread* total de 10 centavos, equivalentes a 1,26%

del tipo de cambio de compra (Grafico 4.12). La ampliación del *spread* permitió un mayor dinamismo en el mercado cambiario privado y coadyuvó con el objetivo de profundizar el uso del boliviano en las transacciones económicas, en especial en el sistema financiero. La apreciación de la moneda fue gradual; sin embargo, se aceleró a finales de año con el objetivo de controlar las posibles presiones inflacionarias de carácter permanente por los efectos que tendría el fenómeno de El Niño en 2007. Además, va en línea con la reducción de la inflación para tender a la meta del PND (3%).

GRÁFICO 4.12

TIPO DE CAMBIO OFICIAL

(Bolívianos por dólar estadounidense)



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

En el contexto de la región, la apreciación de la moneda nacional se puede considerar como moderada, dada la importante apreciación de las monedas de Brasil (8,6%) y Perú (6,6%). Además, los otros países de la región apreciaron sus monedas notoriamente desde 2002 y comenzaron a depreciar sus monedas moderadamente en 2006 (Cuadro 4.10). Incluso los países de la Zona

Euro e Inglaterra apreciaron sus monedas en 2006 en 10,2% y 12%, respectivamente. La leve apreciación de la moneda nacional fue concordante con el régimen cambiario de movimientos controlados en la cotización del dólar estadounidense y buscó preservar la competitividad del sector transable, de modo de no perjudicar al sector exportador.

CUADRO 4.10

APRECIACIÓN NOMINAL EN PAÍSES SELECCIONADOS DE SUDAMÉRICA

RESPECTO AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

(Tasas acumuladas a diciembre de 2006)

País	Apreciación acumulada (- = depreciación) a diciembre de 2006		
	Desde diciembre de 2002	Desde diciembre de 2004	Desde diciembre de 2005
Brasil	39,7	19,6	8,6
Chile	25,9	4,0	-4,2
Colombia	21,9	4,9	2,0
Uruguay	10,9	7,5	-1,5
Argentina	8,9	-3,0	-1,0
Perú	9,1	2,6	6,6
Bolivia	-7,1	0,4	0,6
Venezuela	-54,6	-12,0	0,0

FUENTE: Bloomberg.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

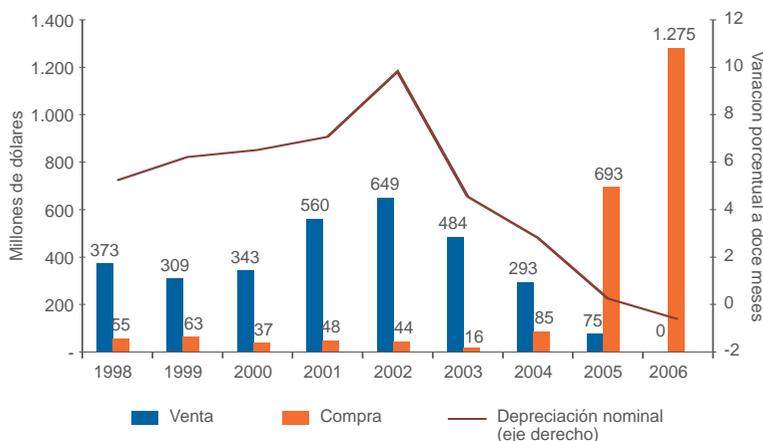
Para moderar los efectos no deseados en el sector transable, las medidas de política cambiaria han seguido en dirección, pero no en magnitud, del desarrollo del mercado cambiario. Hasta el año 2004 las depreciaciones de la moneda nacional estuvieron en línea con las ventas de divisas del BCB. Sin embargo, la

apreciación de la moneda no tuvo una correspondencia tan directa con las compras de divisas del BCB (Gráfico 4.13). Las compras de divisas por el BCB en 2006 alcanzaron a \$us1.275 millones, mientras que las ventas fueron nulas, por lo que el mecanismo de venta de divisas (Bolsín) no operó en el año.

GRÁFICO 4.13

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

(Millones de dólares y porcentajes)



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

2.2 OPERACIONES CAMBIARIAS EN EL MERCADO FINANCIERO

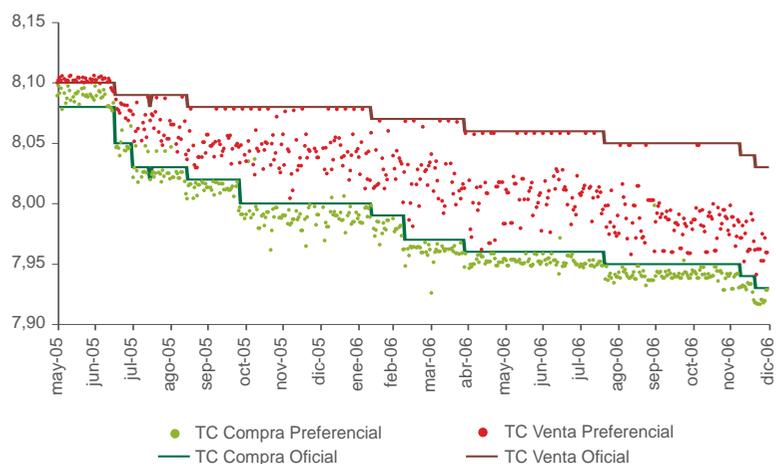
La política cambiaria adoptada a partir de julio de 2005, de ampliar el *spread* entre el tipo de cambio de compra y de venta y una apreciación controlada de la moneda, tiene como objetivo la promoción de un mercado privado de divisas más profundo y el incentivo del uso de la moneda nacional como reserva temporal de valor. Durante 2006, las medidas continuaron dinamizando el mercado privado de divisas y le dotaron de mayor flexibilidad respecto de los años anteriores, de tal forma que las fuerzas de demanda y oferta fueron cada vez más importantes en la determinación del tipo de cambio, en el entorno de los valores fijados por el BCB y coadyuvadas por la compra de divisas por el Ente Emisor.

A partir de mediados de 2005, el BCB obtiene información de la compra y venta de divisas en el mercado financiero. Para tal efecto clasifica las operaciones cambiarias en tres tipos: preferenciales, estándar e interbancarias. Las operaciones preferenciales se realizan con personas o empresas que transan elevados volúmenes de divisas y, por tanto, obtienen tipos de cambio más atractivos. En este segmento, el volumen transado en 2006 alcanzó a \$us732,2 millones para la compra y \$us476 millones para la venta. Con la ampliación del *spread*, los tipos de cambio de venta y de compra, que eran mayores a los del BCB, se alinearon gradualmente con el tipo de cambio de compra en el BCB. Este fenómeno refleja una posición compradora en la economía nacional acorde con la liquidez en moneda extranjera (Gráfico 4.14).

GRÁFICO 4.14

TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES PREFERENCIALES

(Bolívianos por dólar estadounidense)



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

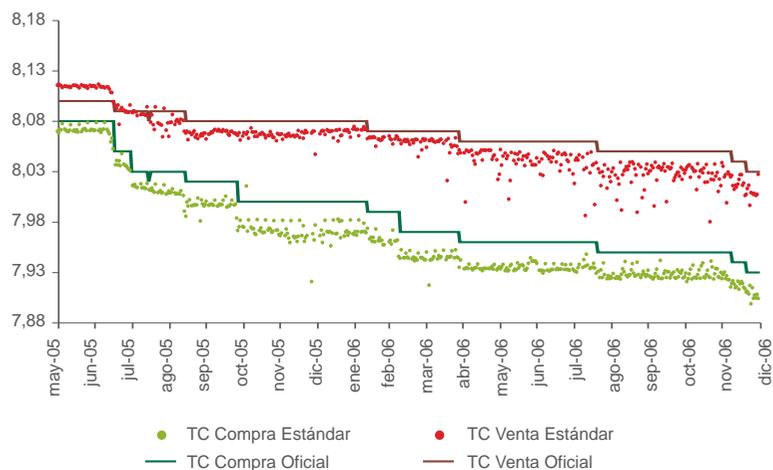
Las operaciones estándar se llevan a cabo al tipo de cambio de pizarra de las entidades financieras, y representan el segmento más importante de las operaciones cambiarias con el público (64,2% de las operaciones de compra y el 69,9% de las operaciones

de venta). En este tipo de operaciones, la posición actual predominante también es la compradora debido a que los tipos de cambio de venta y de compra están por debajo de las cotizaciones del mercado oficial (Gráfico 4.15).

GRÁFICO 4.15

TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES ESTÁNDAR

(Bolívianos por dólar estadounidense)



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

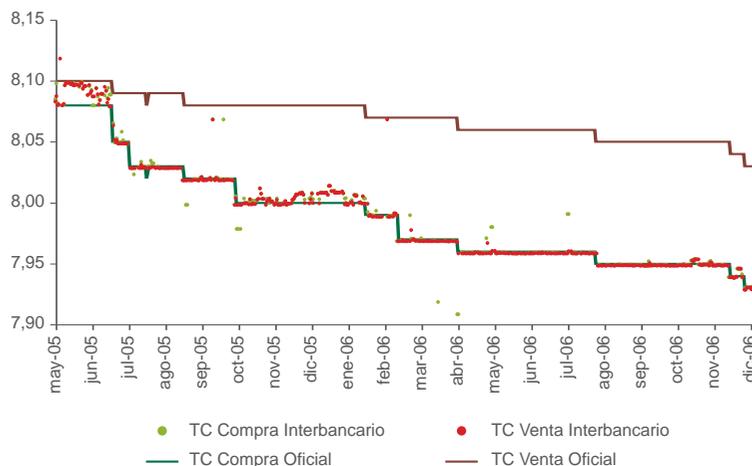
En las operaciones interbancarias, que son aquellas que realizan las entidades financieras entre sí, los tipos de cambio de compra y de venta son muy similares a la cotización de compra del BCB, lo que refleja también la mayor liquidez en dólares y la posición compradora de este mercado en línea con la

reducción de la dolarización financiera (Gráfico 4.16). Del total de operaciones de compra y venta de divisas que realiza el sistema financiero, el 12% son operaciones de compra interbancarias y el 49,5% son operaciones de venta en este segmento del mercado.

GRÁFICO 4.16

TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES INTERBANCARIAS

(Bolivianos por dólar estadounidense)



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

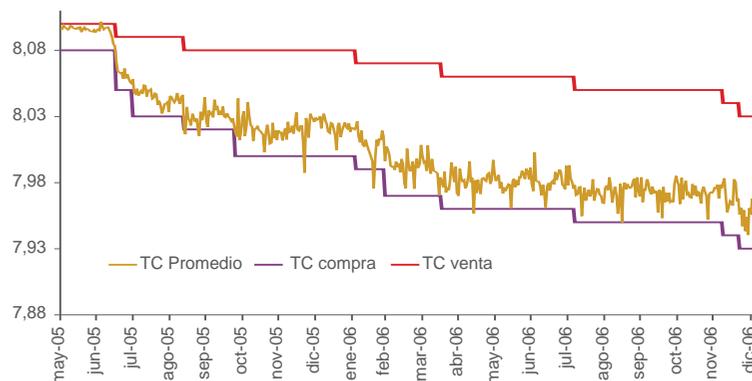
El tipo de cambio promedio ponderado de las operaciones estándar y preferenciales en el mercado financiero privado cayó desde Bs/\$us 8,01 en diciembre de 2005 hasta Bs/\$us 7,97 en diciembre de 2006, lo que implica una leve apreciación de 0,47%. Al igual que en

los casos anteriores, este tipo de cambio está más cercano al tipo de cambio oficial de compra, pero dentro del rango fijado como referencial por el BCB, lo que refleja la credibilidad de la política cambiaria del BCB (Gráfico 4.17).

GRÁFICO 4.17

TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y PARALELO

(En bolivianos por dólar estadounidense)



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

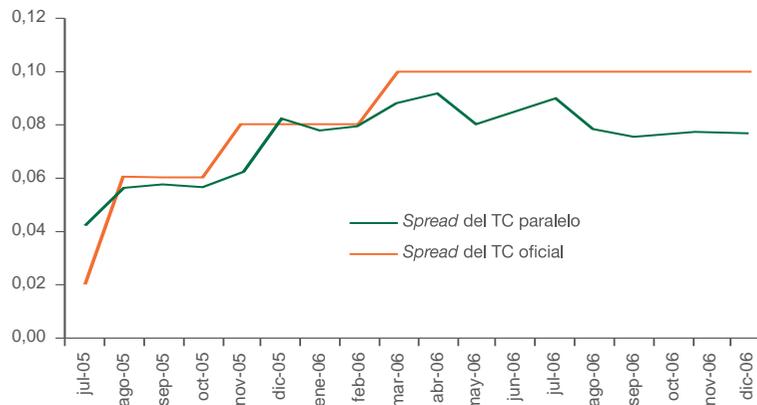
El *spread* promedio del tipo de cambio en el mercado financiero se mantuvo por debajo del oficial con relativa variabilidad según las fuerzas de oferta y demanda de divisas. La ampliación del *spread* incentivó a los agentes económicos privados a realizar un mayor volumen de operaciones de compra y venta de divisas entre ellos (Gráfico 4.18).

El mercado privado de divisas continuó mostrando un dinamismo importante: el sistema financiero compró al público \$us2.043 millones y vendió \$us1.584 millones. Las compras fueron sistemáticamente mayores a las ventas, especialmente entre marzo y julio (Gráfico 4.19). Esta tendencia se debió al proceso de bolivianización que se evidencia en la economía (ver recuadro).

GRÁFICO 4.18

SPREAD CAMBIARIO OFICIAL Y PARALELO

(En bolivianos)



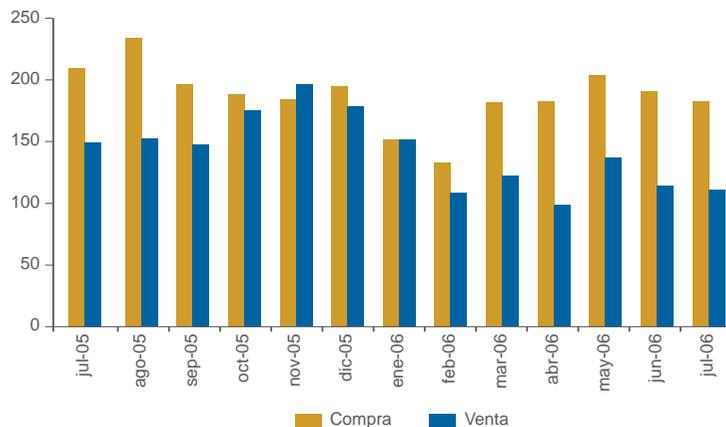
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

GRÁFICO 4.19

MONTOS DE COMPRA Y VENTA DE DIVISAS DEL SISTEMA FINANCIERO

EN OPERACIONES PREFERENCIALES Y ESTÁNDAR

(En millones de dólares)



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

LA REMONETIZACIÓN DE LA ECONOMÍA NACIONAL

Aun después de la estabilización económica de los años ochenta, Bolivia se caracterizó por tener una economía altamente dolarizada. En efecto, los niveles de dolarización de los depósitos hasta antes de junio de 2004 fueron mayores al 91% y de los créditos al 97%.

Con el objetivo de reducir la dolarización, por los riesgos que este fenómeno implica en el sistema financiero, y mejorar la efectividad de la política monetaria se decidió incentivar la remonetización de la economía. Por tanto, el BCB alentó medidas gubernamentales orientadas a remonetizar la economía, entre las que podemos mencionar: el fomento a la colocación de valores públicos en moneda nacional junto a la redención de valores en moneda extranjera por OMA, y el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), que grava a las operaciones de depósitos y crédito en ME y MVDOL que se realizan en el sistema financiero. Por su parte el BCB incrementó el encaje legal y estableció un encaje adicional a los depósitos en dólares¹; además implementó medidas de política cambiaria (apreciación de la moneda nacional respecto del dólar y la ampliación del *spread*).

Asimismo, el BCB realizó estudios que impulsaron la creación de la UFV mediante el Decreto Supremo 26390 de 8 de noviembre de 2001. La UFV es un índice referencial que se calcula sobre la base del Índice de Precios al Consumidor (IPC) que publica el Instituto Nacional de Estadística (INE) y evoluciona en consonancia con la inflación anual. El sistema financiero comenzó a captar depósitos en UFV a partir de abril de 2002 y éstos comenzaron a incrementarse de manera importante a partir de la implementación del ITF, en julio de 2004.

Análisis realizados en el BCB señalan que casi dos terceras partes de la caída de la dolarización de depósitos corresponden a políticas del BCB, como la ampliación del *spread*, la apreciación nominal, las modificaciones de los requerimientos de encaje legal y el mantenimiento del entorno de inflación baja y estable. Entre otros determinantes, también han contribuido el mantenimiento del ITF y el alza de la inflación externa (Gráfico 1).

De esta forma, las políticas adoptadas principalmente por el BCB y el Gobierno permitieron incrementar la bolivianización de los depósitos y de la cartera del

sistema financiero. La participación de los depósitos en MN y UFV con respecto al total subió de 7,6% en diciembre de 2003 hasta 23,9% a fines de 2006. Algo similar ocurrió con la cartera del sistema financiero, aunque en menor medida, debido a que los bancos recién están observando los beneficios de prestar en bolivianos. La participación de la cartera en bolivianos y UFV con respecto al total aumentó de 2,1% en 2003 a 13,1% en 2006. Por su parte, la mayoría de los saldos netos de valores públicos del BCB están denominados en MN y UFV (Cuadro 1).

GRÁFICO 1

**EFFECTOS ESTIMADOS DE LAS PRINCIPALES
VARIABLES QUE INCIDEN EN LA REMONETIZACIÓN
DE DEPÓSITOS, 2004-2006**
(En porcentajes)



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

CUADRO 1

**REMONETIZACIÓN DE DEPÓSITOS,
CARTERA Y VALORES PÚBLICOS ¹**
(En porcentajes)

Año	Depósitos	Créditos	Valores Públicos
2003	7,6	2,1	13,0
2004	11,0	3,5	41,7
2005	16,1	6,8	88,8
2006	23,9	13,1	98,9

FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTAS: ¹ Incluye MN y UFV.

¹ El encaje legal establece la obligación de las instituciones financieras de constituir un porcentaje de los depósitos en el BCB, tanto en efectivo como en valores. La tasa de encaje legal para depósitos en MN y en UFV alcanza a 12% (10% en valores y 2% en efectivo), la tasa de encaje legal para depósitos en ME y en MVDOL alcanza a 14% (12% en valores y 2% en efectivo); y se introdujo un encaje adicional, con una tasa de 7,5% que se aplica a los depósitos en ME y MVDOL por encima del 80% del nivel registrado al 31 de marzo de 2005; este porcentaje será de 70% a partir del 15 de enero de 2007 y de 60% a partir del 2 de julio de 2007. Adicionalmente se estableció un mecanismo de compensación por el crecimiento de los depósitos en MN y UFV por encima del nivel registrado al 31 de marzo de 2005.

2.3 LA COMPETITIVIDAD CAMBIARIA

El tipo de cambio real, que mide la competitividad (ver recuadro) del país frente a nuestros socios comerciales en función de las inflaciones y depreciaciones de las monedas con relación al dólar estadounidense, se

depreció 1,3% en promedio en 2006 y 2,6% en 12 meses (Gráfico 4.20). Por tanto, la orientación cauta 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.

GRÁFICO 4.20

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL DE BOLIVIA 1999-2006

(Índice, agosto de 2003 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTA: Cifras preliminares desde 2004.

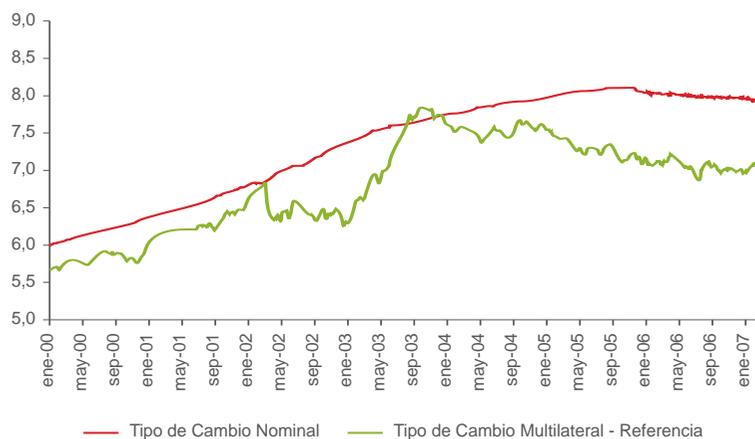
Asimismo, un menor valor del tipo de cambio de referencia con relación al tipo de cambio nominal muestra al boliviano en niveles muy competitivos. Desde 2003 persiste el impulso cambiario a la actividad del

sector transable, en un contexto en el cual la mayoría de los países han apreciado sus monedas y dejado a la moneda nacional subvaluada respecto de otras monedas (Gráfico 4.21).

GRÁFICO 4.21

TIPO DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADO Y MULTILATERAL DE REFERENCIA

(Bolivianos por dólar estadounidense)



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

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 del boliviano ocurrieron con Reino Unido (12,5%), Venezuela

(11,0%) y Brasil (6,7%). Por su parte, Chile ganó competitividad con relación a Bolivia (6,6%). Estos movimientos cambiarios se dieron fundamentalmente por la depreciación del dólar estadounidense respecto de las monedas de nuestros socios comerciales (Cuadro 4.11).

CUADRO 4.11

INFLACIÓN, DEPRECIACIÓN NOMINAL Y DEPRECIACIÓN REAL, 2006

(Tasas acumuladas a diciembre de 2006)

País	Ponderación en elITCER ^{1/}	Inflación	Depreciación nominal ^{2/}	Depreciación real ^{3/}
Argentina	11,53	9,8	1,0	3,1
Brasil	19,60	2,8	-8,6	6,7
Chile	4,97	2,6	4,2	-6,6
Colombia	5,63	4,5	-2,0	1,1
Perú	8,19	1,1	-6,6	2,7
Venezuela	7,90	17,0	0,0	11,0
Zona del Euro	7,25	1,9	-10,2	7,6
Reino Unido	2,00	4,4	-12,0	12,5
Japón	5,43	0,5	1,1	-5,7
Estados Unidos	18,46	2,5	0,0	-2,8
Índice Multilateral	100,00	-	-	2,60

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

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.

NOTAS: ^{1/} Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real.

^{2/} Con relación al dólar estadounidense.

El signo negativo indica apreciación nominal respecto a esta moneda.

^{3/} Con relación al boliviano.

COMPETITIVIDAD Y TIPO DE CAMBIO REAL (ITCER)

Aunque en inicio la competitividad estaba relacionada principalmente a consideraciones cambiarias, actualmente este concepto involucra todos los aspectos que promueven la inserción externa de un país. En esa línea, existen varias medidas de competitividad, entre las que se encuentran los índices del Foro Económico Mundial, del Instituto Internacional para la Administración del Desarrollo (IMD), de la CEPAL, entre otros.

En el caso del tipo de cambio real, ésta es una medida de la competitividad cambiaria de una economía frente al resto del mundo, pues compara los precios de los artículos que se producen internamente con los precios de aquellos que se producen en el exterior. Estos precios relativos también orientan el destino de la producción y el consumo a los mercados externos o internos.

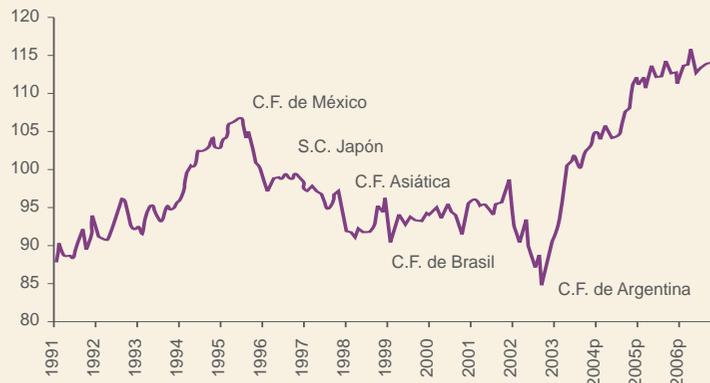
Para su cálculo se pueden utilizar diferentes indicadores de niveles de precios. Distintos estudios sugieren varios indicadores: costos unitarios de la mano de obra en la manufactura, defactores del valor agregado de la industria manufacturera, valores unitarios de exportación e índices de precios al por mayor. Sin embargo, en los países en desarrollo, en los que normalmente no se cuenta con estos indicadores, se emplean los Índices de Precios al Consumidor (IPC) expresados en una misma moneda, para lo que se utiliza el tipo de cambio nominal.

El BCB, utilizando la última metodología, realiza el cálculo tanto de los índices de tipo de cambio reales bilaterales con los principales socios comerciales como de un índice de tipo de cambio efectivo real general (ITCER), que resume la competitividad cambiaria y cuya evolución en el período 1991-2006 se puede observar en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 1

BOLIVIA: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL

(Índice, agosto 2003=100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia, Instituto Nacional de Estadística, *Bloomberg*, Fondo Monetario Internacional y páginas *web* de Bancos Centrales e Institutos de Estadísticas.
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.
 NOTA:
 C. F. Crisis financiera.
 S.C. Salida de capital.
 p: Cifras preliminares.

Un aumento en el ITCER se interpreta como una depreciación real de la moneda interna, lo que implica que los bienes extranjeros se volvieron relativamente más caros que los internos. Esto puede darse por un aumento del tipo de cambio nominal, por mayor inflación externa o por menor inflación interna.

Las sucesivas caídas del ITCER a partir de 1995 hasta septiembre 2002 se debieron principalmente a las fuertes depreciaciones de las monedas de algunos de los socios

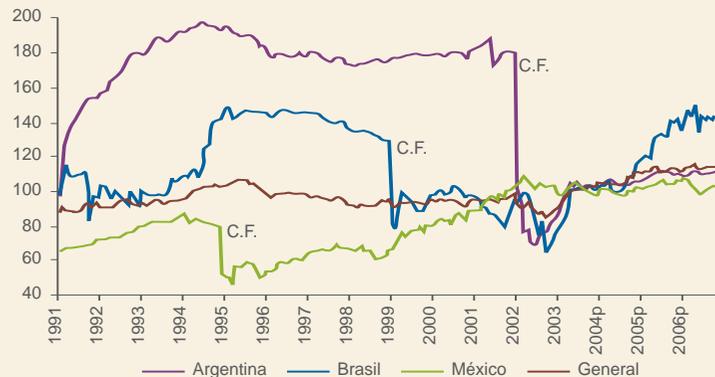
comerciales de Bolivia, producto de las crisis financieras que estos países experimentaron por las salidas masivas de capital y el efecto en la economía mundial de la globalización financiera. Estas crisis se pueden observar de manera más clara en los índices bilaterales de Bolivia con los diferentes países. La primera crisis de competitividad cambiaria ocurrió en 1994, por los problemas en la cuenta corriente de México que provocó el efecto de contagio en otros países, denominado "Tequila" (Gráfico 2).

GRÁFICO 2

BOLIVIA: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL GENERAL E ÍNDICES

BILATERALES CON ARGENTINA, BRASIL Y MÉXICO

(Índice, agosto 2003=100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia, Instituto Nacional de Estadística, *Bloomberg*, Fondo Monetario Internacional y páginas *web* de Bancos Centrales e Institutos de Estadísticas.
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.
 NOTAS:
 C. F. Crisis financiera.
 p: Cifras preliminares.

Posteriormente, la crisis financiera del Asia en 1997 afectó al ITCER de manera indirecta por su repercusión en la economía mundial. Paralelamente, Japón experi-

mentó una importante depreciación del yen por la salida de capitales debido al diferencial de tasas de interés con el resto del mundo (Gráfico 3).

GRÁFICO 3

BOLIVIA: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO Y REAL GENERAL E ÍNDICES BILATERALES CON JAPÓN, ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

(Índice, agosto 2003=100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia, Instituto Nacional de Estadística, *Bloomberg*, Fondo Monetario Internacional y páginas *web* de Bancos Centrales e Institutos de Estadísticas.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTA: p: Cifras preliminares.

A principios de 1999, el mercado de capitales de Brasil experimentó importantes retiros de capital por problemas fiscales, y a fines de 2001 lo hizo Argentina por similares motivos. Esto ocasionó que el ITCER cayera hasta su nivel mínimo en septiembre 2002. A partir de esa fecha, cambió la tendencia y el ITCER fue subiendo de manera constante hasta alcanzar un nivel récord en 2006.

Los cambios en la competitividad cambiaria que se han reflejado en la balanza comercial de Bolivia con estos países han afectado el volumen de exportaciones e importaciones (Cuadro 1). El cambio de tendencia del ITCER también se ha visto reflejado en la balanza comercial total: de un déficit de \$us476 millones en 2002 alcanzó un superávit de \$us1.054 millones en 2006.

CUADRO 1

EVENTOS SELECCIONADOS DE PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD

(Variación acumulada, en porcentajes)

País	México	Japón	Brasil ^{1/}	Argentina ^{1/}
Año	1994-1995	1995-1996	1999	2001-2002
Índice de tipo de cambio efectivo y real				
Bilateral	-40,3	-22,2	-25,2	-53,6
General	4,9	-7,2	-1,9	-4,8
Variación porcentual del volumen de exportaciones por país de destino				
	-90,9	-55,9	-12,8	-89,7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica.
NOTAS: ^{1/} Excluye exportación de gas.

3

SISTEMA DE PAGOS

3.1 POLÍTICAS DEL SISTEMA DE PAGOS

Los sistemas de pagos constituyen un pilar fundamental de la actividad económica y financiera, a través de ellos se liquida una parte importante de las transacciones de la economía y se facilita la transmisión de la política monetaria. Dada su importancia, los bancos centrales se preocupan por su adecuado funcionamiento, por ello dictan normas y diseñan mecanismos con el fin de precautelar su seguridad y eficiencia. En particular, el BCB formula políticas de aplicación general en materia de sistema de pagos, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 3 de la Ley 1670.

El BCB, como administrador del sistema de pagos de alto valor (SIPAV), en 2006 implantó activamente la Mesa de Ayuda, conformada por una estructura orientada a la resolución de problemas operativos e informáticos que

permitió viabilizar la continuidad de las operaciones y otorgar soporte a las operaciones del sistema. Las contingencias y consultas de los participantes se resolvieron mediante transmisión remota y la Mesa de Ayuda se consolidó como el canal oficial de comunicación entre los participantes del SIPAV y el BCB.

El 8 de agosto de 2006 se iniciaron las operaciones de la Cámara de Compensación de Órdenes de Pagos Electrónicas para operaciones con valores individuales pequeños, pero con un número diario considerable de transacciones (ACH, ver recuadro). Esta cámara ofrece el servicio de compensación electrónica de órdenes de pago y cargo enviadas mediante la red interbancaria. Las Leyes 1670, 1488 y el Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación constituyen el marco normativo que regula su funcionamiento.

CÁMARA AUTOMÁTICA DE COMPENSACIÓN (ACH – AUTOMATIC CLEARING HOUSE)

La ACH es una Cámara de Compensación Automatizada de Liquidación Multilateral Neta, en la cual las entidades autorizadas ordenan transferencias electrónicas de fondos en atención a las instrucciones expedidas por uno o varios ordenantes con destino final a la cuenta de uno o varios beneficiarios en entidades autorizadas destinatarias. Tanto el ordenante como el beneficiario pueden ser personas naturales o jurídicas, públicas o privadas.

Las operaciones que realiza la ACH son:

- i) Órdenes de pago, conformadas por un conjunto de instrucciones que conducen a depositar recursos en la cuenta que el beneficiario mantiene en una Entidad Autorizada Destinataria.
- ii) Órdenes de cargo, por la cual el efecto de transferencia de fondos determina un cargo o débito en la cuenta receptor.
- iii) Mensajería, con un carácter netamente informativo.

Los beneficios que otorga este servicio son los siguientes:

- i) Permite efectuar la transferencia de fondos en forma ágil a partir de órdenes de pago y cobro.

- ii) Reduce el empleo de efectivo y papeles en las transacciones (cheques, formularios de consignación).
- iii) Emplea un esquema operativo sencillo y acelera la fluidez de los pagos.
- iv) Potencia las redes internas de las entidades bancarias, ya que facilita las transacciones entre distintas plazas.
- v) Permite ofrecer un mejor servicio a los clientes corporativos de los bancos.
- vi) Facilita el cobro y pago de servicios (electricidad, agua potable, telefonía, educación y otros).

Al efectuarse la liquidación bajo un esquema "Neto en Tiempo Diferido", los niveles de liquidez requeridos para dar cobertura a las distintas posiciones son menores a los que se requerirían en caso de hacer operaciones con liquidación bruta. Asimismo, sus potencialidades están orientadas a aumentar el acceso de la población al sistema bancario, disminuir los costos de transacción e incrementar la oferta de servicios bancarios a partir de la consolidación de un sistema de pagos de bajo valor.

3.2 OPERACIONES DE ALTO VALOR

Durante 2006 se realizaron 36.892 operaciones en el SIPAV, cifra 33% superior a la registrada en 2005. El valor de las operaciones de pago en moneda extranjera fue de \$us7.038 millones (22% superior al valor registrado el año anterior). En moneda nacional se cursó un

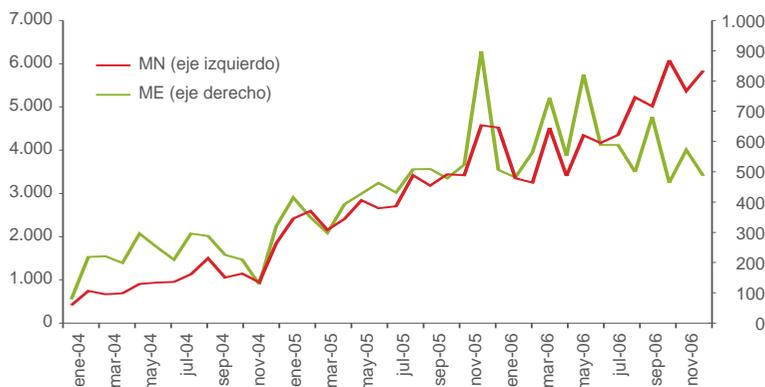
monto de Bs54.863 millones, lo que representó un crecimiento de 45% respecto de 2005 (Gráfico 4.22). El volumen de operaciones cursadas por el SIPAV en moneda nacional y extranjera presentó un crecimiento anual promedio de 40% y 25%, respectivamente. El valor total de operaciones de pago fue de Bs111.378 millones durante 2006, lo que representa 1,2 veces el PIB.

GRÁFICO 4.22

EVOLUCIÓN DEL VALOR DE OPERACIONES

MENSUALES CURSADAS POR EL SIPAV

(En millones de bolivianos y dólares americanos)



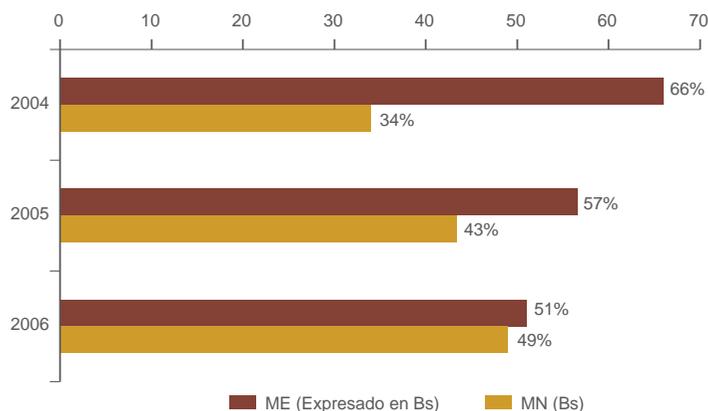
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras.

La composición de operaciones por monedas muestra que el valor correspondiente a las operaciones en bolivianos, respecto al valor total de operaciones, aumentó de 43% a 49% (Gráfico 4.23). Este incre-

mento se explica por las políticas monetaria y cambiaria emprendidas por el BCB y por las características del Impuesto a las Transacciones Financieras.

GRÁFICO 4.23

ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS OPERACIONES CURSADAS POR EL SIPAV



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

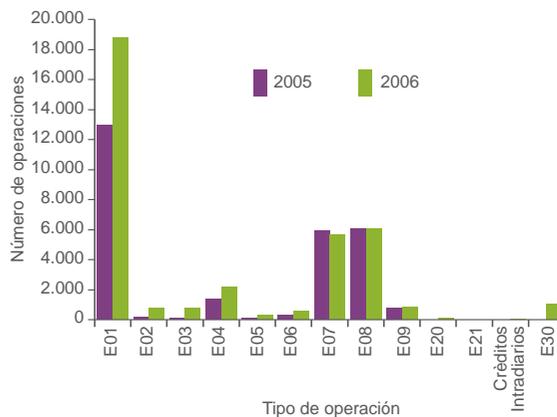
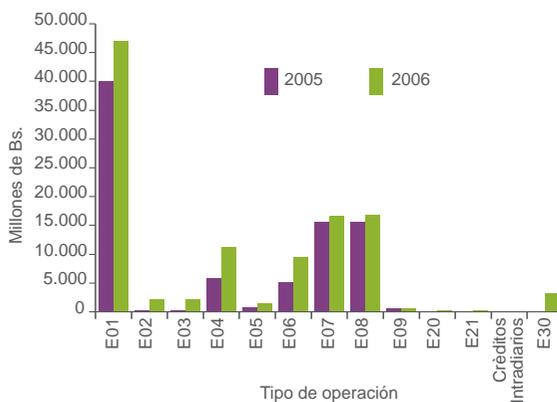
El SIPAV ofrece actualmente a sus participantes doce tipos de operaciones: Transferencias Interbancarias (E01), Transferencias Interbancarias con Glosa (E30), Operaciones con la Entidad de Depósito de Valores (E02 y E03), Operaciones de Transferencias Tributarias y Aduaneras (E04 y E05), Transferencias a Cuentas Propias (E06), Operaciones con la Cámara de Compensación de Cheques (E07 y E08), Transferencias de Bancos a Entidades Financieras no Bancarias (E09) y Créditos de Liquidez (E20 y E21).

La operativa de las transferencias interbancarias (E01) fue la más utilizada en 2006 (51%) (Gráfico 4.24). Las operaciones con la Cámara de Compensación de Cheques (E07 y E08) también fueron importantes y, pese a que el número de operaciones se mantuvo en niveles muy similares a los de 2005, los montos totales transados fueron mayores especialmente en MN. Por último, resta destacar el aumento de las operaciones de tipo E30, que corresponden a transferencias interbancarias con glosa,³⁵ lo cual refleja las ventajas de eficiencia y agilidad que brinda la tecnología del SIPAV al público en general en sus transacciones con el Sistema Bancario (Gráfico 4.24).

GRÁFICO 4.24

ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS OPERACIONES

CURSADAS POR EL SIPAV



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

3.3 OPERACIONES DE BAJO VALOR

Los movimientos en la Cámara de Compensación de Cheques (CCC) registraron un total de 1.505.502 cheques transados durante el año, de los cuales 64,8% fueron por operaciones en moneda nacional y 35,2% en moneda extranjera. Los valores acumulados de este instrumento de pago en 2006 fueron de Bs28.386 millones y \$us2.978 millones, con un promedio por operación de Bs28.760 y \$us5.612, respectivamente. El valor total de operaciones de pago cursadas por la CCC durante 2006 fue de Bs52.120 millones, lo que representó el 58% del PIB.

Por otra parte, la Cámara Automática de Compensación realizó 3.878 operaciones, de las cuales 79% correspondieron a moneda nacional y 21% a transacciones en moneda extranjera. El valor acumulado de órdenes de pagos electrónicas alcanzó a Bs200 millones y \$us9 millones, respectivamente.

El funcionamiento de la Cámara Automática de Compensación en lo referente al valor total de operaciones representó 0,5% del valor de operaciones cursadas por la CCC. Sin embargo, se espera que participe en el sistema de pagos nacional como un elemento dinamizador con efecto directo sobre la fluidez de los pagos de bajo valor.

³⁵ Esta operación permite efectuar transferencias entre cuentas del público procedentes de distintas entidades bancarias.

4

LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2007

Para el cumplimiento de sus objetivos y metas, el BCB orientará sus políticas monetaria y cambiaria con el fin de controlar las eventuales presiones inflacionarias de origen interno o externo y promover un mayor uso relativo de la moneda nacional. Esta orientación es a su vez consistente con el objetivo de mantener la estabilidad macroeconómica que establece el Plan Nacional de Desarrollo.

El BCB continuará instrumentando su política monetaria a través de un esquema de metas intermedias de cantidad, que se establecen en el programa financiero, fijando límites máximos de expansión del CIN con el objetivo de evitar que excesos indeseados de los medios de pago resulten en presiones inflacionarias; y preservando el nivel de RIN, debido al rol del Ente Emisor de prestamista de última instancia en una economía pequeña, abierta y dolarizada. Por su parte, la política cambiaria mantendrá el esquema de movimientos graduales no anunciados del tipo de cambio, con el fin de controlar las presiones inflacionarias externas y adicionalmente mantener un tipo de cambio real competitivo, pero en torno a su equilibrio.

El Informe de Política Monetaria (IPM) de diciembre de 2006 fijó un rango meta de inflación entre 3% y 5% para 2007. Debido a la incertidumbre sobre la magnitud de los efectos del fenómeno climatológico de El Niño en la producción y los precios, para fines de programación monetaria la proyección de inflación se ubica en el techo del rango meta, lo cual es compatible con el dinamismo esperado en la actividad interna, un déficit fiscal de 2,3% del PIB y el supuesto de que no existirán cambios importantes en las otras variables que afectan a la inflación. De igual forma, contempla una proyección de crecimiento del PIB en torno a 4,0%, que es más baja que la del IPM de diciembre, como consecuencia de los desastres naturales originados en el fenómeno de El Niño. Por otra parte, la cuenta corriente de la balanza de pagos mostraría un superávit de 7,9%, explicado principalmente por la exportación de minerales.

Con base en estas estimaciones, el Programa Monetario y Financiero para 2007, coordinado conjuntamente entre el BCB y el Ministerio de Hacienda asume un crecimiento de la emisión monetaria de 35,7%. Este crecimiento es acorde con un incremento en la proporción de depósitos en MN y UFV con respecto al total de depósitos en el sistema financiero (remonetización) de hasta seis puntos porcentuales. Considera adicionalmente una acumulación de RIN de \$us500 millones, de acuerdo con las previsiones en el comportamiento de la cuenta corriente y la demanda de dinero denominada en moneda nacional. En consecuencia, la contracción del CIN sería de Bs862 millones, consistente con un incremento neto de depósitos del SPNF en el BCB de Bs528 millones. Con este fin, se estima una colocación neta positiva de títulos de regulación monetaria.

Por su parte, la política cambiaria estará orientada a alinear las expectativas de inflación de los agentes económicos, atenuar el impacto de la inflación externa e incentivar la remonetización de la economía boliviana. Con la continuidad de esta orientación se promovería un ajuste gradual de la competitividad cambiaria hacia su nivel de equilibrio.

Asimismo, el BCB continuará con el incentivo al mayor uso de la moneda nacional en las transacciones corrientes y financieras de la economía, mediante la aplicación de los instrumentos monetarios y cambiarios disponibles con el objetivo orientado a la gradual adopción de un régimen de metas explícitas de inflación.

Para el logro de estos objetivos será importante el apoyo de la política fiscal. En ese sentido, la autoridad monetaria considera importante avanzar en la fijación de un marco plurianual de programación que permita la coordinación de políticas en un entorno de mediano plazo; y la implementación de un Fondo de Estabilización y Desarrollo como mecanismo para esterilizar la importante inyección de recursos a la economía provenientes del sector de hidrocarburos. Ambas líneas de acción permitirán fortalecer la disciplina fiscal y coadyuvar en la coordinación entre política monetaria y fiscal.