

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 2008

POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

La política monetaria del BCB durante 2007 estuvo orientada al control de la liquidez a través de operaciones de mercado abierto (OMA), ajustes al encaje legal y medidas adicionales destinadas a regular la expansión de los medios de pago (Cuadro 4.1). Las OMA tuvieron una mayor cobertura en términos de plazos y mercados, en especial la venta directa de valores al público y la

ampliación del acceso a la subasta de valores públicos a entidades no bancarias.³⁹ Se introdujeron modificaciones al encaje legal, se amplió su base de aplicación y se implementaron otras acciones de política, como el establecimiento de una comisión a las transferencias del exterior a fin de evitar la llegada de capitales especulativos que limiten el impacto de las OMA.

CUADRO 4.1

POLÍTICAS MONETARIAS ORIENTADAS A DISMINUIR LAS PRESIONES INFLACIONARIAS

(En millones de bolivianos)

Instrumentos	2006					2007				
	I	II	III	IV	2006	I	II	III	IV	2007
OMA - BCB (saldos y flujos) ^{1/}										
a) Subasta (Saldo de colocación neta)	1.063	1.279	1.351	1.868	1.868	3.019	3.763	6.049	7.223	7.223
(Flujos)	366	216	72	518	1.172	1.126	744	2.287	1.173	5.329
b) Colocación directa (Saldo de colocación neta)									68	68
(Flujos)									68	68
Esterilización del excedente (OMA/excedente + OMA) en % ^{2/}	58,3	61,2	71,6	64,0		83,9	87,0	89,1	84,6	
Tasa de rendimiento LT MN a 13 semanas (%) ^{2/}	4,8	4,0	4,8	4,9		4,9	5,5	7,1	7,3	

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ^{1/} Información a tipo de cambio fijo del dólar estadounidense
^{2/} Corresponde a fines de cada trimestre

El BCB orienta la política monetaria fijando límites mínimos a la contracción (máximos a la expansión) del crédito interno neto del BCB (CIN) con el fin de que la oferta de medios de pago sea consistente con la demanda de dinero por parte del público.⁴⁰ La contracción del CIN superó ampliamente a la meta del programa monetario y se logró principalmente por las acciones de la autoridad monetaria y, en menor medida, por la acumulación de depósitos del sector público. Esta política neutralizó parcialmente el efecto sobre la emisión monetaria que habría implicado el fuerte incremento de las RIN, que en su mayor parte fueron cambiadas en el BCB por moneda nacional.

En general, los agentes económicos percibieron las ventajas de operar en moneda nacional, tanto para realizar

transacciones corrientes como para llevar a cabo inversiones financieras. Es así que, en 2007, el BCB compró divisas por \$us2.210 millones y solamente vendió \$us226 millones al sector público y privado. La consolidación del proceso de bolivianización también fue evidente en las colocaciones de valores del BCB y del TGN, pues, el 99% del saldo del BCB y el 85% del saldo del TGN estaban en moneda nacional y UFV a fines de año.

Las tasas de rendimiento de los valores públicos evolucionaron de acuerdo con las condiciones de liquidez del sistema. Las tasas de los valores en moneda nacional, y en menor medida las tasas en moneda extranjera, se incrementaron principalmente por la necesidad de contraer la liquidez. En cambio, las expectativas sobre inflación y

³⁹ En octubre, el BCB inició la venta directa de valores al público a plazos de 91 días y 182 días en MN y 364 días en MN y UFV. De esta manera se redujeron las tenencias de dinero en poder del público y las tasas de interés de las entidades financieras reaccionaron con mayor rapidez ante los cambios en las tasas de interés del BCB, ya que las ventas directas se constituyeron en alternativas de ahorro para los tenedores de recursos líquidos.

⁴⁰ También establece límites mínimos a la ganancia de reservas internacionales netas del BCB (RIN) en función a su rol de prestamista de última instancia en una economía pequeña, abierta, parcialmente dolarizada y con régimen de tipo de cambio deslizando (*crawling peg*). Sin embargo, debido al buen comportamiento del sector externo y los altos niveles de RIN, esta meta no ha tenido mayor relevancia.

la evolución del tipo de cambio redujeron las tasas de interés de los valores en moneda nacional indexada a la UFV. En síntesis, las curvas de rendimiento reflejaron la orientación de la política monetaria dirigida al control de la liquidez con tasas de instrumentos a corto plazo que registraron incrementos respecto de niveles anteriores.

Los agregados monetarios en moneda nacional continuaron creciendo durante 2007 debido al comportamiento de la emisión y al incremento de los depósitos en bolivianos, producto de la mayor remonetización. En cambio, el crecimiento de los agregados monetarios de mayor amplitud, los cuales incluyen moneda extranjera, fue más moderado y guardó relación con el comportamiento de la economía y la mayor intermediación financiera. Además, en 2007 se desaceleró el crecimiento del M³ y la creación secundaria de dinero se vio limitada por la caída del multiplicador m³, como consecuencia de las políticas implementadas por el BCB.

1.1 PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO

A partir de marzo de 2006 y una vez concluido el acuerdo *Stand By* con el FMI, el Gobierno de Bolivia dejó de establecer convenios económicos con dicho organismo. En lugar de éstos, el Ministerio de Hacienda y el BCB incorporaron las metas del programa financiero en el Memorándum de Entendimiento que suscriben

anualmente (ver recuadro 4A). Este instrumento, en el marco de cualquier estrategia de política económica, es una guía que permite coordinar las políticas monetaria, cambiaria, fiscal y de balanza de pagos; para ello fija metas cuantitativas expresadas en límites máximos o mínimos, cuya medición se realiza trimestralmente en cifras acumuladas a partir del 1 de enero de cada año.

En 2007 la mayoría de las metas cuantitativas del programa financiero fueron cumplidas con amplios márgenes. Pese a ello, factores exógenos que se analizan en la Parte I, afectaron la inflación. El superávit fiscal y la contracción del financiamiento interno fueron resultado de mayores ingresos corrientes originados por la venta de hidrocarburos al mercado externo y menores niveles de gasto público con relación a los estimados en el programa fiscal. Esta situación determinó la acumulación de depósitos del sector público en el BCB (lo que derivó en una contracción del Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público No Financiero: CIN-SPNF), los que, junto a las OMA, las modificaciones en los requerimientos de encaje legal y la utilidad cuasifiscal dieron lugar a una sustancial disminución del CIN, aspecto que contribuyó a limitar la expansión monetaria generada por la acumulación de RIN. Finalmente, se obtuvo un margen del endeudamiento público no concesional, mientras que la deuda pública hasta un año presentó ligeros desvíos originados por mayores desembolsos (Cuadro 4.2).

CUADRO 4.2

PROGRAMA FINANCIERO, 2007 ^{1/}

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

(Flujos en millones)

		Meta		Ejecución ^p	Margen (+)
		Programada ^{1/}	Ajustada ^{2/}		Desvío (-)
Variables fiscales					
Déficit del sector público (- = superávit)	Bs	2.304	2.358	-1.785	4.143
Financiamiento interno al sector público	Bs	30	830	-2.848	3.679
Deuda externa neta pública o con garantía pública hasta 1 año	\$us	6	6	16	-10
Deuda externa neta pública o con garantía pública no concesional	\$us	99	70	-3	73
Variables monetarias					
Crédito Interno Neto total	Bs	-862	-993	-10.250	9.258
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF	Bs	-528	-528	-1.784	1.257
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	500	516	1.952	1.436

FUENTE:

Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN:

BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS:

^{1/} Información a tipo de cambio fijo del dólar, DEG y oro

^{2/} Programa monetario y financiero revisados y acordados entre el BCB y el Ministerio de Hacienda el 10/04/2007

^p Incluye ajustes por financiamiento externo, encaje legal, emisión monetaria, alivio de deuda y desembolsos para reestructuración

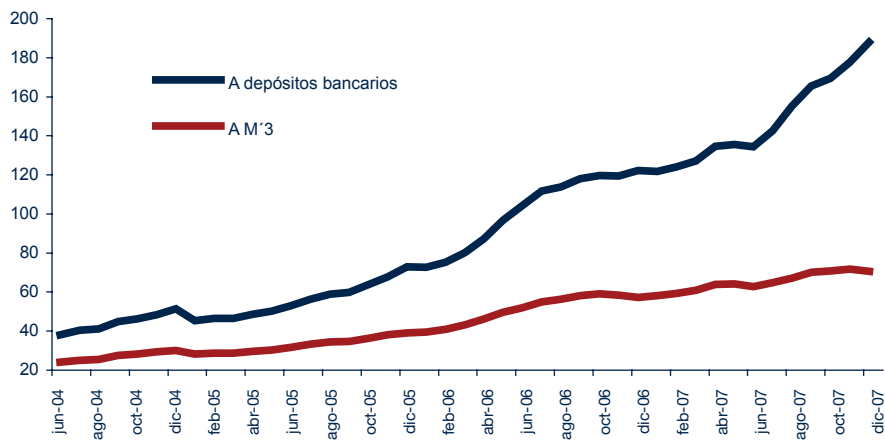
^p Cifras preliminares

El incremento en las RIN obedeció principalmente a la coyuntura externa favorable, a las políticas cambiaria y fiscal y al envío de remesas desde el exterior a residentes del país. La acumulación de RIN mejoró los ratios de

cobertura de reservas disponibles⁴¹ a depósitos bancarios en moneda extranjera de 121% al cierre de 2006 a 187% al finalizar 2007, y el de reservas disponibles a M³ de 56% a 70%, respectivamente (Gráfico 4.1).

GRÁFICO 4.1
COBERTURA DE RESERVAS
DISPONIBLES A DEPÓSITOS BANCARIOS Y A M³

(En porcentajes)



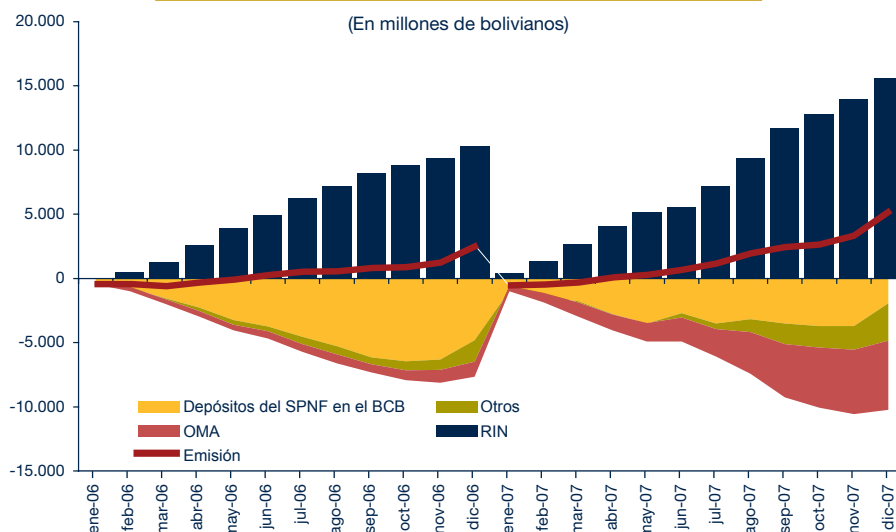
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En el caso del CIN, el cumplimiento de la meta tuvo lugar debido a la activa colocación de valores públicos a través de OMA, al incremento de depósitos del SPNF en el BCB (TGN, gobiernos municipales y prefecturales), a los mayores ingresos netos por operaciones cuasifiscales y al

incremento del encaje legal. A diferencia de 2006, cuando la acumulación de depósitos del sector público en el BCB fue el principal factor que contrajo el CIN total, la dinámica colocación de títulos públicos a través de OMA tuvo mayor incidencia en 2007 (Gráfico 4.2).

GRÁFICO 4.2
EVOLUCIÓN RIN, CIN TOTAL DEL BCB Y EMISIÓN

(En millones de bolivianos)



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

⁴¹ Las reservas disponibles del BCB se definen como las reservas internacionales brutas, que incluyen el Fondo RAL de bancos en ME y excluyen el oro.

En efecto, la menor acumulación de depósitos del SPNF con relación a la gestión anterior determinó la necesidad de emplear mayores OMA. Si bien la contracción del CIN-SPNF fue importante (Bs1.784 millones), resultó menor a la observada el año 2006 (Bs5.057 millones) y de menor magnitud respecto de las OMA realizadas por el BCB durante 2007. El superávit cuasifiscal (Bs1.297 millones) y el incremento del encaje constituido en las cuentas del BCB (Bs932 millones) contribuyeron también a la esterilización de la liquidez.

De esta forma, la contracción del CIN total del BCB (Bs10.250 millones) contuvo el incremento de la emisión monetaria (Bs5.329 millones), que habría sido mayor por el sustancial incremento de las RIN de \$us1.952 millones (equivalente a Bs15.580 millones). El dinamismo de la emisión tuvo su explicación en una mayor demanda

por moneda nacional antes que por un exceso de oferta debido a: i) la remonetización de la economía (sustitución de circulante en dólares por bolivianos), ii) la apreciación de la moneda nacional que redujo el costo de oportunidad de mantener saldos reales en bolivianos, iii) el incremento del ingreso disponible por la actividad económica y remesas del exterior para residentes del país y, iv) las políticas públicas de redistribución del ingreso que incrementaron la demanda por dinero.

El BCB realizó mayores esfuerzos en la aplicación de sus instrumentos, entre ellos dinamizó las OMA en moneda nacional (MN) para contrarrestar las presiones inflacionarias. De un total de colocaciones netas de Bs5.397 millones, el 99,8% correspondió a MN y el 65,4% estuvo concentrado en el segundo semestre a fin de atenuar el ritmo de crecimiento de los medios de pago (Cuadro 4.3).

CUADRO 4.3

BALANCE MONETARIO POR MONEDAS, 2007

(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	-375	0	-375	1.011	0	1.011	1.834	0	1.834	2.858	0	2.858	5.329	0	5.329
Crédito Interno Neto	-375	-2.623	-2.997	1.011	-2.953	-1.942	1.834	-6.167	-4.333	2.858	-3.837	-978	5.329	-15.580	-10.250
Sector público no financiero ^{1/}	-1.605	-734	-2.338	-1.640	434	-1.206	-2.036	1.044	-991	2.099	-645	1.454	-3.182	100	-3.081
Sistema financiero	-579	-76	-655	-741	-30	-771	-2.660	-136	-2.797	-2.158	350	-1.808	-6.139	108	-6.031
del cual: encaje legal ^{2/}	483	-9	474	9	-74	-65	-348	-121	-469	-943	71	-872	-799	-133	-932
OMA ^{3/}	-1.065	-61	-1.126	-792	48	-744	-2.276	-11	-2.287	-1.256	15	-1.241	-5.388	-9	-5.397
Otras instituciones financieras	0	-12	-12	0	15	15	-29	-6	-35	-45	-25	-70	-75	-28	-102
Otros	1.809	-1.804	5	3.393	-3.372	21	6.560	-7.074	-514	2.963	-3.516	-553	14.724	-15.766	-1.042
Obligaciones externas de mediano y largo plazo	0	3	3	0	0	0	0	4	4	0	-1	-1	0	6	6
Reservas Internacionales Netas	0	2.623	2.623	0	2.953	2.953	0	6.167	6.167	0	3.837	3.837	0	15.580	15.580
(En mill.\$us.)	0	329	329	0	370	370	0	773	773	0	481	481	0	1.952	1.952

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

^{1/} Incluye cuasifiscal

^{2/} Incremento de encaje constituido en el BCB (-), y disminución (+)

^{3/} Colocación neta (-); redención neta (+). Incluye colocaciones mediante subasta y en forma directa

MN = MN + UFV

ME = ME + MVDOL

La mayor constitución de encaje del sistema financiero en el BCB, principalmente en el segundo semestre del año y denominado en moneda nacional, fue otro factor que contribuyó a la contracción del crédito interno y, consiguientemente, al control de la liquidez. Asimismo, el BCB cumplió su papel de prestamista de última instancia, pues mantuvo sus ventanillas de apoyo al sistema financiero cuando éste requirió liquidez mediante el otorgamiento de recursos de corto plazo a través de operaciones de reporto y de créditos con garantía del Fondo RAL.

1.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

1.2.1 Régimen de Encaje Legal

Durante 2007 las tasas de encaje legal para depósitos en moneda nacional y UFV se mantuvieron en 12%. En el caso de los depósitos en moneda extranjera y con mantenimiento de valor respecto al dólar (MVDOL), si bien la tasa de encaje (14%) permaneció sin cambios, al igual que la correspondiente al encaje adicional (7,5%), la base de aplicación de este

último fue ampliada como una medida destinada al control de la liquidez, y se redujo el porcentaje de los depósitos en ME sujetos a este encaje que se

descuenta al nivel actual (de 80% a 70% a partir del 15 de enero de 2007 y a 60% desde el 2 de julio de 2007, Cuadro 4.4).

CUADRO 4.4
TASAS DE ENCAJE
VIGENTES AL 31 DE DICIEMBRE DE 2007

(En porcentajes)

	MN	ME
Tasa de encaje en títulos	10,0	12,0
Tasa de encaje en efectivo	2,0	2,0
Tasa de encaje adicional ^{1/}	----	7,5

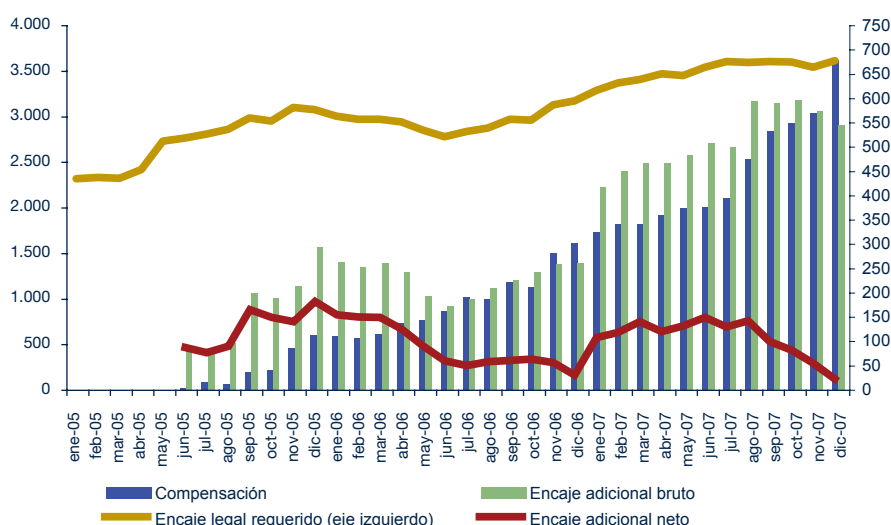
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} El encaje adicional se aplica a los depósitos en ME por sobre un porcentaje de los depósitos en ME existentes al 31 de marzo de 2005
MN = MN + UFV
ME = ME + MVDOL

La medida señalada incrementó el encaje adicional bruto y, con ello, el encaje legal requerido en enero y agosto, y revirtió así la paulatina disminución del encaje adicional neto observada desde 2006, la cual ocurrió por el aumento de la compensación ligada al crecimiento de los depósitos en moneda nacional (Gráfico 4.3). Sin embargo, a partir de septiembre de 2007, la disminución gradual de la dolarización de los depósitos en el sistema financiero, y el crecimiento de los depósitos en moneda nacional determinaron una caída sostenida del encaje adicional neto. Para reforzar las medidas desti-

nadas a incrementar los niveles de encaje, la Resolución de Directorio No. 156/2007, emitida en diciembre de 2007, estableció que a partir de febrero de 2008 el porcentaje para el cálculo del encaje adicional se reduzca gradualmente, desde 60% a 30% el 25 de febrero de 2008 y a 0% a partir del 30 de junio de 2008. Asimismo, dispuso que los depósitos a plazo fijo (DPF) en moneda nacional y en UFV menores a 360 días constituyan encaje en títulos y en efectivo. Anteriormente, sólo se exigía encaje en efectivo a los DPF menores a 60 días. Estas medidas tendrán efecto en 2008.⁴²

GRÁFICO 4.3
EVOLUCIÓN DEL ENCAJE REQUERIDO, ENCAJE ADICIONAL Y COMPENSACIÓN

(En millones de bolivianos)



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

⁴² Ver Disposiciones recientes aplicables al sistema financiero en la Parte III.

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 en reporto) de valores públicos con el propósito de expandir o contraer la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía.

El Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos de estas operaciones en función de las metas del programa monetario y del desempeño previsto de la economía. Con base en estos lineamientos y en 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. También determina las tasas premio base y los montos disponibles para operaciones de reporto con valores públicos.

Además de las colocaciones con fines de regulación monetaria, el BCB también administra las emisiones de valores públicos que realiza el Tesoro General de la Nación (TGN) para financiamiento fiscal. Los efectos de estas operaciones en la oferta monetaria son diferentes. Mientras que las OMA modifican la cantidad de dinero disponible en la economía, las colocaciones del TGN no influyen en la oferta monetaria ya que son utilizadas

para financiar el gasto público. Empero, si los recursos captados a través de estas operaciones se depositan en el BCB, el efecto es similar al causado por las OMA.

El saldo total de valores públicos se incrementó aproximadamente en \$us764 millones (73%) respecto de 2006 y finalizó la gestión en \$us1.812 millones por el mayor dinamismo de las OMA del BCB (Cuadro 4.5). En efecto, la autoridad monetaria incrementó significativamente sus colocaciones en respuesta al elevado crecimiento de los medios de pago en moneda nacional y al repunte de la inflación en 2007. El saldo para este tipo de operaciones llegó a \$us1.021 millones (310%) respecto de diciembre de 2006.⁴³

Las menores necesidades de financiamiento interno del TGN durante la gestión le permitieron mantener estable su saldo de deuda y además recomponer la estructura de ésta con mayores colocaciones en bolivianos y a plazos más largos. En este contexto, el saldo de su deuda se redujo aproximadamente en \$us9 millones (1,1%), para cerrar el año en \$us790 millones.

La consolidación del proceso de “bolivianización” de las colocaciones y el alargamiento de los plazos de emisión, tanto para el TGN como para el BCB, constituyen dos aspectos que se deben ponderar de la gestión 2007.

CUADRO 4.5

SALDOS NETOS DE VALORES PÚBLICOS^{1/}

(Valor nominal, en millones)

Mes	Valores del BCB (OMA)			Valores del TGN			Total
	MN ^{2/}	ME ^{3/}	TOTAL ^{3/}	MN ^{2/}	ME ^{3/}	Total ^{3/}	General ^{3/}
Diciembre -2006	1.952,4	2,7	248,9	4.536,4	227,1	799,1	1.048,1
Enero-2007	2.360,2	4,2	302,6	4.663,3	224,2	813,7	1.116,3
Febrero	2.674,6	5,8	344,8	4.719,2	209,4	807,5	1.152,3
Marzo	3.050,6	10,5	397,1	4.753,5	190,3	792,8	1.189,9
Abril	3.168,6	9,7	411,3	4.842,5	185,0	798,8	1.210,1
Mayo	3.380,8	9,4	439,0	4.882,4	182,3	802,7	1.241,7
Junio	3.877,6	4,4	498,4	4.919,6	176,5	803,2	1.301,6
Julio	4.164,0	3,3	539,2	4.964,9	167,7	806,7	1.345,8
Agosto	5.306,9	5,8	694,1	5.026,9	149,4	801,4	1.495,4
Septiembre	6.284,8	5,8	820,9	5.063,6	138,0	794,8	1.615,7
Octubre	6.874,5	7,2	903,5	5.140,7	130,0	800,3	1.703,8
Noviembre	7.240,0	3,0	951,9	5.178,4	121,3	800,0	1.751,9
Diciembre	7.703,0	3,9	1.021,5	5.100,8	116,4	790,2	1.811,7

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

⁴³ Este saldo incluye las colocaciones directas realizadas al público a partir de octubre de 2007. Véase recuadro 4B.

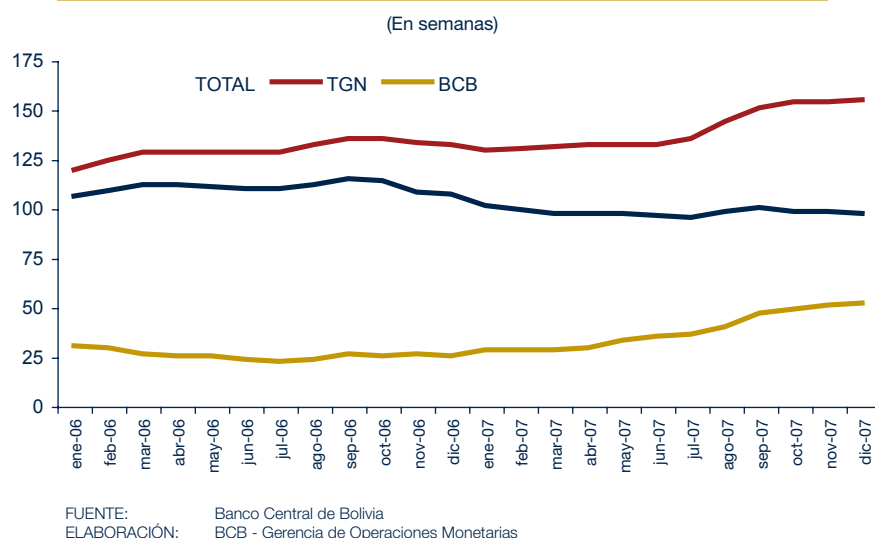
Al cierre de 2007, un 93% de los valores públicos emitidos mediante subasta en el BCB estuvo denominado en bolivianos o UFV, con un incremento de 15pp respecto de 2006. El BCB y el TGN continuaron con su política de restringir la oferta de valores en dólares y priorizar la oferta de instrumentos en bolivianos y en UFV.

Es importante destacar que a fines de 2007 más del 99% del saldo del BCB se encontraba denominado en moneda nacional o UFV, por lo que las políticas seguidas mediante OMA estuvieron dirigidas a mantener un control adecuado de la liquidez en bolivianos. De igual forma, el TGN logró que más del 85% de su saldo esté denominado en bolivianos (13pp más que en 2006), de

esta manera redujo su riesgo cambiario y mejoró el calce por monedas de sus activos y pasivos.

Con el fin de reducir la concentración de sus vencimientos y minimizar los riesgos de reabsorción que ésta conlleva, el BCB inició la colocación de bonos en MN y UFV con plazos de dos y cuatro años en marzo y agosto de 2007, respectivamente. Por consiguiente, el plazo promedio de sus vencimientos se duplicó durante la gestión y alcanzó a 51 semanas. El TGN también otorgó prioridad al alargamiento del plazo promedio de su deuda durante la gestión al introducir bonos en MN y UFV con plazos de ocho y diez años. El plazo promedio de sus vencimientos se incrementó en 23 semanas, y finalizó la gestión en 155 semanas, equivalentes aproximadamente a tres años (Gráfico 4.4).

GRÁFICO 4.4
PLAZO PROMEDIO DE VENCIMIENTOS DE VALORES PÚBLICOS

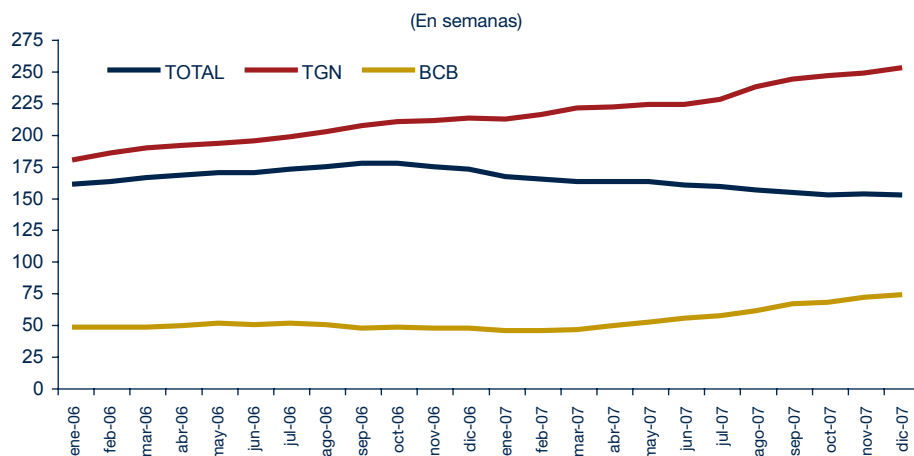


Una interpretación similar se obtiene al analizar la evolución del plazo promedio de las colocaciones. Para el BCB, este indicador alcanzó las 73 semanas, por lo que el incremento fue de 27 semanas respecto de la anterior

gestión. En el caso del TGN, el plazo promedio de sus colocaciones llegó a 252 semanas (4,8 años), mayor en 40 semanas al registrado al cierre de 2006 (Gráfico 4.5).

GRÁFICO 4.5

PLAZO PROMEDIO DE COLOCACIONES DE VALORES PÚBLICOS



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

El servicio extendido de depósitos (SED) en ME no fue utilizado durante la gestión debido al nivel récord alcanzado en las reservas internacionales (\$us5.319 millones al cierre de 2007). Tampoco el servicio restringido de depósitos (SRD) en ME, ya que no fue necesario establecer una tasa de interés “piso” en el mercado para desincentivar posibles salidas de capitales al exterior en un contexto de reducción de las tasas de interés internacionales a raíz de la crisis del mercado hipotecario en Estados Unidos.

1.2.3 Operaciones de Reporto y Créditos de Liquidez con Garantía del Fondo RAL

Las operaciones de reporto consisten en la compra de valores públicos por parte del BCB a agentes autoriza-

dos con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo pactado. Son utilizadas por el BCB para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. El BCB realiza estas operaciones por plazos menores 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. Mediante este tipo de acciones se pretende enviar señales al mercado respecto de la percepción del BCB sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo.

CUADRO 4.6

REPORTOS CON EL BCB: VOLUMEN DE OPERACIONES Y PROMEDIOS

PONDERADOS DE TASAS PREMIO, 2006 - 2007

Período	MN miles de Bs	Tasa premio %	ME miles de \$us	Tasa premio %
2006				
Diciembre	119.996	5,26	25.000	6,75
Total	578.173		140.984	
2007				
Enero	-	-	-	-
Febrero	69.998	5,25	-	-
Marzo	15.000	5,25	-	-
Abril	113.229	5,27	-	-
Mayo	259.487	5,37	-	-
Junio	175.996	6,01	-	-
Julio	59.998	6,16	-	-
Agosto	30.000	6,50	-	-
Septiembre	-	-	1.459	7,75
Octubre	29.999	6,85	1.400	7,25
Noviembre	160.226	6,78	5.803	7,25
Diciembre	38.797	6,50	30.544	7,36
Total	952.730		39.205	

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

En términos brutos, el BCB inyectó al sistema financiero Bs953 millones y \$us39 millones a través de reportos en bolivianos y dólares, respectivamente. La demanda por reportos en bolivianos fue un 64,8% superior a la registrada en 2006. Dicha demanda respondió a necesidades transitorias de liquidez del sistema financiero, ligadas al pago de impuestos, en un escenario de mayor utilización del boliviano. El plazo medio de estas operaciones osciló entre 6 y 7 días. La demanda por reportos en dólares en 2007 fue un 72,2% inferior a la registrada un año atrás. Adquirió cierto dinamismo en la última parte del año debido a la caída temporal de la liquidez en esta moneda (Cuadro 4.6).

En la gestión 2007, el BCB concedió créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL por Bs67 millones en moneda nacional y \$us165 millones en moneda extranjera (Cuadro 4.7). En moneda nacional el monto fue solicitado en noviembre y fue inferior al de gestiones anteriores, mientras que el monto requerido en moneda extranjera se concentró en el último trimestre del año y fue superior a los observados en los años previos. Los montos más significativos en moneda extranjera se otorgaron en noviembre y diciembre.

CUADRO 4.7

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL, 2006 - 2007

	Moneda nacional millones de bolivianos			Moneda extranjera millones de dólares		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Enero	-	53,1	-	1,1	2,0	-
Febrero	26,0	10,0	-	-	-	-
Marzo	-	-	-	-	-	-
Abril	-	-	-	-	-	2,2
Mayo	15,6	-	-	7,5	6,3	4,7
Junio	38,6	1,5	-	18,1	1,3	3,6
Julio	41,9	-	-	3,0	4,5	-
Agosto	-	23,0	-	-	0,2	-
Septiembre	7,0	-	-	2,0	-	-
Octubre	-	-	-	-	-	15,5
Noviembre	0,2	-	67,0	0,1	-	52,9
Diciembre	-	25,0	-	8,2	-	86,3
Total	129,3	112,6	67,0	40,0	14,3	165,1

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

1.2.4 Tasas de Adjudicación de Valores Públicos

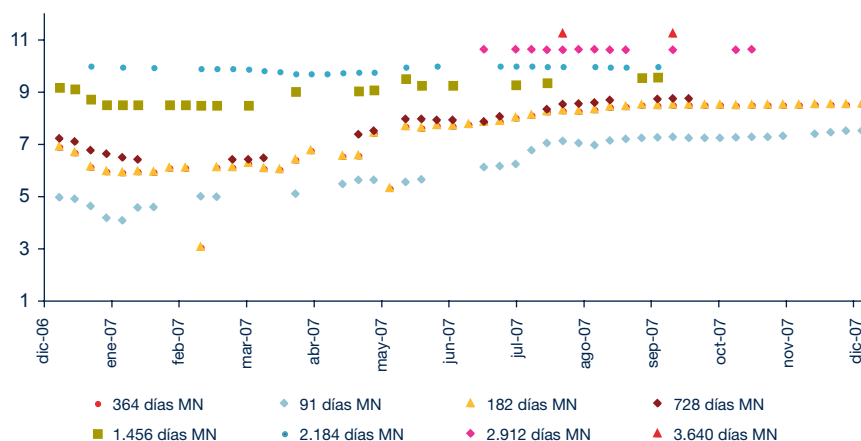
En línea con la política aplicada por el BCB para contraer la liquidez, las tasas de adjudicación en MN de corto y mediano plazo se incrementaron significativamente durante la gestión. La tasa (TEA) a tres meses se incrementó en más de 250pb y culminó la gestión en

7,5%. Asimismo, la tasa a dos años subió 141pb hasta alcanzar un 8,7%. Las tasas a plazos mayores describieron un comportamiento más estable. Sin embargo, el repunte de la inflación provocó una significativa caída en la demanda por estos valores y derivó en reducidas adjudicaciones en los plazos mencionados, principalmente en el último trimestre.

GRÁFICO 4.6

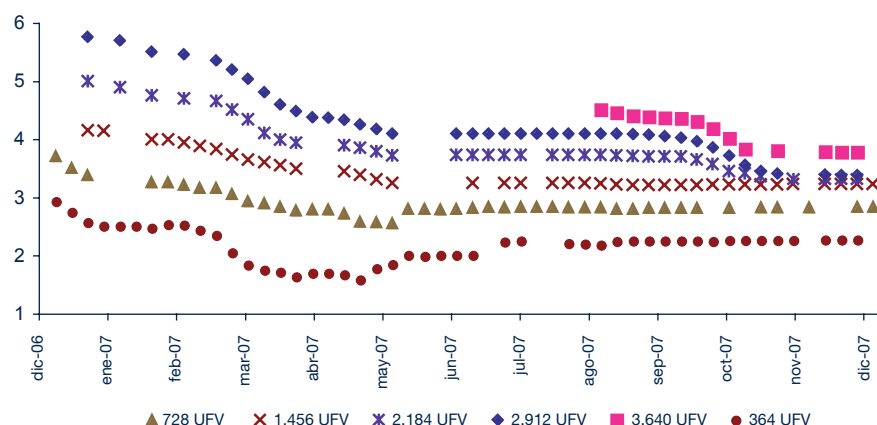
TASAS DE ADJUDICACIÓN EN MN

(En porcentajes)



TASAS DE ADJUDICACIÓN EN MN - UFV

(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
 NOTA: Para plazos menores o iguales a un año se exhibe la TEA (tasa efectiva anualizada). Para plazos mayores a un año se exhibe la Tasa de Rendimiento

Las tasas en UFV tendieron a la baja, en especial en los plazos de mayor amplitud, producto de la mayor demanda por estos valores; la tasa a 8 años cayó 237pb, hasta 3,4%. Este comportamiento sugiere que los agentes económicos, motivados por el repunte de la inflación y la apreciación del boliviano, asimilaron el carácter “real” de los rendimientos de estos instrumentos. Es importante destacar que, ante la menor demanda por bonos en MN en la última parte del año, en el segundo semestre el BCB debió conceder ligeros incrementos en las tasas en UFV a plazos más cortos (1 y 2 años) con el objetivo de contraer el exceso de liquidez del sistema financiero (Gráfico 4.6).

Cabe señalar que las colocaciones en ME a uno y dos años fueron suspendidas por el TGN a inicios del último trimestre. Sus tasas de adjudicación se mantuvieron invariables en torno al 4,8% y 5,8% respectivamente, en un contexto de reducidas colocaciones. La tasa a 91 días, único plazo que mantuvo cierta continuidad, mostró un comportamiento volátil, además de una tendencia creciente, y cerró el año en 4,9%.

1.2.5 Tasas de Interés del Mercado Monetario

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

Preservando su condición de tasa “techo” del mercado monetario en MN, la tasa de reportos del BCB se mantuvo alrededor del 5,4% durante el primer semestre. En el segundo semestre aumentó levemente, en línea con el incremento de las tasas de adjudicación en MN, y concluyó el año en 6,5%.

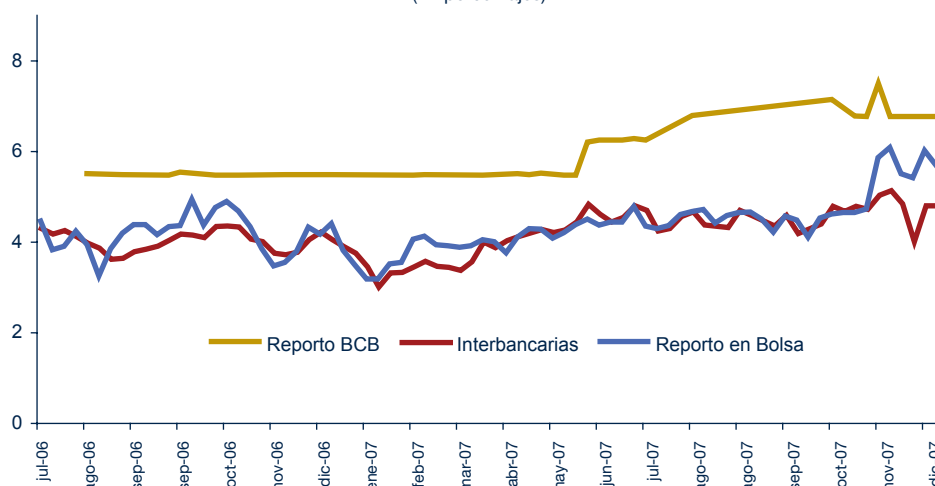
La tasa interbancaria y la tasa de reportos de la BBV en MN guardaron una estrecha relación en un contexto de marcada estacionalidad, ligada a los requerimientos de bolivianos para el pago de impuestos. Ambas tasas iniciaron la gestión en torno al 3,8%, pero se distanciaron levemente al finalizar el año debido a la mayor importancia adquirida por el diferencial de plazos entre estas operaciones.⁴⁴ La primera cerró la gestión en 4,8%, mientras que la tasa de la BBV lo hizo en 5,6% (Gráfico 4.7).

⁴⁴ Las operaciones interbancarias tienen un plazo promedio menor al de las operaciones de reporto en MN en la BBV.

GRÁFICO 4.7

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

(En porcentajes)



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

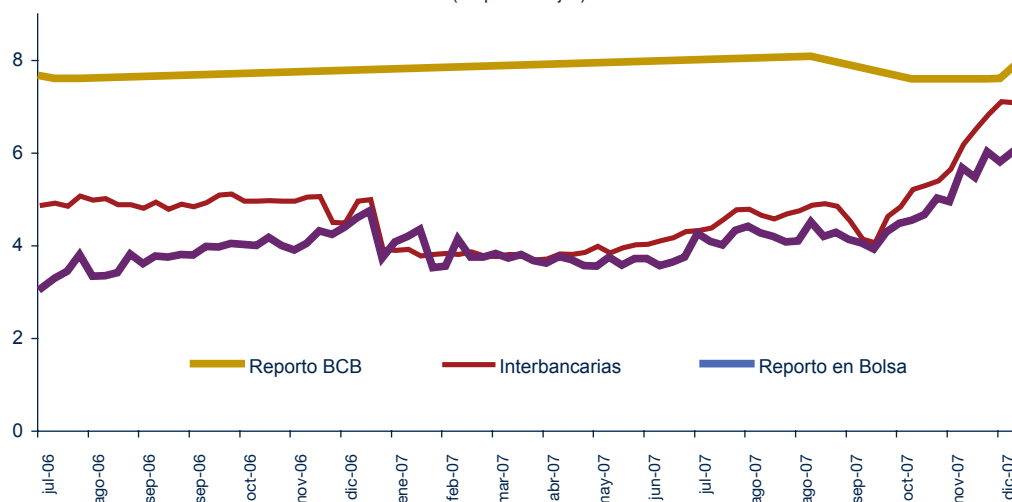
Salvo en la última parte del año, la tasa de reporto en ME mantuvo su condición de tasa “techo” del mercado monetario con una holgura significativa, y se situó alrededor del 7,5% durante buena parte de la gestión y con ligeros repuntes a inicios de septiembre y fines de diciembre. Finalizó el año en 7,8%, apenas 72pb por encima de la tasa interbancaria en esta moneda.

En un contexto de alta correlación entre ambas, la tasa interbancaria y la tasa de reportos de la BBV en ME exhibieron una clara tendencia creciente durante la gestión, explicada en parte por las necesidades temporales de liquidez. De esta manera, las mencionadas tasas cerraron el año en 7,1% y 6%, respectivamente, y se aproximaron a la tasa de reportos del BCB (Gráfico 4.8).

GRÁFICO 4.8

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

(En porcentajes)



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

1.3 CRÉDITO DEL BANCO CENTRAL

1.3.1 Crédito al Tesoro General de la Nación

La Ley 1670 del Banco Central de Bolivia establece que el BCB no puede conceder créditos al sector público. Según el artículo 22, 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.

Si bien el Memorándum de Entendimiento entre el Ministerio de Hacienda y el BCB estableció un techo de Bs800 millones para los créditos de liquidez en 2007, no

existieron solicitudes de nuevos créditos, debido principalmente a las condiciones favorables de las finanzas públicas observadas durante el año (ver Parte III.2). Tampoco fueron otorgados créditos de emergencia. A fines de 2007 el TGN no registró deudas con el BCB por créditos de liquidez o de emergencia.

1.3.2 Crédito al Sistema Financiero

El saldo de las acreencias del BCB con las entidades financieras en proceso de liquidación alcanzó a \$us307,1 millones al 31 de diciembre de 2007. Disminuyó en \$us0,3 millones respecto de diciembre de 2006 producto del efecto neto de recuperaciones de cartera correspondientes a los Bancos Sur S.A. y BIDESa (\$us0,8 millones) y de ajustes por tipo de cambio (\$us0,5 millones, Cuadro 4.8).

CUADRO 4.8

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 2006	Saldo al 31/12/2006	Ajustes por tipo de cambio	Recuperación / Compensación 2006	Saldo al 31/12/2007
BIDESa	12-dic-97	64,8	11,8	76,6	8,6	68,0	0	0,1	67,9
SUR S.A.	25-nov-94	146,0	41,3	187,3	60,2	127,1	0	0,7	126,4
COCHABAMBA S.A.	25-nov-94	74,9	13,3	88,2	14,1	74,1	0	0	74,1
BANEST	11-feb-94	0	25,1	25,1	20,5	4,6	0,4	0	5,0
BAFINSA	29-ago-91	0	9,4	9,4	0	9,4	0	0	9,4
CREDITO ORURO S.A.	19-mar-87	5,0	29,1	34,1	9,9	24,2	0,1	0	24,3
TOTAL		290,7	130,0	420,7	113,3	307,4	0,5	0,8	307,1

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

Los ajustes realizados se deben a las reexpresiones efectuadas por variación en los tipos de cambio del boliviano frente al dólar estadounidense y al euro

La disminución de acreencias obedeció a la aplicación del artículo 4to. de la Ley N° 3252 de 8 de diciembre de 2005, por la cual los intendentes liquidadores de las entidades de intermediación financiera en liquidación forzosa transfirieron bienes inmuebles a las alcaldías municipales, a cuyo efecto el TGN emitió bonos a favor del BCB por el valor de dichos inmuebles para cubrir las obligaciones que las entidades liquidadas mantienen con el BCB.

Hasta el 30 de marzo de 2007, el BCB dispuso de títulos valor emitidos por el TGN emergentes de varios eventos. Entre ellos se cuentan la subrogación de pasivos, la transferencia de inmuebles de los bancos en li-

quidación, los procedimientos de solución de mutuales La Frontera, Manutata, del Pueblo, Tarija y Cooperativa TRAPETROL, y la condonación de cartera de bancos en liquidación en el marco de las leyes N° 2201, N° 2297 y N° 3252.

Mediante RD del BCB N° 029/2007 de 20 de marzo de 2007 se autorizó la distribución de la utilidad neta del BCB correspondiente a la gestión 2006 y, según lo acordado con el Ministerio de Hacienda, a destinar las utilidades disponibles en favor del TGN para pagar por anticipado el total de las obligaciones por los títulos valor, cupones y otras cuentas por pagar que el TGN mantenía con el BCB por concepto de apoyo financiero a la resolución de entidades financieras en problemas (Cuadro 4.9).

CUADRO 4.9

**CANCELACIÓN ANTICIPADA AL 30//03/07 DE LOS TÍTULOS EMITIDOS POR EL TGN
CON CARGO A UTILIDADES DEL BCB**

Descripción	Valor nominal de los títulos	Valor de los cupones	Total cancelado
Títulos valor expresados en dólares estadounidenses	9.820.540,3	85.011,8	9.905.552,1
Títulos valor expresados en UFV	71.307.002,4	1.214.400,9	72.521.403,2

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

El fideicomiso de los activos remanentes del procedimiento de solución de la ex Mutual La Frontera está bajo la administración del Banco Unión S.A. El saldo al 31 de diciembre de 2007 ascendió a Bs1.543.409, el cual debe ser pagado a los tenedores de los certificados de participación.

Mediante RD N° 44/2006, el BCB asumió a partir de 1 de diciembre de 2006 la administración directa de los activos (cartera de créditos y bienes muebles e inmuebles) del ex BBA por un valor de \$us94,9 millones al 30 de noviembre de 2006. En 2007 se recuperaron \$us2,4 millones entre capital e intereses.

1.4 AGREGADOS MONETARIOS

Los agregados monetarios en moneda nacional continuaron creciendo a un ritmo apreciable durante 2007. Este comportamiento es explicado principalmente por una mayor preferencia por circulante, originada por las mejores condiciones para mantener saldos reales en bolivianos y la mayor confianza del público en el sistema financiero, reflejada en el aumento de los depósitos en moneda nacional. Éste se asocia a su vez a la reducción gradual de la dolarización financiera en respuesta a

políticas del BCB como la apreciación de la moneda nacional respecto del dólar estadounidense, el diferencial cambiario entre los tipos de cambio de compra y venta, y la diferenciación del encaje legal a favor de la moneda nacional, lo que derivó en una recomposición del portafolio de inversiones financieras de los agentes privados desde activos en moneda extranjera hacia activos en bolivianos. Por su parte, los agregados monetarios más amplios, que además del circulante incluyen depósitos del público en moneda nacional y moneda extranjera, crecieron a menor ritmo que aquellos que sólo incluyen moneda nacional. Hay que destacar también la desaceleración observada en el crecimiento de estos agregados y la caída de sus multiplicadores, aspecto que revela la efectividad de las políticas de control de la liquidez.

1.4.1 Base Monetaria

La base monetaria creció en términos reales en 39,2%, crecimiento mayor en 3,5pp al registrado en la gestión 2006. Como se señaló anteriormente, la acumulación de RIN fue el principal factor de expansión. Por su parte, el circulante fue el principal destino de la base monetaria (Cuadro 4.10).

CUADRO 4.10

BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES

(Saldos en millones de Bs)

	2006	Mar-07	Jun-07	Sep-07	2007	Variaciones 2007	
						Absoluta	Relativa
Determinantes	11.227,1	10.376,1	11.445,5	13.736,2	17.458,3	6.231,2	55,5
Reservas Internacionales Netas	25.199,0	27.872,9	30.542,3	36.565,0	40.266,6	15.067,6	59,8
Crédito neto al sector público	-6.146,7	-8.373,9	-9.203,3	-9.870,9	-8.061,8	-1.915,1	-31,2
Crédito a Bancos	2.015,6	1.993,4	2.035,7	1.929,7	2.118,6	103,0	5,1
OMA ^{1/}	1.923,0	3.063,2	3.846,8	6.229,6	7.648,0	5.725,0	297,7
MN + UFV	1.901,6	2.981,0	3.812,5	6.185,6	7.618,6	5.717,0	300,6
ME + CMV	21,4	82,1	34,3	44,0	29,3	7,9	37,1
Otras cuentas (Neto)	-5.902,2	-6.059,7	-6.046,7	-6.728,3	-7.098,6	-1.196,4	-20,3
Componentes	11.227,1	10.376,1	11.445,5	13.736,2	17.458,3	6.231,2	55,5
Billetes y monedas	8.012,0	7.746,7	8.738,3	10.449,9	13.117,5	5.105,4	63,7
Reservas bancarias	3.215,1	2.629,4	2.707,2	3.286,3	4.340,8	1.125,8	35,0
Depósitos corrientes	3,9	2,1	1,7	2,1	2,0	-1,9	-49,4
Encaje legal	2.447,6	1.970,7	2.032,2	2.486,1	3.351,9	904,3	36,9
Otros	2,1	4,3	1,5	3,6	1,6	-0,4	-21,6
Caja	761,5	652,3	671,9	794,5	985,4	223,8	29,4
Componentes de las reservas bancarias por monedas							
Moneda nacional	2.428,8	1.820,1	1.815,8	2.261,2	3.351,3	922,4	38,0
Depósitos corrientes	3,9	2,1	1,7	2,1	2,0	-1,9	-49,4
Encaje legal	1.663,4	1.164,6	1.141,1	1.463,5	2.363,9	700,5	42,1
Otros	0,0	1,1	1,1	1,1	0,0	0,0	11,8
Caja	761,5	652,3	671,9	794,5	985,4	223,8	29,4
Unidad de fomento de vivienda	70,9	87,4	103,3	132,1	180,6	109,7	154,8
Encaje legal	70,9	87,4	103,3	132,1	180,6	109,7	154,8
Moneda extranjera	709,2	715,8	782,1	887,1	803,2	94,0	13,3
Depósitos corrientes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,5
Encaje legal	708,5	714,0	783,1	885,9	802,9	94,4	13,3
Otros	0,6	1,9	-1,0	1,2	0,3	-0,4	-60,5
Mantenimiento de valor	6,2	6,1	6,1	5,9	5,8	-0,4	-6,1
Depósitos corrientes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Encaje legal	4,8	4,8	4,7	4,5	4,5	-0,3	-6,6
Otros	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	-0,1	-4,5
Items pro memoria:							
BM en MN	10.511,8	9.654,2	10.657,3	12.843,2	16.649,3	6.137,6	58,4
Emisión	8.773,6	8.399,0	9.410,2	11.244,4	14.102,8	5.329,3	60,7
Crédito interno neto	-16.425,4	-19.473,9	-21.132,1	-25.320,6	-26.163,8	-9.738,3	-59,3
IPC Base1991 = 100	246,5	252,9	255,5	267,0	275,4	28,9	11,7
Base monetaria/IPC	4.554,5	4.103,2	4.479,3	5.143,9	6.338,9	1.784,5	39,2

FUENTE:

Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN:

BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA:

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

El crecimiento del dinero de alto poder expansivo, acompañado por menores niveles de acumulación de depósitos del SPNF en el BCB con relación a 2006, condujo a la necesidad de regular la liquidez por medio de las OMA.

En efecto, las OMA fueron más dinámicas en 2007, en particular en el último semestre, acorde con el comportamiento de las RIN y la consecuente liquidez

que ellas generan. De esa forma, el BCB incrementó sus colocaciones en moneda nacional indexada a la UFV a fin de contraer la liquidez existente en la economía; la participación de la UFV sobre el total de colocaciones pasó de 49,2% a 52,8% de junio a diciembre de 2007. Por otra parte, a lo largo del año el Gobierno no requirió mayor financiamiento; sin embargo, sus depósitos se vieron reducidos por el incremento estacional de las obligaciones que debe

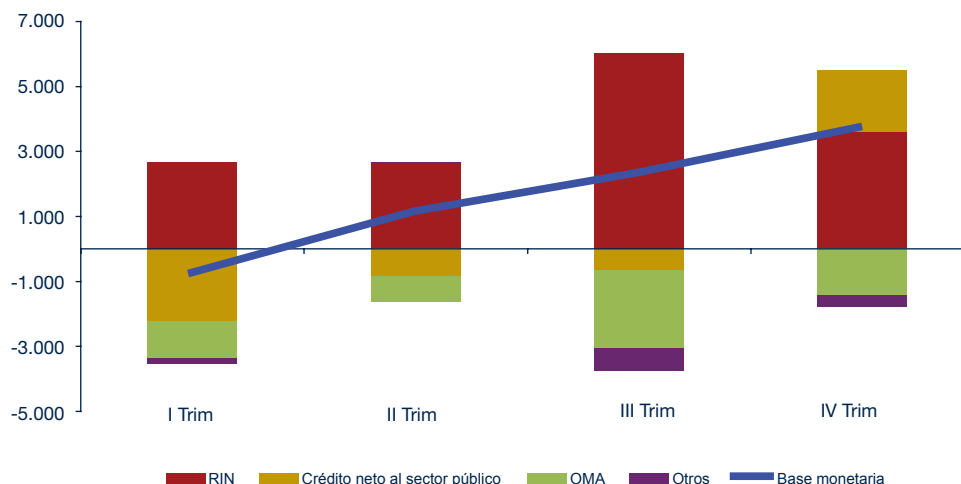
cumplir en el último trimestre (Gráfico 4.9). Como en similar período del año anterior, se incurrió en el pago de aguinaldos (aproximadamente Bs720 millones), sueldos y salarios (aproximadamente Bs1.340

millones), pensiones (aproximadamente Bs806 millones), Bono Juancito Pinto (Bs92 millones por el TGN y Bs155 millones por YPFB) y el remanente del Bonosol (Bs265 millones).⁴⁵

GRÁFICO 4.9

FACTORES DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN DE LA BASE MONETARIA 2007

(Flujos trimestrales en millones de bolivianos)



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

Por componentes de la base monetaria se observó un incremento del circulante en poder del público de 63,7%, inducido por el proceso de sustitución de monedas iniciado a mediados de 2004, que avanzó a mayor ritmo durante la gestión y que se explica en buena parte por las medidas de política monetaria y cambiaria adoptadas por la autoridad monetaria. La demanda por circulante, vinculada mayormente a motivos transaccionales, representa el 75% del saldo de la base monetaria. El resto corresponde a reservas bancarias, donde los depósitos por encaje en moneda nacional alcanzan al 54,5% del total. Las reservas bancarias se incrementaron producto del crecimiento de los depósitos y los mayores requerimientos de encaje legal. Asimismo, resaltan los mayores niveles de excedente de encaje en diciembre debido a que las entidades financieras constituyeron encaje voluntario por el mayor volumen de transacciones en la economía a fines de cada año. Cabe destacar que los mayores requerimientos de activos líquidos por depósitos en moneda extranjera no se reflejan en las reservas bancarias porque constituyen

depósitos de las entidades financieras en el exterior, pero igualmente contribuyen a regular la liquidez.

1.4.2 Medio circulante y liquidez total

Con el objetivo de reducir la dolarización del sistema financiero, mejorar la efectividad de la política monetaria y fortalecer su papel de prestamista de última instancia, desde mediados de 2005 el BCB dispuso diferentes medidas tendentes a incentivar el uso de la moneda nacional. Estas medidas dieron lugar a un proceso de sustitución monetaria con crecimientos reales importantes de los agregados monetarios que incorporan solamente operaciones en MN y UFV, como M1 que creció 42,3% y M3 55,2% (Gráfico 4.10). El crecimiento de estos agregados en moneda nacional no representó presiones inflacionarias en la medida en que tuvo como contrapartida una disminución del crecimiento de los agregados en moneda extranjera, ya que éstos también constituyen medios de pago en una economía parcialmente dolarizada como la boliviana. En efecto,

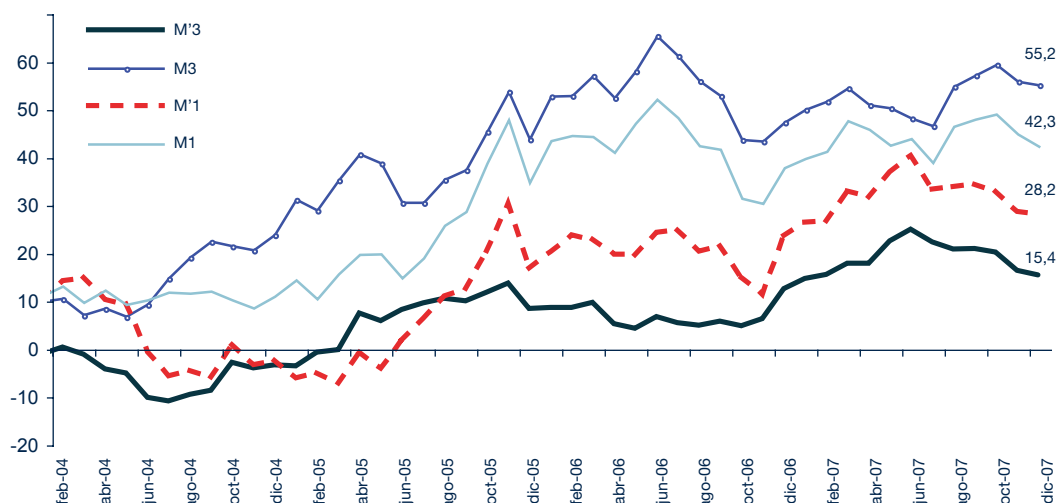
⁴⁵ En el marco de las nuevas actividades que adquirió YPFB como comercializador interno y externo, el pago del Bonosol fue llevado a cabo por el TGN en lugar de las AFP.

los depósitos en moneda nacional crecieron en 83,3%, mientras que los depósitos en moneda extranjera lo hicieron sólo en 0,6%. Asimismo, la emisión monetaria se incrementó en 60,7% y se estima que el circulante en dólares se redujo de manera significativa en la economía boliviana. Por su parte, los agregados monetarios más amplios, que incorporan operaciones tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, crecieron a menor ritmo (15,4% el M'3 y 28,2% el M'1), aunque a tasas mayores que en la gestión precedente, debido al

aumento de la actividad económica, al incremento del ingreso disponible por el creciente flujo de remesas de trabajadores en el exterior y al retorno de recursos que habrían salido del sistema financiero en gestiones anteriores, después de haber sido mantenidos en efectivo en dólares por el público. Cabe destacar la desaceleración en el crecimiento del M'3 y del M'1 a partir de octubre de 2007, aspecto que refleja la creciente efectividad de las políticas del BCB en la medida en que contribuyeron a regular el crecimiento del dinero.

GRÁFICO 4.10
AGREGADOS MONETARIOS

(Variaciones reales interanuales)



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

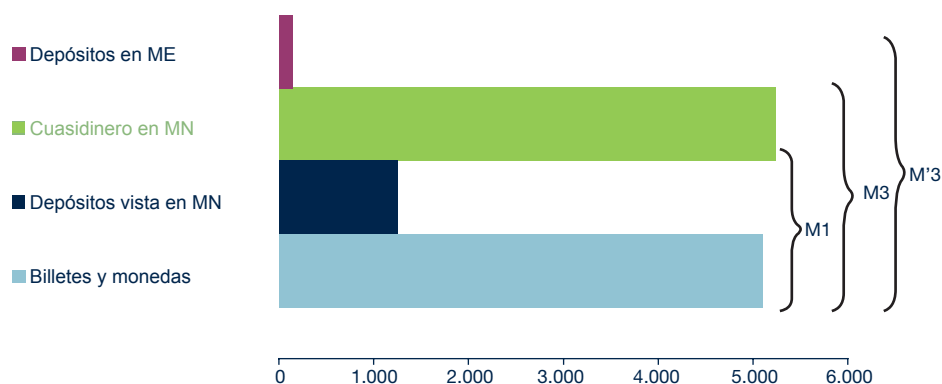
El considerable crecimiento de los componentes de M1 (billetes y monedas y depósitos vista en moneda nacional), así como del cuasidinero en moneda nacional, frente a un incremento pequeño de los depósitos en moneda extranjera, dieron como re-

sultado un cambio importante en la composición de los agregados monetarios (Gráfico 4.11). Por consiguiente, fue reducido el crecimiento de los agregados que incorporan depósitos en moneda extranjera (Cuadro 4.11).

GRÁFICO 4.11

AGREGADOS MONETARIOS

(Flujos en 2007 por componentes, en millones de Bs)



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

CUADRO 4.11

DESTINO DEL MEDIO CIRCULANTE Y LA LIQUIDEZ TOTAL

(Saldos en millones de Bs)

	2005	2006	2007	Variaciones relativas 2007-2006	
				Nominales	Reales
Emisión	6.179,5	8.773,6	14.102,8	60,7	43,9
Depósitos a la vista	5.889,1	6.879,0	8.208,1	19,3	6,8
MN y UFV	1.836,6	2.739,9	3.980,1	45,3	30,0
ME y MVDOL	4.052,6	4.139,1	4.227,9	2,1	-8,6
Cuasidinero ^{1/}	22.829,6	25.627,5	30.914,8	20,6	8,0
MN y UFV	2.774,7	5.031,4	10.266,5	104,0	82,6
ME y MVDOL	20.054,9	20.596,1	20.648,3	0,3	-10,3
M1	7.430,8	10.751,9	17.097,6	59,0	42,3
M'1	11.483,3	14.891,0	21.325,5	43,2	28,2
M3	10.205,5	15.783,4	27.364,1	73,4	55,2
M'3	34.313,0	40.518,5	52.240,3	28,9	15,4

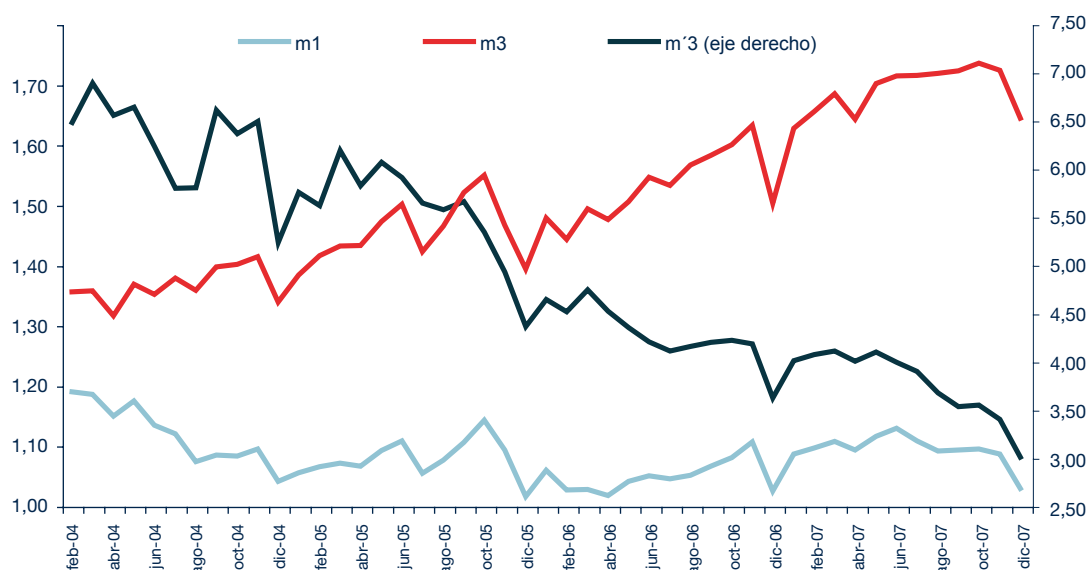
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: ^{1/} Depósitos en caja de ahorro + Depósitos a plazo fijo + Certificados de Depósitos (CDD) + otros
 M1 = Billetes y monedas en poder del público + Depósitos a la vista en MN y UFV
 M'1 = M1 + depósitos a la vista en ME y MVDOL
 M3 = M1 + depósitos en caja de ahorros en MN y UFV + Depósitos a plazo fijo en MN y UFV y otros depósitos en MN y UFV
 M'3 = M3 + depósitos en caja de ahorros en ME y MVDOL + Depósitos a plazo fijo en ME y MVDOL y otros depósitos en ME y MVDOL

1.4.3 Multiplicadores monetarios

Durante 2007, el multiplicador m'3 se redujo en 17,1%, caída similar a la de 2006 y producida, tanto por el aumento de las reservas bancarias totales en relación

con los depósitos totales (r') debido a la aplicación de las medidas de encaje legal destinadas al control de la liquidez, como por la mayor preferencia del público por circulante con relación a depósitos a la vista (c', Gráfico 4.12).

GRÁFICO 4.12
MULTIPLICADORES MONETARIOS



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

Por su parte, los multiplicadores m1 y m3 presentaron incrementos. En el primer caso se registró un ligero crecimiento de 0,4% explicado por la caída de reservas bancarias con relación a los depósitos vista, producida por la mayor variación porcentual de estos últimos con relación a las primeras. El m3 registró un crecimiento de 9,5%, ex-

plicado por el efecto combinado de la mayor preferencia por cuasidinero en moneda nacional respecto del circulante en la misma moneda (que destacaría la preferencia del público por activos financieros más redituables) y de la reducción de las reservas bancarias con relación a los depósitos a la vista en moneda nacional (r, Cuadro 4.12).

CUADRO 4.12
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
2007	3,2957	2,5794	0,2479	1,5981	3,7664	0,1110	1,0269	1,6436	2,9923

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

c = C/DVmn
a = Amn/DVmn
r = Rmn/Dmn
c' = A/DV
C = Circulante
DV = Depósitos vista
DA = Depósitos en caja de ahorros
DP = Depósitos a plazo y otros

r' = R/D
m1 = M1/BMmn = (c+1)/[c+r(1+a)]
m3 = M3/BMmn = (c+1+a)/[c+r(1+a)]
m'3 = M'3/BMmn = (c'+1+a')/[c'+r'(1+a')]
A = DA + DP = Cuasidinero
D = DV + DA + DP = Total depósitos
R = Reservas bancarias
mn = Moneda nacional + Unidad de fomento de vivienda

2 POLÍTICA CAMBIARIA

El artículo 19 de la Ley 1670 señala que el establecimiento del régimen cambiario y la ejecución de la política cambiaria son atribuciones del BCB. En tal virtud y debido a las características de la economía boliviana (pequeña, abierta y parcialmente dolarizada), el Ente Emisor ha utilizado durante los últimos veintidós años el régimen de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*), que consiste en pequeñas apreciaciones o depreciaciones -no anunciadas- del boliviano respecto al dólar estadounidense.⁴⁶

El BCB ha enfatizado cada vez más que la determinación del tipo de cambio debe ser congruente con el objetivo de controlar la inflación, especialmente para

mitigar las presiones inflacionarias externas. Además, el precio del dólar es una referencia para los precios de los bienes no transables, en virtud de la dolarización de la economía boliviana.

2.1 ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN 2007

Durante 2007 continuó la apreciación del boliviano: los tipos de cambio de venta y compra disminuyeron 4,5% (Cuadro 4.13). Esta orientación fue consistente con el exceso de liquidez en moneda extranjera, la necesidad de moderar las presiones inflacionarias de origen externo y de atenuar las expectativas inflacionarias.⁴⁷

CUADRO 4.13

APRECIACIÓN DEL BOLIVIANO POR AÑO Y SEMESTRE

Apreciación TC venta	2006		2007	
	No. Veces	Ctvs.	No. Veces	Ctvs.
Primer semestre	2	2	6	8
Segundo semestre	3	3	14	28
Total año	5	5	20	36
Porcentaje apreciación (%)		0,6		4,5

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

La apreciación del boliviano en 2007 fue más dinámica que en 2006. No obstante, la pérdida de valor del dólar respecto del boliviano tuvo una pausa a mediados de año con el fin de que los agentes económicos puedan recomponer sus activos denominados en dólares sin incurrir en costos adicionales. El diferencial cambiario se mantuvo en 10 centavos (1,3% del tipo de cambio de compra).

Pese a la aceleración de la revalorización del boliviano, en términos comparativos la apreciación nominal del boliviano en 2007 fue menor a la experimentada por las monedas de la mayor parte de los otros países (Cuadro 4.14).

⁴⁶ En términos generales, los regímenes cambiarios se clasifican de acuerdo con la forma como se determina el tipo de cambio. Se denomina flexible si las fuerzas del mercado determinan el tipo de cambio, fijo si el tipo de cambio es determinado por el Estado, e intermedio a la combinación de ambos mecanismos. El régimen cambiario deslizante corresponde a esta última clasificación.

⁴⁷ Además, como se señala en la Parte II de esta Memoria, la depreciación del dólar estadounidense es un fenómeno mundial.

CUADRO 4.14

**APRECIACIÓN DE LAS MONEDAS DE PAÍSES SELECCIONADOS
RESPECTO AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE**

(En bolivianos por dólar estadounidense y porcentajes)

País	Apreciación (%)			Tipo de cambio equivalente ^{1/} (Bs.)			Participación comercial ^{2/} (%)
	Desde ene-2003	Desde ene-2007	Desde jul-2007	Desde ene-2003	Desde ene-2007	Desde jul-2007	
Argentina	6,3	-2,6	-2,0	7,0	8,2	8,1	10,7
Bolivia ^{3/}	-2,3	4,5	3,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Brasil	49,7	16,7	7,4	3,8	6,7	7,4	14,8
Chile	30,9	6,4	5,4	5,2	7,5	7,5	5,9
Colombia	29,6	9,9	-3,6	5,3	7,2	8,2	4,4
Japón	5,7	6,0	9,3	7,1	7,6	7,2	12,0
Perú	14,8	6,3	5,4	6,4	7,5	7,5	8,4
Reino Unido	19,8	2,3	0,1	6,0	7,8	7,9	1,9
Zona del Euro	28,7	10,5	8,2	5,3	7,2	7,3	7,0

FUENTE:

Bloomberg - Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN:

BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS:

^{1/} El tipo de cambio equivalente corresponde a aquel que se observaría al apreciar el boliviano en la magnitud de las apreciaciones realizadas en los países de referencia^{2/} Corresponde a ponderadores del comercio exterior considerando exportaciones e importaciones^{3/} Tipo de cambio oficial de venta

n.a. No aplicable

La disminución del tipo de cambio no afectó la estabilidad del sistema financiero, en el que todavía se observa un elevado nivel de dolarización, debido a la gradualidad de los movimientos cambiarios. Sin embargo, ésta reduce la ventaja que podría derivarse de la corrección de los desequilibrios en el mercado

de divisas, donde se observó un exceso de oferta de dólares que necesitó como contraparte un mayor esfuerzo en políticas de esterilización. En la gestión 2007, el BCB compró divisas por \$us2.210 millones, cifra mayor en 72,3% a la registrada en 2006 (Cuadro 4.15).

CUADRO 4.15

COMPRA DE DIVISAS

(En millones de dólares)

	2006	2007	Variación	
			Absoluta	Relativa (%)
Sistema financiero	1.275,0	1.370,3	95,3	7,5
Sector público	7,5	818,3	810,8	10.810,7
YPFB	4,9	622,5	617,6	12.604,1
Empresa Metalúrgica Vinto	0	157,5	157,5	-
FNDR	1,6	32,6	31,0	1.937,5
AASANA	1,0	3,9	2,9	290,0
RIBB	0,2	0,9	0,7	350,0
Min. Hacienda	0	0,7	0,7	-
Sector exportador	0	21,3	21,3	-
Total	1.282,5	2.209,9	927,4	72,3

FUENTE:

Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN:

BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS:

YPFB: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos

FNDR: Fondo Nacional de Desarrollo Regional

AASANA: Administración de Aeropuertos y Servicios para Navegación Aérea

RIBB: Registro Internacional Boliviano de Buques

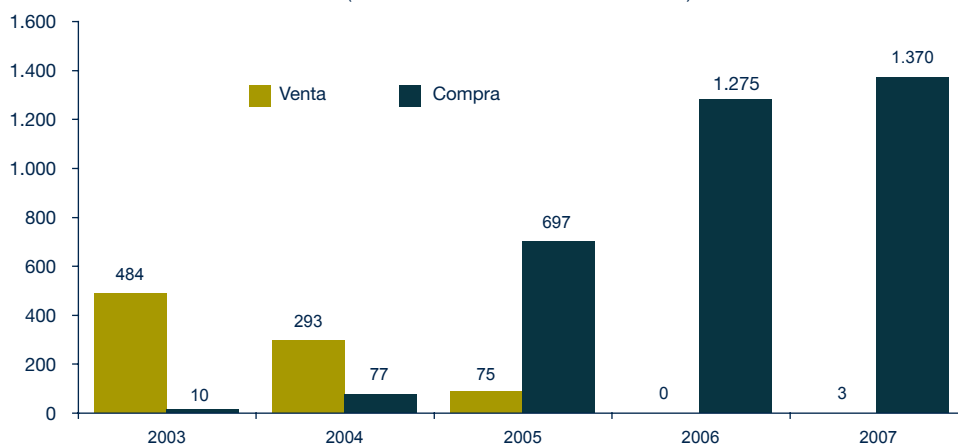
Resaltó la mayor compra de divisas al Sector Público debido al pago de regalías e IDH realizado por YPFB (\$us623 millones) y las entregas de la Empresa Metalúrgica Vinto (\$us158 millones), recursos que anteriormente se canalizaban a través del sistema financiero. Por su parte, las compras de divisas del BCB al sistema financiero aumentaron y llegaron a sobre-

pasar el 10% del PIB (Gráfico 4.13).⁴⁸ Finalmente, el BCB también compró divisas al sector exportador, por \$us21,3 millones, como consecuencia de la aplicación de la Resolución de Directorio N° 119/2007, que excluye a las operaciones de exportación del cobro de la comisión del 1% para las transferencias del exterior a través del BCB.⁴⁹

GRÁFICO 4.13

COMPRA Y VENTA DE DIVISAS DEL BCB AL SISTEMA FINANCIERO

(En millones de dólares estadounidenses)



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

La venta de divisas por parte del BCB se concentró en el Sector Público, destinada principalmente a la importación de diésel oil que realizó YPFB (Cuadro 4.16). Por su parte,

después de dos años y medio en los que no se registraron ventas de dólares al sistema financiero por medio del Bol-sín, en diciembre de 2007 se adjudicaron \$us3 millones.

CUADRO 4.16

VENTA DE DIVISAS

(En millones de dólares)

	2006	2007	Variación	
			Absoluta	Relativa (%)
Sistema financiero	0	3	3	-
Sector público	141	213	72	51
YPFB	122,2	170,6	48,4	39,6
Min. de Hacienda	2,3	21,8	19,5	847,8
Min. de Relaciones Exteriores	14,1	13,3	-0,8	-5,7
Min. Prev. Social y Salud Pública	2,2	6,8	4,6	209,1
Otros	9,2	10,4	1,2	13
Total	150,0	225,9	75,9	51

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

⁴⁸ La compra de divisas al sistema financiero corresponde a dólares que se generan por compras que este sector realiza a exportadores, personas naturales, así como por transferencias del exterior.

⁴⁹ Como resultado de la comisión, algunos exportadores privados realizaron transferencias a través del BCB.

La diferencia entre compra y venta de divisas muestra claramente que la apreciación del boliviano fue mayor a la que se registró en 2007 bajo un régimen de flotación cambiaria.

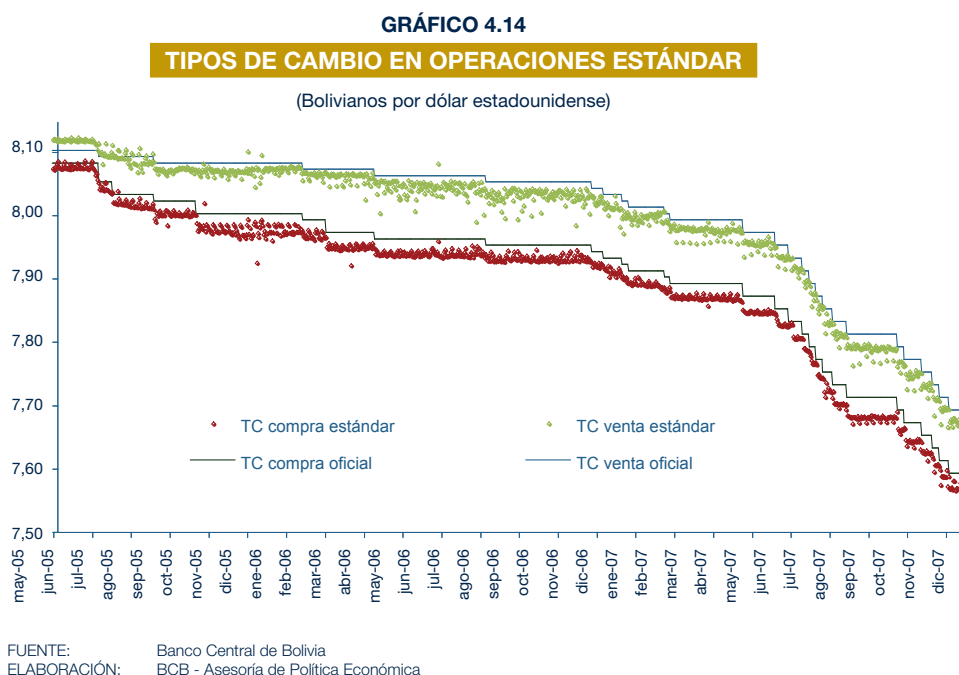
2.2 OPERACIONES CAMBIARIAS EN EL MERCADO FINANCIERO

Al igual que en el mercado oficial de cambios, en el sistema financiero privado se registraron mayores compras que ventas de dólares. Las cotizaciones en este mercado siguieron la trayectoria registrada por el tipo de cambio oficial. En efecto, el tipo de cambio promedio ponderado descendió de Bs7,98 a Bs7,57 en la gestión 2007, lo que implica una apreciación de 5,14%.⁵⁰ Este indicador estuvo alineado con el tipo de cambio oficial de compra, lo que reflejó el exceso de

oferta de moneda extranjera y las presiones consiguientes para apreciar la moneda.

El mercado cambiario del sistema financiero se clasifica según el tipo de operaciones: estándar, preferenciales e interbancarias. A continuación se describen las características observadas en estos segmentos de mercado en 2007.

El *spread* cambiario en las operaciones estándar fluctuó alrededor de los 10 centavos de boliviano, similar al diferencial de los tipos de cambio de venta y compra oficiales (Gráfico 4.14). Las compras fueron de \$us1.275,8 millones, monto mayor en \$us261,9 millones con relación a 2006 (25,8%); mientras que las ventas fueron de \$us925,7 millones, menor en \$us5,5 millones ó -0,6% que en el año previo.



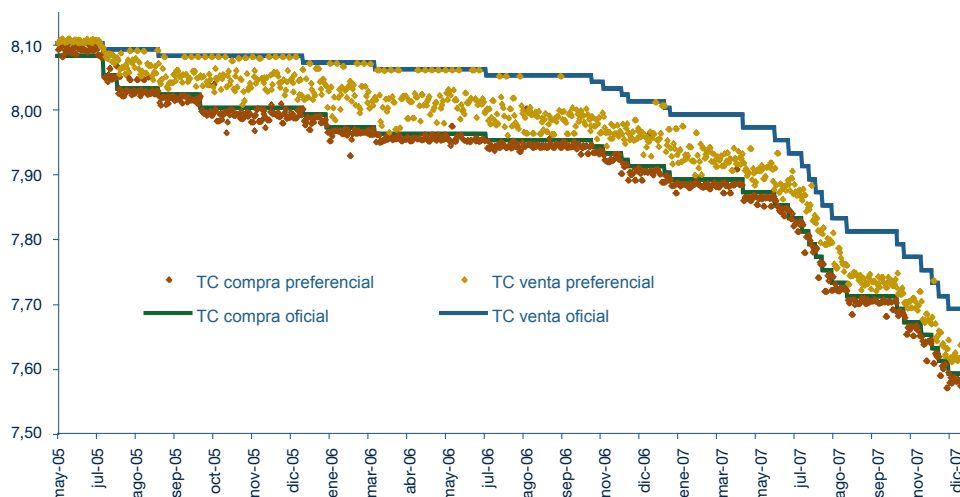
En las operaciones preferenciales, donde intervienen personas o empresas que operan importantes volúmenes de divisas, el *spread* entre los tipos de cambio de compra y venta fue menor (entre 4 y 5 centavos) debido a que las operaciones se pactan en mejores condiciones por el volumen (Gráfico

4.15). En 2007, las compras en operaciones preferenciales fueron por \$us726,1 millones y las ventas por \$us577,4 millones. Respecto a 2006 las compras se incrementaron en \$us29,2 millones (4,2%) y las ventas en \$us132,5 millones (29,8%) con relación al año previo.

⁵⁰ El tipo de cambio promedio se calcula ponderando los tipos de cambio por los montos correspondientes en operaciones estándar y preferenciales.

GRÁFICO 4.15
TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES PREFERENCIALES

(Bolívianos por dólar estadounidense)



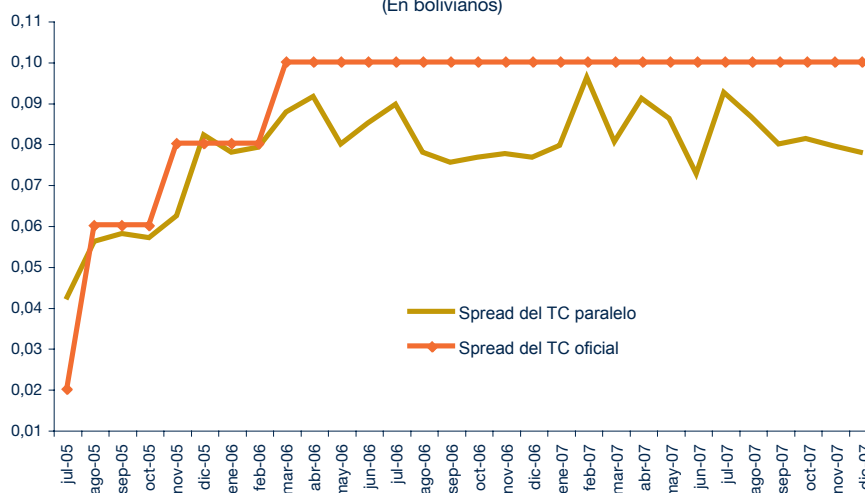
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

De esta manera, el *spread* promedio entre los tipos de cambio de venta y de compra de dólares en los seg-

mentos estándar y preferencial se mantuvo levemente por debajo del oficial (Gráfico 4.16).

GRÁFICO 4.16
SPREAD CAMBIARIO OFICIAL Y PARALELO

(En bolívianos)

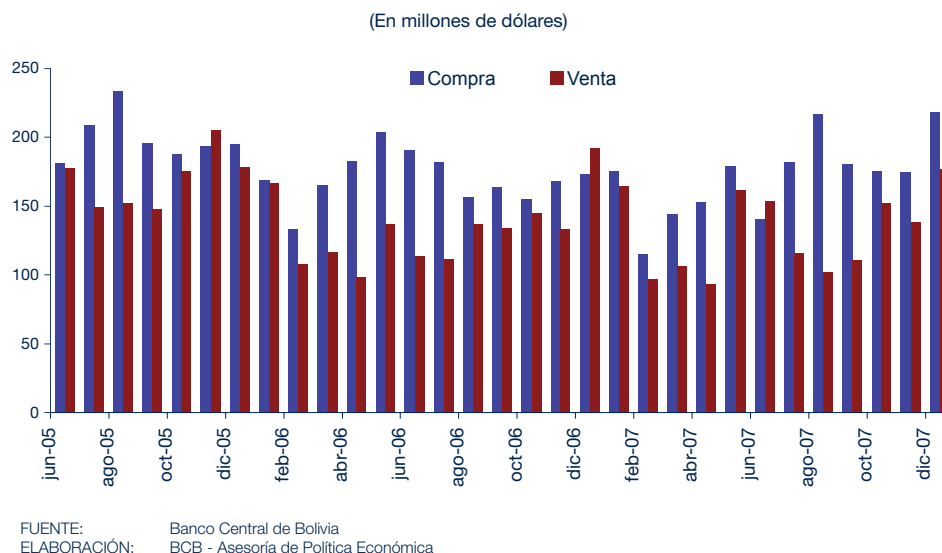


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En ambos segmentos de mercado, estándar y preferencial, la posición predominante fue la compradora, explicada por el exceso de oferta de dólares en la economía nacional, principalmente en los meses de julio a septiembre. En efecto, el sistema financiero compró del público \$us2.001,9 millones y vendió \$us1.503,1 millo-

nes. Las primeras aumentaron en 17,0% y las segundas en 9,2% (Gráfico 4.17). Con el fin de evitar el ingreso de capitales especulativos que dificulten la aplicación y efectividad de las políticas del BCB, se estableció una tarifa del 1% (ver recuadro 4C).

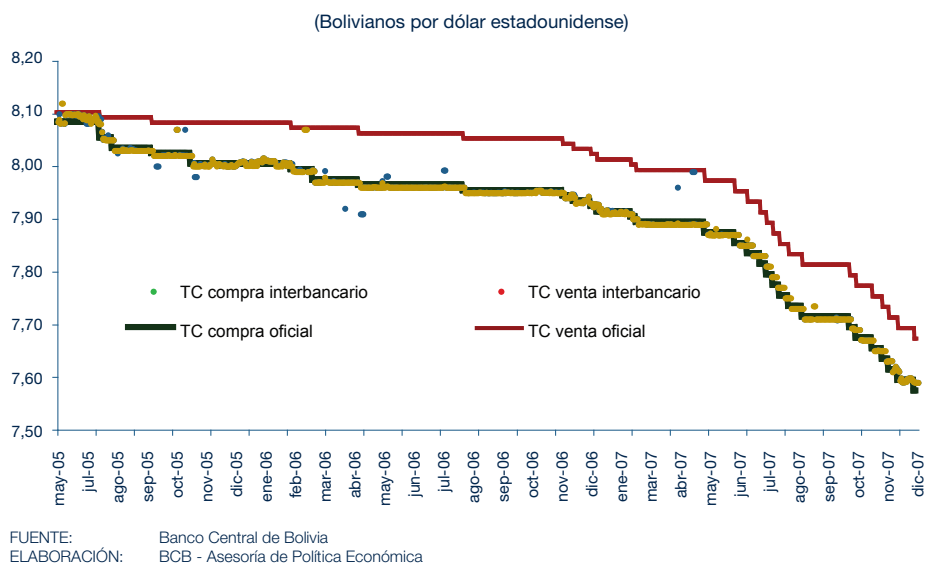
GRÁFICO 4.17
MONTOS DE COMPRA Y VENTA DE DIVISAS DEL SISTEMA FINANCIERO
EN OPERACIONES PREFERENCIALES Y ESTÁNDAR



Por último, las operaciones interbancarias corresponden a las compras y ventas de dólares que realizan las entidades financieras entre sí. También debido al ex-

so de moneda extranjera, las cotizaciones fueron semejantes a las adoptadas por el BCB para las operaciones de compra (Gráfico 4.18).

GRÁFICO 4.18
TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES INTERBANCARIAS



2.3 EL TIPO DE CAMBIO REAL Y LA COMPETITIVIDAD

El tipo de cambio real compara los precios internos y externos en unidades monetarias similares. El BCB calcula el Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real (ITCER) en función de las inflaciones y los movimien-

tos cambiarios de los principales socios comerciales de Bolivia.

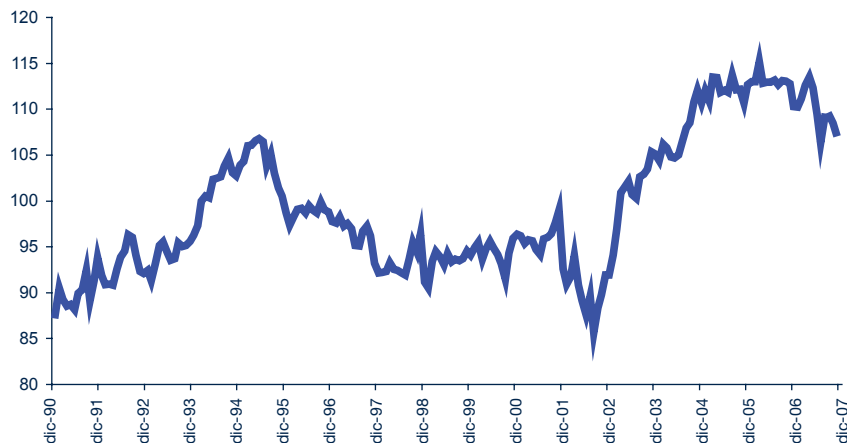
Al cierre de 2007, el ITCER disminuyó 4,9%. La inflación externa en dólares fue lo suficientemente alta como para compensar el aumento de la inflación interna y evitar una mayor caída de la competitividad cambiaria. Por tanto, este

indicador se situó en niveles elevados con relación a las últimas dos décadas (Gráfico 4.19). Incluso si se compara sólo

con Estados Unidos, la competitividad cambiaria ha sido en promedio la más alta de las últimas cinco décadas.

GRÁFICO 4.19
EVOLUCIÓN DEL ITCER, 1990 - 2007

(Índice, agosto de 2003 = 100)



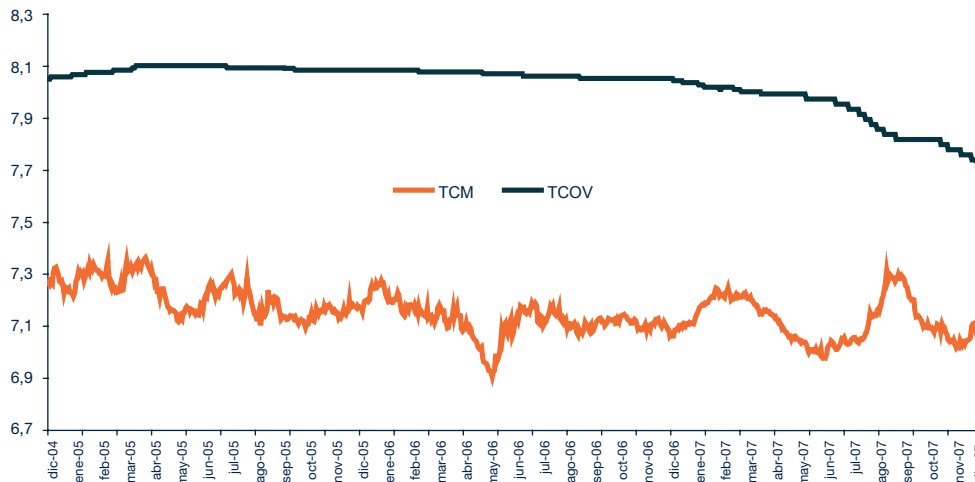
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La gradualidad de la política cambiaria también se apreció en la persistencia de la diferencia entre el tipo de cambio oficial de venta y el tipo de cambio de referencia

(Gráfico 4.20).⁵¹ No obstante, la brecha entre estos indicadores disminuyó como resultado de la apreciación de la moneda nacional y del incremento de la inflación.

GRÁFICO 4.20
TIPO DE CAMBIO OFICIAL DE VENTA Y DE REFERENCIA

(Bolívianos por dólar estadounidense)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: TCM: Tipo de cambio multilateral de referencia
TCOV: Tipo de cambio oficial de venta

⁵¹ El tipo de cambio de referencia considera las variaciones cambiarias y de los precios de los principales socios comerciales de Bolivia tomando agosto de 2003 como punto de comparación. Este indicador referencial es uno de los parámetros que utiliza el BCB para determinar el tipo de cambio oficial, pues si éste fuese igual al de referencia, la competitividad cambiaria sería similar al periodo base. Hasta 2003, el tipo de cambio de referencia y el oficial tuvieron una trayectoria similar.

Es importante señalar que la política cambiaria sólo puede influir temporalmente en la competitividad del sector transable. Con el tiempo, el tipo de cambio real converge a su nivel de equilibrio, aquel que es consistente con el equilibrio interno y externo, y se origina por la concurrencia de fuerzas reales y no nominales.

Además, actualmente no se considera la competitividad cambiaria como un determinante de la competitividad global de la economía. Por ejemplo, el Foro Económico Mundial (FEM) elabora anualmente el Reporte de Competitividad Global, que presenta un ránking sobre competitividad para un grupo importante de países. En su edición 2007 consideró pertinente excluir la competi-

tividad cambiaria del reporte por dos razones. La primera tiene que ver con el hecho de que una subvaluación (un tipo de cambio alto) fomenta las exportaciones, pero también encarece las importaciones. Si éstas se componen de insumos y capital, en realidad la economía se vuelve menos competitiva.⁵² La segunda razón es que en la práctica existen dificultades para medir la competitividad cambiaria y los desvíos respecto al equilibrio.

Por estos argumentos, el BCB reitera que su principal función es contribuir al desarrollo económico del país preservando la estabilidad de precios; utiliza para ello una adecuada política contracíclica que mitigue la intensidad de las fluctuaciones económicas.

3 SISTEMA DE PAGOS

Un sistema de pagos seguro y eficiente es fundamental para la estabilidad del sistema financiero y también contribuye a la efectividad de la política monetaria, toda vez que los bancos centrales ejecutan sus operaciones y transmiten los ajustes a la liquidez por medio de ellos.

Las modificaciones a la Ley 1670 del BCB, incorporadas con la Ley 1864 de Propiedad y Crédito Popular, otorgaron al Ente Emisor –además de sus atribuciones como autoridad monetaria y cambiaria– facultades para formular políticas de aplicación general en materia del sistema de pagos para el cumplimiento de su objetivo. En este contexto, el BCB es el responsable de promover su estabilidad y buen funcionamiento.

3.1 POLÍTICAS DEL SISTEMA DE PAGOS

En el marco de las atribuciones conferidas, el Ente Emisor gestiona el sistema de pagos de alto valor y establece normas generales para el funcionamiento del sistema de bajo valor. Asimismo, realiza la vigilancia continua de cada sistema para comprobar el adecuado diseño en función de los principios básicos establecidos en el ámbito internacional.

En el BCB se tiene conformado el Subcomité de Políticas del Sistema de Pagos, que tiene como integrantes a un miembro del Directorio y a los Gerentes de Operaciones Monetarias, Operaciones Internacionales, Sistemas y Entidades Financieras. El subcomité analiza y evalúa las políticas que se plantean con relación al sistema de pagos.

La vigilancia de los sistemas de pagos está enfocada a fomentar la seguridad y eficiencia de las actividades de los participantes. Los sistemas actualmente monitoreados son:

- Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV). Es un sistema electrónico de liquidación bruta en tiempo real que permite a los participantes enviar y recibir documentos electrónicos para liquidar las operaciones instruidas, una a una y de forma inmediata.
- Cámara de Compensación de Cheques (CCC). Es un servicio que permite compensar cheques. La Administradora de Cámaras de Compensación y Liquidación es responsable de calcular las posiciones multilaterales netas de cada uno de los participantes y de liquidarlas en el BCB. El proceso de liquidación es realizado a través del SIPAV en la modalidad neta en tiempo diferido.

⁵² Como se mencionó en la Parte III, en el caso de Bolivia este argumento es válido, pues el 76% de las importaciones del sector privado corresponden a insumos intermedios y de capital.

- Cámara de Compensación de Órdenes Electrónicas (ACH). Es una cámara de compensación automatizada de liquidación multilateral neta, en la cual las entidades autorizadas originantes ordenan transferencias electrónicas de fondos atendiendo las instrucciones expedidas por uno o varios ordenantes, con destino final a la cuenta de uno o varios beneficiarios en entidades autorizadas destinatarias.
- Servicios de Compensación y Liquidación de Valores Desmaterializados. La Entidad de Depósito de Valores S.A. (EDV) procesa las operaciones del mercado primario y secundario de títulos privados y del mercado secundario de títulos públicos. Este sistema emplea en su operativa la liquidación neta en tiempo diferido.

En el ámbito de las políticas del sistema de pagos destacó en 2007 la elaboración del Anteproyecto de Ley del Sistema de Pagos y su revisión coordinada con la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF) y el Ministerio de Hacienda. El BCB considera importante contar con un marco legal adecuado para su desarrollo.

En agosto de 2007, el Directorio aprobó la inclusión de las entidades no bancarias supervisadas por la SBEF en

el universo de participantes del SIPAV. De esta manera, se amplió la cobertura de los servicios electrónicos de pagos a estas entidades.

También se trabajó en la revisión del Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación, que incluirá a todas las entidades que realizan actividades de compensación y liquidación en el ámbito del sistema financiero y facilitará las funciones de vigilancia del BCB en este ámbito.

Por último, en el marco de las actividades de vigilancia se ha iniciado la difusión, a través de la página *web* del BCB, de un informe mensual con tópicos seleccionados sobre la materia.

3.2 OPERACIONES DE ALTO VALOR

El flujo de transacciones procesadas a través del SIPAV fue creciente desde el inicio de sus operaciones. En 2007, el valor de las operaciones registró un monto total de Bs128.444 millones (Cuadro 4.17), cifra que representa un incremento de 15% con relación a 2006. Se procesaron 42.823 operaciones con un incremento de 16% respecto al año anterior. Las operaciones del SIPAV representaron 1,25 veces el valor del PIB de 2007 (Gráfico 4.21).

CUADRO 4.17

OPERACIONES DEL SIPAV

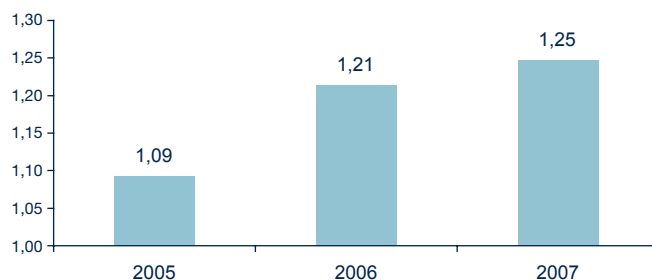
	2004	2005	2006	2007	Crecimiento en 2007 (%)
Valor (millones de Bs)	38.191	84.098	111.378	128.444	15,3
Número	10.037	27.647	36.925	42.823	16,0

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

GRÁFICO 4.21

OPERACIONES DEL SIPAV

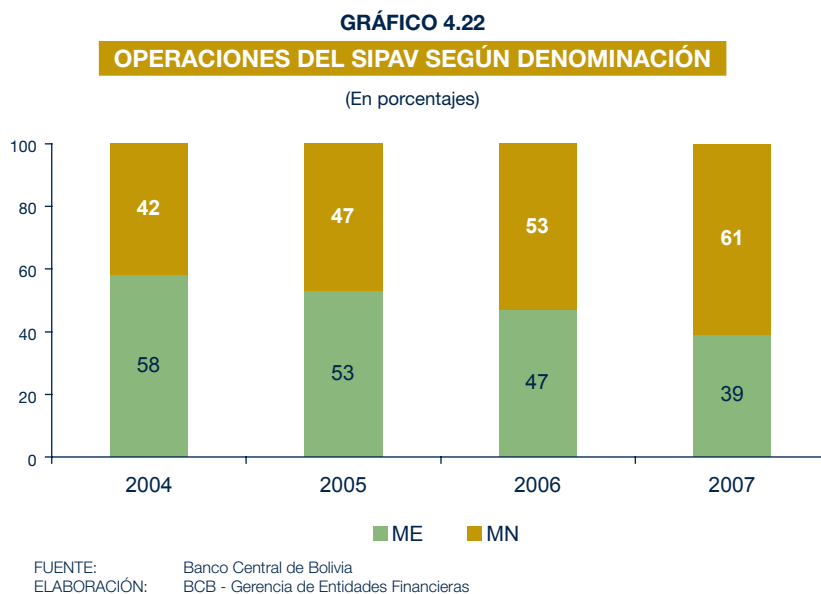
(En número de veces respecto al PIB)



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

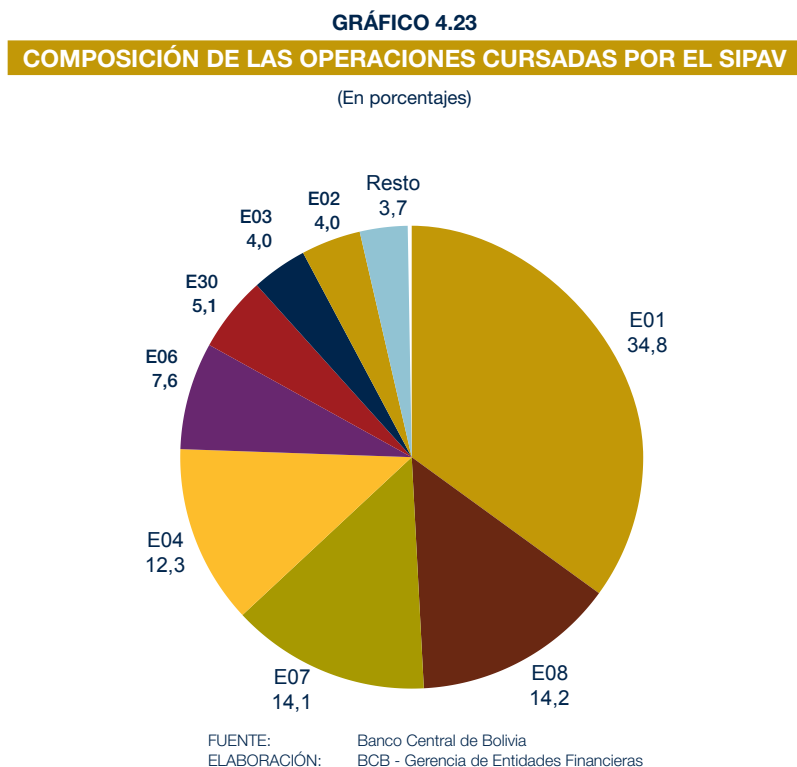
La composición del volumen de las operaciones según moneda cambió en los últimos años. La participación de las operaciones en MN aumentó de 53% a 61% en

el último año. Este comportamiento guarda relación con las políticas del BCB orientadas a la remonetización de la economía (Gráfico 4.22).



Según tipo de operación, la composición de las transferencias en el SIPAV fue la siguiente: las interbancarias (E01) tuvieron la mayor participación, con el 35% del total; las operaciones con la CCC (E07 y E08) 28%, mientras que las operaciones por transferencias tributarias

(E04) representaron 12%. Cabe resaltar el crecimiento de las transferencias interbancarias (E30) que comprenden las operaciones entre cuentas del público procedentes de distintas entidades bancarias, lo cual refleja el beneficio de la tecnología del SIPAV (Gráfico 4.23).



3.3 OPERACIONES DE BAJO VALOR

Las operaciones de la CCC registraron un incremento de 4% respecto a 2006, con un total de 2.109.813 cheques transados en el año, 70% de los cuales

correspondieron a MN. El valor transado alcanzó a Bs59.513 millones, con un crecimiento de 14% respecto de la gestión anterior (Cuadro 4.18). Las operaciones de la CCC representaron 0,58 veces el PIB de 2007 (Gráfico 4.24).

CUADRO 4.18

OPERACIONES DE LA CCC

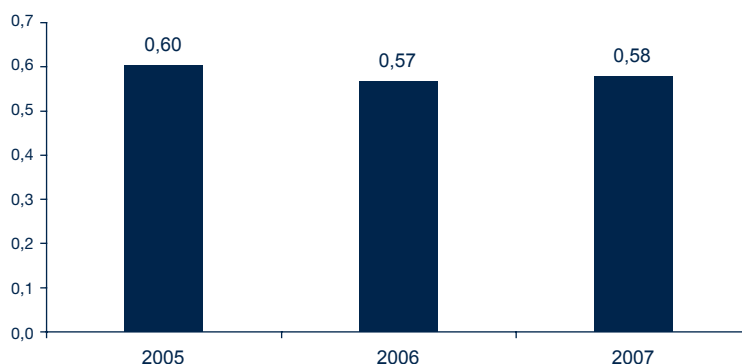
	2005	2006	2007	Crecimiento en 2007 (%)
Valor (millones de Bs)	46.385	52.127	59.513	14,2
Número	1.949.434	2.030.649	2.109.813	3,9

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

GRÁFICO 4.24

OPERACIONES DE LA CCC

(En número de veces respecto al PIB)



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

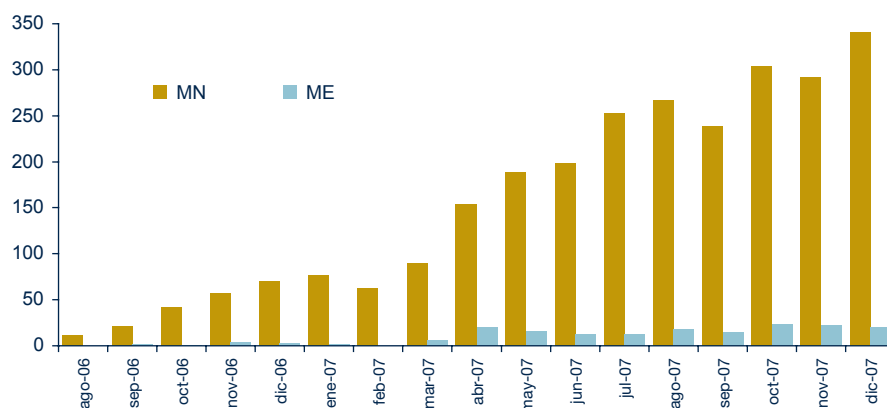
El valor de las operaciones con cheques en MN se incrementó en 24% respecto de 2006, lo que refleja el aumento del número de operaciones realizadas (17%). En cambio, el valor de las operaciones en ME, para el mismo período, creció solamente 4%, con una disminución de 8% en el número de operaciones. El uso de este instrumento tiene un comportamiento estacional, con una mayor relevancia a fines de cada año.

La composición del valor de las operaciones muestra la utilización de cheques privados de 70% en MN y 79% en ME, de documentos públicos 21% en MN y 1% en ME y, finalmente, de 9% en MN y 21% en ME de cheques de gerencia.

El valor de las operaciones cursadas de la ACH en 2007 alcanzó a Bs2.465 millones en MN y \$us168 millones en ME (Gráfico 4.25); éstas representaron 0,04 veces el PIB de la gestión.

GRÁFICO 4.25
VALOR DE LAS OPERACIONES DE LA ACH

(Flujos en millones en moneda de origen)



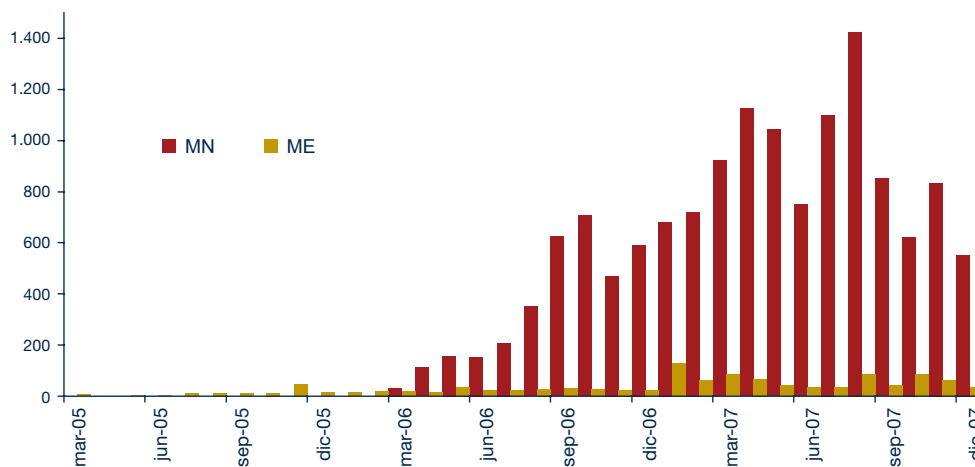
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

Con relación a los Servicios de Compensación y Liquidación de Valores Desmaterializados brindados por la EDV, el valor de las transacciones registró un crecimiento de 194% en 2007, por un monto total de Bs16.624

millones, mientras que el número de operaciones aumentó en 211% (Gráfico 4.26). Las operaciones de transferencias de fondos de la EDV representaron 0,16 veces el PIB de 2007.

GRÁFICO 4.26
VALOR DE LAS OPERACIONES DE LA EDV

(Flujos en millones en moneda de origen)



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

4

LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2008

Durante 2008, las políticas del BCB estarán orientadas a reducir gradualmente la inflación, en el marco de una desaceleración de la actividad económica internacional, las presiones inflacionarias externas por el impacto del aumento de los precios de los alimentos y combustibles, superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos y el balance fiscal, y un crecimiento proyectado en Bolivia superior al 5%.

El Programa Monetario para 2008 establece la contracción del CIN debido a que continuará el comportamiento dinámico del sector externo, reflejado en un superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos equivalente a 9% del PIB, el cual generará incrementos de las RIN que deberán ser compensadas con disminuciones del crédito interno para contener el crecimiento de la emisión monetaria. Por tanto, la política monetaria estará orientada a la contracción de la liquidez; para ello se utilizarán los instrumentos que el BCB tiene a disposición. De esta manera, el crecimiento de la emisión y de los demás agregados monetarios responderá a los fundamentos de la demanda de dinero, en especial a la evolución del costo de oportunidad del dinero y el mayor deseo por saldos en bolivianos en lugar de saldos monetarios en dólares. En la medida en que el crecimiento de las RIN sea mayor que lo proyectado, el BCB reaccionará utilizando de manera más dinámica sus OMA a fin de evitar excesos de liquidez.

Se estima que el SPNF alcanzará un superávit alrededor de 1% del PIB, lo que le permitirá acumular depósitos en el BCB, factor que es muy importante en la contracción de la liquidez. Si este escenario se hace realidad, las colocaciones de títulos mediante OMA serán de magnitud similar a las registradas durante 2007. La programación definitiva del sector público será establecida en el Programa Financiero, el cual es coordinado anualmente entre el Ministerio de Hacienda y el BCB. Además, usualmente es refrendado en el Memorándum de Entendimiento firmado cada año entre ambas enti-

dades, donde se indica la orientación de las políticas fiscal y monetaria.

En la gestión alcanzarían su efecto pleno las modificaciones al encaje legal aprobadas a fines de 2007, que establecen un incremento del encaje requerido a las entidades financieras, lo que aportaría al control de la liquidez. Por su parte, la evolución de las tasas de interés monetarias guardará relación con la orientación de la política monetaria, y en esa línea se harán esfuerzos adicionales para que éstas afecten el comportamiento de las tasas en el sistema financiero. Se estima que la colocación directa de títulos públicos sea cada vez mayor por su rendimiento atractivo para el público. Para ello, el BCB redoblará esfuerzos orientados a mejorar el conocimiento de las personas sobre esta inversión.

Por su parte, la apreciación de la moneda nacional continuará en la medida en que persistan las presiones inflacionarias, en especial de origen externo. La política cambiaria también destinará sus esfuerzos a un mayor uso del boliviano, que permite mejorar la efectividad de la política monetaria y enfrentar mejor los problemas de origen externo e interno. En este marco, la competitividad cambiaria se corregirá gradualmente hacia sus valores de equilibrio.

El BCB espera que los esfuerzos de sus políticas destinadas al control de la inflación sean acompañados por la Autoridad Fiscal con acciones que mantengan una buena posición fiscal, tal como ha sucedido en los últimos dos años, cuando la participación del Estado en la economía se ha incrementado, pero sin comprometer la estabilidad macroeconómica.

El Ente Emisor reitera su compromiso con la misión de preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional para contribuir al crecimiento y al desarrollo del país. Este compromiso se ha traducido en acciones claras, las cuales continuarán hasta que la inflación retorne a tasas más bajas.

RECUADRO 4A
MEMORÁNDUM DE ENTENDIMIENTO 2007
ENTRE EL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA Y EL MINISTERIO DE HACIENDA

Desde hace cuatro años, el Ministerio de Hacienda (MH) y el Banco Central de Bolivia (BCB) firman anualmente un Memorándum de Entendimiento que permite mejorar la coordinación y hace más transparente la interacción entre las políticas fiscal y monetaria.

Es necesaria la coordinación de estas dos políticas para garantizar los objetivos de estabilidad macroeconómica y financiera y el desarrollo económico en el marco del Plan Nacional de Desarrollo. Asimismo, las políticas de cada una de estas entidades alcanzan mayor credibilidad en la medida en que se establecen compromisos formales. Los principales puntos de dicho documento se señalan a continuación:

- a) Se acordó un Programa Financiero para 2007 donde se fijaron de manera trimestral las principales metas macroeconómicas de CIN, CIN al SPNF, déficit fiscal, financiamiento al sector público y RIN, entre las más importantes.
- b) Se estableció un límite máximo al saldo de créditos de liquidez otorgados por el BCB al SPNF de Bs800 millones y el compromiso del Ministerio de Hacienda, a través del TGN, de no exceder dicho límite durante 2007. Asimismo, se pusieron límites al plazo, renovación y vigencia de los créditos.
- c) El TGN se comprometió a proveer información trimestral al BCB sobre los montos de colocaciones netas programadas al público a través de subasta pública y colocación directa a inversionistas para fines de financiamiento fiscal.
- d) Se modificó la denominación de las letras "A" y "B" convertidas de Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) a bolivianos. Para la conversión de las letras "B", se determinó la emisión de un único título y un plazo removable mínimo de 52 semanas a partir del año 2008. La tasa aplicable corresponde a la tasa efectiva anualizada (TEA) promedio ponderada de las emisiones en moneda nacional a 52 semanas registrada en la última subasta de títulos "C" o "D" del BCB. Para la letra "A", la tasa de interés anual es igual a la inflación anual observada más 0,9%.
- e) Se determinó la evaluación periódica de la sostenibilidad de la deuda pública a cargo del BCB, incorporando los resultados en las previsiones del programa monetario.
- f) Se acordó la institucionalización del Comité de Deuda (CODE) como órgano de definición de políticas de endeudamiento.
- g) El TGN se comprometió a proporcionar semanalmente la proyección de sus depósitos en el BCB de las cuatro semanas próximas al período de referencia. Asimismo, ambas entidades continuarán intercambiando información en forma oportuna para lograr una mejora sustancial de las proyecciones de liquidez y en la determinación de los márgenes y sobregiros acumulados del CIN al SPNF.
- h) Se mantuvo el acuerdo de que el Directorio del BCB determine para la gestión las utilidades disponibles a ser utilizadas de manera exclusiva para la reducción de la deuda del Gobierno con el BCB. Se estableció que las utilidades disponibles consisten en ganancias realizadas netas de pérdidas no realizadas y que los montos capitalizados o destinados a constituir reservas sean debidamente justificados por el BCB y excluidos de las utilidades disponibles. El Ministerio de Hacienda y el BCB convinieron en llevar a cabo un análisis conjunto a fin de determinar la distribución apropiada de las utilidades disponibles de la gestión 2008 entre pago de la deuda del TGN con el BCB y el pago de otra deuda del TGN con el exterior.
- i) Finalmente, ambas entidades promoverán una Ley de Responsabilidad Fiscal y la constitución de un Fondo de Estabilización con los ingresos públicos relacionados con la venta de hidrocarburos. Asimismo, propiciarán el diseño de mecanismos que sin afectar a los estratos más pobres de la población permitan reducir el costo del subsidio a los hidrocarburos.

La importancia de este acuerdo radica en el compromiso fiscal para apoyar el cumplimiento del objetivo del BCB en el marco de su independencia y autarquía en la formulación y ejecución de la política monetaria y cambiaria para mantener una inflación baja y estable.

RECUADRO 4.B

VENTAS DIRECTAS DE VALORES PÚBLICOS A PERSONAS NATURALES Y JURÍDICAS

Con el objetivo de fortalecer el impacto de las tasas de interés de la política monetaria en las tasas del sistema financiero, e inducir a un incremento de estas últimas para motivar un mayor ahorro financiero, a partir de octubre de 2007 el BCB inició en la ciudad de La Paz la venta directa de valores públicos a personas naturales y jurídicas, con excepción de las entidades financieras con licencia de funcionamiento otorgada por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF) o por la Superintendencia de Pensiones Valores y seguros (SPVS). Desde noviembre, estos valores se encuentran disponibles en todo el país a través del Banco Unión y su

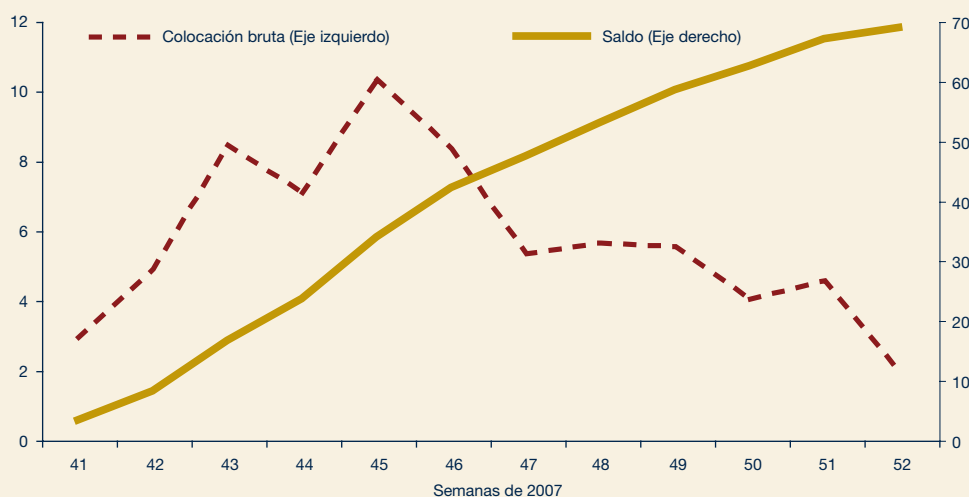
Agencia de Bolsa, actual Creador de Mercado del BCB. Los valores disponibles bajo este esquema de ventas son las Letras del Tesoro en MN a 91, 182 y 364 días y en UFV a 364 días.

A pesar de su corta vigencia, la respuesta del público ha sido bastante positiva. En efecto, el monto neto de colocaciones hasta fines de 2007 alcanzó a Bs68,8 millones, distribuidos entre cerca de 1.600 personas que han adquirido estos valores (Gráfico 1). El 85% de este monto fue vendido directamente por el BCB y el restante 15% fue colocado mediante el Creador de Mercado, en sus diferentes agencias en el territorio nacional.

GRÁFICO 1

VENTAS DIRECTAS: COLOCACIÓN BRUTA Y SALDO NETO

(En millones de bolivianos)



FUENTE: Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
ELABORACIÓN: BCB - Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
NOTA: Incluye ventas mediante Creador de Mercado

Del total de colocaciones realizadas bajo esta modalidad, el 57% corresponde a valores en MN; el plazo a 182 días es el que ha adquirido mayor importancia relativa en esta moneda, ya que comprende un 23% del total de colocaciones. El restante 43% de colocaciones corresponde a valores en UFV en su único plazo. Cabe des-

tañar también que un 92% de las ventas fueron a personas naturales, y es aún muy reducida la participación de personas jurídicas.

En general, la operación de venta promedio se situó entre los 28 a 47 valores, aunque la dispersión fue importante en los plazos de 182 días en MN y

364 días en UFV debido a operaciones específicas por montos significativos. La moda de estas operaciones en todos los plazos es de 2 valores, salvo en el plazo de 182 en MN, que alcanza a 10 valo-

res. Este hecho sugiere que este mecanismo de venta ha logrado atraer también a los pequeños ahorristas que, en algunos casos, no se encuentran bancarizados.

CUADRO 1

VENTAS DIRECTAS DE VALORES PÚBLICOS

BCB Y CREADORES DE MERCADO

(Al 31 de diciembre de 2007)

Plazo-Moneda	MIN	MAX	PROM	Monto total¹
91-MN	2.000	347.000	28.697	11.938.000
182-MN	2.000	1.036.000	45.410	15.621.000
364-MN	2.000	868.000	33.105	11.620.000
364-MNUFV	2.000	1.500.000	47.961	23.309.000
Plazo-Moneda	MEDIANA	MODA	DESV. EST.	N° personas
91-MN	15.000	2.000	39.789	416
182-MN	18.000	10.000	95.653	344
364-MN	13.000	2.000	71.264	351
364-MNUFV	16.000	2.000	144.398	486

FUENTE: Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 ELABORACIÓN: BCB - Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: ¹ En moneda de origen

Mayores esfuerzos en términos de publicidad y educación financiera y bursátil permitirán una mejor asimilación de las ventajas de estos instrumentos financieros, las cuales están relacionadas con su

mejor rentabilidad y mayor seguridad. Con esto, las perspectivas de este mecanismo de venta de valores se presentan auspiciosas.

RECUADRO 4.C

LA COMISIÓN DEL 1% SOBRE TRANSFERENCIAS DEL EXTERIOR

Entre enero y septiembre de 2007, el sistema financiero transfirió recursos del exterior a cuentas del BCB por \$us1.458 millones. Por su parte, el sistema financiero vendió al BCB \$us1.207 millones. Estas operaciones incrementaron la emisión en moneda nacional en más de Bs9.000 millones, parte de los cuales fueron esterilizados con OMA para evitar repercusiones en la inflación.

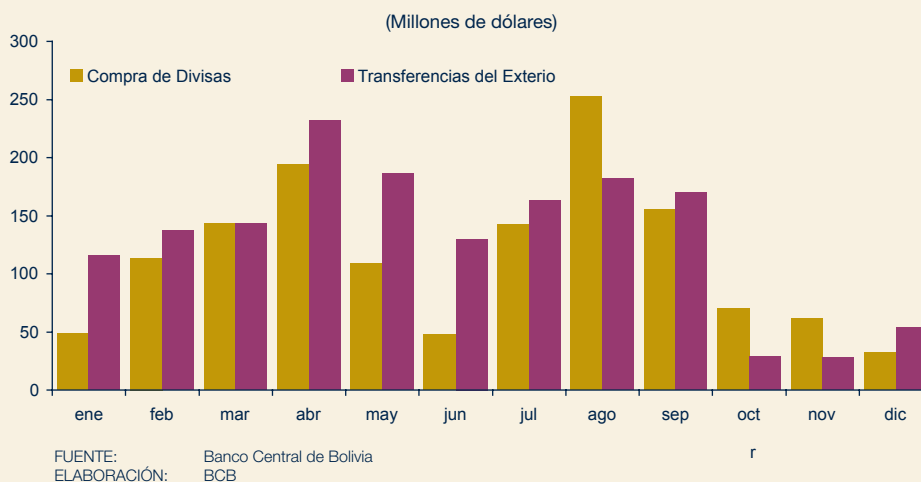
Estudios realizados en el BCB mostraron que un porcentaje significativo de las transferencias del exterior durante ese período estuvo orientado a la compra de títulos públicos bolivianos debido al diferencial de interés entre estos instrumentos y aquellos con similares características del exterior. Estas operaciones distorsionaron el propósito de la emisión de los títulos, cuyo objetivo principal fue retirar la liquidez en moneda nacional excedente en el mercado para evitar así presiones inflacionarias.

Con el objetivo de reducir el ingreso de capital de corto plazo al país, mediante Resolución de Directorio del BCB N° 119/2007 de 25 de septiembre de 2007 se aprobó la comisión del 1% por transferencias de fondos del exterior, vigente a partir del 1° de octubre.

Para evitar que esta comisión afecte al sector exportador se dispuso que las transferencias por operaciones de exportación no tengan el cobro de la comisión del 1%, para lo cual el sector exportador realizará sus operaciones a través del BCB. Asimismo, se excluyeron las operaciones efectuadas por delegaciones diplomáticas acreditadas en el país y por organismos internacionales.

Como se muestra en el Gráfico 1, las transferencias del exterior recibidas en el trimestre julio-septiembre de 2007 alcanzaron a \$us514,9 millones, con un promedio mensual de \$us171,6 millones.

GRÁFICO 1
MOVIMIENTO DE DIVISAS DEL SISTEMA FINANCIERO



En el periodo octubre-diciembre éstas disminuyeron sustancialmente hasta alcanzar a \$us110,8 millones, con un promedio mensual de \$us36,9 millones. Estas cifras evidenciaron la efectividad en la aplicación de esta medida.

En diciembre de 2007, el Directorio del BCB aprobó la Tabla de Comisiones por Servicios del BCB para

la gestión 2008, en la que se mantiene la comisión del 1% sobre transferencias de fondos del exterior. Adicionalmente se aprobó que las remesas iguales o inferiores a \$us1.000, enviadas por inmigrantes bolivianos en el exterior, no sean afectadas por esta comisión.