



PARTTE 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 2009

El Banco Central de Bolivia (BCB), como principal autoridad monetaria, orienta sus políticas a preservar el poder adquisitivo interno de la moneda nacional con el fin de contribuir al desarrollo económico y social del país. En este marco, ha establecido su objetivo en términos de mantener una inflación baja y estable.

El BCB instrumenta la política monetaria a través de un esquema de metas intermedias de cantidad que se incorporan en un programa monetario aprobado por su Directorio a principios de gestión. Este programa forma parte de un programa macroeconómico elaborado conjuntamente entre el Ministerio de Hacienda y el BCB, denominado Programa Financiero, el mismo que fue incorporado en el Memorándum de Entendimiento suscrito entre ambas instituciones. Las metas del Programa Monetario fijaron límites mínimos a la contracción del Crédito Interno Neto total del BCB (CIN) y del Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público no Financiero (CIN-SPNF) con el objetivo de regular la oferta de dinero y evitar presiones inflacionarias. Dada la dolarización todavía persistente y el régimen cambiario basado en pequeños deslizamientos del tipo de cambio, también se establecieron niveles mínimos de incremento de las Reservas Internacionales Netas (RIN). Estas metas fueron cumplidas con amplios márgenes en 2008, así como el resto de metas del programa financiero con un superávit fiscal y una reducción del financiamiento interno al SPNF en montos significativamente mayores a los programados. Estos márgenes se justificaron en la medida que las RIN crecieron en mayor magnitud que la prevista.

La política monetaria fue congruente con el control de la liquidez de la economía y la evolución de los precios internos. Consecuente con una orientación contracíclica, hasta el tercer trimestre de 2008 las políticas del BCB centraron su esfuerzo en el retiro de excedentes de liquidez de la economía. Posteriormente, y conforme cambió el contexto económico internacional y disminuyó la inflación, el BCB revirtió la dirección de sus medidas reduciendo la oferta de títulos y las colocaciones netas en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), con el fin de inyectar a la economía la liquidez recogida en años previos y expandir gradualmente el crédito para incentivar la actividad económica. De igual forma, se desaceleró la apreciación del boliviano; y desde el último bimestre de 2008, la paridad se mantuvo invariable, en un contexto de alta incertidumbre externa y elevada volatilidad de las monedas en gran parte de las economías de la región y del mundo, las cuales experimentaron fuertes salidas de capital y desequilibrios en sus mercados bursátiles.

En el primer semestre de 2008, la Autoridad Monetaria continuó con la colocación dinámica de títulos mediante OMA, ampliando los volúmenes de oferta de títulos y el tipo de títulos ofertados, brindando mejores condiciones financieras, e introduciendo nuevos plazos en la venta directa de títulos públicos. Asimismo, se ampliaron los requerimientos de encaje legal a fin de evitar excesos de liquidez y generar incentivos para alcanzar una mayor participación de los depósitos en moneda nacional. Las tasas de títulos públicos reaccionaron ante las condiciones monetarias, incrementándose y de esta manera transmitiendo a los mercados las señales de la política monetaria. La importante ganancia de RIN debido al incremento de las exportaciones y de las transferencias desde el exterior indujo a que se realicen activamente “intervenciones esterilizadas” mediante las cuales la liquidez en moneda nacional puesta en circulación por las operaciones de cambio, fue contraída a través de OMA. Las operaciones de regulación monetaria fueron complementadas con la apreciación de la moneda nacional, evitando un ajuste excesivo en las tasas de interés que habría afectado a la actividad económica. Un factor adicional que contribuyó al control de la liquidez fue el superávit fiscal que se tradujo en incrementos de depósitos del SPNF en el BCB, reduciendo las presiones inflacionarias. La línea de crédito de emergencia por \$us600 millones solicitada por el TGN al BCB no afectó el cumplimiento de las metas del Programa Monetario. Del total comprometido, fueron desembolsados \$us240 millones.

La caída de la inflación interanual en el segundo semestre, de 17,3% en junio a 11,8% en diciembre, determinó un cambio en la orientación de la política monetaria del BCB con menores colocaciones netas de títulos en el tercer trimestre. En el cuarto trimestre del año, cuando los efectos de la crisis financiera internacional se hicieron evidentes y se observó una menor liquidez externa, el Directorio del BCB aprobó lineamientos de redención neta de títulos colocados mediante OMA y, por tanto, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) disminuyó la oferta de estos instrumentos y las tasas del mercado monetario cesaron su incremento y para algunos instrumentos presentaron disminuciones.

Algunos indicadores permiten cuantificar este esfuerzo y el cambio de dirección de la política monetaria. No obstante el acelerado crecimiento de las RIN en la gestión, la relación de OMA respecto a RIN aumentó sostenidamente de 7,7% a fines de 2006 a 27,0% a fines de septiembre de 2008 (Cuadro 4.1). La relación OMA a emisión monetaria

subió de 21,3% a 91,6%, lo que significa que por cada boliviano emitido, 92 centavos fueron retirados de la economía mediante estas operaciones. Si se mide la evolución de las OMA en términos de un agregado monetario más amplio que además del circulante incluye el total de depósitos, se observa un aumento de 4,6% a fines de 2006 a 25,0% al tercer trimestre de 2008, indicando que mediante la política monetaria se retiró en este período la cuarta parte del dinero total de la economía. En el último trimestre, los indicadores registraron disminuciones reflejando el cambio en la orientación de la política monetaria y la decisión del BCB de moderar los posibles efectos contractivos que la crisis financiera internacional podría tener en la actividad económica nacional.

CUADRO 4.1
INDICADORES DE LA POLÍTICA MONETARIA^{1/}
(En porcentajes)

Indicadores	2006	2007	2008			
			Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV
OMA/RIN	7,7	17,9	25,9	27,7	27,0	25,2
CIN/RIN	-63,9	-65,4	-69,7	-69,9	-70,6	-69,7
OMA/(OMA+Excedentes de encaje legal)	63,3	84,1	96,0	96,0	94,9	86,4
OMA/EMISIÓN	21,3	51,7	85,3	91,9	91,6	83,1
OMA/M ³	4,6	13,6	21,4	24,4	25,0	22,3
Tasas de interés LT MN a 13 semanas	4,8	7,3	7,3	8,0	8,6	8,7

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: ^{1/} Indicadores calculados utilizando cifras a tipo de cambio fijo y valor descontado

Los agregados monetarios en moneda nacional registraron altas tasas de crecimiento, asociadas estrechamente al comportamiento de la demanda de circulante y depósitos en bolivianos. Los agregados monetarios más amplios, que incluyen depósitos en moneda extranjera, crecieron a un menor ritmo que los anteriores, pero acorde con la actividad económica y los mayores niveles del ingreso disponible. La preferencia del público por la moneda nacional permitió que se profundice el proceso de remonetización. En el último trimestre, las expectativas de depreciación del boliviano frente al dólar, como consecuencia de la crisis internacional y las depreciaciones cambiarias de los países vecinos, determinaron la reversión de las operaciones de cambio y tanto el BCB como las entidades financieras pasaron de compradores netos a vendedores netos de divisas. Este fenómeno determinó la desaceleración en el crecimiento de los agregados en moneda nacional y consecuentemente de los agregados totales.

En el último trimestre, el BCB tomó medidas como la ampliación de la oferta de divisas en el Bolsín de \$us15 millones a \$us50 millones diarios, mitigando de esta manera las expectativas de depreciación y dando una señal importante sobre la fortaleza de las RIN que alcanzaron niveles históricamente altos. Además, se redujo el ritmo de apreciación y en los dos últimos meses se mantuvo invariable el tipo de cambio. Se aprobó para el 2009 el incremento de la comisión por transferencias al exterior y la reducción correspondiente a las transferencias del exterior. Nuevas medidas de encaje legal fueron aprobadas incrementando el encaje adicional en moneda extranjera a objeto de que las entidades internalicen el costo de la dolarización. En el ámbito de la coordinación de políticas con otras entidades, se realizaron gestiones ante la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF) para que se apliquen regulaciones diferenciadas por monedas referidas a provisiones de cartera.

El sistema de pagos mostró resultados positivos durante la gestión. El BCB continuó el proceso de incorporación de entidades no bancarias supervisadas por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras al Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV). Fue aprobado el nuevo Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación orientado a regular los servicios prestados por estas entidades e introducir medidas que incrementen la liquidación de operaciones. El valor y volumen de las operaciones de alto valor y de bajo valor aumentaron de manera importante, especialmente aquellas llevadas a cabo en MN.

1

POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

1.1 PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO

El Programa Monetario refleja las políticas específicas del BCB orientadas al cumplimiento del objetivo asignado por la Ley 1670 de mantener una inflación baja y estable. Para 2008 se fijaron como metas una contracción mínima del CIN de Bs7.873 millones y del CIN del BCB al SPNF de al menos Bs1.466 millones, en función al comportamiento esperado de la emisión y las RIN. Tomando en cuenta el contexto

externo inicialmente favorable se estableció una cifra de ganancia de RIN de al menos \$us1.700 millones (Cuadro 4.2). En el Programa Financiero se estableció un superávit fiscal de por lo menos Bs2.170 millones y un monto mínimo de disminución del Financiamiento Interno al Sector Público de Bs3.602 millones, de acuerdo con las previsiones existentes de un crecimiento importante de los ingresos fiscales y un incremento moderado del gasto público.

CUADRO 4.2
PROGRAMA FINANCIERO 2008^{1/}

Cifras acumuladas entre el 1 de enero y el 31 de diciembre
(Flujos en millones)

		2008		
		Meta Acordada ^{2/}	Ejecución	Margen (+) Desvío (-)
VARIABLES FISCALES				
Déficit del Sector Público (- = superávit)	Bs	-2.170	-3.916	1.746
Financiamiento Interno al Sector Público	Bs	-3.602	-5.528	1.926
VARIABLES MONETARIAS				
Crédito Interno Neto Total (CIN)	Bs	-7.873	-14.509	6.636
Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN-SPNF)	Bs	-1.466	-4.595	3.129
Reservas Internacionales Netas del BCB	\$us	1.700	2.374	674

FUENTE:

Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN:

BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS:

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

^{2/} Programa monetario y financiero acordado entre el BCB y el Ministerio de Hacienda en abril de 2008

p: Cifras preliminares

Las metas del Programa Financiero de 2008 se cumplieron con márgenes significativos. El superávit fiscal y la reducción del financiamiento interno al sector público contribuyeron a los esfuerzos del BCB de regular la liquidez y moderar sus efectos inflacionarios. Asimismo, las metas de disminución del CIN total y del CIN al SPNF se alcanzaron de manera holgada. Estos márgenes se justificaron en la medida que las RIN crecieron en mayor magnitud que la prevista debido al incremento de las exportaciones y las remesas.

El 14 de marzo de 2008, el Ministerio de Hacienda solicitó al BCB una línea de crédito de Emergencia Nacional equivalente a \$us600 millones, aprobada mediante Resolución de Directorio del BCB No.024/2008 de 17 de marzo de 2008 en el marco de lo dispuesto en el inciso b del artículo 22 de la Ley 1670. El monto desembolsado por este concepto en 2008 alcanzó a \$us240 millones, realizados principalmente en el tercer trimestre. Cabe destacar que el mencionado crédito no puso en riesgo la meta de contracción del CIN al SPNF, que se cumplió con un elevado margen (Bs3.129 millones).

La emisión monetaria aumentó en Bs2.940 millones, inducida por una mayor demanda antes que por un exceso de oferta (Cuadro 4.3). Es de destacar que el incremento de la emisión que se habría originado en las operaciones de compra de dólares, que permitieron el fuerte incremento de las RIN (equivalente a Bs17.449 millones), fue contrarrestado por la reducción del CIN (Bs14.509 millones). Esta contracción tuvo lugar gracias a la importante colocación de títulos públicos mediante OMA (Bs6.437 millones), a la acumulación de depósitos del SPNF en el BCB (Bs6.542 millones) y al aumento del encaje constituido (Bs1.905 millones).

La orientación de las OMA fue congruente con el comportamiento de la liquidez. En los tres primeros trimestres, mientras se acumularon RIN, las colocaciones netas de títulos retiraron liquidez de la economía. En tanto que en el cuarto trimestre, con una disminución de las RIN e indicios más claros del descenso de la inflación, las redenciones netas de títulos inyectaron liquidez a la economía con el propósito de contrarrestar los efectos de la crisis global en la actividad económica (Gráfico 4.1; Cuadro 4.3).

CUADRO 4.3
BALANCE MONETARIO POR MONEDAS^{1/}
(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	-495	0	-495	1.881	0	1.881	1.184	0	1.184	371	0	371	2.940	0	2.940
CRÉDITO INTERNO NETO	-495	-6.069	-6.565	1.881	-6.563	-4.682	1.184	-5.232	-4.048	371	415	786	2.940	-17.449	-14.509
Sector Público no financiero	-2.781	-123	-2.904	273	-2.149	-1.876	-1.359	-916	-2.275	1.065	-62	1.003	-2.802	-3.251	-6.052
Crédito bruto	114	-3	111	120	368	488	0	1.179	1.179	-61	231	169	1.774	1.947	
Depósitos ^{2/}	-2.789	142	-2.647	368	-2.234	-1.866	-1.235	-2.127	-3.362	1.422	-88	1.333	-2.235	-4.307	-6.542
Cuasifiscal	-106	-262	-368	-214	-284	-498	-124	32	-92	-295	-204	-500	-739	-718	-1.457
Sistema Financiero	-3.741	-28	-3.769	-2.964	-198	-3.162	-1.376	-74	-1.450	564	-859	-295	-7.517	-1.159	-8.676
del cual: Encaje Legal ^{3/}	-16	184	167	-172	-146	-318	-239	-93	-332	-600	-823	-1.423	-1.027	-878	-1.905
OMA ^{4/}	-3.818	-54	-3.872	-2.677	44	-2.634	-1.040	15	-1.026	1.117	-23	1.094	-6.418	-19	-6.437
Otras instituciones financieras	5	38	43	-1	-5	-7	4	-13	-9	1	-13	-12	9	6	15
Otros	6.022	-5.959	62	4.573	-4.210	362	3.915	-4.231	-316	-1.259	1.349	90	13.250	-13.052	198
Obligaciones Externas de Mediano y Largo Plazo	0	3	3	0	0	0	0	3	3	0	0	0	0	6	6
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	0	6.069	6.069	0	6.563	6.563	0	5.232	5.232	0	-415	-415	0	17.449	17.449
(En millones de \$us.)	0	826	826	0	893	893	0	712	712	0	-56	-56	0	2.374	2.374

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

NOTAS: MN = MN + UFV
ME = ME + MVDOL

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

^{2/} Incremento de depósitos (-); disminución de depósitos (+)

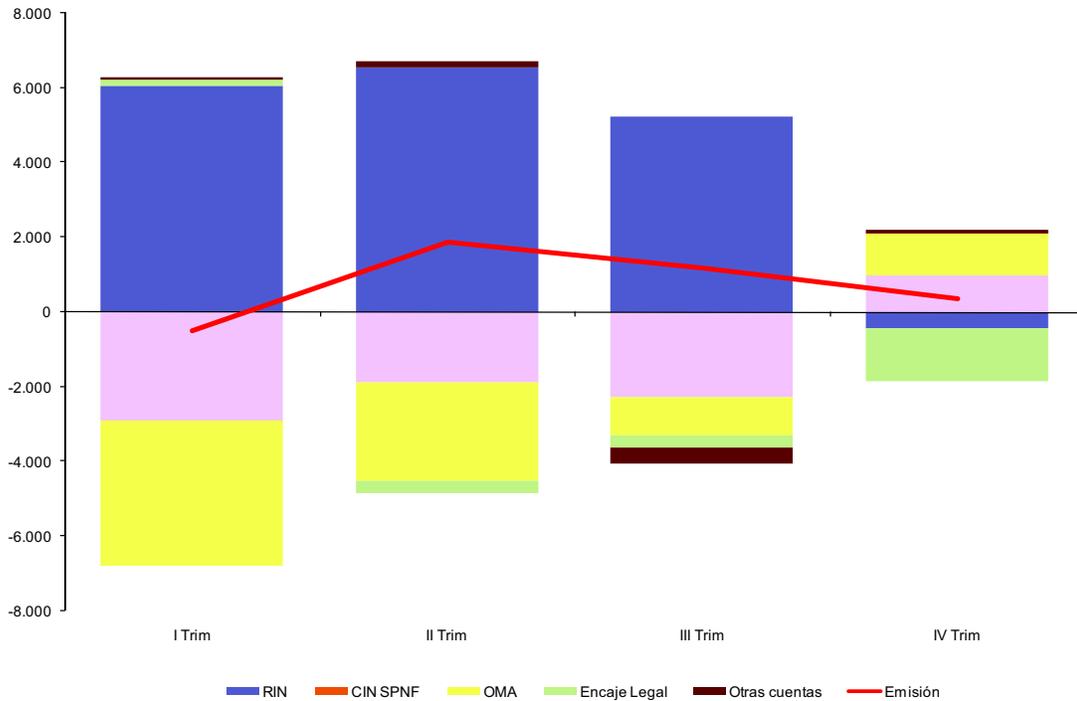
^{3/} Incremento de encaje (-); disminución de encaje (+)

^{4/} Colocación neta (-); redención neta (+). Incluye colocaciones mediante subasta y directas

Junto al cambio de orientación de las operaciones monetarias de contractivas a expansivas, la disminución de los depósitos del SPNF en el BCB en el cuarto trimestre (Bs.1.333 millones) contribuyó también a la expansión monetaria. El incremento del encaje en el último trimestre tuvo que ver con la presencia

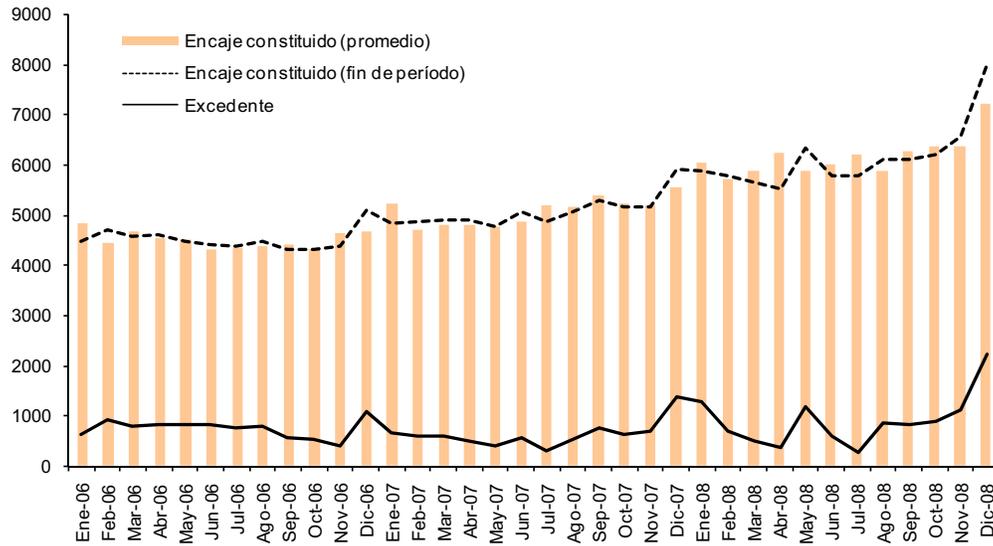
de excedentes de encaje constituidos por las entidades financieras debido a la mayor liquidez estacional de fin de año y a previsiones frente a las reformas introducidas en el régimen de encaje legal (Gráfico 4.2).

GRÁFICO 4.1
EMISIÓN Y SUS DETERMINANTES
(Flujos trimestrales en millones de bolivianos)



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

GRÁFICO 4.2
ENCAJE LEGAL CONSTITUIDO Y EXCEDENTE DE ENCAJE LEGAL
 (En millones de bolivianos)



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

1.2 INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

1.2.1 Régimen de Encaje Legal

Durante 2008, las tasas de encaje legal para los depósitos en las distintas denominaciones permanecieron inalteradas: 12% en MN y UFV, 14% para ME y MVDOL.⁶⁰ Asimismo, continuó vigente el encaje adicional de 7,5% aplicable a la diferencia entre los depósitos en ME y MVDOL en la fecha de cómputo y un porcentaje de los depósitos en ME y MVDOL en la fecha base (31/03/2005), así como el sistema de compensación mediante el cual incrementos de los depósitos en MN y UFV reducen los requerimientos de encaje adicional en ME y MVDOL.

Sin embargo, el nivel de los depósitos de la fecha base fue disminuido durante la gestión, ampliando el monto de depósitos en ME y MVDOL sobre el que se aplica el encaje adicional con el propósito de incentivar las captaciones en moneda nacional y regular la liquidez. En efecto, durante la gestión se amplió en dos oportunidades la base de cómputo sobre la que se aplica el encaje adicional generando un aumento del encaje requerido y constituido en ME y MVDOL (Cuadro 4.4). El incremento de las tasas efectivas de encaje dio lugar a una contracción importante de la liquidez, equivalente a 2,4% de la emisión y a 5,4% de las OMA. Asimismo, la Resolución de Directorio No.156/2007 dispuso que a partir del 25 de febrero de 2008 los depósitos a plazo fijo en MN hasta 360 días estén sujetos a encaje en efectivo y en títulos. Anteriormente sólo constituían encaje en efectivo los depósitos a plazo hasta 360 días.

⁶⁰ En cada uno de estos casos, el encaje en efectivo es de 2% y el resto se constituye en títulos.

CUADRO 4.4
TASAS DE ENCAJE LEGAL
(En porcentajes)

	MN	ME
Tasa de encaje en títulos	10	12
Tasa de encaje en efectivo	2	2
Tasa de encaje adicional	---	7,5

Vigencia a partir de	Resolución de Directorio	Porcentaje de los depósitos en la fecha base utilizado para determinar la base de aplicación del encaje adicional
30/05/2005	048/2005	80
15/01/2007	118/2006	70
02/07/2007	118/2006	60
25/02/2008	156/2007 ^{1/}	30
30/06/2008	156/2007 ^{1/}	0

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTAS: MN=MN+UFV
 ME=ME+MVDOL
^{1/} Complementada mediante Decisión Presidencial del BCB No.001/2008

Con el objeto de dar continuidad a la política de remonetización de la economía, a través de la Resolución de Directorio del BCB No.143/2008 aprobada el 9 de diciembre de 2008 se determinó el incremento de la tasa del encaje adicional a los depósitos en moneda extranjera de 7,5% a 30% a partir del 26 de enero de 2009, se fijó como fecha base para la aplicación del encaje adicional el 30 de

septiembre de 2008 y se eliminó el mecanismo de compensación. Esta medida se orienta a que las entidades financieras internalicen los costos de operar en ME, dar mayor impulso a las operaciones en MN y mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria (Recuadro 4A).

1.2.2 Operaciones de Mercado Abierto

Las OMA 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 medios de pago de la economía.

El Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos para las OMA, en función de las metas del Programa Monetario y del desempeño estimado de la economía. Con base en éstos y el pronóstico de la liquidez del sistema financiero, el COMA establece semanalmente montos, plazos y denominación de la oferta de valores públicos; y determina también las tasas premio base y montos disponibles para las operaciones de reporto.

El BCB administra también las emisiones de valores públicos que realiza el TGN con fines de financiamiento fiscal. Estas

operaciones tienen, en una primera instancia, un efecto similar a las del ente emisor, cuando los recursos captados por el TGN y depositados en el BCB reducen la cantidad de dinero de la economía. Cuando los mismos son retirados por el TGN y se destinan a financiar gasto público, la reducción de la cantidad de dinero se anula y la oferta monetaria queda inalterada.

El saldo total de valores públicos finalizó el año en Bs21.300 millones, nivel superior en 55% al de 2007, explicado por la mayor colocación de valores destinada a contrarrestar el crecimiento de los medios de pago en moneda nacional y el repunte de la inflación. La menor necesidad de financiamiento del TGN durante la gestión le permitió mantener su saldo relativamente estable y recomponer su estructura con mayores colocaciones en bolivianos y a plazos más largos. Así, el saldo del TGN disminuyó en 0,5% cerrando el año en Bs5.950 millones (Cuadro 4.5).

CUADRO 4.5
SALDOS NETOS DE VALORES PÚBLICOS^{1/}

(Valor nominal en millones)

MES	Valores del BCB (OMA)			Valores del TGN			TOTAL ^{4/} GENERAL
	MN ^{2/}	ME ^{3/}	TOTAL ^{4/}	MN ^{2/}	ME ^{3/}	TOTAL ^{4/}	
Dic-07	7.703,0	3,9	7.732,7	5.100,8	116,4	5.981,8	13.714,5
Ene-08	9.043,1	3,9	9.072,6	5.143,4	106,9	5.948,3	15.020,9
Feb-08	10.705,8	7,9	10.765,2	5.202,1	90,6	5.880,6	16.645,8
Mar-08	11.644,3	11,0	11.725,7	5.250,3	86,5	5.890,7	17.616,4
Abr-08	12.883,9	13,0	12.978,8	5.370,2	81,1	5.962,5	18.941,2
May-08	13.505,5	9,0	13.570,3	5.419,9	78,0	5.982,2	19.552,5
Jun-08	14.575,3	5,0	14.610,9	5.479,4	76,0	6.020,5	20.631,4
Jul-08	15.535,6	1,0	15.542,7	5.526,3	75,7	6.059,5	21.602,1
Ago-08	15.938,2	3,0	15.959,3	5.568,2	74,8	6.092,9	22.052,1
Sep-08	16.046,3	3,0	16.067,3	5.591,0	66,4	6.054,9	22.122,2
Oct-08	15.764,5	4,2	15.793,5	5.614,1	59,4	6.027,9	21.821,3
Nov-08	15.528,0	3,2	15.549,9	5.592,5	53,1	5.962,8	21.512,7
Dic-08	15.307,1	6,2	15.350,0	5.583,3	52,6	5.950,1	21.300,1

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

^{1/} Corresponden a Letras del Tesoro (LT) y Bonos del Tesoro (BT) emitidos a través del BCB

^{2/} En millones de bolivianos. Incluye colocaciones de valores en MN indexados a la UFV

^{3/} En millones de dólares estadounidenses

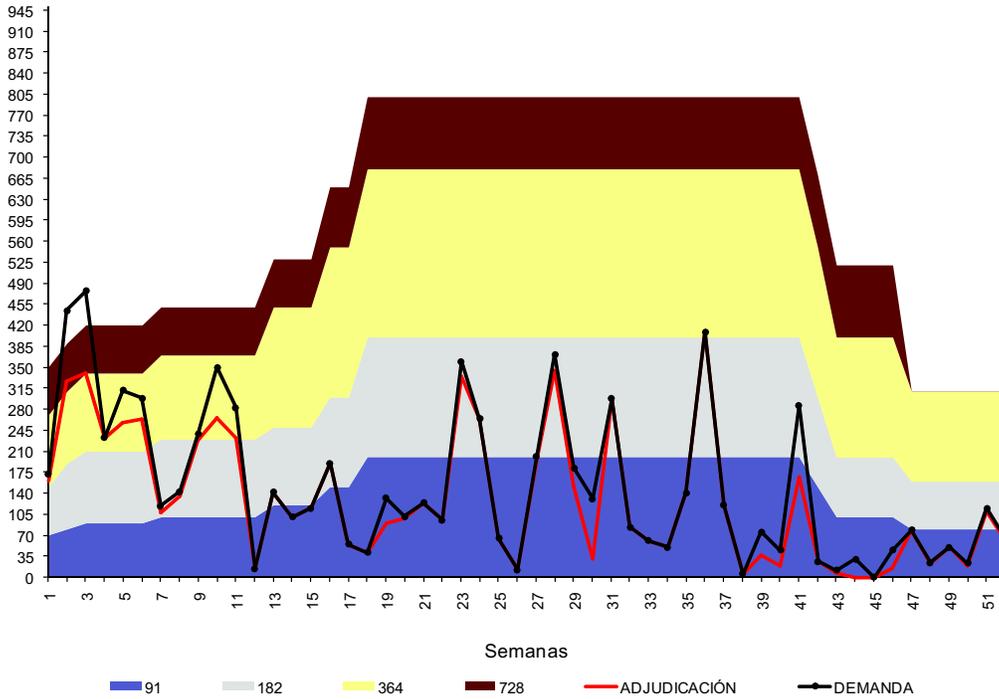
^{4/} En millones de bolivianos. Para la conversión de UFV a MN y de ME a MN se utilizó la UFV y el tipo de cambio de compra de fin de mes, respectivamente

El saldo de colocaciones netas de títulos de regulación monetaria alcanzó a Bs15.350 millones al cierre de 2008,⁶¹ monto que representa un incremento de 98,5% respecto al saldo de diciembre de 2007. A fin de lograr mayores

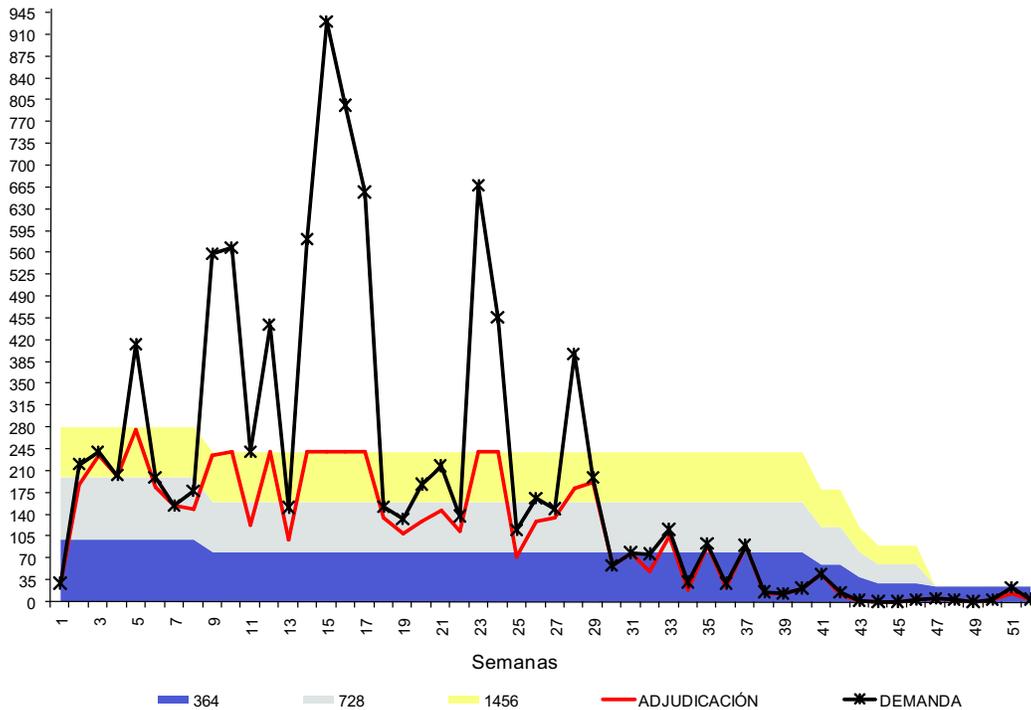
colocaciones, el BCB amplió la oferta de títulos (Gráfico 4.3) y mejoró las condiciones financieras de sus instrumentos (Gráfico 4.4).

⁶¹ Este saldo incluye las colocaciones por ventas directa.

GRÁFICO 4.3
OFERTA, DEMANDA Y ADJUDICACIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS EN MN DEL BCB EN 2008
 (En millones de bolivianos)

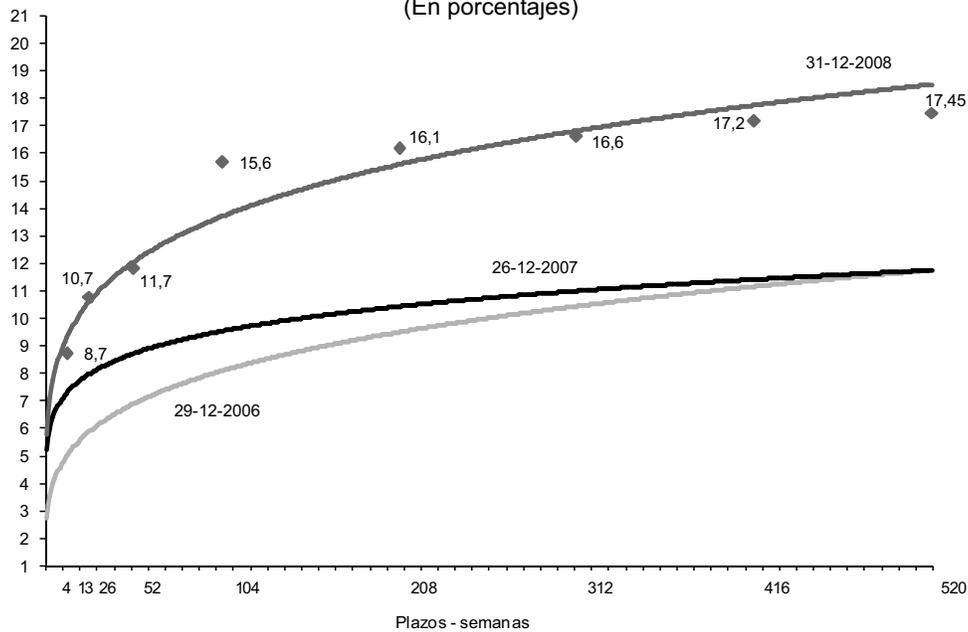


OFERTA, DEMANDA Y ADJUDICACIÓN DE TÍTULOS PÚBLICOS EN UFV DEL BCB EN 2008
 (En millones de UFV)



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

GRÁFICO 4.4
CURVA DE RENDIMIENTO DE TÍTULOS PÚBLICOS
(En porcentajes)



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

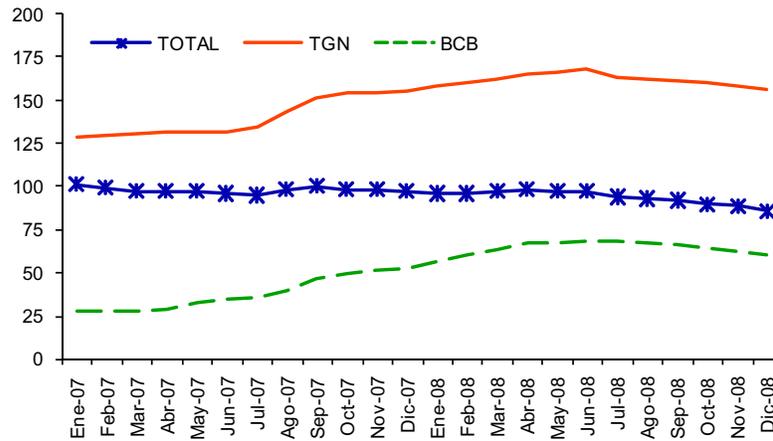
A partir del último trimestre del año las colocaciones netas del BCB se redujeron (por un monto equivalente a Bs717 millones), en línea con la necesidad de proveer suficiente liquidez a la economía, orientada a neutralizar los posibles efectos de la crisis financiera internacional sobre la actividad económica.

El repunte de la inflación en el primer semestre de 2008 determinó una mayor demanda por instrumentos en UFV. Bajo este escenario, el BCB amplió sus colocaciones en esa denominación, por lo que la participación de los valores indexados a la inflación respecto al total subió desde 53% a finales de 2007, hasta 71% en diciembre de 2008. Una vez que la inflación comenzó a descender, el saldo de estas colocaciones registró una tendencia decreciente. El TGN priorizó sus colocaciones en MN y UFV, la participación de su deuda en ME en el total se redujo 9pp respecto a diciembre de 2007, llegando a 6% a fines de 2008.

Durante la gestión y hasta octubre de 2008, el BCB colocó Bonos de Tesorería (BT) en MN y UFV a plazos de dos y cuatro años, con el objeto de reducir la concentración de vencimientos, minimizar los riesgos de reabsorción y contribuir a la disminución de la liquidez. Durante el segundo semestre no existió demanda por BT en MN. Ante el cambio en la orientación de la política monetaria en el último trimestre del año, los BT a 2 y 4 años en MN y UFV dejaron de ser ofertados por el BCB y el TGN retomó dicha oferta. El plazo promedio de los vencimientos del BCB se incrementó en 8 semanas, alcanzando las 60 semanas, equivalentes a 1,15 años. El TGN mantuvo su política de alargar el plazo promedio de su deuda, reduciendo así la concentración de sus vencimientos y el riesgo de refinanciamiento. El plazo promedio de sus vencimientos se incrementó en una semana, finalizando la gestión en 156 semanas, equivalentes aproximadamente a tres años (Gráfico 4.5).

GRÁFICO 4.5
PLAZO PROMEDIO DE VENCIMIENTOS DE VALORES PÚBLICOS

(En semanas)



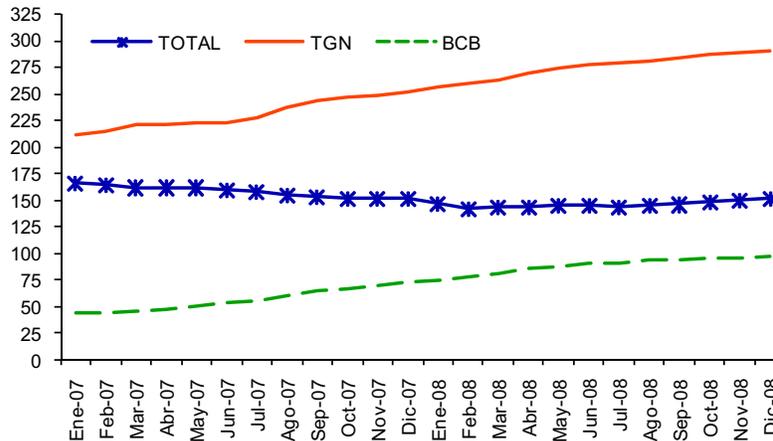
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias

Una lectura similar ofrece la evolución del plazo promedio de las colocaciones, definido como el plazo promedio de la emisión de títulos durante la gestión. En el caso del BCB este indicador alcanzó al cierre de 2008 las 98 semanas,

reflejando un incremento de 25 semanas respecto a la gestión anterior. En el caso del TGN, el plazo promedio de sus colocaciones se incrementó en 38 semanas, ascendiendo a 290 semanas (Gráfico 4.6).

GRÁFICO 4.6
PLAZO PROMEDIO DE COLOCACIONES DE VALORES PÚBLICOS

(En semanas)



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

Debido al elevado nivel alcanzado por las RIN, no fue necesaria la utilización del Servicio Extendido de Depósitos (SED) en ME. El Servicio Restringido de Depósitos (SRD) en ME tampoco fue empleado porque no fue preciso fijar una tasa de interés "piso" en el mercado monetario orientada a desincentivar salidas de capitales al exterior, debido al contexto de reducción significativa de las tasas de interés

internacionales y por la mayor incertidumbre en los mercados financieros globales.

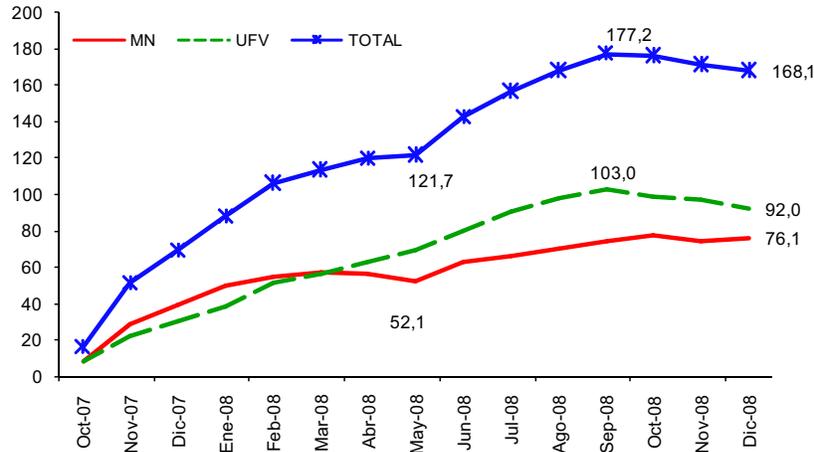
1.2.3 Ventas directas de valores públicos a personas naturales y jurídicas

En el marco de fortalecer la transmisión de las tasas de

interés de la política monetaria sobre las tasas del sistema financiero e inducir un incremento de estas últimas con el fin de alentar un mayor ahorro financiero, el ente emisor continuó con la venta directa de valores públicos a personas naturales y jurídicas que no acceden al mecanismo tradicional de subasta de títulos públicos que realiza el BCB.⁶²

Originalmente, se ofrecieron bajo este esquema LT en MN a 91, 182 y 364 días, y en UFV a 364 días. Frente a la respuesta favorable del público y la orientación de la política monetaria, el BCB, a partir de mayo de 2008, profundizó las ventas directas con la emisión de valores de corto plazo en MN a 28 y 56 días, y a 182 días en UFV.

GRÁFICO 4.7
SALDO DE COLOCACIONES NETAS
VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS
(En millones de bolivianos)



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

El saldo de colocaciones netas alcanzó a Bs168 millones hasta fines de 2008 (Gráfico 4.7). De este saldo, el 55% correspondió a valores denominados en UFV y el restante 45% a valores en MN (Cuadro 4.6).

CUADRO 4.6
SALDO DE COLOCACIONES NETAS DE LA VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS
(En millones expresado en moneda de origen)

MES	PLAZO EN DÍAS						Total en Bs ^{1/}	
	28-MN	56-MN	91-MN	182-MN	364-MN	182-UFV		364-UFV
Oct-07			2,9	1,9	3,4		6,3	16,2
Nov-07			8,5	11,8	8,4		17,6	51,3
Dic-07			11,9	15,6	11,6		23,3	69,2
Ene-08			15,8	19,2	14,6		29,6	88,1
Feb-08			14,9	23,3	16,8		39,0	106,1
Mar-08			15,3	24,3	17,3		42,7	113,4
Abr-08			12,7	25,6	18,0		47,2	119,5
May-08	0,3	0,4	12,3	19,1	20,0		51,3	121,7
Jun-08	0,5	1,1	14,8	23,2	23,0	1,3	56,7	142,3
Jul-08	0,4	1,7	16,0	23,0	24,8	5,7	59,6	156,6
Ago-08	0,4	2,4	16,5	23,9	27,0	8,3	61,2	168,0
Sep-08	0,7	2,2	16,4	24,9	30,1	10,8	61,5	177,2
Oct-08	1,3	1,6	21,0	25,5	28,1	13,5	55,1	176,1
Nov-08	1,3	2,0	19,5	25,5	26,3	15,1	51,4	171,3
Dic-08	3,1	2,7	19,4	23,4	27,5	15,0	47,6	168,1

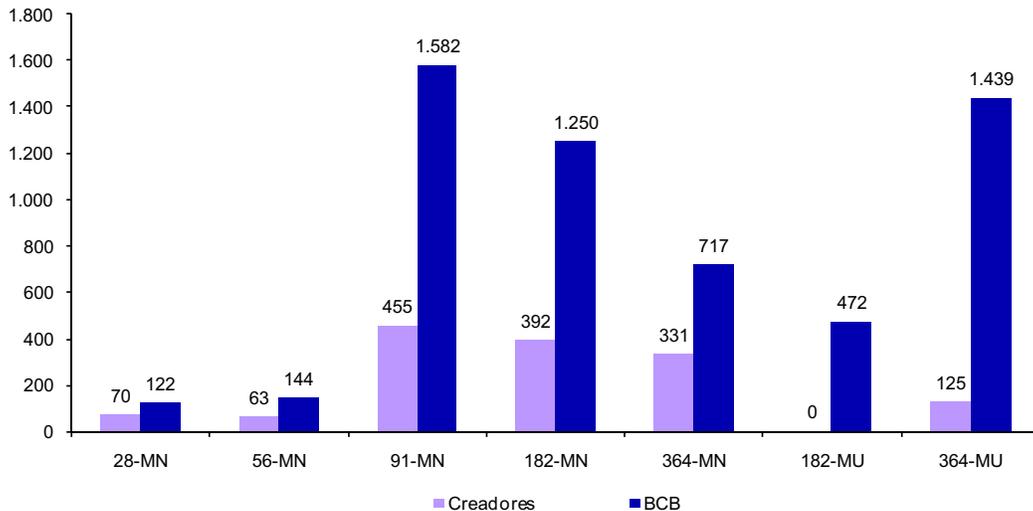
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
NOTA: ^{1/} Para la conversión de UFV a MN se utilizó la UFV de fin de mes

⁶² Están excluidas de las ventas directas las entidades financieras con licencia de funcionamiento otorgada por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras o por la Superintendencia de Pensiones Valores y Seguros.

Se observó una preferencia creciente por los valores en moneda nacional, en la medida que los rendimientos en esta denominación se mostraron más atractivos con relación a sus pares en el sistema financiero. Esta preferencia es

también evidente si se analiza el número de personas que adquirieron los valores en las distintas denominaciones y plazos (Gráfico 4.8).

GRÁFICO 4.8
NUMERO DE PARTICIPANTES EN LA VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS
(Acumulado)



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

Desde el inicio del programa de ventas directas hasta diciembre de 2008, un total de 7.162 personas adquirieron los valores del BCB, de los cuales 80% lo hicieron directamente en Mesa de Dinero del ente emisor y 20% a través de Creadores de Mercado, Valores Unión (VUN). El plazo de mayor concentración fue de 91 días en MN en el que 1.582 personas adquirieron valores en el BCB y 455 personas a través del VUN. Los plazos de menor concentración fueron los de 28 y 56 días en MN y 182 días en UFV (182-MU).

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

Las operaciones de reporto se constituyen en uno de los instrumentos más importantes del BCB para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Consisten en la compra de valores públicos por parte del BCB a agentes autorizados, con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa (recompra) al cabo de un plazo determinado. El BCB

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

En términos brutos, durante 2008 el BCB inyectó Bs2.274 millones al sistema financiero mediante operaciones de reporto en MN (Cuadro 4.7). La demanda por reportos en bolivianos fue 139% mayor a la registrada en la gestión 2007 debido al elevado uso de los instrumentos financieros en moneda nacional. El plazo promedio de estas operaciones osciló entre 8 y 9 días. En el mes de julio se suspendió la participación de las agencias de bolsa en estas operaciones ante posibles operaciones de arbitraje con instrumentos en UFV. Las operaciones de reporto en dólares fueron poco dinámicas aunque algo mayores a las de la gestión 2007, alcanzando a \$us48 millones.

CUADRO 4.7
REPORTOS CON EL BCB:
MONTO DE OPERACIONES Y PROMEDIOS PONDERADOS DE TASAS PREMIO

PERIODO	MN	Tasa Premio	ME	Tasa Premio
	miles de Bs	(%)	miles de \$us	(%)
2007				
Diciembre	38.797	6,50	30.544	7,36
TOTAL	952.730		39.205	
2008				
Enero	16.924	6,69	15.772	7,37
Febrero	39.220	7,03	7.467	7,75
Marzo	171.546	7,08	471	7,75
Abril	160.210	7,72	299	7,75
Mayo	305.947	8,04	2.712	7,75
Junio	173.118	8,04	325	7,75
Julio	182.667	8,66	4.299	8,54
Agosto	387.138	9,51	5.352	8,75
Septiembre	208.825	10,29	10.928	8,75
Octubre	245.000	11,03		
Noviembre	292.695	11,84		
Diciembre	91.120	13,39		
TOTAL	2.274.410		47.626	

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

Las operaciones de crédito con garantía de los recursos depositados en los Fondos RAL es otro mecanismo que utiliza la autoridad monetaria para proveer liquidez al sistema financiero. En 2008, estos créditos en MN alcanzaron a Bs1.039 millones, mostrando un incremento de Bs972 millones con relación a la gestión pasada. Noviembre fue el mes con el registro más alto (Bs281 millones), debido a que los bancos decidieron mantener excedentes en ME para cumplir con las exigencias de encaje y por la contracción de la oferta diaria de reportos en el BCB. Los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL en ME fueron la fuente más importante para obtener liquidez en ME a través del BCB,

situación relacionada a la existencia de muy pocos valores vigentes susceptibles de ser utilizados como colaterales en operaciones de reporto en ME. El volumen de créditos totalizó \$us270 millones, reflejando un crecimiento de 63% respecto a la gestión anterior.

En el último trimestre los créditos de liquidez en ME se redujeron debido a la política del sistema financiero de incrementar sus excedentes de encaje en ME, ante expectativas de depreciación del boliviano frente al dólar estadounidense (Cuadro 4.8).

CUADRO 4.8
CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL

PERIODO	Moneda nacional millones de Bs			Moneda extranjera millones de \$us		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Enero	53,1	0,0		2,0		6,6
Febrero	10,0					26,9
Marzo			2,0			64,3
Abril			140,6		2,2	27,0
Mayo			93,0	6,3	4,7	31,0
Junio	1,5		25,0	1,3	3,6	18,0
Julio			66,0	4,5		8,6
Agosto	23,0		116,6	0,2		43,7
Septiembre			178,1			38,5
Octubre			136,5		15,5	
Noviembre		67,0	280,7		52,9	0,0
Diciembre	25,0		0,6		86,3	5,0
TOTAL	112,6	67,0	1.039,1	14,3	165,1	269,5

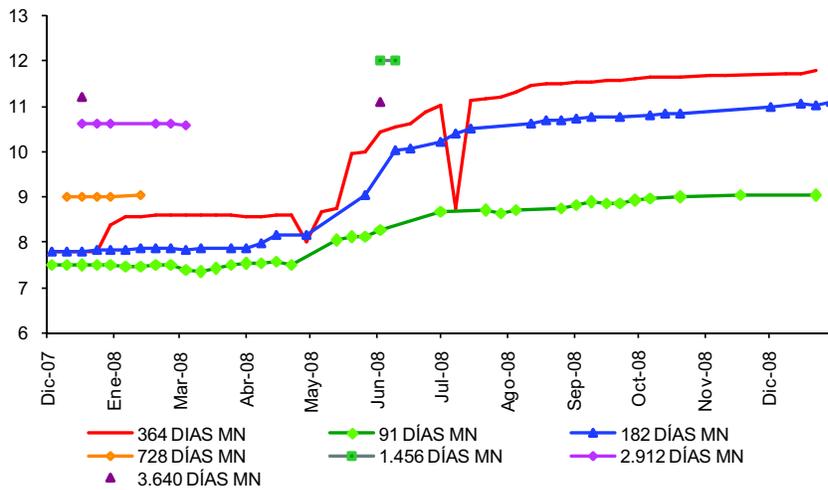
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

1.2.5 Tasas de adjudicación de valores públicos

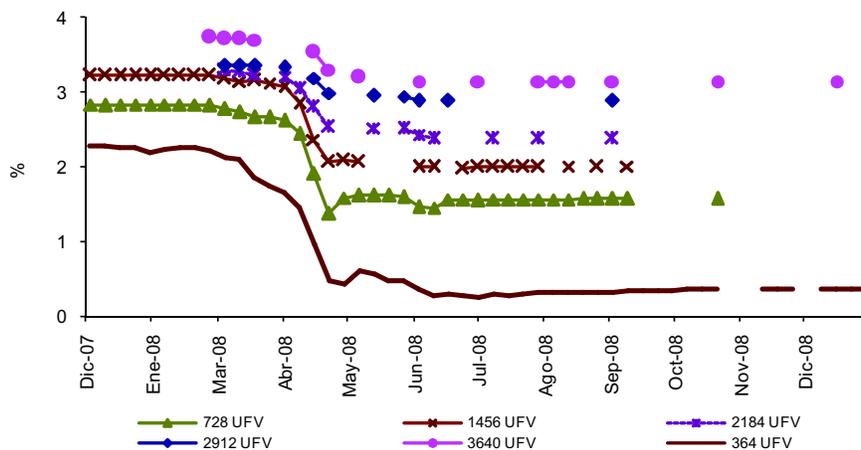
Hasta el tercer trimestre del año, las tasas de adjudicación en MN de corto y mediano plazo exhibieron un incremento significativo en línea con la política monetaria contractiva aplicada por el BCB. La tasa efectiva anualizada (TEA) de las LT a tres meses aumentó 153 puntos básicos (pb) terminando la gestión en 9,02% (Gráfico 4.9). La tasa a un año subió 255pb, llegando a 11,08% al cierre de 2008. Las tasas en UFV cayeron durante el primer semestre para posteriormente mantenerse estables en un contexto de

menores expectativas de inflación. En términos anuales estas tasas sufrieron fuertes descensos. Por ejemplo, la tasa a un año cayó en 189pb hasta 0,38% a fines de año. Las colocaciones en ME estuvieron concentradas en LT a 91 días. La demanda por estos valores repuntó a partir de la segunda mitad del año por la recomposición de monedas en los portafolios de las entidades financieras, aspecto que condujo a una caída de la TEA hasta 4,04% (91pb). El TGN suprimió la oferta de BT a 728 días en ME, restringiendo las alternativas de inversión en ME y coadyuvando a la remonetización de la economía.

GRÁFICO 4.9
TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS EN MN
(En porcentajes)



TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES PÚBLICOS EN UFV
(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
 NOTAS: Para plazos menores o iguales a un año se exhibe la TEA
 Para plazos mayores a un año se exhibe la tasa de rendimiento
 La caída de la tasa en MN a 364 días en la segunda semana de junio se debió a una postura atípica

1.2.6 Tasas de interés del mercado monetario

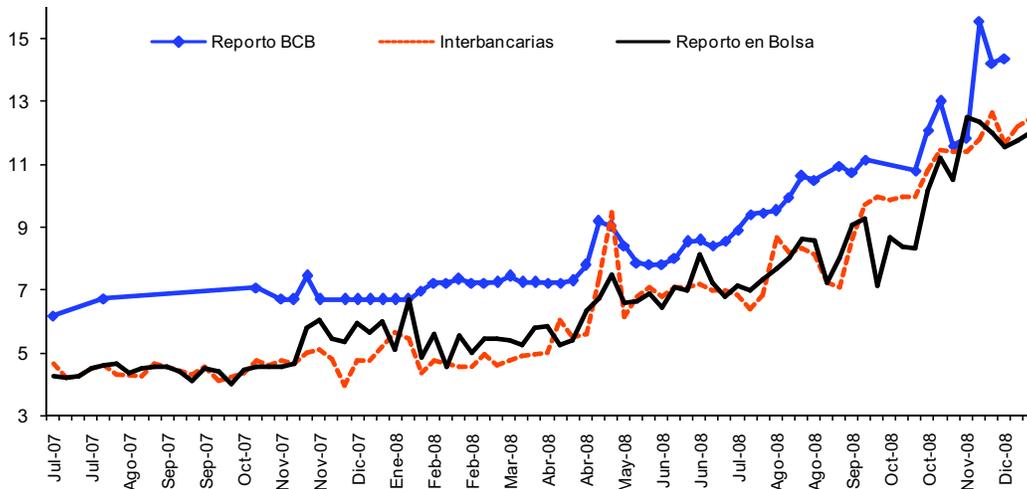
El BCB incluye en su definición de operaciones del mercado monetario las operaciones interbancarias y de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) con plazos menores a 30 días. Incorpora también las operaciones de reporto en el BCB.

Preservando su condición de tasa techo del mercado monetario en MN, la tasa de reportos del BCB fue ajustada al alza frecuentemente en consistencia con las tasas de adjudicación y con la evolución de la inflación. En noviembre, el COMA determinó un fuerte incremento de la tasa base de

reportos y una contracción de la oferta diaria, introduciendo incentivos para que las entidades financieras eviten incrementar sus excedentes en ME en detrimento de su liquidez en MN, reduciendo presiones adicionales sobre el tipo de cambio. La tasa de reportos en MN culminó el año en 14,38%, 767pb por encima del cierre de 2007.

La tasa interbancaria y la tasa de reportos de la BBV en MN mantuvieron su correlación con la tasa base de reportos del BCB. Ambas tasas iniciaron la gestión en torno al 3,8% y finalizaron en un 12%, siguiendo de cerca la evolución de la referencia del Ente Emisor (Gráfico 4.10).

GRÁFICO 4.10
PROMEDIO PONDERADO DE TEA¹ EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS MN
(En porcentajes)



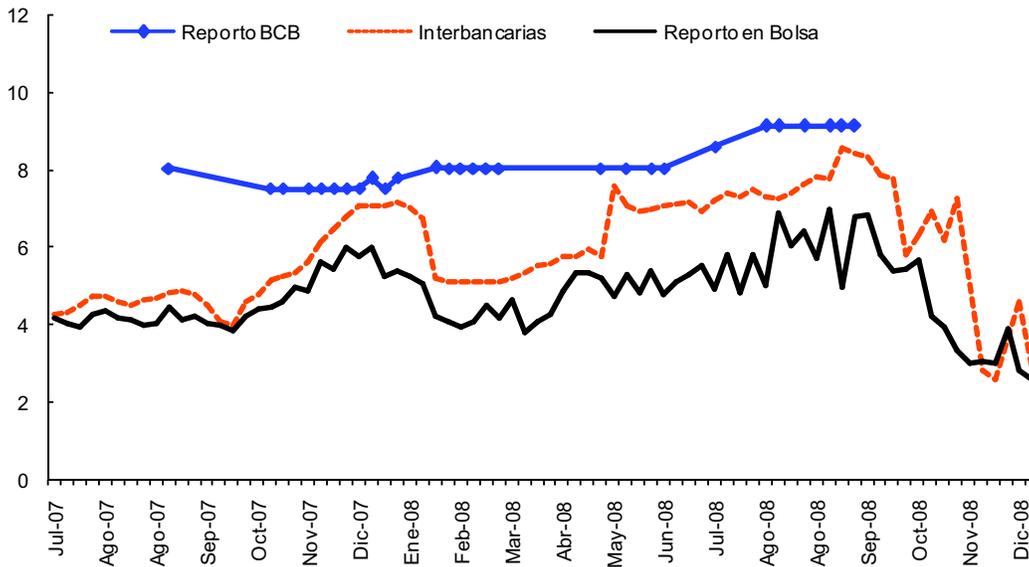
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
NOTA: ¹ TEA = Tasa Efectiva Anualizada

Al igual que en MN, la tasa de reporto en ME tuvo un ligero incremento en el último trimestre del año, situándose en 8,75% a fin de año (Gráfico 4.11). La tasa interbancaria en ME mostró un marcado descenso en este trimestre, finalizando el año en 2,94%, 412pb por debajo del nivel de

la gestión anterior. Esta reducción se explica por la recomposición de la liquidez de las entidades financieras, orientada a mantener mayores saldos líquidos en ME por el fortalecimiento de esta moneda como cobertura ante la crisis financiera internacional.

GRÁFICO 4.11
PROMEDIO PONDERADO DE TEA¹ EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS ME

(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias
NOTA: ¹TEA = Tasa Efectiva Anualizada.

La tasa interbancaria estuvo permanentemente por encima de la tasa de reportos de la BBV. Sin embargo, la tendencia de ambas se mantuvo muy cercana, ratificando la estrecha correlación que se ha venido observando entre ambas.

calamidades públicas, conmoción interna o internacional, declaradas mediante Decreto Supremo.

- b) Para atender necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del Programa Monetario.”

1.3 CRÉDITO DEL BANCO CENTRAL

Crédito de emergencia

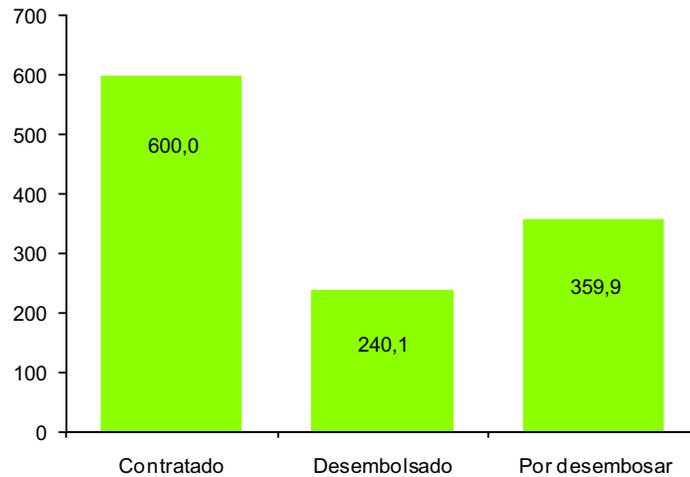
1.3.1 Crédito al TGN

Los créditos otorgados al TGN están regidos por el artículo 22 de la Ley 1670 que expresa: "El BCB no podrá otorgar crédito al Sector Público ni contraer pasivos contingentes a favor del mismo. Excepcionalmente podrá hacerlo en favor del TGN, con voto favorable de dos tercios de los miembros presentes en reunión de su Directorio, en los siguientes casos:

El Ministerio de Hacienda solicitó al BCB una línea de crédito de Emergencia Nacional por el equivalente a \$us600 millones, que fue aprobada mediante Resolución de Directorio del BCB No.024/2008 de 17 de marzo de 2008 atendiendo al D.S. No.29438 que declaró situación de Desastre Nacional por los fenómenos hidrometeorológicos y climáticos adversos provocados por el Fenómeno de "La Niña", en el marco de situaciones excepcionales contempladas en el inciso a) del artículo 22 de la Ley 1670. El monto desembolsado hasta fines de diciembre alcanzó a \$us240 millones (Gráfico 4.12).

- a) Para atender necesidades impostergables derivadas de

GRÁFICO 4.12
CRÉDITO DE EMERGENCIA AL TGN
(Saldos en millones de \$us)



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

Crédito de liquidez

No existieron nuevas solicitudes bajo esta modalidad de créditos debido principalmente a las condiciones favorables de las finanzas públicas observadas durante el año. El Memorandum de Entendimiento de 2008 suscrito entre el Ministerio de Hacienda y el BCB definió las características de este tipo de créditos, destacándose que los mismos no deberían interferir con el cumplimiento de los límites establecidos en el Programa Financiero.

1.3.2 Crédito al sistema financiero

El BCB, mediante Resolución de Directorio del BCB No.44/2006, asumió a partir del primero de diciembre de 2006 la administración directa de los activos (cartera de créditos y bienes muebles e inmuebles) cedidos en dación en pago por el ex BBA por un valor de \$us95 millones al 30 de noviembre de 2006.

Cartera ex BBA

Durante la gestión 2008, la recuperación de cartera de

créditos alcanzó \$us3 millones. Al 31 de diciembre de 2008, en cumplimiento con lo dispuesto por el Acta de Directorio del BCB No.009/2007 de fecha 20 de marzo de 2007, se constituyeron provisiones por el 100% de la cartera de créditos recibida del ex BBA, cubriendo de esta manera el riesgo crediticio en su totalidad.

Cartera antigua en mora

La cartera antigua en mora comprende la cartera vigente, vencida, en cobranza judicial y/o castigada recibida por el BCB del ex - INALPRE en administración y la aceptada en dación en pago de los ex Bancos Progreso S.A.M. y Potosí S.A., así como la cartera refinanciada devuelta al BCB por el Banco de Crédito Oruro S.A. en liquidación.

De la cartera antigua en mora recibida en dación en pago (\$us22 millones) se recuperaron \$us4 millones en efectivo, de los cuales \$us84 mil corresponden a la gestión 2008. Se realizaron ajustes, condonaciones y castigo de créditos por \$us5 millones. En este sentido, el saldo de cartera por cobrar al 31 de diciembre de 2008 fue de \$us14 millones (Cuadro 4.9).

CUADRO 4.9
DETALLE DE CRÉDITOS POR BANCOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 2008
 (En dólares)

ENTIDAD	Vigente	Cartera al 31/12/2008		TOTAL
		Vencida	Ejecucion	
<u>BANCO POTOSI S.A.</u>				
Recibida en dación en pago			3.707.606	3.707.606
Castigada recibida en dación en pago			2.041.942	2.041.942
<u>BANCO PROGRESO S.A.</u>				
Recibida en dación en pago			3.320.382	3.320.382
Castigada recibida en dación en pago			1.227.762	1.227.762
<u>BANCO CREDITO ORURO S.A.</u>				
Devuelta Banco de Credito Oruro S.A. en Liquidación			345.973	345.973
Castigada recibida en dación en pago			1.083.929	1.083.929
Creditos en ejecución cartera devuelta Banco de Credito Oruro S.A.			840.374	840.374
Devuelta Banco de Crédito Oruro S.A. en Liquidación - Bs			3.732	3.732
Castigada recibida en dación en pago - Bs			13.947	13.947
Cartera vencida recibida dación en pago			0	0
<u>EX INALPRE</u>				
Sector privado	4.583	156.218	1.496.838	1.657.639
Sector público	164.237			164.237
TOTALES	168.820	156.218	14.082.486	14.407.524

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

Bienes cedidos en dación en pago y adjudicados cartera Ex BBA y antigua en mora

En cumplimiento del Decreto Supremo No.29551 de 08/05/2008 y Resolución de Directorio del BCB No.062/2008 de 13/05/2008, el BCB realizó la transferencia al TGN de bienes inmuebles a título gratuito y en el estado en que se encuentran, por un monto de \$us4 millones, para su administración por el Servicio Nacional de Patrimonio del Estado (SENAPE), quedando pendiente \$us10 millones que están en proceso de transferencia. Durante la gestión 2008 se recuperó por la venta de bienes muebles \$us70 mil.

1.4 AGREGADOS MONETARIOS

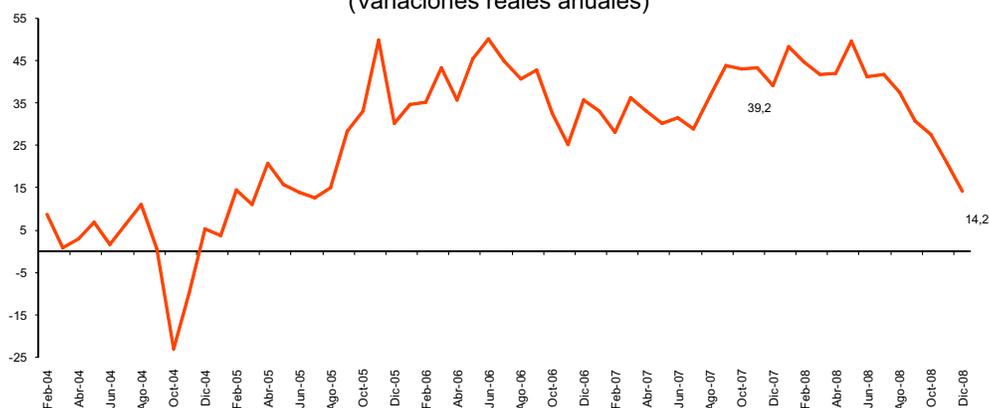
En 2008, los agregados monetarios, que no incluyen a los depósitos en moneda extranjera, registraron altas tasas de crecimiento asociadas estrechamente al comportamiento de la demanda de dinero en moneda nacional y al proceso de bolivianización. Los agregados monetarios más amplios, que además del circulante y depósitos en moneda nacional incluyen depósitos en moneda extranjera, registraron menores tasas de crecimiento que los anteriores, pero en sintonía con el ritmo de la actividad económica y los mayores niveles del ingreso disponible. La preferencia del público por la moneda nacional permitió que se profundice el proceso de recomposición de portafolios de inversiones financieras de los agentes privados desde activos en moneda extranjera hacia activos en bolivianos.

En el primer semestre de 2008, los agregados monetarios se incrementaron a tasas crecientes y mayores a las registradas en gestiones anteriores, impulsadas por una fuerte demanda de moneda nacional en circulante y depósitos. En el segundo semestre, a tasas decrecientes debido a la desaceleración del ritmo de crecimiento de la demanda por moneda nacional, principalmente en la forma de circulante, originada principalmente en el cambio en las expectativas de los agentes privados sobre la evolución del tipo de cambio.

1.4.1 Base monetaria

La base monetaria registró un aumento en el año de Bs4.834 millones, presentando un crecimiento real de 14,2% en la gestión (Gráfico 4.13). Entre enero y septiembre el principal determinante de la creación primaria de dinero fue la ganancia de RIN por la activa participación del BCB en el mercado de cambios comprando moneda extranjera al sistema financiero, situación que se revirtió en el último trimestre como consecuencia de los efectos de la crisis financiera internacional. En este trimestre, la base continuó incrementándose, empero, el principal determinante fue el crédito neto al sector público no financiero por los mayores gastos estacionales y el cambio de la orientación de la política monetaria de contractiva a expansiva con redenciones netas de títulos emitidos en OMA (Cuadro 4.10).

GRÁFICO 4.13
BASE MONETARIA
(Variaciones reales anuales)



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

Por componentes de la base, destaca el crecimiento de las reservas bancarias en 49,4% en términos nominales, seguido por el incremento de billetes y monedas en 20,5%. El encaje legal fue el factor más importante del crecimiento de las reservas (55,8%), situación asociada a las medidas encaradas por el Ente Emisor en este ámbito, al incremento del excedente de encaje y al crecimiento de los depósitos.

Destaca el crecimiento de las reservas bancarias en UFV que está ligado al incremento de los depósitos en esta denominación en los primeros nueve meses del año. Por su parte, el aumento de las reservas en moneda extranjera tendría que ver principalmente con las medidas de encaje orientadas a internalizar el costo de la dolarización y la acumulación de excedentes.

CUADRO 4.10
BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES
(Saldos y flujos en millones de Bs)

	2007	Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dic-08	Variaciones 2008	
						Absolutas	Relativas (%)
DETERMINANTES	17.458	16.773	18.962	20.564	22.293	4.834	27,7
Reservas Internacionales Netas	40.267	46.116	50.703	54.597	53.823	13.556	33,7
Crédito Interno Neto al Sector Público	-8.062	-10.574	-11.850	-13.949	-11.932	-3.870	-48,0
Crédito al sistema financiero	2.119	2.050	1.767	1.714	1.681	-437	-20,6
OMA ^{1/}	7.648	11.631	14.615	16.098	15.462	7.814	102,2
MN + UFV	7.619	11.550	14.579	16.077	15.420	7.801	102,4
ME + MVDOL	29	81	36	21	43	13	45,1
Otras cuentas (neto)	-9.217	-9.188	-7.043	-5.699	-5.817	3.503	38,0
COMPONENTES	17.458	16.773	18.962	20.564	22.293	4.834	27,7
Billetes y monedas	13.117	12.680	14.522	15.515	15.807	2.690	20,5
Reservas bancarias	4.341	4.093	4.440	5.050	6.485	2.144	49,4
Depósitos corrientes	2	2	2	7	5	3	158,5
Encaje legal	3.352	3.164	3.472	3.813	5.223	1.871	55,8
Otros	2	-1	0	73	22	20	1.241,8
Caja	985	927	966	1.157	1.236	251	25,4
Componentes de las reservas bancarias por monedas							
MN	3.351	3.038	3.087	3.546	4.064	713	21,3
UFV	181	451	631	704	845	664	367,6
ME	803	598	720	797	1.575	772	96,1
MVDOL	6	6	2	2	1	-4	-74,2
ITEMS PRO MEMORIA							
BM en MN	16.649	16.169	18.240	19.765	20.716	4.066	24,4
Emisión	14.103	13.607	15.488	16.672	17.043	2.940	20,9
Crédito Interno Neto	-26.164	-32.509	-35.215	-37.925	-36.779	-10.615	-40,6
Base monetaria en términos reales ((BM/IPC)*100)	6.339	5.814	6.326	6.725	7.237	898	14,2

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTA: ^{1/} Las operaciones de mercado abierto se restan por tratarse de un instrumento de contracción de la base monetaria

1.4.2 Medio circulante y liquidez total

Durante la gestión se produjeron variaciones significativas de los agregados monetarios, originadas principalmente en las operaciones de cambio. Hasta el tercer trimestre, la demanda por moneda nacional permitió importantes incrementos de los agregados monetarios M1 y M3 (Cuadro 4.11). Las tasas de crecimiento de estos agregados, mayores a las de la emisión, no solamente se produjeron por los aumentos de esta variable sino también por el aumento de los depósitos en moneda nacional debido al crecimiento de la economía y a la sustitución de depósitos en moneda extranjera por depósitos en moneda nacional (Gráfico 4.14). En el segundo semestre, las menores tasas de crecimiento

de la emisión y la reversión parcial de la bolivianización de los depósitos, determinó una caída significativa del crecimiento de estos agregados. En efecto, la emisión monetaria pasó de un crecimiento a doce meses de 66,8% en mayo de 2008 a 20,9% al cierre de la gestión. Asimismo, el crecimiento de M3 pasó de 92,0% a 38,0%, respectivamente.

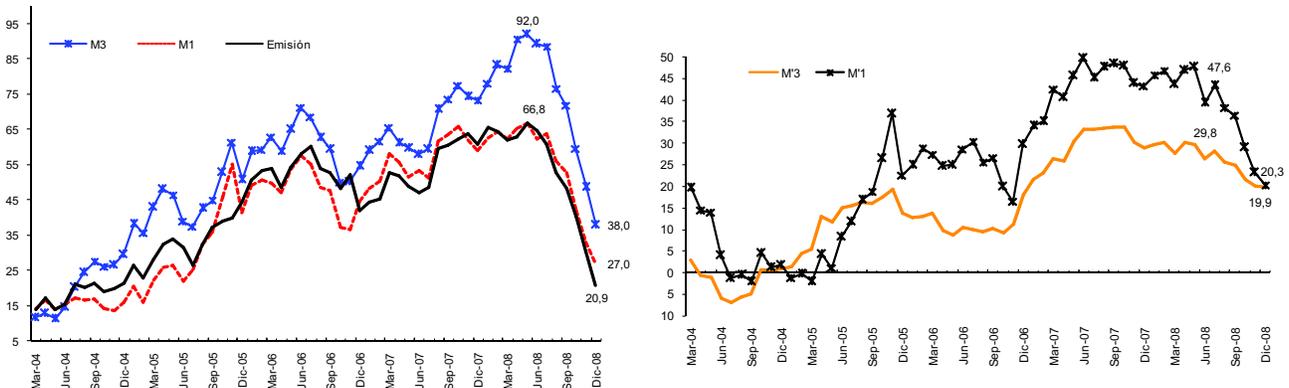
El crecimiento de los agregados monetarios que incluyen el circulante más los depósitos tanto en ME como en MN se desaceleró a lo largo del segundo semestre del año, finalizando la gestión con tasas acordes a sus determinantes. Así, el crecimiento de M'1 disminuyó de 47,6% en mayo de 2008 y el agregado monetario más amplio M'3 descendió de 29,8% a 19,9%, respectivamente.

CUADRO 4.11
DESTINO DEL MEDIO CIRCULANTE Y LA LIQUIDEZ TOTAL
(Saldos y flujos en millones de Bs)

	2007	I Trim	II Trim	III Trim	2008	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	dic08-dic07
Emisión	14.103	13.607	15.488	16.672	17.043	-495	1.881	1.184	371	2.940
Billetes y monedas	13.117	12.680	14.522	15.515	15.807	-437	1.842	993	293	2.690
Depósitos a la vista	8.208	9.386	9.340	9.954	9.838	1.178	-47	614	-116	1.630
MN y UFV	3.980	4.645	5.001	5.896	5.911	665	355	895	15	1.931
ME y MVDOL	4.228	4.741	4.339	4.058	3.927	513	-402	-281	-131	-301
Cuasidinero ^{1/}	30.915	32.200	33.750	34.864	36.987	1.285	1.550	1.114	2.123	6.072
MN y UFV	10.266	12.317	15.049	16.624	16.032	2.051	2.732	1.575	-592	5.766
ME y MVDOL	20.648	19.883	18.701	18.240	20.955	-766	-1.182	-461	2.715	307
M1	17.098	17.325	19.522	21.411	21.719	228	2.197	1.888	308	4.621
M'1	21.326	22.066	23.861	25.469	25.646	741	1.795	1.607	177	4.320
M3	27.364	29.642	34.572	38.035	37.751	2.278	4.929	3.463	-284	10.387
M'3	52.240	54.266	57.611	60.333	62.633	2.026	3.345	2.721	2.300	10.393
MN y UFV	14.246,6	16.962,4	20.049,9	22.520,1	21.943,6	2.715,8	3.087,5	2.470,2	-576,4	7.697,0
ME y CMV	24.876,2	24.623,6	23.039,5	22.297,9	24.881,8	-252,7	-1.584,0	-741,7	2.583,9	5,6

FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
 NOTA: ^{1/} Caja de ahorro, depósitos a plazo fijo, otros y CDD
 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 Ahorro en MN y UFV + Depósitos a Plazo en MN y UFV + Otros Depósitos en MN y UFV
 M'3 = M3 + Depósitos a la vista en ME y MVDOL + Depósitos en Caja de Ahorro en ME y MVDOL + Depósitos a Plazo en ME y MVDOL + Otros depósitos en ME y MVDOL

GRÁFICO 4.14
AGREGADOS MONETARIOS
(Variaciones nominales interanuales)



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

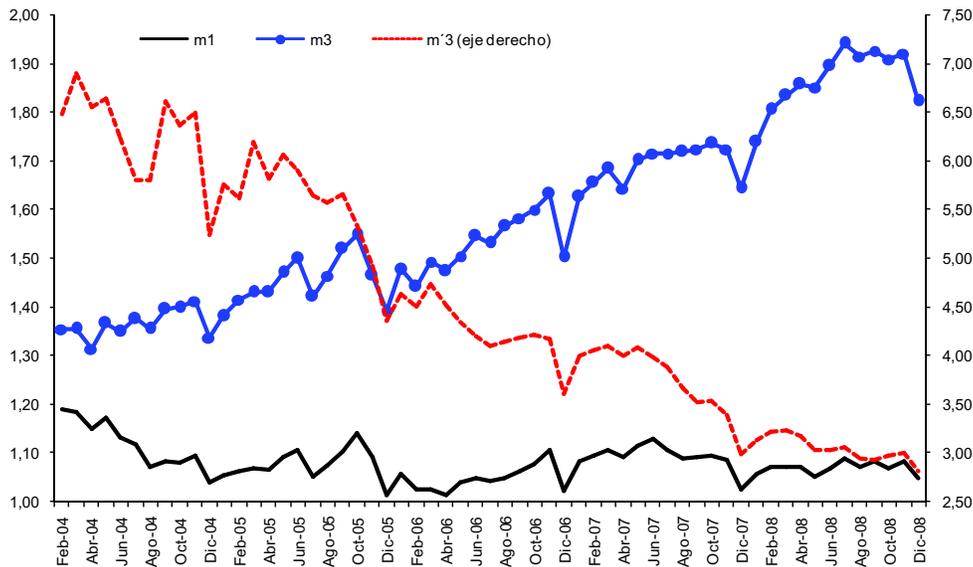
El incremento de los agregados M1 y M3 hasta el primer semestre y la caída subsiguiente en forma más pronunciada que los agregados totales (M³), se explican por los cambios en la preferencia del público por MN y/o ME, lo que no corresponde a excesos o deficiencias en la oferta de dinero, que tendrían efectos colaterales en la actividad o la inflación. En efecto, el incremento en la tasa de crecimiento de la emisión monetaria en la primera parte de 2008 respondió a la profundización de la bolivianización. En la medida que ésta disminuyó, debido a las expectativas de depreciación del boliviano frente al dólar, el crecimiento anual de la emisión

descendió hasta llegar a 20,9% en diciembre de 2008.

1.4.3 Multiplicadores monetarios

Los multiplicadores monetarios m1 y m3 que corresponden a los agregados que incluyen el circulante y depósitos en MN crecieron durante 2008 en 2,1% y 10,9% respectivamente, en línea con el proceso de remonetización. En cambio, el multiplicador m³, que incluye el circulante y el total de depósitos continuó cayendo, registrando una disminución de 6,1% (Gráfico 4.15).

GRÁFICO 4.15
MULTIPLICADORES MONETARIOS



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

El crecimiento de m1 y m3 se explicaría principalmente por la menor preferencia relativa por circulante, que dio lugar a una mayor intermediación financiera de recursos en bolivianos incrementando el multiplicador (Cuadro 4.12). La caída de m³, más leve que la registrada en años anteriores se

explicaría por: i) un aumento de r', es decir mayores reservas bancarias con relación a los depósitos totales que refleja en parte la política de regulación monetaria y, ii) un aumento de c', que deja menos recursos disponibles en el proceso multiplicador del dinero.

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
2008	2,6742	2,6874	0,2252	1,6067	3,7092	0,1400	1,0484	1,8223	2,8096

FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica
NOTAS: $m1 = M1/BMmn = (c+1)/[c+r*(1+a)]$
 $m3 = M3/BMmn = (c+1+a)/[c+r*(1+a)]$
 $m'3 = M'3/BM = (c'+1+a)/[(c'+r)*(1+a)]$

C= circulante
c = C/DVmn
a = Amn/DVmn
r = Rmn/Dmn
c' = C'/DV
a' = A'/DV
r' = R'/D
mn = moneda nacional + unidad de fomento de vivienda
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

2

POLÍTICA CAMBIARIA

En 2008 se mantuvo el régimen de tipo de cambio deslizando (*crawling peg*), el cual consiste en pequeñas apreciaciones o depreciaciones, no anunciadas, del boliviano respecto al dólar estadounidense. Es un régimen intermedio entre el tipo de cambio fijo y el tipo de cambio flotante.

La apreciación de la moneda nacional, desde fines de 2005 hasta inicios de octubre de 2008, se orientó a moderar las presiones inflacionarias.⁶³ El descenso gradual en el ritmo de apreciación en el tercer trimestre y la estabilidad del tipo de cambio en el último trimestre fue congruente con la moderación en la inflación observada y esperada.

Asimismo, dicha política contribuyó a un mayor uso de la moneda nacional en transacciones corrientes y financieras. Sus efectos son destacables: contribuye a mejorar la efectividad de las políticas monetaria y cambiaria, reduce las vulnerabilidades del sistema financiero y genera ingresos para el país en la forma de señoreaje.

Frente al cambio en el contexto internacional, el BCB disminuyó el ritmo de apreciación cambiaria en el tercer trimestre y, en el último trimestre, caracterizado por la profundización de la crisis internacional, mantuvo estable el

tipo de cambio. Variaciones abruptas y fuerte volatilidad del tipo de cambio observadas en otras economías, habrían afectado a la estabilidad del sistema financiero, distorsionado las señales a los sectores productivos, exacerbando las expectativas de depreciación y revertido el proceso de remonetización.

En este nuevo contexto, en octubre de 2008 el BCB incrementó la oferta de dólares en el Bolsín de \$us15 millones a \$us50 millones diarios, dando una señal clara de la fortaleza de las RIN que alcanzaron niveles históricamente altos. Adicionalmente se aprobaron incrementos a las comisiones por transferencias de recursos al exterior y disminuciones a las que corresponden a transferencias del exterior que las entidades financieras realizan a través del BCB

En los últimos años la moneda nacional se apreció en forma moderada en comparación con otros países de la región. Su trayectoria no tuvo virajes bruscos hacia la apreciación ni tampoco hacia la depreciación. Por ello, actualmente la paridad cambiaria se sitúa por encima del tipo de cambio de la mayor parte de estos países, pese a la fuerte depreciación de sus monedas y la estabilidad del tipo de cambio en Bolivia durante los últimos meses.

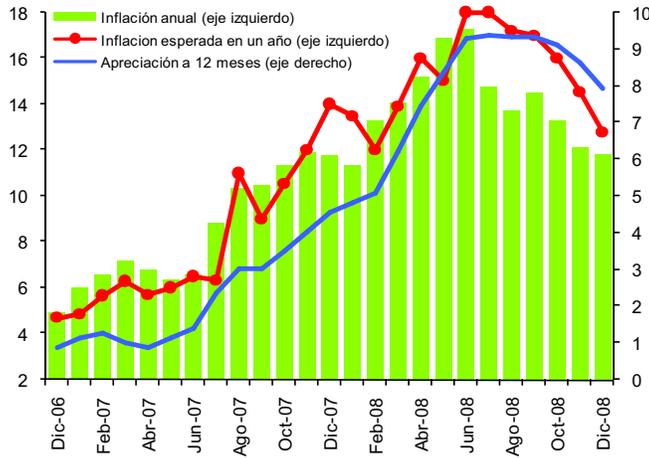
⁶³ La apreciación fue uno más de los instrumentos empleados para el control de la inflación, también se deben destacar las OMA y el incremento del encaje legal. Si el ajuste habría descansado sólo en OMA, el alza en las tasas de interés habría sido mayor con efectos en los sectores productivos de Bolivia.

2.1 ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN 2008

La apreciación de la moneda nacional hasta octubre de 2008 siguió orientada a reducir las presiones inflacionarias, en especial de origen externo, que aumentaron por el repunte de los precios internacionales y por el fuerte debilitamiento

del dólar estadounidense a nivel mundial. La apreciación se mantuvo mientras la inflación observada y las expectativas de inflación fueron crecientes. En el segundo semestre, cuando la inflación observada y esperada disminuyeron sistemáticamente, se redujo el ritmo de apreciación de la moneda y en el último trimestre el tipo de cambio se mantuvo estable⁶⁴ (Gráfico 4.16).

GRÁFICO 4.16
APRECIACIÓN NOMINAL E INFLACIÓN OBSERVADA Y ESPERADA
(Variación en 12 meses, en porcentajes)

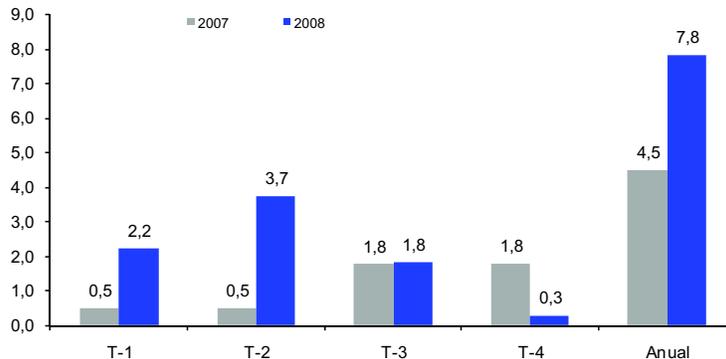


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística - Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En 2008, la apreciación alcanzó a 7,8%, mayor en 3,3pp a la registrada en 2007 (Gráfico 4.17). Esto se debió principalmente a las apreciaciones efectuadas durante el primer y segundo trimestre (2,2% y 3,7% respectivamente).

Estimaciones realizadas por el BCB señalan que la apreciación cambiaria en promedio ha contribuido a reducir la inflación en torno a 1pp en 2008.

GRÁFICO 4.17
APRECIACIÓN DEL BOLIVIANO POR TRIMESTRE Y AÑO
(En porcentajes)



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

⁶⁴ En 2008, la inflación esperada, extraída de la Encuesta de Expectativas Económicas que realiza mensualmente el BCB, ha descendido de un máximo de 18% en junio a menos de 13% en diciembre.

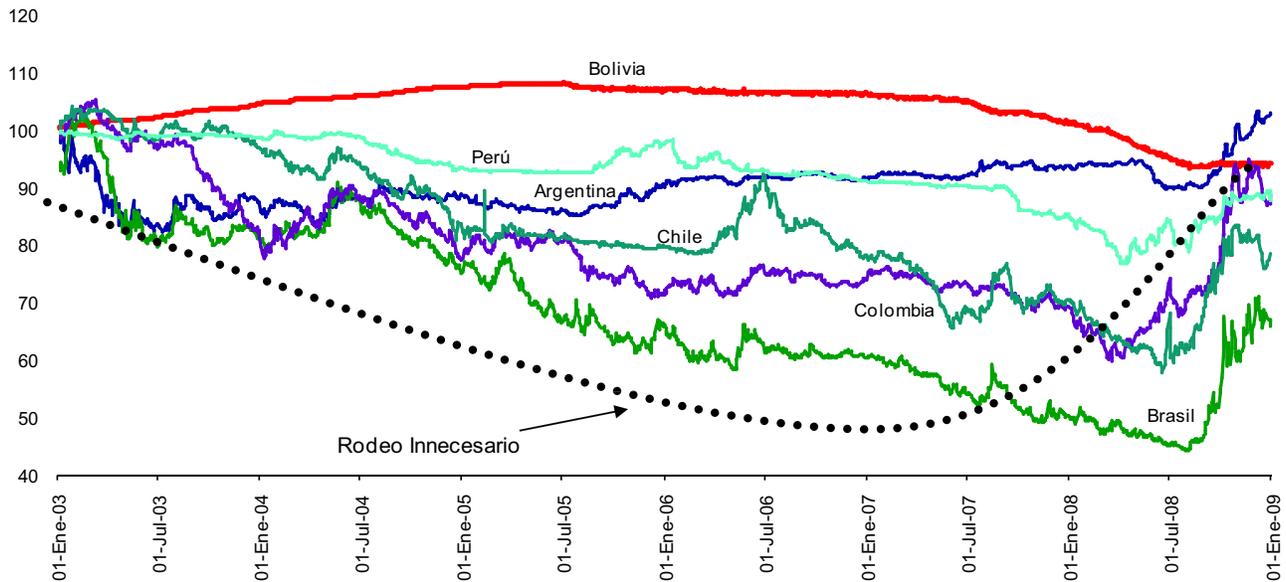
En el segundo semestre de 2008, en contraposición al primero, se observó una apreciación del dólar a nivel mundial y fuertes depreciaciones nominales en Brasil, Colombia y Chile, mayores al 15%. En el caso de Bolivia, estos movimientos se tradujeron en expectativas de depreciación y, por consiguiente, en la disminución de la compra de divisas por parte del BCB al sistema financiero generándose más bien un aumento de la venta de divisas.

La orientación cambiaria fue apropiada para enfrentar la crisis financiera internacional, ya que, luego de disminuir el

ritmo de apreciación en el tercer trimestre, desde el 4 de octubre mantuvo estable la paridad cambiaria. En los últimos años la moneda nacional se apreció en forma moderada en comparación con otros países de la región, por ello, actualmente la paridad cambiaria se sitúa por encima de la de estos países (Gráfico 4.18). En efecto, la trayectoria del tipo de cambio en Bolivia fue suavizada sin virajes bruscos hacia la apreciación antes de la crisis o hacia la depreciación después de la crisis. Ex post se observa una especie de "rodeo innecesario" en la trayectoria de las monedas de algunos países.

GRÁFICO 4.18
TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS

(Índice, enero 2003 = 100)



FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En la gestión 2008 el BCB compró divisas por \$us2.346 millones, cifra mayor en 6,1% a la registrada en 2007 debido a las mayores compras a YPFB y al sector exportador (Cuadro 4.13). Pese a que las compras de divisas del sistema financiero disminuyeron en 3,5%, éstas siguieron siendo las más importantes representando el 56% del total de compras del BCB.

Las transferencias del exterior que el sistema financiero realiza a través del BCB totalizaron \$us702 millones durante la gestión, monto menor en \$us867 millones respecto a 2007. Por su parte, el sistema financiero transfirió al exterior \$us466 millones, frente a \$us1.1 millones el 2007.

CUADRO 4.13
COMPRA DE DIVISAS
(En millones de dólares)

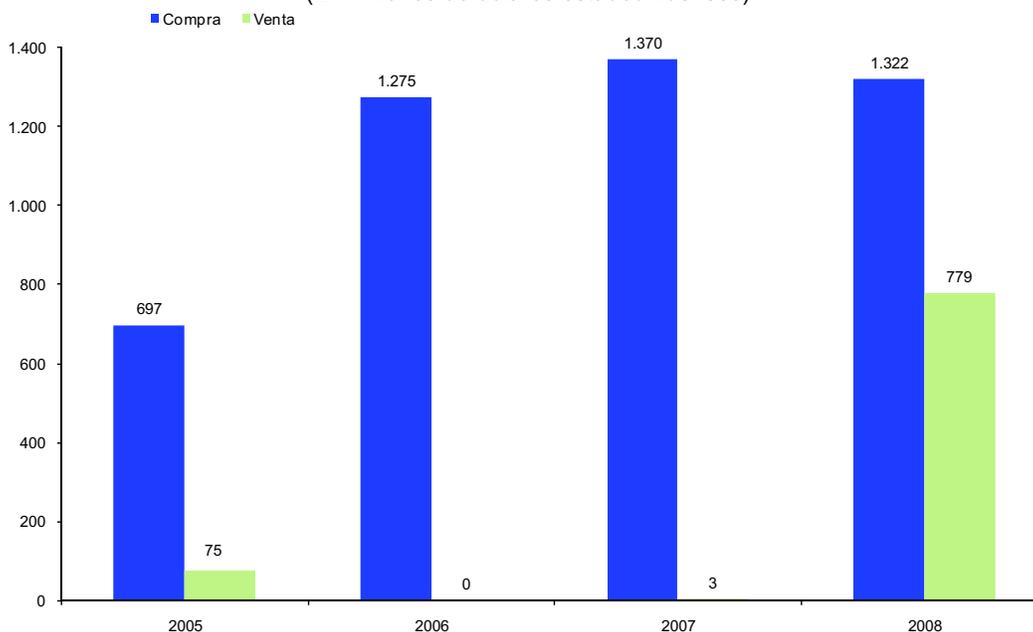
	2007	2008	Variación	
			Absoluta	Relativa (%)
Sistema financiero	1.370,3	1.321,7	-48,6	-3,5
Sector público	818,3	920,8	102,5	12,5
YPFB	622,5	749,2	126,7	20,4
Empresa Metalúrgica Vinto	157,5	164,7	7,2	4,6
FNDR	32,6	0,0	-32,6	-100,0
AASANA	3,9	4,9	1,0	25,7
RIBB	0,9	0,4	-0,5	-59,8
Min. Hacienda	0,7	0,0	-0,7	-100,0
Sedeca Tarija	0,0	1,6	1,6	
Min. RREE y Cultos	0,0	0,1	0,1	
Sector exportador	21,3	103,1	81,8	384,0
Total	2.209,9	2.345,7	135,8	6,1

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

La política cambiaria fue congruente con el exceso de divisas en la economía que se percibió hasta agosto de 2008.⁶⁵ En ocho meses, el BCB compró divisas al sistema financiero por \$us1.319 millones. A partir de septiembre, el BCB fue

un vendedor neto de divisas por \$us779 millones.⁶⁶ En el balance anual, el BCB fue un comprador neto de dólares estadounidenses por 543 millones (Gráfico 4.19).

GRÁFICO 4.19
COMPRA Y VENTA DE DIVISAS POR PARTE DEL BCB AL SISTEMA FINANCIERO
(En millones de dólares estadounidenses)



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

⁶⁵ El exceso de liquidez en moneda extranjera data desde 2005, atribuible a la balanza comercial favorable y remesas recibidas en el país.

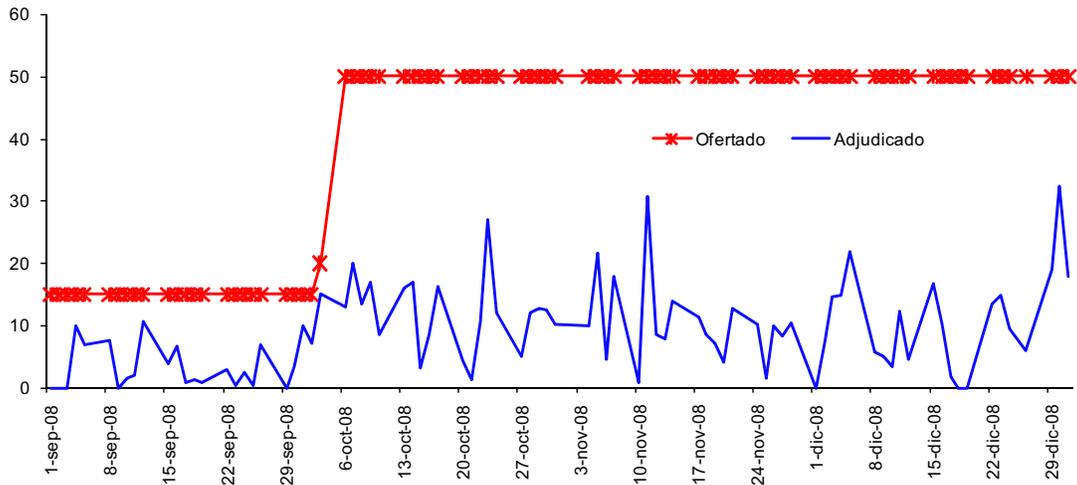
⁶⁶ Entre abril de 2005 y agosto de 2008, el BCB compró divisas a las entidades financieras por \$us4.660 millones y sólo vendió \$us7 millones. En un régimen de tipo de cambio flexible esto habría significado una fuerte apreciación de la moneda nacional.

En un régimen de tipo de cambio flexible el exceso de dólares estadounidenses registrado hasta agosto de 2008 habría significado una apreciación de la moneda nacional de mayor magnitud a la observada y a partir de septiembre, al existir una mayor demanda por la moneda extranjera se hubiese producido una fuerte depreciación del boliviano. La alta volatilidad del tipo de cambio tiene efectos no deseados en la economía por ello varios bancos centrales tuvieron que intervenir en sus mercados cambiarios abandonando en la práctica la llamada "flotación limpia".

Ante la mayor demanda de moneda extranjera que se registró

en los últimos meses del año, el BCB incrementó la oferta diaria de divisas a través del Bolsín de \$us15 millones a \$us20 millones el 3 de octubre, para luego incrementarla nuevamente el 6 del mismo mes a \$us50 millones. El objetivo de las medidas fue el de atenuar las expectativas de depreciación y dar una señal de la fortaleza de las RIN para atender no sólo los pagos internacionales sino también las transacciones internas en dólares. Pese a la mayor demanda de dólares estadounidenses por parte de las entidades financieras, éstas no superaron a la oferta del BCB a través del Bolsín (Gráfico 4.20).

GRÁFICO 4.20
MONTO OFERTADO Y ADJUDICADO EN EL BOLSÍN
(En millones de dólares estadounidenses)



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

La decisión de incrementar la oferta de dólares estadounidenses a través del Bolsín, fue respaldada por la elevada disponibilidad de divisas para proveer los recursos que demande el mercado. En efecto, las RIN del BCB se

incrementaron desde 2003, de forma más pronunciada en el último trienio, llegando a niveles que no se habían alcanzado en la historia económica del país (Cuadro 4.14).

CUADRO 4.14
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCB
(En millones de dólares estadounidenses y porcentajes)

	RIN	Variación Absoluta	Crecimiento %
2001	1.076,2		
2002	853,8	-222,4	-20,7
2003	975,8	122,0	14,3
2004	1.123,3	147,5	15,1
2005	1.714,2	590,9	52,6
2006	3.177,7	1.463,5	85,4
2007	5.319,2	2.141,6	67,4
2008	7.722,0	2.402,8	45,2

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

La venta de divisas por parte del BCB en 2008 fue principalmente al sistema financiero, a diferencia de lo que aconteció en 2007 cuando prácticamente todas las ventas

fueron realizadas al sector público (98,7%; Cuadro 4.15). En el último trimestre, la venta de divisas no implicó una caída proporcional de las RIN (Gráfico 4.21).

CUADRO 4.15
VENTA DE DIVISAS

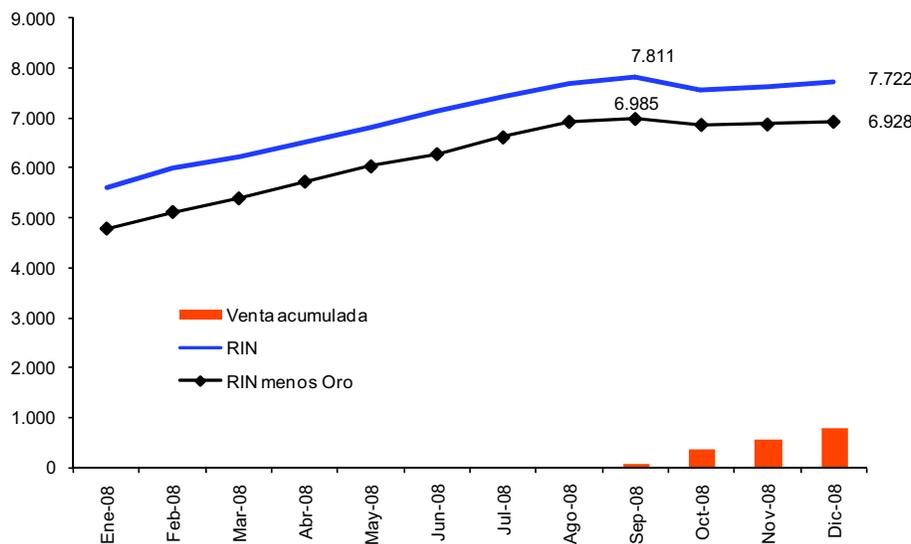
(En millones de dólares estadounidenses)

	2007	2008	Variación	
			Absoluta	Relativa (%)
Sistema financiero	3,0	776,0	773,0	25.766,7
Sector público	222,9	284,0	61,1	27,4
YPFB	170,6	226,5	55,9	32,8
Ministerio de Hacienda	21,8	0,0	-21,8	-100,0
Ministerio de Relaciones Exteriores	13,3	16,9	3,6	27,4
Ministerio de Salud y Deportes	6,8	6,8	0,0	0,0
Papeles de Bolivia	0,0	13,6	13,6	
Corporación Minera de Bolivia	0,0	8,4	8,4	
Empresa Nacional de Televisión Boliviana	0,0	2,8	2,8	
Adm. de Servicios Portuarios Bolivia (ASP-B)	0,0	2,6	2,6	
Otros	10,4	6,4	-4,0	-38,5
Total	225,9	1.060,0	834,1	369,2

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

GRÁFICO 4.21
VENTA DE DIVISAS Y EVOLUCIÓN DE RIN EN 2008

(En millones de dólares estadounidenses)



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

Por su parte, la autoridad monetaria estableció medidas para evitar el ingreso de capitales especulativos atraídos por las altas tasas de interés del mercado monetario nacional. En este sentido, a partir del primero de octubre de 2007, mediante

Resolución de Directorio del BCB No.119/2007 se implementó una comisión de 1% a las transferencias de fondos del exterior que efectúa el sistema financiero a través del BCB.⁶⁷

⁶⁷ Se excluyen de la comisión las operaciones a través del BCB para exportadores, las remesas iguales o menores a \$us1.000 y las operaciones para el cuerpo diplomático, agencias de cooperación y organismos internacionales.

Cuando el contexto externo cambió y las expectativas de depreciación de la moneda nacional con relación al dólar en los agentes económicos se incrementaron, la Resolución de Directorio del BCB No.146/2008 de 16 de diciembre de 2008 redujo la comisión por transferencias del exterior a 0,6% e incrementó la comisión por transferencias al exterior de 0,2% a 0,6%. Como resultado de este ajuste se uniformaron las comisiones de entrada y salida, para desincentivar los movimientos de capitales especulativos, disposición que comenzó a aplicarse a partir del primero de enero de 2009.

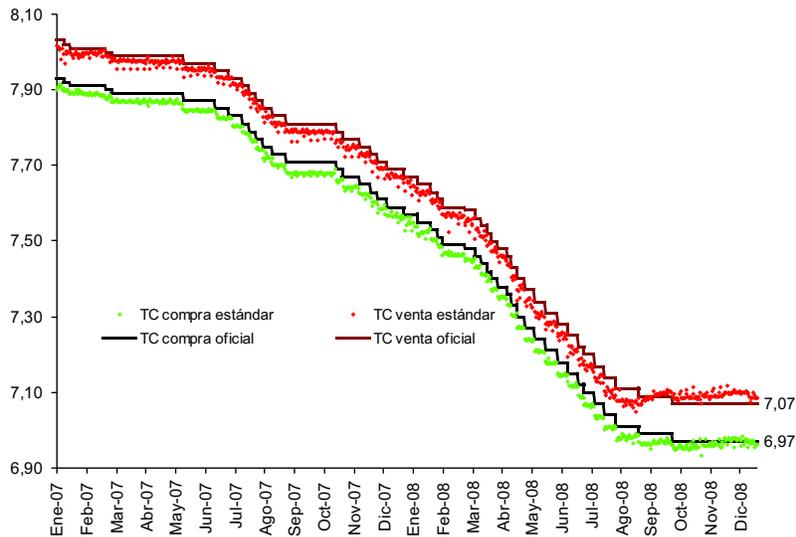
2.2 OPERACIONES CAMBIARIAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

Las operaciones cambiarias en el sistema financiero se clasifican en estándar, preferenciales e interbancarias. Tanto

las operaciones de compra como de venta, preferenciales y estándar se incrementaron en 2008. Aumentó el *spread* del tipo de cambio por un leve repunte de los tipos de cambio de venta.

En las operaciones estándar, que se refieren a transacciones en montos pequeños y por tanto los clientes son tomadores del precio fijado por la entidad financiera, el *spread* cambiario fluctuó alrededor de los 11 centavos de boliviano, de manera similar al diferencial de los tipos de cambio de venta y compra oficiales. Sin embargo, en el último cuatrimestre el *spread* en promedio estuvo cerca de los 13 centavos (Gráfico 4.22). Las compras fueron de \$us1.555 millones, monto mayor en \$us280 millones con relación a 2007 (21,9%); mientras que las ventas fueron de \$us1.387 millones, mayor en \$us462 millones respecto al año previo (49,9%).

GRÁFICO 4.22
TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES ESTÁNDAR
(Bolivianos por dólar estadounidense)

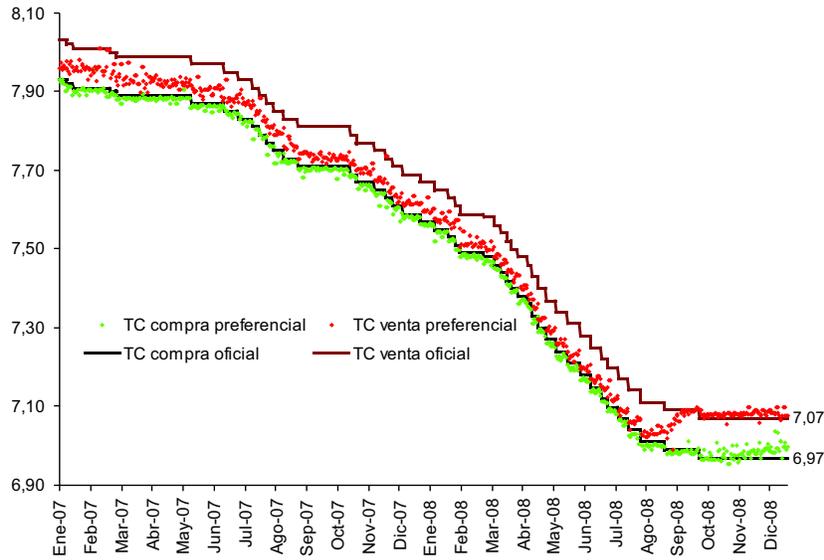


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En las operaciones cambiarias preferenciales, donde se tratan montos más altos y los clientes tienen capacidad de negociación, el *spread* promedio entre los tipos de cambio de compra y venta fue de 6 centavos. Sin embargo, si sólo se consideran los últimos cuatro meses este *spread* estuvo

próximo a los 10 centavos (Gráfico 4.23). En 2008, las compras en operaciones con clientes preferenciales fueron por \$us836 millones y las ventas por \$us815 millones. Respecto a 2007, las compras se incrementaron en \$us110 millones (15,1%) y las ventas en \$us238 millones (41,2%).

GRÁFICO 4.23
TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES PREFERENCIALES
 (Bolivianos por dólar estadounidense)

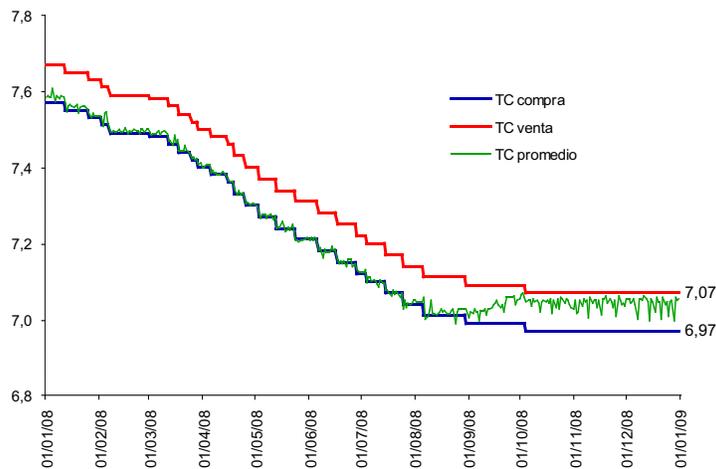


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La fuerte credibilidad del mercado cambiario con relación a los tipos de cambio oficiales establecidos por el BCB permitió que el tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero de las operaciones estándar y preferenciales se ubique dentro de los tipos de cambio de compra y venta oficiales, cuyo diferencial se mantuvo en 10 centavos (Gráfico 4.24). Si bien el tipo de cambio oficial se mantuvo estable

desde el 4 de octubre de 2008, para evitar una sobrereacción como ocurrió en otros países de la región, el tipo de cambio promedio ponderado se acercó más al tipo de cambio oficial de venta, lo que refleja el incremento de la demanda de moneda extranjera registrado en los últimos cuatro meses de 2008.

GRÁFICO 4.24
TIPOS DE CAMBIO OFICIAL Y PROMEDIO DEL SISTEMA FINANCIERO
 (Bolivianos por dólar estadounidense)

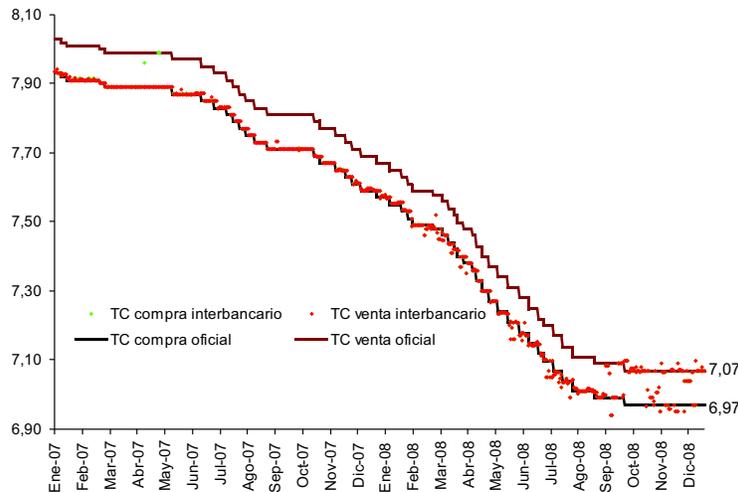


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Las operaciones interbancarias corresponden a las compras y ventas de dólares que realizan entre sí las entidades de intermediación financiera que cuentan con licencia de funcionamiento de la SBEF. Estas operaciones presentaron

cotizaciones semejantes a las del BCB para las compras de divisas; sin embargo, a partir de septiembre se aproximaron al tipo de cambio oficial de venta (Gráfico 4.25).

GRÁFICO 4.25
TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES INTERBANCARIAS
(Bolivianos por dólar estadounidense)



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

3 SISTEMA DE PAGOS

3.1 POLÍTICAS DEL SISTEMA DE PAGOS

La política del sistema de pagos es atribución del BCB de acuerdo a lo que establece la Ley 1670. En este ámbito, el BCB vigila el sistema de pagos nacional para que goce de niveles adecuados de seguridad y eficiencia. En el aspecto de la seguridad, se identifican y evalúan los riesgos inherentes al sistema y se verifica que éste cuente con mecanismos apropiados de control, evitando que los riesgos específicos de un participante se propaguen a los demás y generen la posibilidad de riesgos sistémicos. En el aspecto de la eficiencia, la vigilancia busca que las operaciones sean procesadas de manera rápida y con el menor costo asociado. Adicionalmente, se consideran aspectos complementarios entre los cuales destacan el grado de fiabilidad operativa, la calidad del servicio prestado, la existencia de normas de funcionamiento claras y conocidas por todos, así como la transparencia y objetividad de los criterios de entrada de los participantes en el sistema.

En cumplimiento a la política de ampliar la cobertura de servicios electrónicos de pagos del BCB, en la gestión 2008

continuó el proceso de incorporación de entidades no bancarias supervisadas por la SBEF como participantes del Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV). Los fondos financieros privados Fortaleza y PRODEM iniciaron operaciones en el SIPAV, el fondo financiero privado FASSIL comenzó la etapa de pruebas y la cooperativa Jesús Nazareno y el fondo financiero privado FIE suscribieron contratos de participación en el SIPAV.

En febrero de 2008, el Directorio del BCB aprobó el nuevo Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación mediante Resolución de Directorio No.017/2008. El Reglamento establece condiciones para que el BCB incorpore al ámbito de su regulación a empresas que realizan actividades de compensación y liquidación, y para que apruebe mecanismos que garanticen la liquidación en estos sistemas de pagos. En este marco, están en proceso de incorporación al Reglamento las empresas que administran tarjetas de pago (Administradora de Tarjetas de Crédito S.A. y Linkser S.A.) y la cámara de compensación Servired S.A.

3.2 OPERACIONES DE ALTO VALOR

El flujo de transacciones procesadas a través del SIPAV tuvo una tendencia creciente desde su inicio. Durante 2008 el valor de las operaciones alcanzó a Bs170.991 millones, cifra que representa un incremento de 33% con relación a 2007

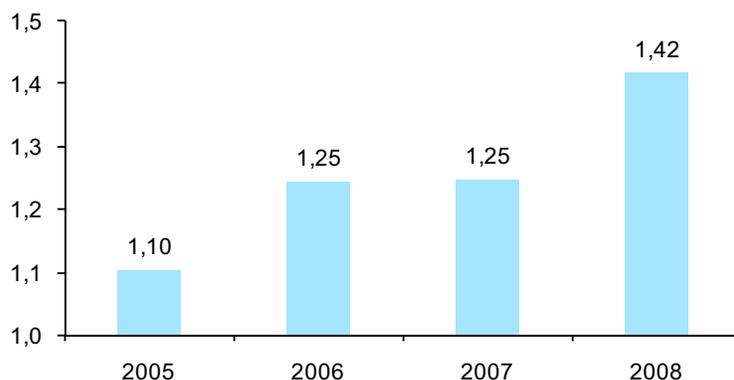
(Cuadro 4.16). Se procesaron 51.436 operaciones, un 20% más que en el año anterior; el valor promedio por transacción alcanzó a Bs3 millones. Las operaciones del SIPAV representaron 1,42 veces el valor del PIB en 2008 (Gráfico 4.26).⁶⁸

CUADRO 4.16
OPERACIONES DEL SIPAV

	2005	2006	2007	2008	Tasas anuales de crecimiento (%)		
					2006	2007	2008
Valor (Millones de Bs)	84.098	111.272	128.184	170.991	32,3	15,2	33,4
Número	27.647	36.816	42.754	51.436	33,2	16,1	20,3
Promedio por transacción (Millones de Bs)	3,04	3,02	3,00	3,32	-0,6	-0,8	10,9

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

GRÁFICO 4.26
OPERACIONES DEL SIPAV
(Número de veces respecto al PIB)



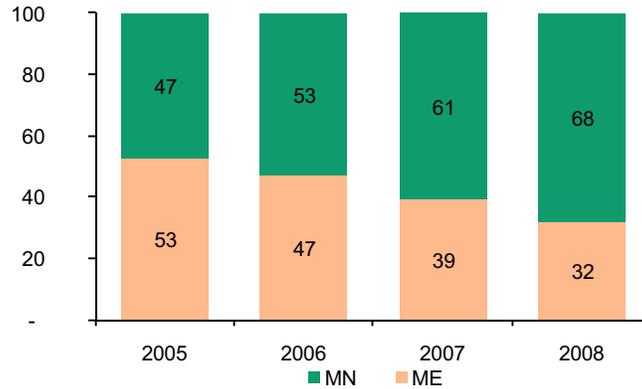
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

La composición del volumen de las operaciones según moneda cambió en los últimos años debido a las políticas del BCB orientadas hacia la remonetización de la economía.

La participación de las operaciones en MN se incrementó de 61% en 2007 a 68% en 2008 (Gráfico 4.27).

⁶⁸ En Chile y Colombia las operaciones de pagos de alto valor en tiempo real representan 12 veces el valor de su PIB.

GRÁFICO 4.27
OPERACIONES DEL SIPAV SEGÚN DENOMINACIÓN
 (En porcentajes)

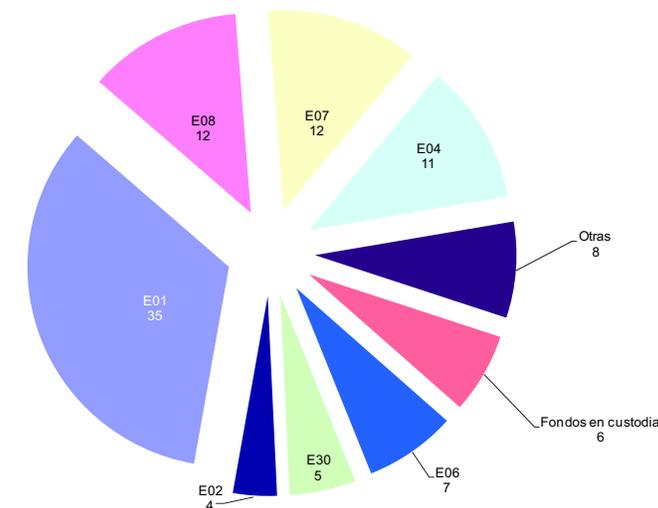


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

Las operaciones con un mayor valor relativo en el SIPAV durante 2008 continuaron siendo las transferencias entre participantes (E01 y E30⁶⁹) que alcanzaron una participación de 40% del total. La liquidación de operaciones de la Cámara de Compensación de Cheques (CCC) junto a las de la Cámara de Compensación de ordenes electrónicas (ACH) (E07 y E08) tuvieron una participación conjunta de 24% y las transferencias por recaudaciones tributarias (E04) representaron el 11% del total.

Un aspecto que conviene destacar es que en la gestión 2008 se introdujeron nuevas operaciones correspondientes a Fondos en Custodia que permiten registrar electrónicamente los depósitos y retiros de efectivo en bolivianos realizados por los bancos comerciales en los Administradores Delegados del BCB. El valor de estas operaciones alcanzó a 6% del total procesado en el SIPAV (Gráfico 4.28).

GRÁFICO 4.28
COMPOSICIÓN DE LAS OPERACIONES CURSADAS POR EL SIPAV
 (En porcentajes)



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

⁶⁹ La operación E30 contiene un mensaje de texto adjunto (glosa) que permite efectuar pagos del público procedentes de distintas entidades.

3.3 OPERACIONES DE LA CCC Y ACH

La CCC y ACH efectúan operaciones que son consideradas de bajo valor. Las operaciones de la CCC registraron un valor transado de Bs68.881 millones que aumentó en 16%

respecto a la gestión anterior, con un total de 1.761.433 cheques transados en el año, de los cuales 77% estuvieron denominados en MN y 23% en ME (Cuadro 4.17). Las operaciones de la CCC representaron 0,57 veces el PIB de 2008 (Gráfico 4.29).

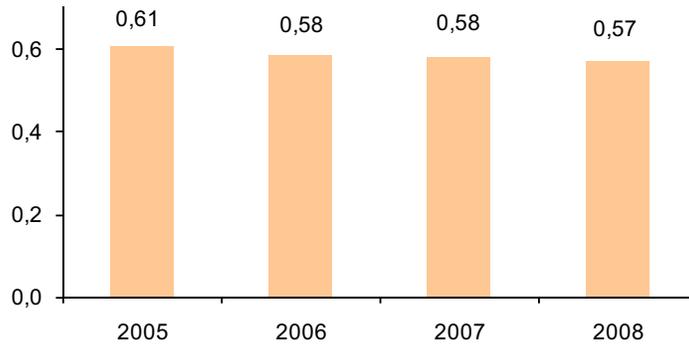
**CUADRO 4.17
OPERACIONES DE LA CCC**

	2005	2006	2007	2008	Tasa anual de crecimiento (%)		
					2006	2007	2008
Valor (Millones de Bs)	46.385	52.127	59.513	68.881	12,4	14,2	15,7
Número	1.949.434	2.030.649	2.109.813	1.761.433	4,2	3,9	-16,5
Promedio por transacción (Millones de Bs)	0,02	0,03	0,03	0,04	7,9	9,9	38,6

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

**GRÁFICO 4.29
OPERACIONES DE LA CÁMARA DE COMPENSACIÓN DE CHEQUES**

(En número de veces respecto al PIB)

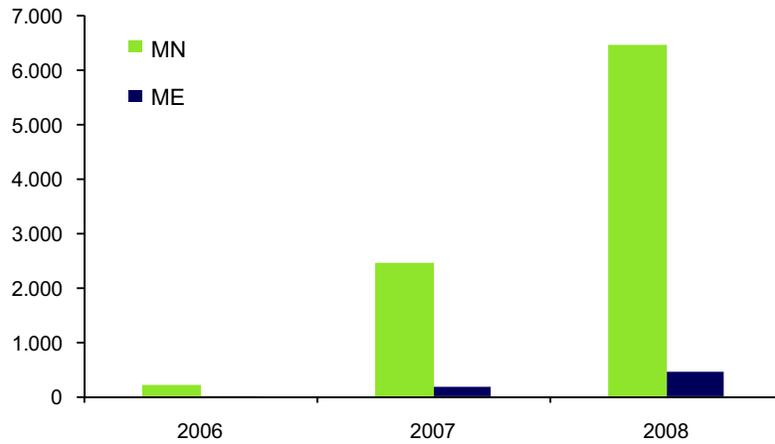


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

El valor de las operaciones con cheques en MN presentó un crecimiento de 29% respecto a la gestión anterior, situación que se reflejó en el número de operaciones realizadas que crecieron en 19%. En cambio, el valor de las operaciones en ME para el mismo período se incrementó sólo 5%, registrándose una disminución de 17% en el número de operaciones.

El valor de las operaciones cursadas por la ACH se incrementó en 157% durante 2008. Las operaciones en MN registraron un valor de Bs6.459 millones, con un incremento de 162% (Gráfico 4.30). Las operaciones de la ACH representaron 0,23 veces el PIB de 2008.

GRÁFICO 4.30
VALOR DE LAS OPERACIONES DE LA ACH
 (En moneda origen)



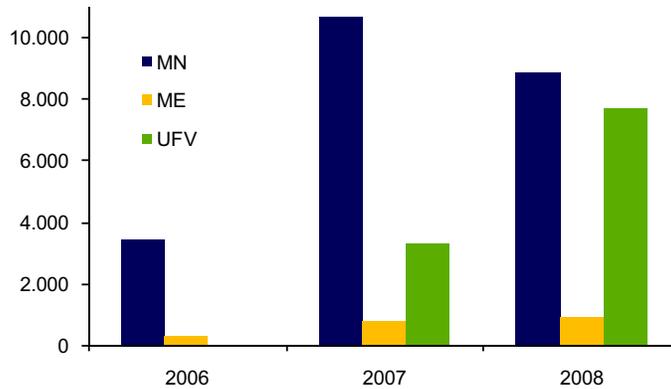
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

3.4 OPERACIONES DE LA ENTIDAD DE DEPOSITO DE VALORES

compensación y liquidación de valores desmaterializados alcanzó a Bs26.307 millones, con un aumento de 58% con relación a la gestión anterior (Gráfico 4.31). Estas operaciones representaron 0,22 veces el PIB de 2008.

El valor total de las transacciones asociadas a la

GRÁFICO 4.31
VALOR DE LAS OPERACIONES DE LA EDV
 (En moneda origen)



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

4

LINEAMIENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA PARA 2009

La tendencia observada en la economía mundial en el último trimestre de 2008 y en lo que va del primer trimestre de 2009, caracterizada por la profundización de la crisis financiera internacional que ha producido una fuerte recesión en los países desarrollados y por tanto una menor demanda externa de productos que exporta Bolivia, afectará al crecimiento de la economía nacional. Las proyecciones iniciales señalan una desaceleración del crecimiento del PIB de una tasa mayor al 6% en 2008 a una en torno al 5%. Al igual que en los dos años anteriores, el crecimiento en 2009 estará sustentado por la demanda interna, en particular por incrementos significativos en la inversión pública. En el escenario más probable, se espera un déficit tanto en la cuenta corriente de la balanza de pagos como en las cuentas del sector público en niveles alrededor del 3% del PIB, debido a la disminución de las exportaciones y de las remesas, así como a la reducción de ingresos fiscales acompañada de mayor inversión pública.

Las políticas del BCB se han caracterizado por una orientación contracíclica. En el contexto de fuerte liquidez originada principalmente por el entorno externo favorable, las colocaciones de títulos mediante OMA y la apreciación cambiaria, entre otros, fueron necesarias. Como fue señalado en el Informe de Política Monetaria de enero de 2009, el cambio en el contexto internacional junto a las políticas aplicadas por el BCB y el Gobierno determinarán un descenso de la inflación convergiendo en torno al 8%. Se ha señalado también en el balance de riesgos que la inflación podría ser menor por una disminución más drástica de la actividad

económica externa y de los precios externos. En este sentido, el rango probable para la inflación de 2009 se sitúa entre 6% y 9%.

Con el nuevo escenario externo y el descenso de la inflación interna, las políticas del BCB podrán tener una orientación expansiva contribuyendo a dinamizar la economía, sin descuidar su objetivo antiinflacionario. En este sentido, los lineamientos del Programa Monetario para 2009, manteniendo las características del último trimestre de 2008, establecen una expansión del CIN total del BCB y del CIN al SPNF y una disminución de las RIN. Este es un cambio en la dirección de estas variables después de 6 años, reflejando el propósito del Gobierno y del BCB de atenuar los efectos que la crisis internacional podría tener en la economía nacional.

Cabe destacar que estas metas fueron ratificadas en el acuerdo suscrito entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el BCB, expresando la voluntad de ambas instituciones de implementar políticas económicas coordinadas que contribuyan a la estabilidad macroeconómica y al desarrollo económico y social del país como manda la Constitución Política del Estado.

La política cambiaria en 2009 se orientará a contribuir a la consolidación de la reducción de la inflación, a preservar la remonetización alcanzada en la economía boliviana y a afrontar los efectos de la crisis internacional en el sector externo de la economía.

RECUADRO 4A
LA REMONETIZACIÓN EN BOLIVIA

Este recuadro revisa algunas características de la remonetización (mayor uso de la moneda nacional), la medidas que se adoptaron para conseguirla a nivel internacional, las políticas que aplicó el BCB y los riesgos para que este proceso se detenga o revierta.

Se entiende como dolarización a la utilización de la divisa estadounidense en lugar de la moneda local, en nuestro caso el boliviano, en algunas o todas las funciones del dinero: medio de pago, unidad de cuenta, reserva de valor y patrón de pagos diferidos.

La dolarización, por lo general, surgió en aquellos países que experimentaron severas crisis económicas como hiperinflaciones, agudas devaluaciones y medidas confiscatorias que afectaron la credibilidad y confiabilidad. En Bolivia, el dólar estadounidense comenzó a ocupar las funciones de la moneda nacional cuando el país atravesó por un período de elevada inflación e hiperinflación, acompañadas de una profunda depreciación en el mercado cambiario informal y un episodio de confiscación implícita de los depósitos en moneda extranjera (o “desdolarización”).

La mayor parte de las operaciones en el sistema financiero se denominaron en dólares estadounidenses americanos y Bolivia comenzó a vivir un proceso de dolarización cada vez más acentuado el cual recién comenzó a revertirse en los últimos años.

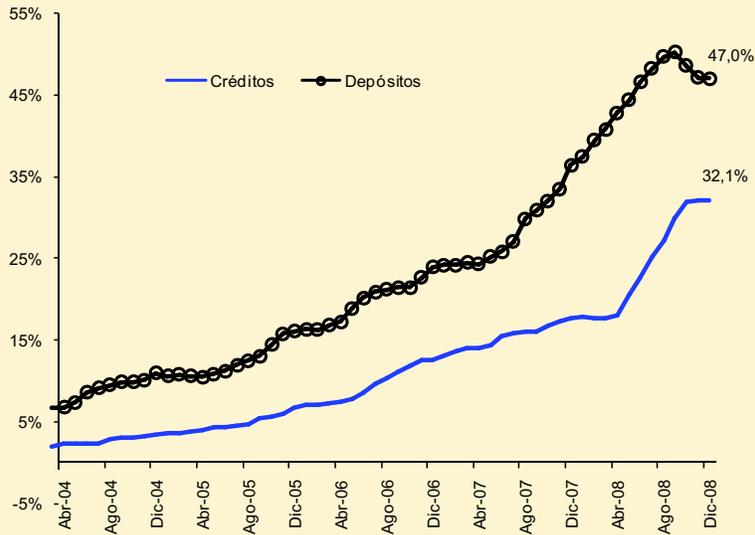
Son varias las ventajas de remonetizar la economía, la principal es que cuando predomina el uso de la moneda nacional en una economía, las políticas monetaria y cambiaria son más efectivas. Asimismo, reduce el problema de “hoja de balance” en el que, por desequilibrios entre los activos y pasivos en moneda extranjera, los agentes económicos ven afectadas sus posiciones deudoras o acreedoras con las modificaciones del tipo de cambio (riesgo cambiario). Cuando disminuye la dolarización, el tipo de cambio puede tener mayor flexibilidad para absorber *shocks* externos, también fortalece al Banco Central como prestamista de última instancia y en su capacidad de respaldar la estabilidad del sistema financiero. La reducción de los depósitos en dólares reduce el riesgo de problemas de liquidez o de solvencia en el sistema financiero. Finalmente, permite una mayor recolección de señoreaje. En suma, aumenta las posibilidades del Ente Emisor para adoptar políticas de estabilización con beneficios que se extiendan a toda la población.

Los procesos de remonetización a nivel internacional fueron impulsados por diversos factores: políticas macroeconómicas que otorgan mayor confianza y/o rentabilidad relativa a la moneda nacional, disposiciones normativas que internalizan el riesgo de operar en moneda extranjera, medidas coercitivas como el caso de la Argentina, entre otras.

- Chile: La remonetización se inició en los años sesenta cuando se indexó los préstamos y depósitos, principalmente en el mercado hipotecario a través de la Unidad de Fomento (UF), y se continuó con este proceso mediante el control de la inflación y su posterior convergencia a las metas fijadas.
- Argentina: Forzó a sus ahorristas a convertir la moneda extranjera en pesos, lo que redujo súbitamente la dolarización.
- Perú: La dolarización bajó debido principalmente a la implementación de un régimen de metas explícitas de inflación que ancló las expectativas de inflación y la apreciación de su moneda como resultado de un favorable entorno externo.
- Uruguay: Redujo la dolarización aplicando regulación tanto al sistema financiero como al de pensiones. Para evitar el descalce de monedas, se penalizó los préstamos en moneda extranjera a los sectores no transables de la economía. Asimismo, se aumentaron los requerimientos de liquidez para moneda extranjera y se introdujo un esquema de seguro de depósitos diferenciado por monedas.

En Bolivia los depósitos en Moneda Nacional (MN) y en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) como porcentaje del total de depósitos que alcanzaba a un 6,6% en enero de 2004, se incrementaron hasta alcanzar un máximo de 50,2% en septiembre de 2008. La evolución de la cartera en MN y UFV como porcentaje del total de cartera del sistema financiero subió de 2,1% en enero de 2004 hasta un máximo de 32,1% en diciembre de 2008 (Gráfico 1). Sin embargo, no deja de preocupar la reducción del porcentaje de depósitos en MN en más de 3pp los últimos tres meses de 2008 inducido por las expectativas sobre el tipo de cambio que redujeron la preferencia relativa por moneda nacional.

GRÁFICO 1:
BOLIVIANIZACIÓN DE DEPÓSITOS Y CARTERA
(En porcentaje)

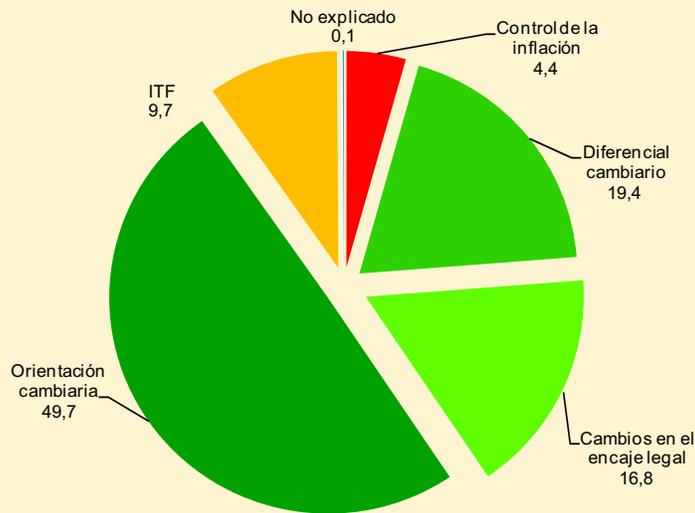


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Las estimaciones realizadas por Mendieta (2006) son coherentes con la última afirmación, puesto que se llega a la conclusión de que la política cambiaria de mini apreciaciones es la que más ha contribuido a la remonetización (49,7%) entre 2004 y 2006 (Gráfico 2).

Las encuestas realizadas por el BCB también señalan que la remonetización y, por ende, la dolarización se relacionan con los movimientos de la paridad cambiaria y las expectativas de los agentes económicos.

GRÁFICO 2
FACTORES QUE EXPLICAN LA REMONETIZACIÓN
(En porcentaje)



FUENTE: Mendieta (2006)

Por tanto, las expectativas del tipo de cambio se constituyen en el principal riesgo para el proceso de remonetización. También es importante la adopción de medidas complementarias que induzcan a que la población y las instituciones nacionales internalicen los riesgos de mantener posiciones deudoras o acreedoras en moneda extranjera. Entre estas medidas se pueden mencionar las siguientes adoptadas por el Ente Emisor y la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF) :

- Modificaciones al Reglamento de Encaje Legal (Resolución de Directorio del BCB No.143/2008 de 9 de diciembre de 2008) que incrementan la tasa de encaje adicional para los depósitos en ME y con mantenimiento de valor de 7,5% a 30% aplicables a partir de 26 de enero de 2009. Este porcentaje se aplica a la diferencia entre los depósitos de la fecha y los observados el 30 de septiembre de 2008, por lo que la modificación implica un mayor requerimiento de encaje para las nuevas captaciones en ME.
- Con el objetivo de mitigar las expectativas en el mercado cambiario nacional derivadas de las turbulencias en los mercados internacionales, el BCB

incrementó la oferta diaria de dólares en el Bolsín de \$us15 millones a \$us50 millones en el mes de octubre.

- Mediante resolución SB No.267/2008 de 24 de diciembre de 2008, la SBEF efectuó modificaciones al Anexo I de las Directrices Generales para la Gestión de Riesgo de Crédito, incrementando desde 1% a 2,5% las provisiones específicas que deben reconocer las entidades financieras por los créditos de la categoría A en ME y MVDOL.
- Asimismo, mediante resolución SB No.078/2009 de 30 de marzo de 2009, la SBEF incorporó en su normativa modificaciones al Reglamento para el Control de la Posición Cambiaria y la Gestión del Riesgo por Tipo de Cambio. Esta medida está orientada a limitar las posiciones de activos y pasivos de las entidades financieras en denominaciones distintas a la moneda nacional, tomando como base el Reglamento de Posición de Cambios del BCB (Resolución de Directorio del BCB No.122/2007). El Reglamento de la SBEF incorpora además disposiciones relativas a la Gestión de Riesgo por Tipo de Cambio, tales como establecimiento de políticas, límites internos, plan de contingencias, etc.