



# 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 2010

Banco Central de Bolivia

**PARTE**

**IV**



*La nueva Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia (CPE) promulgada el 7 de febrero de 2009, señala que "El Estado, a través del Órgano Ejecutivo, determinará los objetivos de la política monetaria y cambiaria del país, en coordinación con el Banco Central de Bolivia (BCB)" (artículo 326). Asimismo, establece como función de la Autoridad Monetaria, mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social" (artículo 327). Dispone como sus atribuciones la de determinar y ejecutar la política monetaria así como ejecutar la política cambiaria, además de las funciones de regular el sistema de pagos, autorizar la emisión de la moneda y administrar las reservas internacionales (artículo 328). Bajo estas premisas el BCB reitera su compromiso con la función asignada por la CPE de preservar la estabilidad de los precios pero no como un fin por sí misma, sino para sentar las bases para contribuir al crecimiento económico, al aumento del empleo y a la disminución de la pobreza.*

*En 2009, el BCB continuó con el enfoque de política monetaria basado en metas intermedias de cantidad que se incorporan en un Programa Monetario aprobado por el Directorio del BCB a principios de gestión (ver Recuadro 4A sobre distintos regímenes monetarios existentes en la actualidad). Este Programa refleja las políticas específicas de la Institución y forma parte de un programa macroeconómico elaborado conjuntamente con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), denominado Programa Financiero, el mismo que fue incorporado en el Acuerdo de Ejecución del Programa Financiero Nacional 2009 suscrito entre ambas instituciones.<sup>68</sup>*

*La crisis financiera mundial condujo a los bancos centrales que instrumentan sus políticas con un enfoque alternativo denominado "metas explícitas de inflación", a reducir sus tasas de interés de política y a adoptar también medidas de política monetaria no convencionales basadas en la expansión cuantitativa (quantitative easing). En el caso de la economía boliviana, la crisis global tuvo menores efectos, dadas las condiciones iniciales favorables y las adecuadas y oportunas respuestas de política. Dentro de las primeras destacan el crecimiento económico impulsado principalmente por la demanda interna, un sistema financiero sólido, cuentas fiscales y externas superavitarias, elevadas reservas internacionales que respaldaron de manera suficiente los sistemas de pagos interno y externo.*

*Una de las manifestaciones de la crisis fue la contracción de la demanda mundial la cual tuvo como consecuencia la caída de los precios internacionales de los productos básicos, entre ellos los de alimentos y los de combustibles, contribuyendo así a una disminución sostenida de las presiones inflacionarias a nivel global.*

*En este contexto, las políticas del BCB en 2009, contribuyendo a las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional, acentuaron su orientación expansiva, iniciada en el cuarto trimestre de 2008, dirigidas a:*

- i) dotar de liquidez al sistema mediante redenciones netas de títulos que se alcanzaron con la disminución de la oferta de estos instrumentos emitidos a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y la disminución de la frecuencia de las subastas de semanal a bisemanal, dando como resultado la reducción de las tasas del mercado monetario a niveles en torno a cero, lo que indujo una caída, aunque de menor proporción, en las tasas de interés del sistema financiero,*
- ii) preservar la bolivianización de la economía y la estabilidad del sistema financiero y,*
- iii) moderar los efectos de la crisis global sobre la economía, sin dejar de precautelar el proceso de convergencia a una inflación baja y estable.*

*Esta orientación se enmarcó en el Programa Monetario que estableció, por primera vez después de cuatro años, directrices de expansión significativas del Crédito Interno Neto total del BCB (CIN), del Crédito Interno Neto del BCB al Sector Público no Financiero (CIN-SPNF) y de disminución de las Reservas Internacionales Netas (RIN) con el propósito de apuntalar la actividad económica. La orientación expansiva estuvo limitada por metas sobre las anteriores variables a fin de regular la oferta de dinero y evitar eventuales presiones inflacionarias.*

*El cambio en la orientación de la política monetaria, de contractiva a expansiva, se ha reflejado en una importante redención de títulos previamente emitidos a través de OMA y caídas pronunciadas en las tasas de los títulos de regulación monetaria. En efecto, la relación de OMA respecto a RIN disminuyó en casi 7 puntos porcentuales, de 25,2% a fines de 2008 a 18,4% en 2009, lo que implica que se inyectaron importantes recursos a la economía y no se esterilizaron los recursos provenientes del exterior. Lo anterior también se refleja en la disminución de la*

<sup>68</sup> Hasta la gestión 2008, este acuerdo se denominaba Memorándum de Entendimiento.

relación OMA a emisión monetaria (de 83,1% a 55,6%) y de OMA en términos del agregado monetario más amplio: M'3 (de 22,3% a 14,0%), indicando de esta manera una mayor expansión monetaria (Cuadro 4.1).

CUADRO 4.1  
INDICADORES DE LA POLÍTICA MONETARIA<sup>1/</sup>  
(En porcentajes)

| INDICADORES                          | 2006 | 2007 | 2008 | 2009   |         |          |         |
|--------------------------------------|------|------|------|--------|---------|----------|---------|
|                                      |      |      |      | Trim I | Trim II | Trim III | Trim IV |
| OMA/RIN                              | 7,7  | 17,9 | 25,2 | 28,6   | 24,8    | 20,4     | 18,4    |
| OMA/(OMA+Excedentes de encaje legal) | 63,3 | 84,1 | 86,4 | 89,2   | 84,5    | 66,7     | 56,5    |
| OMA/EMISIÓN                          | 21,3 | 51,7 | 83,1 | 105,7  | 90,2    | 74,3     | 55,6    |
| OMA/M'3                              | 4,6  | 13,6 | 22,3 | 25,1   | 21,0    | 16,7     | 14,0    |
| Tasas de interés LT MN a 13 semanas  | 4,9  | 7,3  | 8,7  | 7,2    | 0,8     | 0,0      | 0,0     |

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA: <sup>1/</sup> Indicadores calculados utilizando cifras a tipo de cambio fijo y valor descontado

*Otras medidas relevantes fueron, por una parte, el aumento del requerimiento de encaje en moneda extranjera con el objetivo de internalizar los costos de mantener activos en moneda extranjera y, por otra, la reducción del encaje en moneda nacional condicionado al aumento de la cartera en la misma moneda.<sup>69</sup> Por tanto, los requisitos de encaje en 2009 no solamente fueron empleados como mecanismo prudencial sino también para apuntalar el crédito y preservar la bolivianización.*

*El crecimiento de los agregados monetarios fue coherente con la demanda de dinero, con sus determinantes y, principalmente, con la preferencia por moneda nacional. A diciembre de 2009, las tasas de crecimiento interanual de todos los agregados monetarios fueron inferiores a las registradas en diciembre de 2008, pero mayores a las correspondientes a septiembre de 2009. Estos resultados reflejan, en parte, el efecto estadístico de comparar las cifras con un período de crecimientos inusuales de los agregados en moneda nacional hasta el tercer trimestre de 2008, explicado por la fuerte inyección de liquidez y el importante aumento de la preferencia por el boliviano con relación al dólar estadounidense.*

*En un contexto de un nivel elevado de las Reservas Internacionales Netas, la política cambiaria mantuvo la orientación en función de sus objetivos: procurar una inflación baja y estable, estabilidad financiera a través de la preservación de la bolivianización y promoción del uso de la moneda nacional y mitigación de los choques externos para atenuar los efectos no deseados en la actividad económica y en el empleo. En un entorno internacional de incertidumbre generalizada, se mantuvo estable el tipo de cambio desde octubre de 2008 para evitar los efectos negativos que hubiera tenido sobre la economía la volatilidad cambiaria observada en los países vecinos, política que además fue concordante con el descenso de la inflación. En efecto, el tipo de cambio permaneció estable para anclar las expectativas y se mantuvieron los niveles elevados de oferta de dólares en el Bolsín. De esta manera, se desvanecieron las expectativas de depreciación infundadas y el tipo de cambio esperado convergió hacia el tipo de cambio oficial. La estabilidad cambiaria fue respaldada por el elevado nivel reservas internacionales y la favorable posición externa de activos totales.*

*También se debe destacar la coordinación de las políticas macroeconómicas que se tradujo en la suscripción entre el MEFP y el BCB del "Acuerdo de Ejecución del Programa Financiero Nacional 2009", en una muestra de la transparencia y el compromiso de las autoridades con la estabilidad macroeconómica.*

<sup>69</sup> Ver sección 1.2.1.

## 1

## POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA

## 1.1 PROGRAMA MONETARIO Y FINANCIERO

La política monetaria en 2009 acentuó su orientación expansiva iniciada el cuarto trimestre de 2008, bajo un contexto de presiones inflacionarias decrecientes, buscando apuntalar la demanda agregada y preservar el proceso de bolivianización real y financiera.

A principios de gestión, el Directorio del BCB aprobó el Programa Monetario de 2009 que fijó metas de CIN, CIN-SPNF y RIN, junto a estimaciones sobre el comportamiento de la emisión monetaria. Este Programa refleja políticas específicas del BCB orientadas a moderar los efectos de la crisis global sobre la economía dotándola de liquidez adecuada, en un marco de cumplimiento de su objetivo asignado por la CPE y la Ley 1670 de mantener una inflación baja y estable para contribuir al desarrollo económico y social del país.

El Programa Monetario considera los objetivos de política económica, las metas y proyecciones fiscales, y estimaciones del sector externo. Las metas trimestrales monetarias y fiscales fueron acordadas en un programa macroeconómico elaborado conjuntamente entre el MEFP y el BCB, denominado Programa Financiero, el mismo que fue incorporado en el Acuerdo de Ejecución del Programa Financiero Nacional 2009 suscrito entre ambas entidades.

Este Programa, constituye una guía que permite coordinar las políticas monetaria, cambiaria, fiscal y de balanza de pagos.

La directriz fue de una expansión acotada del crédito para apuntalar la actividad económica sin generar desequilibrios que comprometan la estabilidad de precios. El Programa de 2009 fijó límites a la expansión del CIN total del BCB de hasta Bs5.417 millones y al CIN del BCB al SPNF de hasta Bs3.764 millones (Cuadro 4.2). Considerando el menor dinamismo de la economía mundial y la mayor inversión doméstica, la autoridad monetaria incorporó en el Programa una pérdida de RIN de hasta \$us300 millones. Estas metas permitieron la redención neta de títulos públicos de OMA para lograr la inyección necesaria de liquidez, contribuir a la reducción de las tasas de intermediación financiera y generar mejores condiciones para el desarrollo del mercado crediticio.

Por su parte, en el Programa Financiero se estableció un límite al déficit fiscal del sector público consolidado hasta el equivalente a 3,4% del PIB (Bs4.357 millones), consistente con la disminución de ingresos por menores precios de exportación de hidrocarburos y con el incremento del gasto, principalmente en inversión pública y en programas de protección social. Asimismo, se consideró un monto máximo de Financiamiento Interno al SPNF de Bs726 millones.

## CUADRO 4.2

PROGRAMA FINANCIERO 2009<sup>1/</sup>

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

(Flujos en millones de bolivianos)

|   |      | 2009                        |                        |                       |
|---|------|-----------------------------|------------------------|-----------------------|
|   |      | Meta Acordada <sup>2/</sup> | Ejecución <sup>p</sup> | Margen (+) Desvío (-) |
| <b>VARIABLES FISCALES</b>                         |      |                             |                        |                       |
| Déficit del Sector Público (- = superávit)        | Bs   | 4.357                       | -109                   | 4.466                 |
| Financiamiento Interno al Sector Público          | Bs   | 726                         | -1.386                 | 2.112                 |
| <b>VARIABLES MONETARIAS</b>                       |      |                             |                        |                       |
| Crédito Interno Neto Total (CIN)                  | Bs   | 5.417                       | -417                   | 5.834                 |
| Crédito Interno Neto del BCB al SPNF (CIN - SPNF) | Bs   | 3.764                       | -395                   | 4.159                 |
| Reservas Internacionales Netas del BCB            | \$us | -300                        | 325                    | 625                   |

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTAS: <sup>1/</sup> Las cifras se calculan con un tipo de cambio fijo para el dólar estadounidense, el euro, la UFV y el DEG, así como un precio fijo para el oro<sup>2/</sup> Programa monetario y financiero acordado entre el BCB y el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas en abril de 2009

p: Cifras preliminares

Las metas del Programa Financiero de 2009 se cumplieron con márgenes, los límites establecidos para la expansión del CIN y del CIN - SPNF no fueron rebasados. Los esfuerzos desplegados lograron reducir notoriamente las contracciones

del CIN total y del CIN - SPNF observadas en la gestión anterior. Sin embargo, la acumulación de excedente de encaje en el BCB por parte de las entidades financieras fue el principal factor que limitó la expansión del crédito, no

obstante las medidas e incentivos generados para que estos recursos sean destinados a la intermediación financiera (ver Recuadro 4B). La disponibilidad de éstos y el descenso de las tasas activas hacen prever que en 2010 podrán ser destinados al crédito, aspecto que ya se observó en el cuarto trimestre de 2009 (Ver parte III, Evolución de la Economía Boliviana).

La meta del CIN al SPNF se cumplió con margen (Bs4.159 millones). Éste incluyó un nuevo desembolso por \$us10 millones (a fines de enero) de la línea de crédito de \$us600 millones solicitada en marzo de 2008 por el MEFP al BCB.

A pesar de haberse programado una reducción de las RIN,

se destaca su fortaleza al haber registrado durante la gestión 2009 un incremento de \$us325 millones<sup>70</sup> debido a: i) la recuperación más rápida de los precios de exportación que contribuyó a alcanzar un superávit comercial y, ii) la reducción más moderada respecto a la inicialmente estimada de las remesas de inmigrantes al país.

Los factores de expansión y contracción determinaron un crecimiento de la emisión de 10,8% en el año (Bs1.849 millones) y su saldo alcanzó a finales de 2009 a 15,5% del PIB. Su incremento respondió a la orientación expansiva de la política monetaria antes que a operaciones de cambio, a diferencia de años anteriores en los que el BCB compró fuertes cantidades de dólares (Cuadro 4.3).

**CUADRO 4.3**  
**BALANCE MONETARIO POR MONEDAS 2009<sup>1/</sup>**  
(Flujos en millones de bolivianos)

|                                       | MN+UFV | ME+MVDOL | TOTAL  |
|---------------------------------------|--------|----------|--------|
| <b>EMISIÓN</b>                        | 1.849  | 0        | 1.849  |
| <b>CRÉDITO INTERNO NETO</b>           | 1.849  | -2.266   | -417   |
| Sector Público no financiero          | -251   | -250     | -501   |
| Crédito bruto                         | 1.743  | -1.453   | 290    |
| Depósitos <sup>2/</sup>               | -2.069 | 1.384    | -685   |
| Cuasifiscal                           | 75     | -182     | -106   |
| Sistema Financiero                    | -17    | -517     | -534   |
| del cual: Encaje Legal <sup>3/</sup>  | -5.083 | -290     | -5.373 |
| OMA (LT y BT "D") <sup>4/</sup>       | 5.099  | 40       | 5.139  |
| Otras instituciones financieras       | -4     | -52      | -56    |
| Otros                                 | 2.121  | -1.454   | 668    |
| Obligaciones de Mediano y Largo Plazo | 0      | 6        | 6      |
| <b>RESERVAS INTERNACIONALES NETAS</b> | 0      | 2.266    | 2.266  |
| (En millones de \$us.)                | 0      | 325      | 325    |

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTAS:  
<sup>1/</sup> Información a tipo de cambio fijo del dólar estadounidense, euro, UFV, DEG y oro  
<sup>2/</sup> Incremento de depósitos (-); disminución de depósitos (+)  
<sup>3/</sup> Incremento de encaje (-); disminución de encaje (+)  
<sup>4/</sup> Colocación neta (-); redención neta (+). Incluye colocaciones mediante subasta y directas

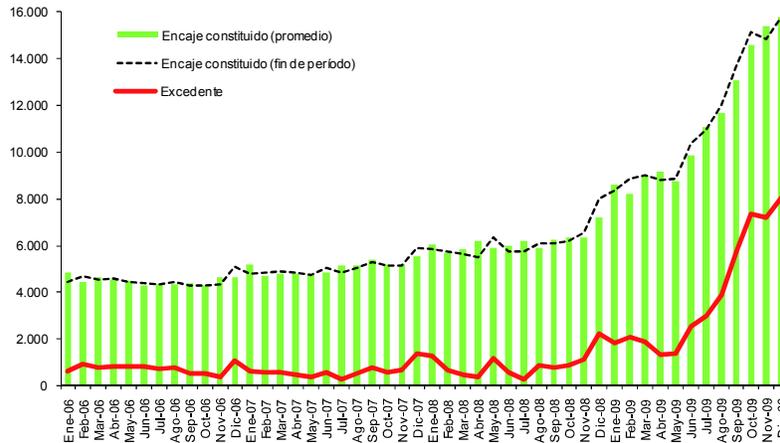
La contracción del CIN al sistema financiero en 2009 fue sustancialmente menor a la del año anterior debido al cambio en la orientación de la política monetaria, reflejado en la redención neta de títulos públicos que alcanzó a Bs5.139 millones. Hasta septiembre de 2008 estas operaciones fueron un factor de contracción de liquidez; en la gestión 2009 se transformaron en un instrumento de expansión de la misma mediante la redención gradual de títulos en la medida que estos vencían. En este sentido, se liberaron recursos que en parte fueron canalizados al crédito al sector privado,

aunque un monto significativo se acumuló como depósitos en el BCB en la forma de excedente de encaje que podrá ser destinado a dinamizar el crédito en 2010.

En efecto, el incremento del encaje constituido en los dos últimos trimestres tuvo que ver con el aumento de excedentes de las entidades financieras originado principalmente en la redención de títulos de OMA y en menor medida por el comportamiento estacional de fin de año (Gráfico 4.1).

<sup>70</sup> Cabe destacar que la ganancia neta de RIN en la gestión 2009 alcanza a \$us858 millones, incorporando el efecto del incremento del precio del oro y la apreciación del euro, además de la asignación de DEG realizada por el FMI en agosto 2009. Las cifras en el programa monetario no consideran estos efectos, por lo que el flujo de RIN difiere del que se presenta en la Parte V.

**GRÁFICO 4.1**  
**ENCAJE LEGAL CONSTITUIDO Y EXCEDENTE DE ENCAJE**  
(Saldos en millones de bolivianos)

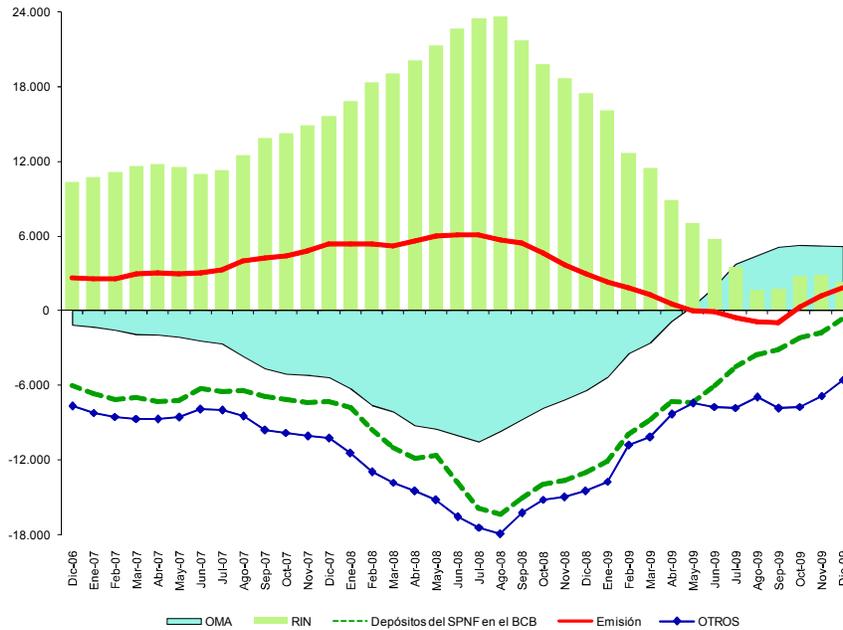


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En el Gráfico 4.2 se puede apreciar el desempeño de la política monetaria, antes y durante la crisis económica internacional. Hasta agosto de 2008, las RIN aumentaron a un ritmo creciente, lo que habría generado un incremento similar en la emisión monetaria. Sin embargo, las OMA con colocaciones crecientes y el incremento de los depósitos del SPNF, determinaron una expansión moderada de la liquidez.

A partir de septiembre de 2008, se desaceleró el ritmo de crecimiento de las RIN y, por tanto, la autoridad monetaria redujo sus intervenciones en el mercado de dinero transformando las colocaciones en redenciones netas. La orientación contracíclica de la política fiscal frente a la crisis internacional se reflejó en el comportamiento de sus depósitos en el BCB durante este período.

**GRÁFICO 4.2**  
**EMISIÓN Y SUS DETERMINANTES**  
(Flujos acumulados en 12 meses, 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

En 2009, continuaron aplicándose medidas de encaje destinadas a incentivar el uso de la moneda nacional habiéndose introducido modificaciones al régimen en dos ocasiones. En la primera, destaca el incremento de la tasa de encaje adicional para depósitos en ME. En la segunda, la creación de un incentivo para que por incrementos del crédito en MN del sistema financiero al sector privado, se

reduzcan los requerimientos de encaje en MN.

En efecto, el 26 de enero de 2009 entró en vigencia la primera modificación del Reglamento de Encaje Legal aprobada mediante Resolución de Directorio del BCB No. 143/2008 de 9 de diciembre de 2008 que determinó el incremento del encaje adicional para depósitos en ME de 7,5% a 30%, con el propósito de que los agentes económicos internalicen los costos sobre la economía de mantener activos en moneda extranjera, fortaleciendo el proceso de bolivianización impulsado por el Gobierno Nacional y el BCB (Cuadro 4.4).

**CUADRO 4.4**  
**TASAS DE ENCAJE VIGENTES AL 31 DE DICIEMBRE DE 2009**  
(En porcentajes)

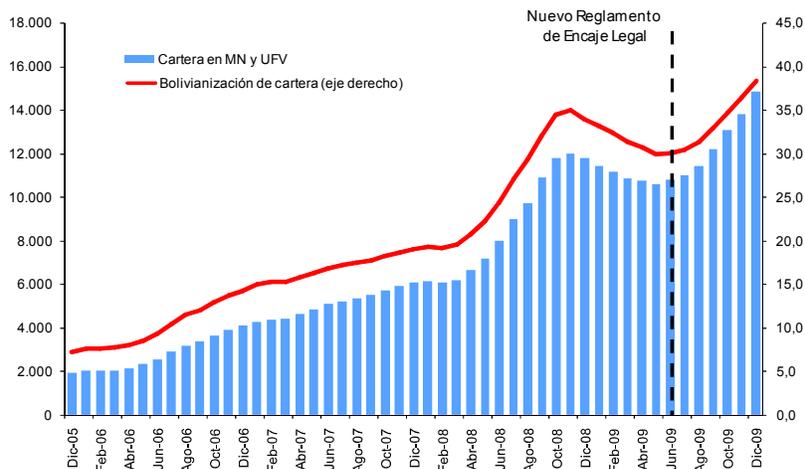
|  | MN | ME |
|--|----|----|
| Tasa de encaje en títulos              | 10 | 12 |
| Tasa de encaje en efectivo             | 2  | 2  |
| Tasa de encaje adicional <sup>1/</sup> |    | 30 |

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: <sup>1/</sup> El encaje adicional en títulos en moneda extranjera se obtiene de la aplicación de la tasa de 30% a la Base del Encaje Adicional (BEA)  
 MN = MN + UFV  
 ME = ME + MVDOL

La segunda modificación fue introducida con el objetivo de incentivar el crédito y los depósitos del sistema financiero en MN. Mediante Resolución de Directorio No. 070/2009 de 23 de junio de 2009, se determinó que del encaje requerido en MN y UFV pueda deducirse el incremento de la cartera bruta en similar denominación respecto al saldo registrado el 30 de junio de 2009, en un monto equivalente hasta el 100% del encaje requerido en efectivo en primera instancia y, posteriormente, hasta el equivalente al 40% del encaje requerido en títulos. Con la aplicación plena de esta medida,

el encaje constituido por depósitos en MN y UFV podría en la práctica reducirse hasta la mitad, de 12% a 6% de los depósitos sujetos a encaje. Al 31 de diciembre de 2009, el 41,7% del sistema bancario hizo uso de la medida y recompuso la estructura de su cartera, mientras que en el sistema no bancario su impacto alcanzó al 28% del sector. Como resultado de la aplicación de la medida señalada y de otras políticas, la cartera en MN presentó un crecimiento sostenido, lo mismo que la bolivianización del crédito (Gráfico 4.3).

**GRÁFICO 4.3**  
**CARTERA EN MN Y BOLIVIANIZACIÓN**  
(Saldos en millones de bolivianos y porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: La bolivianización de cartera se calcula como el porcentaje que representa la cartera en MN y UFV del total de la cartera del sistema financiero

### 1.2.2 Operaciones de Mercado Abierto<sup>71</sup>

El Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos para las OMA, en función a las metas del Programa Monetario y al desempeño estimado de la economía. Con base a esos lineamientos y al pronóstico de la liquidez del sistema financiero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) semanalmente establece montos, plazos y denominación de la oferta de valores públicos, así como también las tasas premio base y montos disponibles para operaciones de reporto. En octubre de 2009, el Directorio otorgó al COMA la potestad de determinar la periodicidad de sus sesiones, las mismas que fueron establecidas cada dos semanas, medida que implicó una mayor inyección de liquidez debido a la menor frecuencia de las subastas.

El BCB administra también las emisiones de valores públicos que realiza el TGN para 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 el gasto público, la reducción de la cantidad de dinero se anula y la oferta monetaria queda inalterada. Otra particularidad de las emisiones del TGN es que las mismas se concentran en el mediano y largo plazo, a diferencia de las del BCB que están concentradas en operaciones de hasta un año.

El saldo total de valores públicos finalizó el año en Bs18.488 millones, nivel 13% inferior al registrado al cierre de 2008 (Cuadro 4.5). Esta disminución se explica por la política monetaria expansiva ejecutada durante la gestión. En este sentido, el saldo de colocaciones netas de títulos de regulación monetaria disminuyó 30% con respecto a diciembre de 2008 y cerró la gestión en Bs10.764 millones.<sup>72</sup>

**CUADRO 4.5**  
**SALDOS NETOS DE VALORES PÚBLICOS<sup>1/</sup>**  
(Valor nominal en millones)

| MES             | Valores del BCB (OMA) |                  |                     | Valores del TGN  |                  |                     | TOTAL                 |
|-----------------|-----------------------|------------------|---------------------|------------------|------------------|---------------------|-----------------------|
|                 | MN <sup>2/</sup>      | ME <sup>3/</sup> | TOTAL <sup>4/</sup> | MN <sup>2/</sup> | ME <sup>3/</sup> | TOTAL <sup>4/</sup> | GENERAL <sup>4/</sup> |
| Diciembre -2008 | 15.307                | 6                | 15.350              | 5.583            | 53               | 5.950               | 21.300                |
| enero-2009      | 15.730                | 10               | 15.800              | 5.689            | 49               | 6.033               | 21.832                |
| febrero         | 15.585                | 12               | 15.669              | 5.813            | 43               | 6.115               | 21.784                |
| marzo           | 15.795                | 11               | 15.873              | 6.434            | 40               | 6.715               | 22.588                |
| abril           | 15.471                | 7                | 15.522              | 7.201            | 32               | 7.423               | 22.946                |
| mayo            | 14.722                | 2                | 14.739              | 7.586            | 22               | 7.737               | 22.476                |
| junio           | 14.159                | 0                | 14.162              | 7.744            | 14               | 7.843               | 22.005                |
| julio           | 13.006                | 0                | 13.008              | 7.795            | 5                | 7.831               | 20.839                |
| agosto          | 12.600                | 1                | 12.604              | 7.910            | 5                | 7.942               | 20.546                |
| septiembre      | 11.880                | 1                | 11.886              | 7.831            | 4                | 7.859               | 19.745                |
| octubre         | 11.368                | 1                | 11.376              | 7.780            | 4                | 7.808               | 19.184                |
| noviembre       | 11.074                | 1                | 11.079              | 7.737            | 4                | 7.765               | 18.845                |
| Diciembre -2009 | 10.762                | 0                | 10.764              | 7.696            | 4                | 7.724               | 18.488                |

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 utilizaron la UFV y el tipo de cambio de compra de fin de mes, respectivamente. Las cifras difieren de las del programa monetario por la utilización en éste de un tipo de cambio fijo para el dólar y UFV, así como por la aplicación a los saldos de valor descontado

En un contexto de menores ingresos esperados, el TGN incrementó sus colocaciones netas en Bs1.774 millones, finalizando las mismas en Bs7.724 millones, pero con una reducción importante en su costo y un marcado incremento en su plazo que redujo los riesgos de refinanciamiento. Cabe acotar que el BCB y el TGN priorizaron la colocación de valores en MN para coadyuvar al mayor uso de la moneda nacional y evitar descalces en sus balances. Como resultado, el saldo de valores denominados en ME representó sólo el 0,17% del total.

El BCB redujo sistemáticamente la oferta de valores durante el 2009, política que junto con los vencimientos de la gestión derivó en una importante inyección de recursos al sistema financiero. A diferencia de lo ocurrido en 2008, el BCB mantuvo una oferta acotada de valores denominados en UFV, mientras que dicha denominación fue eliminada por el TGN a partir de la segunda mitad del año. La oferta de valores públicos en dólares se mantuvo restringida a niveles mínimos y únicamente con el objetivo de señalar las tasas de interés del mercado.

<sup>71</sup> 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 los medios de pago en la economía.

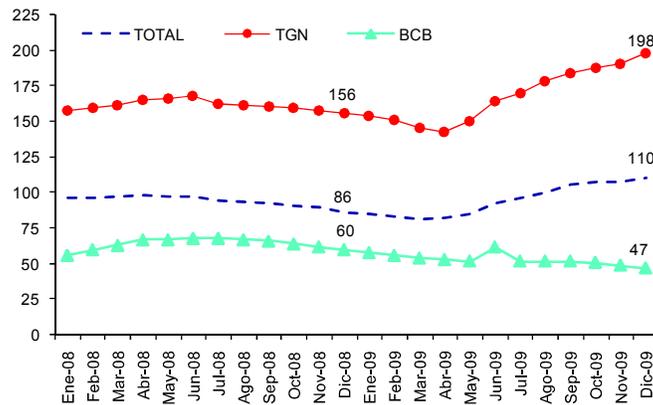
<sup>72</sup> Este saldo incluye las colocaciones por venta directa.

Cabe destacar que el esfuerzo realizado en las gestiones 2007 y parte de 2008, bajo la premisa de una política orientada al control de la inflación, brindó un importante flujo de vencimientos para la gestión 2009, lo cual favoreció la inyección neta de recursos y contribuyó a la disminución del plazo promedio de vencimientos de títulos de regulación monetaria.

En efecto, el importante flujo de vencimientos de valores a mayores plazos y la concentración de las colocaciones del

BCB en el corto plazo, permitieron reducir el plazo promedio de vencimientos del BCB a 47 semanas, equivalente a 0,9 años. Por su parte, el TGN mantuvo la política de alargar el plazo promedio de su deuda, reduciendo la concentración de sus vencimientos y el riesgo de refinanciamiento que deriva de ésta, objetivo por el cual introdujo valores a 15, 20 y 30 años plazo en MN. Así, el plazo promedio de sus vencimientos se incrementó en 42 semanas, finalizando la gestión en 198 semanas equivalentes aproximadamente a 3,8 años (Gráfico 4.4).

**GRÁFICO 4.4**  
**PLAZO PROMEDIO DE VENCIMIENTOS DE VALORES PÚBLICOS**  
(En semanas)

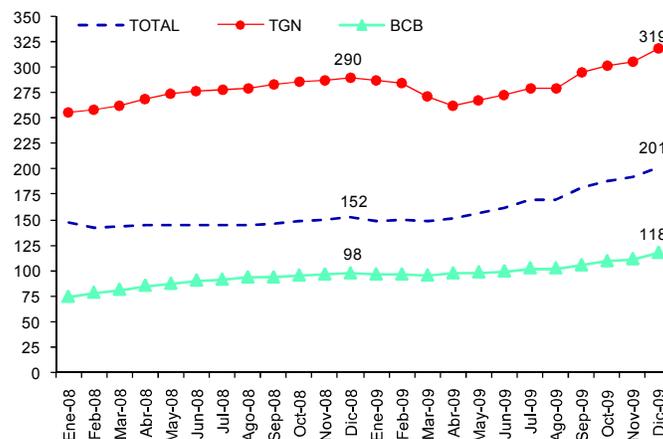


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias

Una lectura similar ofrece la evolución del plazo promedio de las colocaciones del TGN. Este indicador se incrementó en 29 semanas, ascendiendo a 319 semanas (Gráfico 4.5). El plazo promedio de las colocaciones del BCB alcanzó al cierre de 2009 a 118 semanas, reflejando un incremento de

20 semanas respecto a la gestión anterior, obedeciendo al importante flujo de vencimientos de valores de corto plazo (91 - 182 días) que no fueron renovados en su totalidad sino parcialmente.

**GRÁFICO 4.5**  
**PLAZO PROMEDIO DE COLOCACIONES DE VALORES PÚBLICOS**  
(En semanas)



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

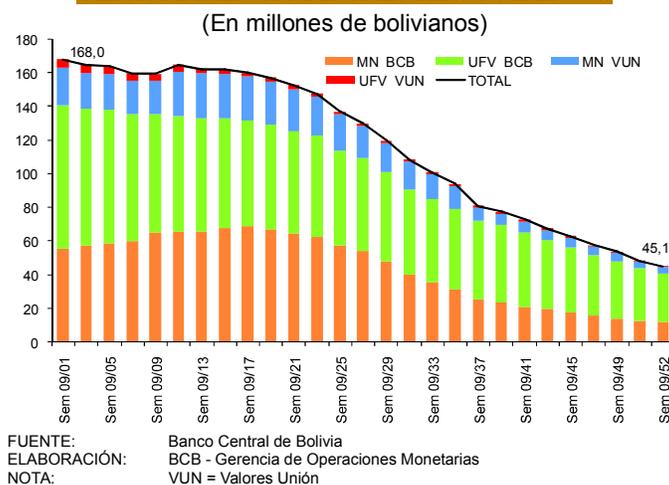
Al igual que en la gestión anterior y debido al elevado nivel alcanzado por las reservas internacionales, no fue necesario el empleo del Servicio Extendido de Depósitos (SED) en moneda extranjera (ME) ni tampoco del Servicio Restringido de Depósitos (SRD) en ME debido a que la posibilidad de salida de capitales al exterior permaneció acotada por la presencia de tasas de interés internacionales en niveles cercanos a cero.

### 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 política monetaria sobre las tasas del sistema 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.<sup>73</sup> Originalmente, se ofrecieron bajo este esquema LT en MN a 91, 182 y 364 días, y en UFV a 364 días. Posteriormente, la oferta se extendió a valores en MN a 28 y 56 días, y a 182 días en UFV, los cuales se dejaron de ofertar a partir del tercer trimestre de 2009 por presentar tasas estimadas de rendimiento negativas debido a la caída a niveles cercanos a cero de las tasas de adjudicación de subasta de los valores a mayor plazo, a partir de las cuales se estima la curva de rendimiento.

**GRÁFICO 4.6**  
**SALDO DE COLOCACIONES NETAS**  
**VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS**



El saldo de colocaciones netas del BCB bajo este mecanismo se contrajo en Bs123 millones durante la gestión hasta llegar a Bs45 millones al cierre de 2009. El cambio de orientación de la política monetaria dio como resultado tasas de retorno

muy bajas. Este comportamiento habría motivado a los tenedores de estos valores a redimirlos a su vencimiento, favoreciendo de esta manera una expansión del gasto para apuntalar la demanda agregada (Gráfico 4.6, 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. <sup>1/</sup> |
|-----------------|---------------|-------|-------|--------|--------|---------|---------|----------------------------|
|                 | 28-MN         | 56-MN | 91-MN | 182-MN | 364-MN | 182-UFV | 364-UFV |                            |
| Diciembre -2008 | 3             | 3     | 19    | 23     | 27     | 15      | 48      | 168                        |
| enero-2009      | 1             | 2     | 16    | 29     | 30     | 13      | 43      | 161                        |
| febrero         | 1             | 2     | 16    | 30     | 32     | 13      | 37      | 156                        |
| marzo           | 1             | 1     | 17    | 39     | 35     | 11      | 35      | 162                        |
| abril           | 3             | 1     | 18    | 38     | 35     | 11      | 32      | 160                        |
| mayo            | 3             | 1     | 15    | 35     | 33     | 11      | 30      | 150                        |
| junio           | 1             | 1     | 12    | 31     | 31     | 12      | 26      | 134                        |
| julio           | 0             | 0     | 6     | 21     | 29     | 10      | 24      | 108                        |
| agosto          |               |       | 3     | 16     | 27     | 9       | 23      | 94                         |
| septiembre      |               |       | 1     | 6      | 24     | 8       | 23      | 77                         |
| octubre         |               |       | 0     | 2      | 21     | 6       | 21      | 66                         |
| noviembre       |               |       | 0     | 1      | 19     | 4       | 19      | 55                         |
| Diciembre -2009 |               |       | 0     | 0      | 15     | 2       | 18      | 45                         |

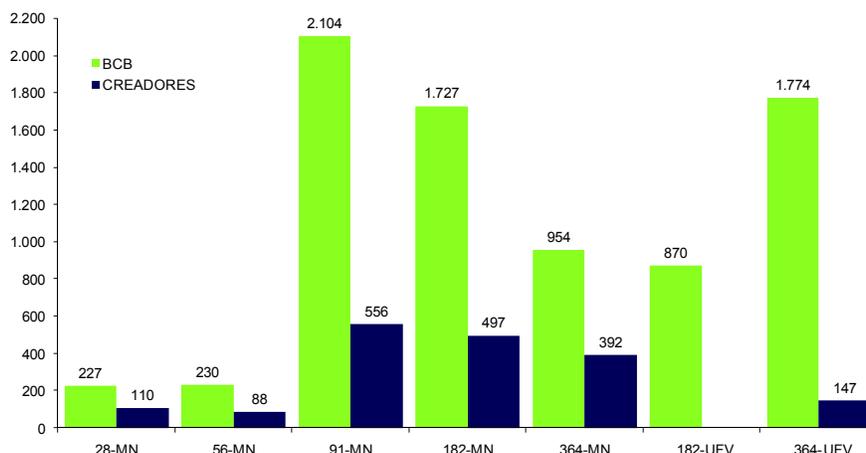
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias  
NOTA: <sup>1/</sup> Para la conversión de UFV a MN se utilizó la UFV de fin de mes

<sup>73</sup> Están excluidas de las ventas directas las entidades financieras con licencia de funcionamiento otorgada por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero.

Desde el inicio del programa de ventas directas hasta diciembre de 2009, un total de 9.676 personas compraron los valores del BCB. De éstas, 82% lo hicieron directamente en Mesa de Dinero del BCB y el resto a través del Creador de Mercado, Valores Unión (VUN). El plazo de mayor preferencia fue de 91 días en MN, en el cual 2.660 personas adquirieron valores. Los plazos de menor demanda fueron

los de 28 y 56 días en MN y 182 días en UFV (Gráfico 4.7). Es importante destacar que el 66% del saldo a fin de período corresponde a valores denominados en UFV y el 34% restante a valores en MN. La preferencia por valores en UFV, originada en sus mayores rendimientos reales y en sus mayores plazos relativos de colocación, posibilitó una reducción más gradual en su saldo.

**GRÁFICO 4.7**  
**NÚMERO DE PARTICIPANTES VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS**  
(Acumulado)



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

#### 1.2.4 Operaciones de reporto y créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL<sup>74</sup>

En términos brutos, durante 2009 el BCB inyectó Bs117 millones al sistema financiero mediante operaciones de reporto en MN (Cuadro 4.7). Este monto es el más bajo de los últimos 10 años y representa una caída de Bs2.158 millones con relación a la gestión previa, que obedece al

importante y continuo excedente de liquidez observado en el sistema financiero. La demanda por reportos en MN respondió únicamente a obligaciones tributarias estacionales y puntuales. Cabe destacar que la autoridad monetaria mantuvo la tasa base de reporto en ME muy por encima de las tasas interbancaria y de reporto en bolsa para coadyuvar a la remonetización del mercado monetario y a las operaciones del sistema financiero.

**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 | (%)         |
| <b>2008</b>  |                  |             |               |             |
| Diciembre    | 91.120           | 13,4        | 0             | 0,0         |
| <b>TOTAL</b> | <b>2.274.410</b> |             | <b>47.626</b> |             |
| <b>2009</b>  |                  |             |               |             |
| Enero        |                  |             |               |             |
| Febrero      | 91.675           | 12,0        |               |             |
| Marzo        |                  |             |               |             |
| Abril        |                  |             |               |             |
| Mayo         | 24.999           | 12,0        |               |             |
| Junio        |                  |             |               |             |
| Julio        |                  |             |               |             |
| Agosto       |                  |             |               |             |
| Septiembre   |                  |             |               |             |
| Octubre      |                  |             |               |             |
| Noviembre    |                  |             |               |             |
| Diciembre    |                  |             |               |             |
| <b>TOTAL</b> | <b>116.674</b>   |             | <b>0</b>      |             |

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

<sup>74</sup> 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 al cabo de un plazo determinado. El BCB efectúa estas operaciones con 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 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.

Las operaciones de crédito con garantía de los recursos depositados en los Fondos RAL son otro mecanismo que utiliza la autoridad monetaria para proveer liquidez al sistema financiero. En 2009, estos créditos en MN alcanzaron a Bs3 millones, mostrando una disminución de Bs1.052 millones con relación al año precedente. En el segundo trimestre del año se registraron más del 60% de estas operaciones (Bs2 millones).

En operaciones en ME, los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL fueron la fuente más importante para obtener

liquidez, situación relacionada con la existencia de pocos valores vigentes en esta denominación que puedan ser utilizados como colaterales para operaciones de reporto. No obstante, durante la gestión estos créditos totalizaron \$us11 millones, equivalente a Bs75 millones y fueron los montos más bajos de los últimos tres años, reflejando una caída del 96% respecto a 2008 (Cuadro 4.8).

La disminución en la solicitud de créditos de liquidez obedeció a que el sistema financiero se mantuvo líquido durante toda la gestión.

**CUADRO 4.8**  
**CRÉDITOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO RAL**  
(En millones de Bs)

| Período      | Moneda Nacional |              |          | Moneda Extranjera |              |           |
|--------------|-----------------|--------------|----------|-------------------|--------------|-----------|
|              | 2007            | 2008         | 2009     | 2007              | 2008         | 2009      |
| Enero        |                 |              | 1        | 50                |              | 0         |
| Febrero      |                 |              |          | 201               |              | 63        |
| Marzo        |                 | 2            |          | 479               |              | 1         |
| Abril        |                 | 141          | 0        | 17                | 199          | 10        |
| Mayo         |                 | 93           | 1        | 37                | 225          | 1         |
| Junio        |                 | 25           | 0        | 28                | 129          |           |
| Julio        |                 | 82           |          |                   | 60           | 0         |
| Agosto       |                 | 117          |          |                   | 307          | 0         |
| Septiembre   |                 | 178          |          |                   | 269          |           |
| Octubre      |                 | 137          |          | 119               |              |           |
| Noviembre    | 67              | 281          | 0        | 405               | 0            | 0         |
| Diciembre    |                 | 1            |          | 656               | 35           |           |
| <b>TOTAL</b> | <b>67</b>       | <b>1.055</b> | <b>3</b> | <b>1.262</b>      | <b>1.954</b> | <b>75</b> |

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

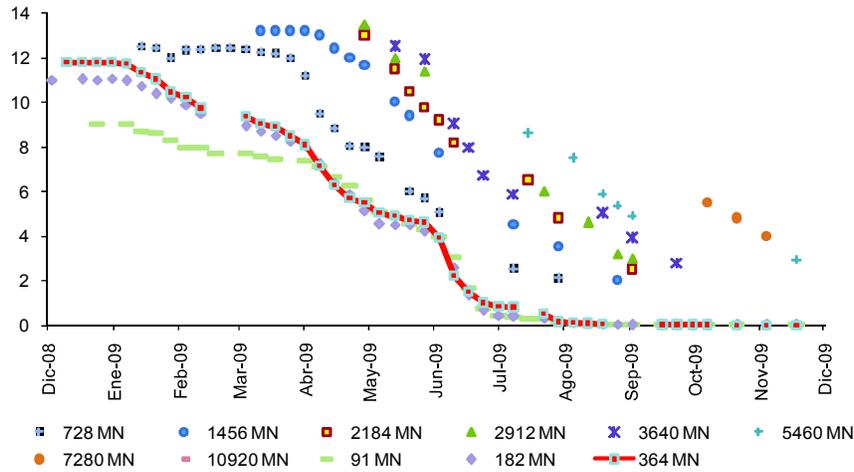
### 1.2.5 Tasas de adjudicación de valores públicos

Como resultado de la política monetaria expansiva, las tasas de rendimiento de los valores públicos en moneda nacional se redujeron a niveles mínimos, buscando alentar el consumo y la inversión a fin de apuntalar la demanda agregada. La Tasa Efectiva Anualizada (TEA) del BCB a 91 días en MN cerró la gestión en 0,004%, lo que representa una caída anual de 902 puntos básicos (pb) (Gráfico 4.8). De igual manera, la TEA de valores a 182 y 364 días disminuyó en

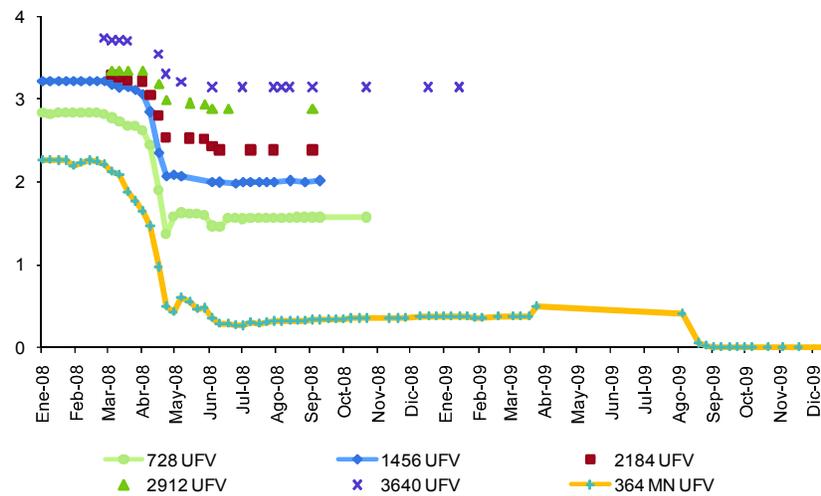
1.108pb y 1.178pb, respectivamente. Los rendimientos de los bonos de mayor plazo reflejaron la misma tendencia.

En ME, la caída fue de 396pb y obedeció a la decisión de ofertar un monto marginal para marcar el mercado, contribuyendo de esta manera con la política de bolivianización de la economía. La tasa de valores en UFV a un año presentó una ligera disminución (38pb) debido a una demanda robusta originada en su mejor rendimiento relativo, principalmente al finalizar la gestión.

**GRÁFICO 4.8**  
**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 364 días se exhibe la TEA (Tasa efectiva Anualizada)  
Para plazos mayores a 364 días se exhibe la Tasa de Rendimiento

### 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.

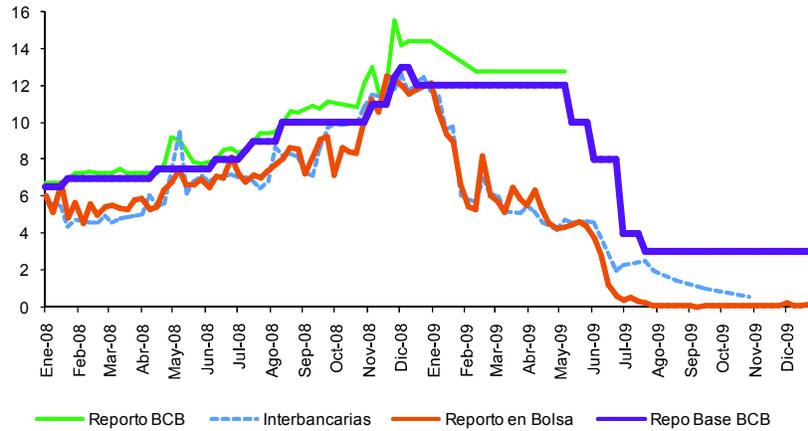
Preservando su condición de tasa techo del mercado monetario en MN, la tasa de reportos del BCB fue reducida sistemáticamente en línea con la evolución de las tasas de adjudicación y con la postura de la política monetaria. Concluyó la gestión en 3%, 1.000pb por debajo del cierre

del año pasado. Esta reducción acotada formó parte de las medidas que ejecutó la autoridad monetaria para estimular la economía, evitando cualquier posibilidad de arbitraje a través de operaciones cambiarias o de inversiones en UFV.

Las tasas interbancarias y de reportos en MN de la BBV registraron caídas importantes durante la gestión (1.185pb y 1.187pb) cerrando el año en niveles de 0,6% y 0,13%, respectivamente. Esta reducción guarda una estrecha relación con la menor necesidad de liquidez de corto plazo de las entidades financieras y con la disminución de las tasas de corto plazo de los valores públicos del BCB (Gráfico 4.9).

**GRÁFICO 4.9**  
**PROMEDIO PONDERADO DE LA TASA EFECTIVA ANUALIZADA**  
**EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS MN**

(En porcentajes)



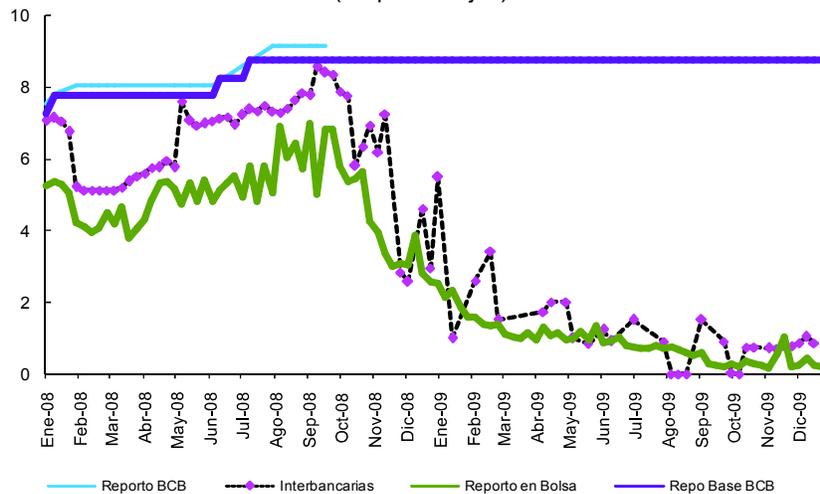
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias

En la misma línea y bajo una clara señal de reducción de las tasas de títulos públicos, las tasas del mercado monetario en ME mostraron una marcada tendencia decreciente. La tasa interbancaria en ME presentó un descenso de 208pb respecto al año anterior, finalizando en 0,86%. Esta reducción

se explica también por la influencia del contexto internacional en el mercado monetario en esta denominación. Similar comportamiento experimentó la tasa de reportos de la BBV en ME (Gráfico 4.10).

**GRÁFICO 4.10**  
**PROMEDIO PONDERADO DE LA TASA EFECTIVA ANUALIZADA**  
**EN OPERACIONES MENORES A 30 DÍAS ME**

(En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Monetarias  
 NOTA: La tasa reporto BCB corresponde a la tasa registrada en operaciones realizadas. La tasa reporto base BCB corresponde a la tasa establecida por el COMA

El BCB mantuvo sin movimiento la tasa de reporto en ME durante la gestión 2009, debido al excedente de liquidez existente en dicha moneda y a la decisión de mantener una

elevada prima de liquidez para favorecer las operaciones en moneda nacional.

### 1.3 CRÉDITOS DEL BANCO CENTRAL

#### 1.3.1 Crédito al Tesoro General de la Nación

Con la finalidad de permitirle al BCB un manejo adecuado de la política monetaria, todo crédito del BCB al Tesoro General de la Nación deberá estar enmarcado dentro del Programa Monetario anualmente determinado por el ente emisor, conforme al 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 a favor del Tesoro Nacional, con voto favorable de dos tercios de los miembros presentes en reunión de su Directorio, en los siguientes casos:

- a) Para atender necesidades impostergables derivadas de calamidades públicas, conmoción interna o internacional, declaradas mediante Decreto Supremo.
- b) Para atender necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del Programa Monetario".

#### Crédito de emergencia

El MEFP solicitó al BCB una línea de crédito de Emergencia Nacional por el equivalente a \$us600 millones, que fue

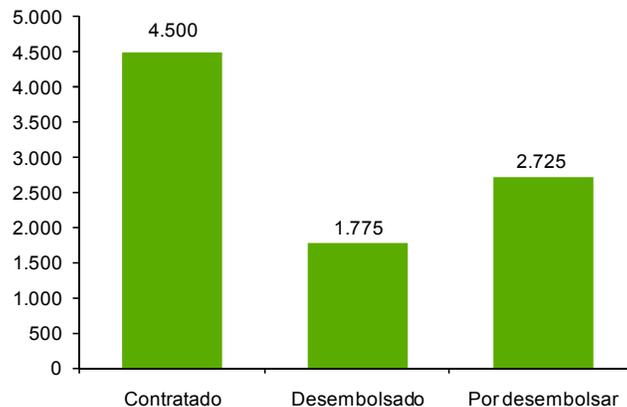
aprobada mediante Resolución de Directorio No. 24/2008 de 17 de marzo de 2008, atendiendo al Decreto Supremo No.29438 que declaró situación de Desastre Nacional por los fenómenos hidro-meteorológicos y climáticos adversos provocados por el Fenómeno de "La Niña", en el marco de situaciones excepcionales contempladas en el inciso a) del artículo 22 de la Ley 1670.

El Decreto Supremo No. 162 de 10 de junio de 2009, dispuso que el BCB desembolse en bolivianos el saldo pendiente del crédito de emergencia otorgado el 2008 al MEFP. Para tal efecto, este Ministerio con el objeto de profundizar el proceso de bolivianización solicitó al BCB el cambio de denominación de este crédito de dólares estadounidenses a bolivianos.

En este sentido, el saldo desembolsado a fines del 2009 fue de Bs1.775 millones, quedando un saldo por desembolsar de Bs2.725 millones, los mismos que podrán ser otorgados hasta el 31 de diciembre de 2010 (Gráfico 4.11).

Cabe destacar, que en enero el BCB desembolsó por esta línea de crédito \$us10 millones, antes del cambio de denominación de moneda.

**GRÁFICO 4.11**  
**CRÉDITO DE EMERGENCIA AL TGN**  
(Saldos en millones de bolivianos)



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

#### Crédito de liquidez

En el Acuerdo de Ejecución del Programa Financiero Nacional 2009 suscrito entre el MEFP y el BCB se estableció en su Artículo 5 que la deuda por créditos de liquidez del BCB al TGN estaría sujeta a un techo de 2,2% del PIB. Sin embargo, dadas las condiciones favorables de las finanzas públicas observadas durante esta gestión, el TGN no requirió este tipo de financiamiento.

#### 1.3.2 Crédito a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB)

En septiembre de 2009, los Presidentes de YPFB y del BCB suscribieron un contrato de crédito por \$us1.000 millones, con la finalidad exclusiva de financiar proyectos de inversión a ser ejecutados por YPFB de acuerdo con un plan de inversiones. La suscripción de este contrato fue amparada por la Ley del Presupuesto General de la Nación 2009 (PGN) que en su artículo 46 autorizó al BCB a otorgar un crédito

extraordinario a YPFB hasta el equivalente de \$us1.000 millones en condiciones concesionales; y fue puesta a conocimiento del público y de las instancias de control correspondientes (Ministerio de Transparencia y Lucha Contra la Corrupción, Contraloría General de la República, Control Social y sociedad civil en general).

El plazo de este crédito es de 20 años, con un período de gracia a capital de 5 años y un interés de 1% anual pagadero de forma semestral a partir del primer desembolso. Hasta el 31 de diciembre de 2009 no se realizaron desembolsos por este crédito.

### 1.3.3 Crédito al sistema financiero

El saldo de acreencias con entidades financieras en proceso de liquidación alcanzó a Bs1.867 millones al 31 de diciembre de 2009, registrando una disminución parcial en la gestión de Bs274 millones.

El BCB cumplió con las conclusiones del dictamen de la Contraloría General del Estado con respecto a las acreencias del ex Banco del Estado (BANEST) en favor del BCB, por lo que se procedió al retiro de Bs38 millones de las cuentas de orden.

En cumplimiento al artículo 3° del Decreto Supremo No. 29889 y la Ley No. 3252, el ente emisor efectuó la disminución parcial de las acreencias extraconcursoales con el BIDESA en liquidación por Bs236 millones y solicitó al TGN la respectiva emisión del bono por dicho importe. Como resultado de esta operación se realizó la disminución parcial de las provisiones de créditos incobrables del BIDESA en liquidación por el importe señalado.

De acuerdo con la Ley No. 3252 se solicitó al MEFP la emisión de bonos por Bs3 millones correspondientes a la gestión 2008 y Bs0,02 millones a la gestión 2009, por la transferencia de inmuebles desde las Intendencias liquidadoras de los Bancos Sur, Cochabamba y BIDESA a las alcaldías municipales.

### Cartera ex BBA

Por el apoyo financiero otorgado a las entidades financieras que ingresaron en proceso de liquidación y/o venta forzosa, el BCB recibió en dación en pago cartera de créditos y bienes muebles e inmuebles. Desde diciembre de 2006, debido a la conclusión del contrato de Mandato de Administración suscrito entre el BCB y el Banco Mercantil S.A., el BCB asumió la administración directa de la cartera de créditos y de los bienes muebles e inmuebles recibidos en dación en pago del ex BBA por un monto de Bs663 millones. Durante la administración directa del BCB, la recuperación de esta cartera alcanzó a Bs47 millones en efectivo de los cuales Bs13 millones correspondieron a la gestión 2009. Si a esta recuperación se le agregan los recursos obtenidos por bienes

muebles e inmuebles el monto recuperado asciende a Bs25 millones. El castigo a capital de esta cartera en 2009 ascendió a Bs3 millones, por lo que al cierre de la gestión se registró un saldo a capital de Bs475 millones.

### Cartera antigua en mora

La cartera antigua comprende la cartera de créditos recibida por el BCB en dación en pago de los ex Bancos Progreso S.A.M., Banco Potosí, cartera refinanciada devuelta por el ex Banco de Crédito Oruro S.A. y cartera recibida en administración del ex INALPRE. En 2009 se recuperó Bs1 millón en efectivo y se realizaron castigos de cartera por Bs0,2 millones a capital, registrándose al 31 de diciembre de 2009 un saldo de Bs98 millones.

Mediante Resolución de Directorio No. 069/2009 se aprobaron políticas transitorias de incentivos por el pago total y reprogramación de créditos con el propósito de agilizar el proceso de recuperación de la cartera. En ambos casos, las políticas aprobadas prevén la condonación total de intereses penales y moratorios.

### Bienes cedidos en dación en pago y adjudicados cartera ex BBA y antigua en mora

En cumplimiento del Decreto Supremo No. 29551 de 8 de mayo de 2008 y Resolución de Directorio del BCB No. 062/2008 de 13 de mayo de 2008, el BCB procedió a la transferencia física de bienes inmuebles recibidos en dación en pago y adjudicados judicialmente al TGN por un valor de Bs66 millones, para su administración por el SENAPE.

En la gestión 2009 se vendieron bienes muebles por Bs0,09 millones y se procedió a la baja de bienes por Bs0,06 millones.

## 1.4 BASE MONETARIA Y AGREGADOS MONETARIOS

A diciembre de 2009, las tasas de crecimiento interanuales de todos los agregados monetarios fueron inferiores a las registradas en diciembre de 2008, mientras que el crecimiento de la base monetaria fue a una tasa mayor reflejando la fuerte acumulación de excedentes de encaje legal (Cuadro 4.9). Estos resultados se deben al efecto estadístico de comparar las cifras con un período de crecimientos inusuales de los agregados en moneda nacional, explicado por el importante aumento de la preferencia por el boliviano con relación al dólar. En efecto, las tasas interanuales de crecimiento de los agregados monetarios presentaron altos incrementos sucesivos hasta septiembre de 2008 y posteriormente desaceleraciones acentuadas hasta fines del tercer trimestre de 2009, para luego registrar nuevamente incrementos aunque más moderados en el último trimestre. El comportamiento de los agregados monetarios no sólo se debe atribuir a la orientación de la política monetaria sino también a los cambios que determinaron una mayor preferencia por moneda nacional.

CUADRO 4.9

**EMISIÓN, BASE MONETARIA Y AGREGADOS MONETARIOS**

(Variaciones interanuales)

|                   | dic-07 | sep-08 | dic-08 | sep-09 | dic-09 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Base Monetaria    | 55,5   | 49,7   | 27,7   | 18,2   | 32,6   |
| Emisión Monetaria | 60,7   | 48,3   | 20,9   | -6,0   | 10,8   |
| M1                | 59,0   | 52,7   | 27,0   | -2,0   | 14,7   |
| M1                | 43,2   | 36,4   | 20,3   | 3,7    | 18,1   |
| M2                | 69,9   | 69,3   | 35,8   | -0,7   | 12,2   |
| M2                | 41,1   | 36,9   | 24,6   | 10,9   | 18,0   |
| M3                | 73,4   | 71,9   | 38,0   | 2,8    | 18,7   |
| M3                | 28,9   | 24,8   | 19,9   | 15,6   | 19,7   |

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

**1.4.1 Base monetaria<sup>75</sup>**

El crecimiento de la base monetaria total en 2009 fue de 32,6%. Según sus determinantes, esta expansión se debió principalmente a la acumulación de activos externos y a la

redención de títulos de regulación monetaria. Mientras que por el lado de los componentes de la demanda de base, el incremento se explicó casi íntegramente por la acumulación de excedente de encaje legal (Cuadro 4.10).

CUADRO 4.10

**BASE MONETARIA, DETERMINANTES Y COMPONENTES**

(Saldos en millones de bolivianos y variaciones)

|   | 2.008         | mar-09        | jun-09        | sep-09        | dic-09        | Variaciones 2009 |               |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|
|   |               |               |               |               |               | Absolutas        | Relativas (%) |
| <b>DETERMINANTES</b>                              | <b>22.293</b> | <b>19.820</b> | <b>21.046</b> | <b>24.306</b> | <b>29.568</b> | <b>7.276</b>     | <b>32,6</b>   |
| Reservas Internacionales Netas                    | 53.823        | 54.122        | 55.451        | 58.921        | 59.803        | 5.981            | 11,1          |
| Crédito Neto al Sector Público                    | -11.932       | -13.994       | -15.645       | -15.842       | -12.038       | -106             | -0,9          |
| Crédito a Bancos                                  | 1.681         | 1.669         | 1.659         | 1.377         | 1.364         | -318             | -18,9         |
| OMA <sup>1</sup>                                  | 15.462        | 15.877        | 14.238        | 11.994        | 10.917        | -4.545           | -29,4         |
| MN + UFV  | 15.420        | 15.799        | 14.235        | 11.987        | 10.914        | -4.506           | -29,2         |
| ME + CMV  | 43            | 77            | 3             | 6             | 3             | -40              | -93,4         |
| Otras Cuentas (Neto)                              | -5.817        | -6.099        | -6.180        | -8.156        | -8.644        | -2.724           | -46,8         |
| <b>COMPONENTES</b>                                | <b>22.293</b> | <b>19.820</b> | <b>21.046</b> | <b>24.306</b> | <b>29.568</b> | <b>7.276</b>     | <b>32,6</b>   |
| Billetes y Monedas                                | 15.807        | 13.714        | 14.030        | 14.321        | 17.080        | 1.272            | 8,0           |
| Reservas Bancarias                                | 6.485         | 6.107         | 7.017         | 9.985         | 12.489        | 6.003            | 92,6          |
| Depósitos Corrientes                              | 5             | 14            | 14            | 14            | 13            | 8                | 158,4         |
| Encaje Legal                                      | 5.223         | 4.944         | 5.652         | 8.635         | 10.640        | 5.418            | 103,7         |
| Otros   | 22            | 22            | 29            | -7            | 22            | 1                | 3,1           |
| Caja  | 1.236         | 1.127         | 1.321         | 1.344         | 1.813         | 577              | 46,7          |
| Componentes de las Reservas Bancarias por monedas |               |               |               |               |               |                  |               |
| MN  | 4.064         | 3.846         | 5.316         | 7.896         | 10.204        | 6.140            | 151,1         |
| UFV   | 845           | 611           | 487           | 460           | 417           | -427             | -50,6         |
| ME  | 1.575         | 1.649         | 1.212         | 1.627         | 1.866         | 291              | 18,5          |
| MVDOL   | 1             | 1             | 2             | 2             | 2             | 0                | 2,3           |
| <b>ITEMS PRO MEMORIA</b>                          |               |               |               |               |               |                  |               |
| BM en MN  | 20.716        | 18.170        | 19.832        | 22.677        | 27.700        | 6.985            | 33,7          |
| Emisión   | 17.043        | 14.841        | 15.350        | 15.665        | 18.892        | 1.849            | 10,8          |
| Crédito Interno Neto                              | -36.779       | -39.281       | -40.101       | -43.256       | -40.911       | -4.132           | -11,2         |

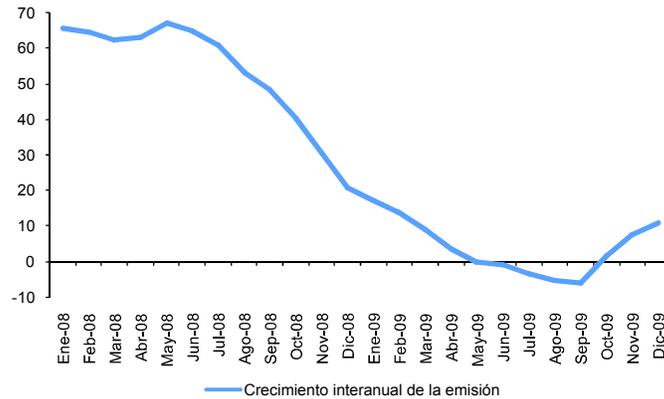
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: <sup>1/</sup> Las operaciones de mercado abierto se restan por tratarse de un instrumento de contracción de la base monetaria

La menor tasa de crecimiento de billetes y monedas en poder del público (8% después de haber alcanzado hasta 69,8% en mayo 2008), estaría explicada por la baja inflación y principalmente por los cambios hacia una mayor preferencia por moneda nacional. En efecto, la tasa de crecimiento interanual de la emisión monetaria presenta una alta

correlación con los cambios en la bolivianización que registró inflexiones, la primera en agosto 2008 debido a la incertidumbre originada en la crisis financiera internacional y la segunda en septiembre 2009 como resultado de las políticas adoptadas para preservar la bolivianización (Gráfico 4.12).

<sup>75</sup> La base monetaria está compuesta por los billetes y monedas en circulación y las reservas monetarias que las entidades financieras mantienen en el BCB. Dado el grado de dolarización financiera, estas últimas pueden ser en moneda nacional o extranjera, lo que lleva a definir la base considerando o no las reservas en moneda extranjera.

**GRÁFICO 4.12**  
**CRECIMIENTO DE LA EMISIÓN**  
(En porcentajes)



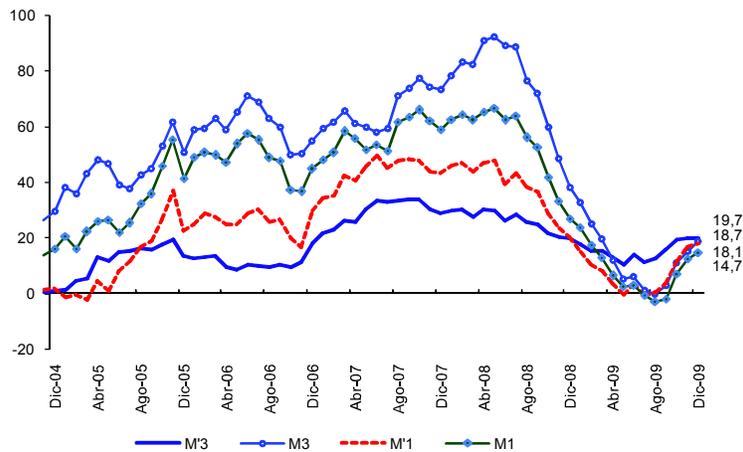
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

### 1.4.2 Medio Circulante y liquidez total

El agregado monetario M3 (circulante más depósitos totales en moneda nacional) pasó de tasas de crecimiento interanuales de 71,9% en septiembre de 2008 a 2,8% en septiembre de 2009, finalizando la gestión con una tasa de 18,7% (Gráfico 4.13). Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios que incluyen el circulante más los

depósitos en ME y MN (M'1 y M'3) mostraron menor variabilidad. En efecto, el crecimiento interanual del M'1 luego de haber alcanzado a 36,4% en septiembre de 2008, se desaceleró a 3,7% en septiembre de 2009 y aumentó a 18,1% en diciembre de 2009. Por su parte, el agregado monetario más amplio M'3, pasó de 24,8% a 15,6% y a 19,7%, respectivamente.

**GRÁFICO 4.13**  
**AGREGADOS MONETARIOS**  
(Tasas interanuales)

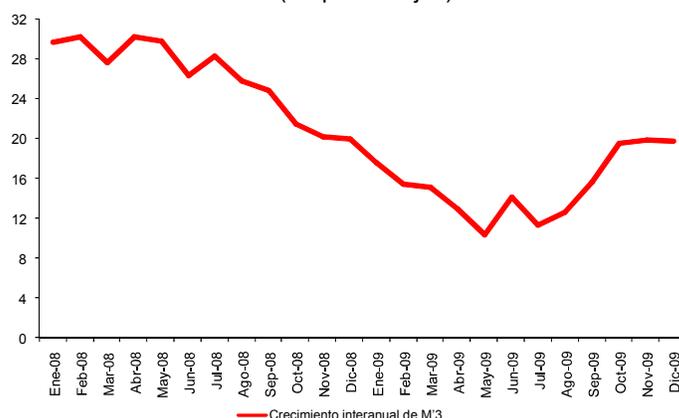


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Como resultado de las medidas implementadas, el boliviano está recuperando sus funciones de dinero. Las autoridades actuaron oportunamente con importantes medidas que fortalecieron la confianza en la moneda nacional. De este modo, a partir del segundo semestre de 2009 se retorna firmemente a la senda de la bolivianización, las variaciones

en las tasas de crecimiento de los agregados en MN fueron más pronunciadas en todos los casos, lo que tiene relación con el desvanecimiento de las expectativas infundadas en el mercado cambiario. El comportamiento descrito en el proceso de bolivianización, explica también la evolución del agregado monetario más amplio M'3 (Gráfico 4.14).

**GRÁFICO 4.14**  
**CRECIMIENTO DE M<sup>3</sup>**  
(En porcentajes)



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

A pesar de las fluctuaciones en las tasas anuales de crecimiento de los agregados monetarios, su comportamiento fue coherente con la demanda de dinero, sus determinantes y, principalmente, con la preferencia por moneda nacional.

### 1.4.3 Multiplicadores monetarios

Durante la gestión, todos los multiplicadores registraron caídas respecto a 2008 lo que produjo una menor creación secundaria de dinero (Cuadro 4.11) explicadas principalmente

por los coeficientes “r” y “r’” (que miden la relación reservas bancarias a depósitos). Estos coeficientes subieron no obstante el incremento importante de los depósitos debido a la fuerte acumulación de excedentes de encaje que las entidades financieras bancarias mantuvieron en el BCB. Estos excedentes constituyen recursos que las entidades financieras podrán canalizar al crédito en la gestión 2010, aprovechando las condiciones favorables de la economía boliviana.

**CUADRO 4.11**  
**COEFICIENTES Y MULTIPLICADORES MONETARIOS**

|      | Coeficientes monetarios |        |        |        |        |        | Multiplicadores monetarios |        |        |
|------|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------------------|--------|--------|
|      | c                       | a      | r      | c'     | a'     | r'     | m1                         | m3     | m'3    |
| 2001 | 1,8261                  | 0,4467 | 0,5526 | 0,4665 | 4,2105 | 0,0769 | 1,0764                     | 1,2465 | 6,5451 |
| 2002 | 2,1766                  | 0,4064 | 0,5335 | 0,4925 | 3,7439 | 0,0762 | 1,0853                     | 1,2242 | 6,1309 |
| 2003 | 2,3852                  | 0,5138 | 0,4764 | 0,5310 | 3,4434 | 0,0765 | 1,0898                     | 1,2552 | 5,7109 |
| 2004 | 2,7759                  | 1,0815 | 0,4125 | 0,7020 | 3,7817 | 0,0723 | 1,0389                     | 1,3365 | 5,2336 |
| 2005 | 3,0460                  | 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                  | 2,7122 | 0,2237 | 1,6067 | 3,7596 | 0,1385 | 1,0484                     | 1,8223 | 2,8096 |
| 2009 | 2,1789                  | 2,5377 | 0,3830 | 1,2923 | 3,3814 | 0,2157 | 0,8996                     | 1,6177 | 2,5360 |

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

$m1 = M1/BMmn = (c+1)/[c+r(1+a)]$   
 $m3 = M3/BMmn = (c + 1 + a)/[c + r(1+a)]$   
 $m'3 = M'3/BM = (c' + 1 + a')/[c' + r'(1+a')]$

c = C/DVmn      DV = depósitos vista  
a = Amn/DVmn      DA = depósitos en caja de ahorros  
r = Rmn/Dmn      DP = depósitos a plazo y otros  
C = circulante      D = DV + DA + DP = total depósitos

c' = C/DV  
a' = A/DV  
r' = R/D

A = DA + DP = cuasidinero  
R = reservas bancarias  
mn = moneda nacional + unidad de fomento de vivienda

En resumen, el comportamiento de los agregados monetarios en 2009 estuvo fuertemente determinado por el curso de la bolivianización. Por su parte, la base monetaria creció

principalmente por la acumulación voluntaria de reservas bancarias en el BCB, producto de las redenciones netas de títulos de OMA.

## 2 POLÍTICA CAMBIARIA

En 2009, se mantuvo estable el tipo de cambio en un contexto internacional de fuertes perturbaciones financieras y alta volatilidad de los tipos de cambio. En este sentido, la política cambiaria se orientó a preservar la bolivianización y la estabilidad financiera, respaldada por un elevado nivel de las reservas internacionales que ayudó a atenuar los efectos adversos del choque externo.

El régimen cambiario vigente en Bolivia es de tipo de cambio deslizando (*crawling peg*), con movimientos graduales y no anunciados de la paridad cambiaria. La estabilidad observada desde octubre de 2008 no significa que se haya adoptado un régimen de tipo de cambio fijo, que se puede ver afectado por ajustes bruscos y ocasionales (devaluaciones o revaluaciones), sino que se mantuvo la tasa de variación cambiaria en cero (*zero rate of crawl*).

A diferencia de los países de la región, la política cambiaria boliviana evitó movimientos bruscos del tipo de cambio que habrían afectado negativamente al sistema financiero, la asignación de recursos y la actividad económica. Conviene recordar que la moneda nacional se apreció moderadamente en 2006 y con mayor fuerza desde 2007 para mitigar las presiones inflacionarias externas y, adicionalmente, fomentar la bolivianización de la economía. Posteriormente, a partir de octubre de 2008, el tipo de cambio se mantuvo estable en un contexto de alta incertidumbre internacional. De esta forma, se evitaron apreciaciones y depreciaciones súbitas de magnitud como las observadas en otras economías de la región: "rodeos innecesarios" que habrían generado efectos negativos en la estabilidad del sistema financiero boliviano, actualmente en un proceso de bolivianización de sus

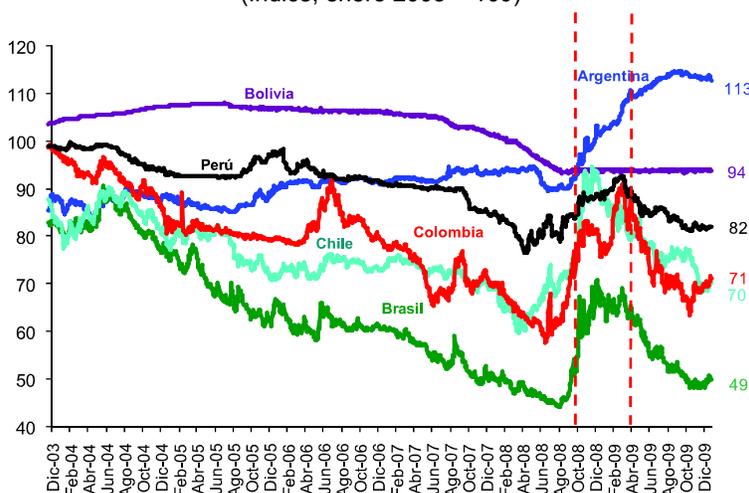
operaciones, en las expectativas infundadas de los agentes económicos sobre el valor de la moneda nacional por la amplificación de los medios y en la asignación de recursos por las distorsiones que habría implicado en los precios.

### 2.1 ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN 2009

En 2009, la orientación de la política cambiaria fue prudente con el objetivo de evitar los efectos negativos que la alta variabilidad cambiaria, como la observada en los principales socios comerciales del país, habría tenido sobre la actividad económica, el empleo y el sistema financiero. Además, se sustentó en el elevado nivel de las reservas internacionales con las que se contaba, las mismas que permitieron incrementar la oferta de divisas en el Bolsín y desvanecer las expectativas infundadas de depreciación en el contexto de la crisis financiera mundial, mitigando los efectos adversos del choque externo.

La estabilidad cambiaria no generó desalineamientos en la paridad cambiaria durante el 2009, puesto que el índice de tipo de cambio nominal de Bolivia (que toma como referencia el mes de enero de 2003) se ubicó por encima del correspondiente a los socios comerciales de la región, con excepción de Argentina. En efecto, luego de fuertes apreciaciones de las monedas de las economías de la región, éstas experimentaron depreciaciones significativas y rápidas en el segundo semestre de 2008, para luego retornar nuevamente a apreciaciones que persistieron a lo largo de 2009, corrigiendo la sobre reacción previa (Gráfico 4.15).

GRÁFICO 4.15  
TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS SUDAMERICANAS SELECCIONADAS  
(Índice, enero 2003 = 100)



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

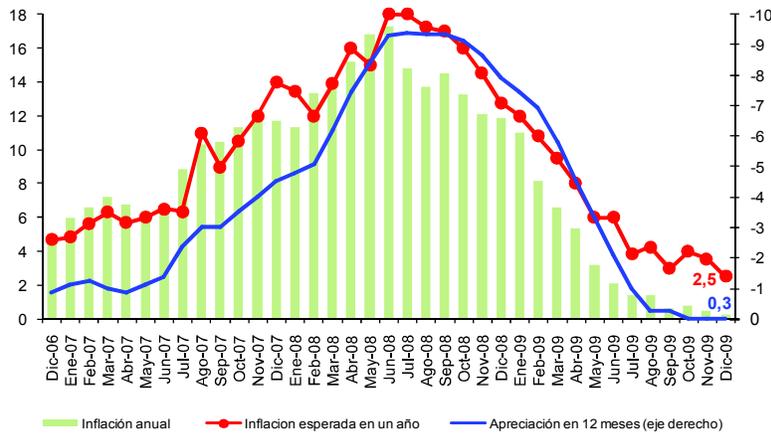
Justamente, para mitigar los efectos negativos de la sobre reacción cambiaria, los bancos centrales de varios países intervinieron frecuentemente en sus mercados de divisas, incluso en aquellos que tienen un régimen cambiario flexible. A pesar de ello, la volatilidad fue muy pronunciada, principalmente en Perú, Chile, Brasil y Colombia.

Al respecto, una excesiva volatilidad cambiaria es costosa porque las empresas, familias y el sistema financiero pueden sufrir pérdidas por descalce de monedas,<sup>76</sup> incrementos en la cartera en mora en moneda extranjera que afectan a la intermediación financiera y consecuentemente a la actividad productiva. En este contexto, la orientación de la política cambiaria en Bolivia no sólo contribuyó a la estabilidad

macroeconómica, sino también a preservar el proceso de bolivianización en las transacciones reales y financieras, y mantener la estabilidad del sistema financiero.

Además, la estabilidad cambiaria fue concordante con el principal objetivo del BCB de lograr una baja inflación. En efecto, la política de apreciación del boliviano en los últimos años fue consistente con el incremento de la inflación y el exceso de liquidez internacional, mientras que la menor tasa de apreciación en 2008 y la estabilidad del tipo de cambio nominal desde octubre de ese año fueron coherentes con la reducción de la inflación observada y esperada (Gráfico 4.16)

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



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

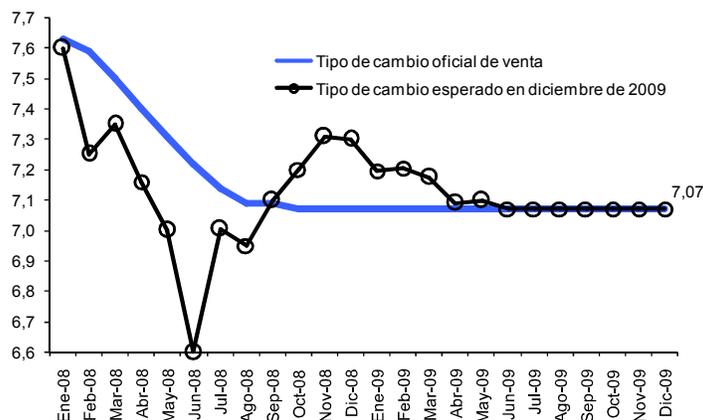
Por otro lado, la estabilidad de la paridad cambiaria ha contribuido a diluir las expectativas infundadas de depreciación que emergieron en el segundo semestre de 2008, por las depreciaciones de las monedas de la región debido a la irrupción de la crisis financiera internacional. En efecto, según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), desde junio de 2009 las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio convergieron al tipo de cambio oficial (Gráfico

4.17). La literatura sobre política económica bajo condiciones de incertidumbre señala que las respuestas deben ser prudentes, aspecto que es reforzado si existen costos de ajuste como los mencionados anteriormente.<sup>77</sup> Pese a algunas presiones, se mantuvo una posición firme y se evidenció que la política seguida fue la más adecuada, aspecto que fue respaldado por la opinión de organismos internacionales.

<sup>76</sup> El descalce significa que una familia o empresa tiene obligaciones (pasivos) en ME en una magnitud diferente a los activos en ME que posee. Por tanto, movimientos bruscos del tipo de cambio implican modificaciones en su riqueza y patrimonio.

<sup>77</sup> Para mayor detalle sobre política económica bajo incertidumbre remitirse a: W. Brainard (1967) "Uncertainty and the Effectiveness of Policy". *The American economic Review*. Vol. 57 No 2. Para el caso de los costos de ajuste, véase S. Turnovsky (1977) "Macroeconomic Analysis and Stabilization Policy". Cambridge: Cambridge University Press.

**GRÁFICO 4.17**  
**TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y ESPERADO**  
(Bolivianos por dólar estadounidense)

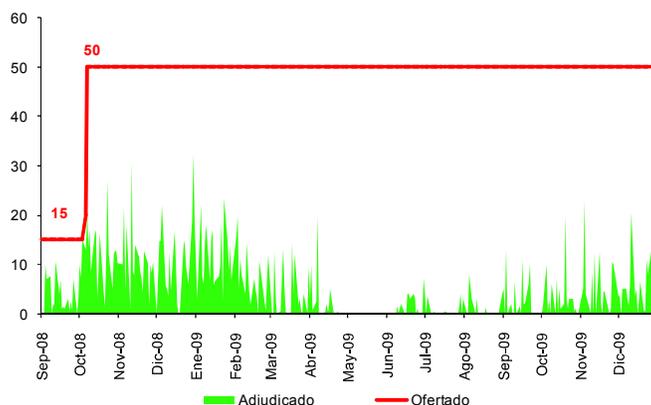


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La convergencia de las expectativas se explica también porque el BCB fue congruente con su posición en el mercado cambiario; así como acumuló reservas internacionales para que la apreciación sea moderada en los años de auge, incrementó la oferta diaria de divisas en el Bolsín de \$us15 millones a \$us50 millones a fines de 2008.<sup>78</sup> Esta mayor oferta se mantuvo en 2009 y se fortaleció la confianza en la

estabilidad del tipo de cambio, puesto que en ningún caso la cantidad demandada de divisas superó a la oferta diaria (Gráfico 4.18). La decisión de incrementar la cantidad ofertada de dólares estadounidenses a través del Bolsín fue respaldada por la elevada disponibilidad de divisas para proveer los recursos que demandaba el mercado.

**GRÁFICO 4.18**  
**MONTO DIARIO DE DIVISAS OFERTADO Y ADJUDICADO**  
(En millones de dólares estadounidenses)



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

En 2009, el BCB vendió divisas por \$us1.418 millones, superior en 34% a las ventas de la gestión anterior (Cuadro 4.12). Por otro lado, compró divisas por \$us722 millones, cifra menor en 69,2% a la registrada en 2008, debido principalmente a las menores compras al sector privado financiero.

Al igual que en el año anterior, el SPNF vendió más divisas al BCB que las que demandó, mientras que el sistema financiero se convirtió en demandante neto de divisas. La contribución de las empresas estatales fue fundamental para apuntalar las reservas internacionales del BCB.

<sup>78</sup> El Bolsín es el mecanismo por el cual el BCB vende divisas a las entidades financieras.

**CUADRO 4.12**  
**COMPRA Y VENTA DE DIVISAS**  
(En millones de dólares estadounidenses)

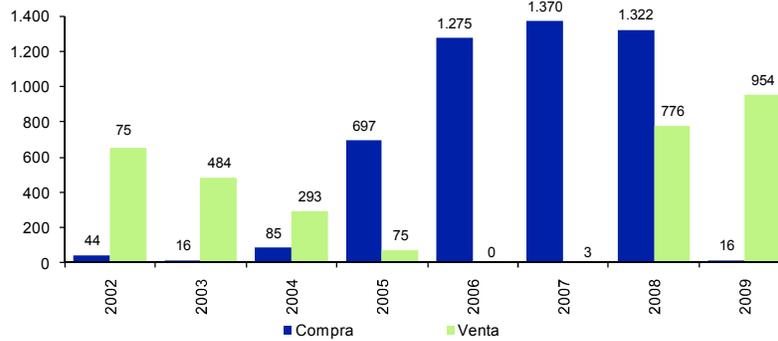
|                              | 2008           |                | 2009 <sup>p</sup> |                |
|------------------------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|
|                              | Compra         | Venta          | Compra            | Venta          |
| Sector Privado Financiero    | 1.321,7        | 776,0          | 16,2              | 953,6          |
| Sector Privado No Financiero | 103,1          | -              | 25,5              | -              |
| Sector Público No Financiero | 920,8          | 284,0          | 680,7             | 464,0          |
| <b>TOTAL</b>                 | <b>2.345,6</b> | <b>1.060,0</b> | <b>722,4</b>      | <b>1.417,6</b> |

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales  
NOTA: p: Cifras preliminares

De esta manera, los cambios más importantes en la compra y venta de divisas del BCB se observaron en las operaciones con las entidades financieras (Gráfico 4.19). Entre 2005 y 2008, éstas vendieron divisas al BCB en montos sustancialmente mayores a los de sus compras.

Contrariamente, en 2009 el BCB pasó a ser un proveedor neto de divisas, situación ocurrida en un contexto de crisis internacional pero que no debe considerarse como atípica, pues la característica de años previos fue la de ventas mayores a las compras.

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

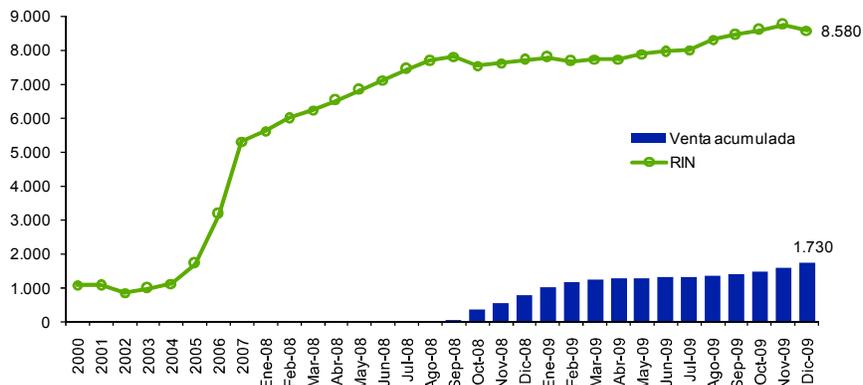


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

A pesar de las ventas de divisas realizadas al sistema financiero a partir de septiembre de 2008, las reservas internacionales del BCB se incrementaron en más de \$us858 millones, desde \$us7.722 millones al cierre del año 2008

hasta \$us8.580 millones a diciembre de 2009 (Gráfico 4.20). El elevado nivel de las RIN respaldó la aplicación de una política cambiaria estable. Esta situación no habría sido posible con los niveles de RIN observados antes de 2005.

**GRÁFICO 4.20**  
**VENTA DE DIVISAS Y EVOLUCIÓN DE LAS RIN**  
(En millones de dólares estadounidenses)

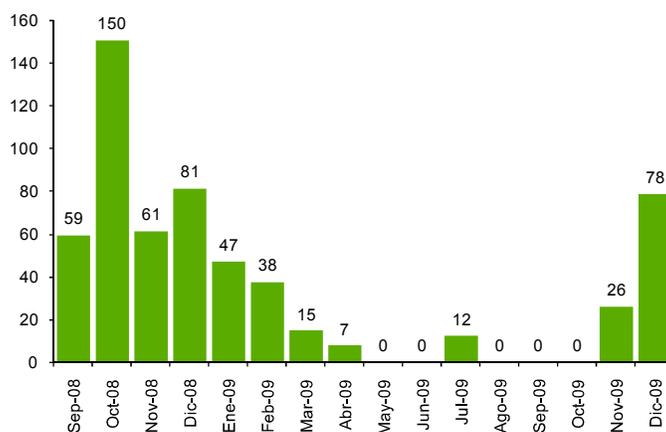


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB-Asesoría de Política Económica

Con el fin de evitar que las turbulencias financieras internacionales afecten al sistema financiero nacional y desincentivar los movimientos de capitales especulativos con efectos en el mercado cambiario, el Directorio del BCB, a través de la Resolución de Directorio No. 146/2008 de 16 de diciembre de 2008, disminuyó la comisión por transferencias de recursos del exterior que las entidades

financieras realizan a través del BCB de 1% a 0,6% e incrementó la comisión por transferencias al exterior de 0,2% a 0,6%, con vigencia a partir del 1 de enero de 2009. Como resultado de esta medida, las transferencias al exterior disminuyeron notablemente durante 2009, al punto de no presentarse ninguna transferencia en varios meses (Gráfico 4.21).<sup>79</sup>

**GRÁFICO 4.21**  
**TRANSFERENCIAS DEL SISTEMA FINANCIERO AL EXTERIOR**  
(En millones de dólares estadounidenses)



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

Con el propósito de limitar la salida de recursos al exterior, se revisaron los límites a las inversiones en el exterior con recursos de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y de Compañías de Seguros. En el año 2007 estos límites fueron incrementados de 10% a 12%, y en 2009 se redujeron nuevamente a 10%, de acuerdo al contexto externo observado.

Finalmente, con la finalidad de continuar promoviendo la remonetización financiera, evitar una eventual salida de los recursos al exterior e incentivar la recomposición de la cartera de créditos a moneda nacional, el Directorio del BCB mediante Resolución de Directorio No. 144/2009 del 15 de diciembre de 2009 aprobó modificaciones al Reglamento de Posición de Cambios de Entidades Bancarias y no Bancarias que disminuyeron los límites a la posición larga en ME, MVDOL y MN de 70% a 60% del valor del patrimonio contable y a la posición larga en MNUFV de 20% a 15% en una primera etapa y luego a 10% en una segunda. Según el análisis económico - financiero, el límite de posición cambiaria debe situarse en torno al nivel de dolarización, para preservar la relación activos ponderados por riesgo a patrimonio.<sup>80</sup> Esta norma entrará en vigencia a partir de marzo de 2010, con

el objetivo que las instituciones financieras más expuestas adecuen la composición de sus activos y pasivos a la norma.

La coyuntura reciente mostró que las RIN representan un respaldo importante para hacer frente a los efectos negativos de choques externos. Las RIN en términos del PIB, representa uno de los porcentajes más elevados a nivel internacional y el más alto a nivel regional. Su nivel guarda relación con las limitaciones de una economía en proceso de bolivianización, las potenciales obligaciones con el extranjero y, principalmente, el respaldo que provee al régimen cambiario actual de tipo de cambio deslizante.

## 2.2 OPERACIONES CAMBIARIAS EN EL MERCADO FINANCIERO

Con el propósito de evitar distorsiones en el mercado cambiario y limitar posiciones discriminatorias por asimetrías de información, el Directorio del BCB según Resolución de Directorio No. 031/2009 del 31 de marzo de 2009, aprobó un nuevo Reglamento de Operaciones Cambiarias, con vigencia a partir del 6 de abril de 2009. En esta norma se estableció un límite máximo al tipo de cambio de venta de

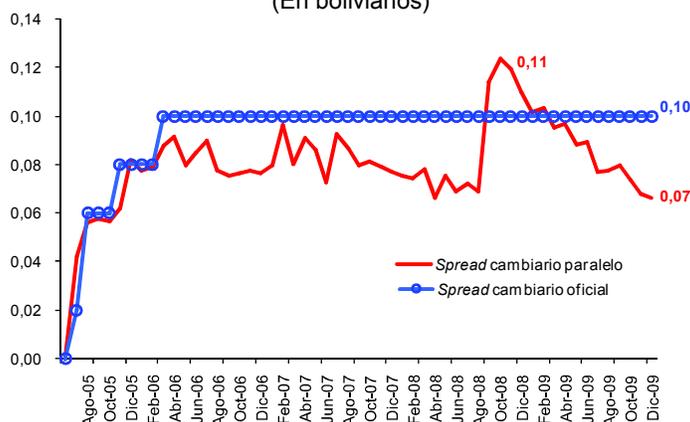
<sup>79</sup> Debido a similares razones, el Directorio del BCB mediante Resolución de Directorio No. 142 / 2009 de 8 de diciembre de 2009 incrementó la comisión por transferencias de fondos al exterior para el sistema financiero de 0,6% a 1,0%, vigente a partir del 4 de enero de 2010.

<sup>80</sup> Al respecto véase Cayazzo J. García Pascual A. Gutiérrez E. y Heysen S. (2006). Parte III Política Prudencial. "Hacia una supervisión eficaz de los sistemas bancarios parcialmente dolarizados". En: Armas A. Ize A. y Levy Yeyati (E. eds). *Dolarización Financiera la Agenda Política*. FMI-BCRP pp.207-248.

dólares al público y un límite mínimo para el tipo de cambio de compra de dólares del público que realizan las entidades financieras y no financieras que intervienen en el mercado de cambios. Estos límites se fijaron en forma simétrica en un centavo arriba y uno debajo de los tipos de cambio

oficiales de venta y de compra del BCB, respectivamente. La medida tuvo efecto al disminuir el *spread* cambiario en el sistema financiero, evitando costos adicionales a la población (Gráfico 4.22).

**GRÁFICO 4.22**  
**SPREAD CAMBIARIO OFICIAL Y PROMEDIO DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(En bolivianos)

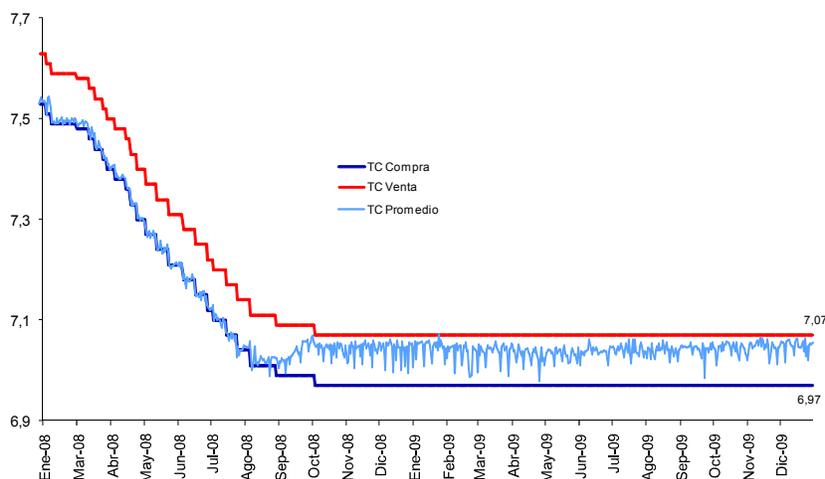


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Los límites a los tipos de cambio de venta y compra y la alta credibilidad del mercado cambiario con relación a los tipos de cambio oficiales establecidos por el BCB, permitieron que el tipo de cambio promedio ponderado del sistema financiero de las operaciones estándar y preferenciales<sup>81</sup> se ubique dentro de los tipos de cambio de compra y venta oficiales

(Gráfico 4.23). Esto contrasta con situaciones pasadas en la historia económica boliviana y con las experimentadas por países con distorsiones en sus mercados cambiarios, donde la diferencia entre tipos de cambio oficial y paralelo (*black market premium*) es considerable.

**GRÁFICO 4.23**  
**TIPOS DE CAMBIO OFICIAL Y PROMEDIO DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(Bolivianos por dólar estadounidense)



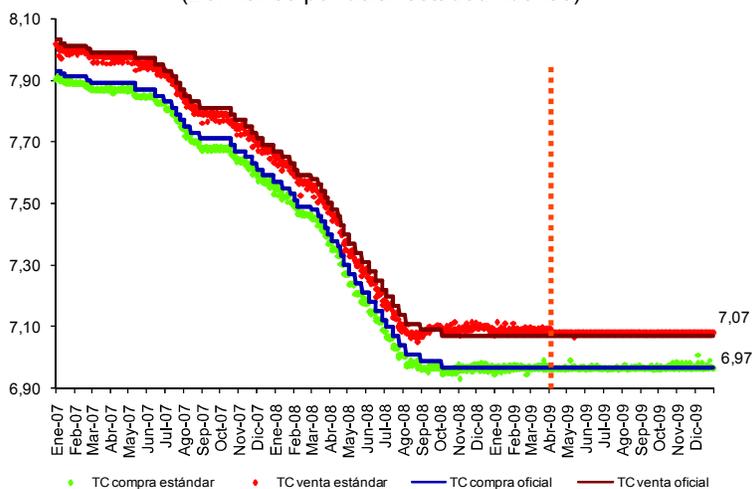
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>81</sup> Las operaciones cambiarias en el sistema financiero se clasifican en estándar, preferenciales e interbancarias. Las operaciones estándar hacen referencia a clientes que son tomadores del precio fijado por la entidad financiera y, por tanto, no tienen opción de negociación. En cambio, en las operaciones cambiarias con clientes preferenciales intervienen agentes con capacidad de negociación y con precios diferenciados.

Con la aplicación de la medida, los tipos de cambio de venta del mercado estándar se estabilizan en un nivel similar al oficial y los tipos de cambio de compra pasan a estar ligeramente por encima del oficial. De esta manera, el *spread* cambiario en estas operaciones se redujo de 12 centavos

en promedio en el primer trimestre a 11 centavos en el cuarto trimestre (Gráfico 4.24). Las compras fueron de \$us913 millones, monto menor en \$us815 millones con relación a 2008, mientras que las ventas fueron de \$us1.396 millones, menor en \$us135 millones respecto al año 2008.

**GRÁFICO 4.24**  
**TIPOS DE CAMBIO EN OPERACIONES ESTÁNDAR**  
(Bolivianos por dólar estadounidense)

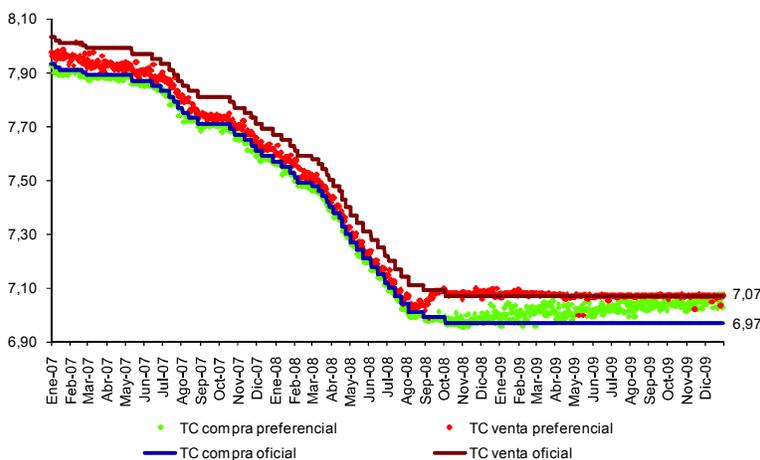


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En las operaciones cambiarias preferenciales, el *spread* promedio entre los tipos de cambio de compra y venta fue de 7 centavos antes de la medida. Luego de ésta, el *spread* en promedio se redujo a 3 centavos (Gráfico 4.25). En 2009,

las compras en operaciones con clientes preferenciales fueron por \$us846 millones y las ventas por \$us900 millones. Respecto a 2008, las compras se redujeron en \$us42 millones y las ventas en \$us21 millones.

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



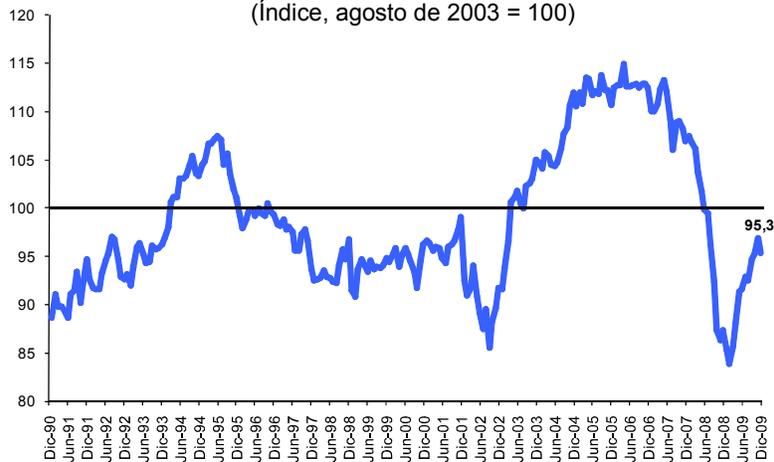
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

### 2.3 EL TIPO DE CAMBIO REAL

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

socios comerciales de Bolivia, para tener una referencia de la evolución de la competitividad cambiaria. A diciembre de 2009, este indicador se incrementó en 9,7% respecto al observado a fines de 2008, aproximándose de esta manera al nivel registrado en el período base (Gráfico 4.26).

**GRÁFICO 4.26**  
**EVOLUCIÓN DEL ITCER, 1991-2009**  
(Índice, agosto de 2003 = 100)



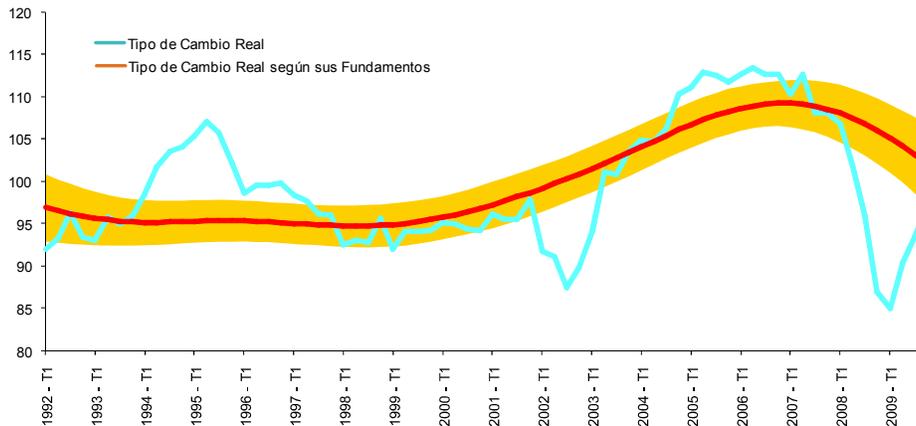
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

El BCB toma como referencia el ITCER como una orientación hacia su tipo de cambio real de largo plazo. Según el *Foreign Exchange Consensus Forecasts*, durante y después de la crisis financiera, la mayor parte de las economías de América del Sur se apartaron del tipo de cambio de paridad de compra (PPP por sus siglas en inglés). Esto quiere decir que tomaron en cuenta otras consideraciones para la orientación de sus políticas cambiarias, entre ellas: el crecimiento del producto, el precio del principal *commodity*, el diferencial de tasa de

interés, los flujos de capitales (acciones), el saldo en balanza comercial y en cuenta corriente, entre los principales.

La prudencia cambiaria reciente no ha generado desalineamientos significativos y persistentes entre el tipo de cambio real observado y el que es consistente con la evolución de los determinantes (tipo de cambio real de equilibrio, Gráfico 4.27).<sup>82</sup>

**GRÁFICO 4.27**  
**TIPO DE CAMBIO REAL OBSERVADO Y DE EQUILIBRIO**  
(Índice, agosto de 2003 = 100)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: Las bandas muestran un rango en el cual se encontraría el TCR de equilibrio al 95% de confianza estadística

<sup>82</sup> Para mayor detalle véase el Recuadro V.2 del IPM de julio de 2008.

Es importante recordar que la política cambiaria sólo puede influir temporalmente en la competitividad del sector transable, la cual a su vez depende de una serie de factores ajenos a la política del BCB. Con el tiempo, el tipo de cambio real converge a su nivel de equilibrio, aquél que es consistente

con el equilibrio interno y externo, y se origina por la concurrencia de fuerzas reales y no por movimientos del tipo de cambio nominal. Esto refuerza el argumento de que la estabilidad del tipo de cambio nominal no ha implicado un desalineamiento significativo del tipo de cambio real.

## 3

### SISTEMA DE PAGOS

#### 3.1 POLÍTICAS DEL SISTEMA DE PAGOS

El BCB vigila los sistemas de transferencia de fondos de alto valor, transacciones con cheques, tarjetas, órdenes electrónicas y liquidación de transacciones con títulos valores considerando su funcionamiento seguro y eficiente, para contribuir en la preservación de la estabilidad del sistema financiero y a la transmisión de la política monetaria en el marco de sus atribuciones conferidas por las siguientes normas:

- La CPE que establece la atribución del BCB de regular el sistema de pagos.
- La Ley 1670 del BCB, modificada por Ley 1864 de Propiedad y Crédito Popular, que establece que el BCB formulará las políticas de aplicación general en materia monetaria, cambiaria y del sistema de pagos para el cumplimiento de su objeto.
- La Ley 1670 del BCB establece su competencia en cuanto a la regulación de la administración de sistemas de pagos entre entidades financieras e igualmente la autorización de la creación y la emisión de normas para el funcionamiento de cámaras de compensación.
- La Ley 1488 de Bancos y Entidades Financieras, modificada por la Ley 2297 de Fortalecimiento de la Normativa y Supervisión Financiera, establece que para el sistema de pagos el BCB determinará el marco normativo de la firma digital para otorgar seguridad y operatividad a las transferencias electrónicas.

En este marco, la vigilancia del sistema de pagos boliviano se desarrolla a través de la identificación y evaluación de los riesgos inherentes y la verificación de los mecanismos de control para evitar que los riesgos específicos que un participante pueda generar se propaguen a los otros participantes. Asimismo, se vela por la eficiencia de modo que las operaciones se procesen con la mayor fluidez posible. También son considerados otros aspectos complementarios como el grado de fiabilidad operativa del sistema, 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 este contexto, el BCB administra el Sistema de Pagos de Alto Valor (SIPAV) y establece normas generales para el funcionamiento de los sistemas de bajo valor.

En el proceso de modernización del sistema de pagos nacional, el BCB prosiguió con las actividades programadas para la puesta en marcha del proyecto de Liquidación Integrada de Pagos, que en el futuro sustituirá al SIPAV. Se concluyó el diseño conceptual del sistema y se ejecutó la validación informática del proyecto con lo cual finaliza la etapa de estudio de factibilidad.

En el ámbito normativo se puso en vigencia la Resolución de Directorio No. 131/2009 que aprueba el Nuevo Reglamento del SIPAV en el cual se destacan los siguientes aspectos:

- a) Brinda a las entidades financieras no bancarias participantes la posibilidad de suscribir el contrato de línea de crédito para acceder a crédito intradiario y *overnight*.
- b) Permite a los participantes del sistema la posibilidad de transferir fondos a entidades financieras no participantes del SIPAV pero que mantienen cuentas en el BCB.
- c) Define las situaciones de suspensión de participantes incluyendo la posibilidad de que el participante enfrente un proceso de intervención o solución.

Se aprobó también una modificación al Reglamento de Firma Digital para el Sistema de Pagos mediante Resolución de Directorio No. 143/2009 en la que se amplía la vigencia del certificado digital a dos años. Esta norma es especialmente relevante para otorgar adecuados niveles de seguridad a las operaciones de alto valor.

Con el propósito de mitigar la ocurrencia de riesgos asociados a la concentración operativa en el SIPAV en el horario de la tarde, se incluyó en la tabla de comisiones del BCB una tarifa diferenciada por ventanas horarias para operaciones del SIPAV.

Se destaca la incorporación de tres nuevas entidades financieras no bancarias al SIPAV, Fondo Financiero Privado FIE S.A., FASSIL S.A. y Cooperativa Jesús Nazareno ampliando el universo de participantes a diecinueve. Se prosiguieron con las actividades de incorporación de las Entidades de Servicios de Compensación y Liquidación de tarjetas (ATC, Linkser S.A.) y de operaciones electrónicas de cooperativas (ServiRed) al ámbito del Reglamento de Cámaras Electrónicas de Compensación y Servicios de Compensación y Liquidación.

Con el objeto de proponer estrategias futuras que permitan incrementar los niveles de profundización financiera en Bolivia, el BCB gestionó dos investigaciones de campo, la primera estuvo orientada a realizar un diagnóstico sobre la utilización de instrumentos de pago alternativos al efectivo por la población en general, la segunda se centró

específicamente en determinar las necesidades de las entidades financieras en materia de pagos electrónicos.

### 3.2 OPERACIONES DEL SISTEMA DE PAGOS

#### 3.2.1 Operaciones de alto valor

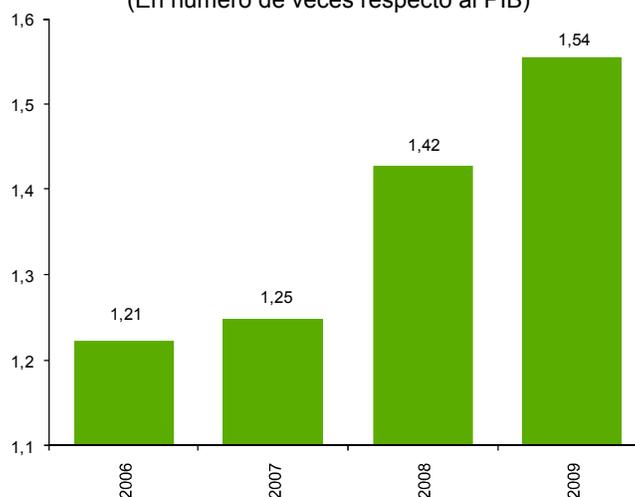
El flujo de transacciones procesadas a través del SIPAV continuó con la tendencia creciente desde su inicio y acorde al crecimiento de la disponibilidad de nuevas operaciones. Durante 2009, el valor de las operaciones alcanzó a Bs187.356 millones, cifra que representa un incremento de 10% con relación a 2008. Se procesaron 59.812 operaciones con un aumento de 16% con respecto al año anterior. El valor promedio por transacción alcanzó a Bs3 millones (Cuadro 4.13). Las operaciones del SIPAV representaron 1,54<sup>83</sup> veces el valor del PIB en 2009 (Gráfico 4.28).

**CUADRO 4.13**  
**OPERACIONES DEL SIPAV**

|   | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | Tasa de Crecimiento<br>(En porcentajes) |      |      |
|---|---------|---------|---------|---------|---|------|------|
|   |         |         |         |         | 2007                                    | 2008 | 2009 |
| <b>Valor (Millones Bs)</b>                    | 111.272 | 128.184 | 170.991 | 187.356 | 15,2                                    | 33,4 | 9,6  |
| <b>Número</b>                                 | 36.816  | 42.754  | 51.436  | 59.812  | 16,1                                    | 20,3 | 16,3 |
| <b>Promedio por transacción (Millones Bs)</b> | 3,02    | 3,00    | 3,32    | 3,13    | -0,8                                    | 10,9 | -6,0 |

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

**GRÁFICO 4.28**  
**OPERACIONES DEL SIPAV**  
(En número de veces respecto al PIB)



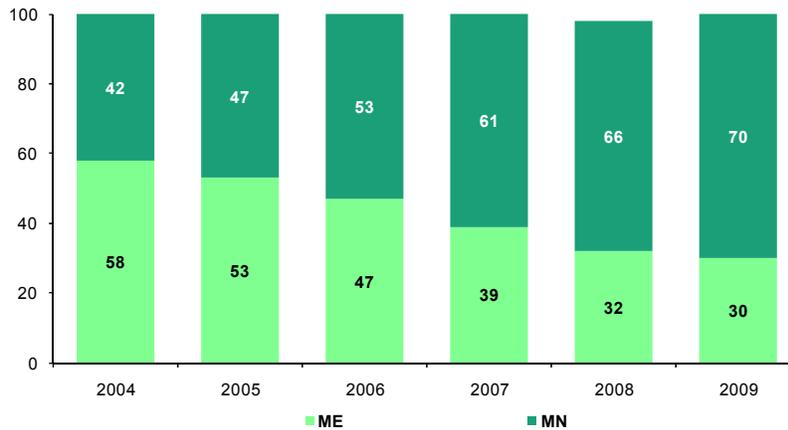
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

Acorde con las políticas del BCB orientadas hacia la bolivianización de la economía, la participación de las

operaciones en MN se incrementó de 66% a 70% durante 2009 (Gráfico 4.29).

<sup>83</sup> En países como Chile y Colombia las operaciones de pagos de alto valor en tiempo real representan 12 veces el valor de su Producto Interno Bruto.

**GRÁFICO 4.29**  
**OPERACIONES DEL SIPAV SEGÚN DENOMINACIÓN**  
(En porcentajes)

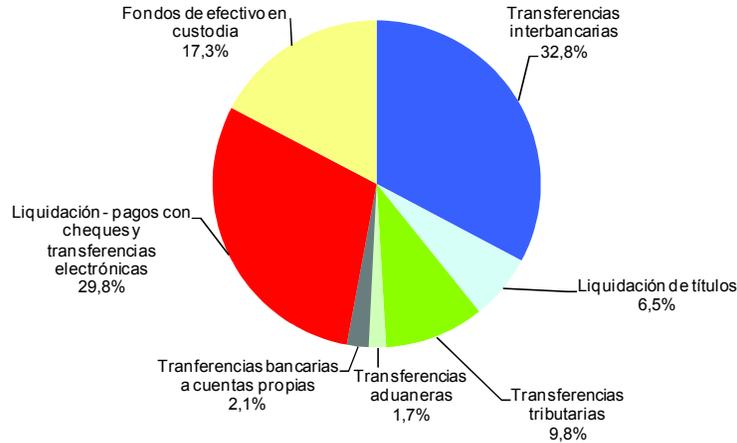


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras  
NOTA: MN incluye operaciones en UFV

Por tipo de operación, los pagos que tuvieron una mayor participación en el SIPAV durante 2009 fueron las transferencias interbancarias con 32,8% y la liquidación de pagos con cheques y órdenes electrónicas con 29,8% (Gráfico

4.30). Las operaciones que registraron mayores incrementos en términos absolutos fueron los fondos de efectivo en custodia (\$us3.057 millones) y la liquidación de pagos con cheques y transferencias electrónicas (\$us2.153 millones).

**GRÁFICO 4.30**  
**COMPOSICIÓN DE LAS OPERACIONES CURSADAS POR EL SIPAV - 2009**  
(En porcentajes)



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

### 3.2.2 Operaciones de bajo valor

Las operaciones de la Cámara de Compensación de Cheques (CCC) registraron un crecimiento de 4% respecto a 2008 con un total de 1.806.217 cheques transados en el año, de los cuales 69% estuvieron denominados en MN y 31% en

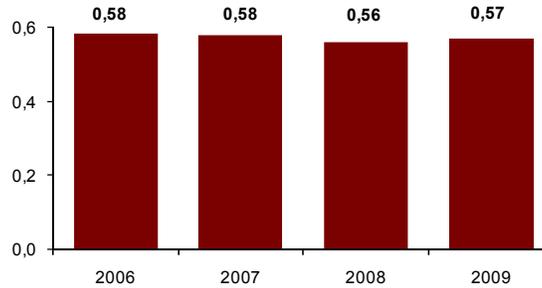
ME. El valor transado alcanzó a Bs71.413 millones con un incremento de 3% respecto a la gestión anterior. El promedio por cheque compensado en la CCC se mantuvo en aproximadamente Bs40 mil (Cuadro 4.14). Las operaciones de la CCC representaron 0,5 veces el PIB en 2009 (Gráfico 4.31).

**CUADRO 4.14**  
**OPERACIONES DE LA CCC**

|   | 2006      | 2007      | 2008      | 2009      | Tasa de Crecimiento<br>(En porcentajes) |        |      |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|---|--------|------|
|   |           |           |           |           | 2007                                    | 2008   | 2009 |
| <b>Valor (Millones Bs)</b>                    | 52.127    | 59.513    | 68.881    | 71.413    | 14,2                                    | 15,7   | 3,7  |
| <b>Número</b>                                 | 2.030.649 | 2.109.813 | 1.761.433 | 1.806.217 | 3,9                                     | (17,0) | 2,5  |
| <b>Promedio por transacción (Millones Bs)</b> | 0         | 0         | 0         | 0         | 9,9                                     | 38,6   | 1,1  |

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

**GRÁFICO 4.31**  
**OPERACIONES DE LA CCC**  
(En número de veces respecto al PIB)



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

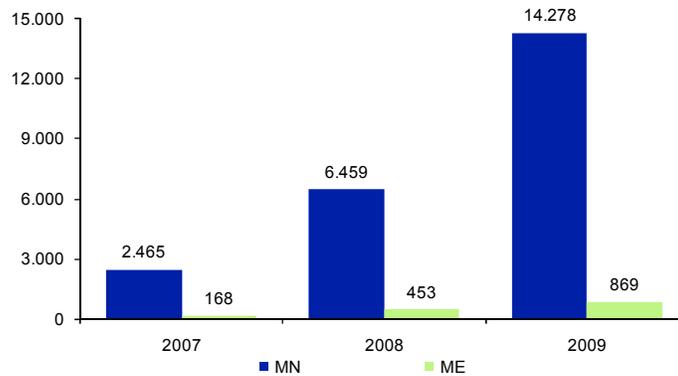
El comportamiento del valor de las operaciones con cheques en MN presentó un crecimiento de 9% con respecto a la gestión anterior, situación que también se reflejó en el número de operaciones realizadas con un crecimiento de 7%. En cambio, para el mismo período el valor de las operaciones en ME disminuyó 3%, y el número de operaciones disminuyó 12%. El uso de este instrumento tiene un comportamiento estacional con mayor relevancia a fines de cada año.

Según el tipo de instrumento y en relación al total por moneda, la utilización de cheques privados fue de 70% en

MN y 78% en ME, documentos públicos 17% en MN y 0% en ME; y cheques de gerencia, 12% en MN y 22% en ME.

El valor de las operaciones cursadas por la Cámara de Compensación Autorizada (ACH) se incrementó durante 2009 en 110%. En moneda nacional se observó un crecimiento del 121% registrando un valor acumulado de Bs14.278 millones y en moneda extranjera se registró un crecimiento de 92% generando un valor acumulado de \$us869 millones (Gráfico 4.32). Las operaciones de la ACH representaron 0,17 veces el PIB de 2009.

**GRÁFICO 4.32**  
**VALOR DE LAS OPERACIONES DE LA ACH**  
(En moneda origen)



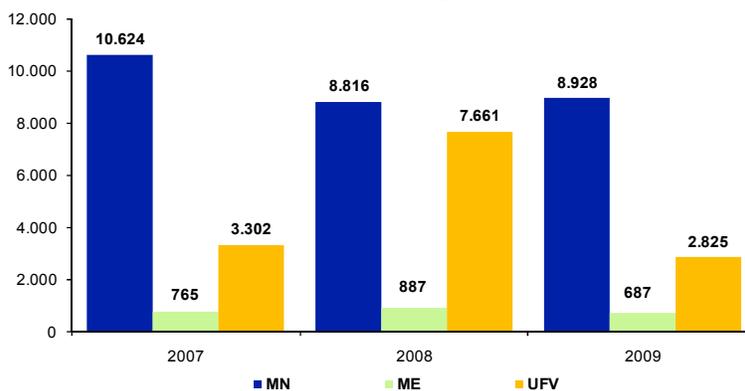
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Entidades Financieras

### 3.2.3 Liquidación de valores

Con relación a los servicios de compensación y liquidación de valores desmaterializados que brinda la Entidad de Depósito de Valores (EDV), el valor total de las transacciones

registró una caída de 31% para la gestión 2009 por un monto de Bs17.744 millones (Gráfico 4.33) y el número de operaciones disminuyó en 34%. Las operaciones de transferencias de fondos de la EDV representaron 0,14 veces el PIB de 2009.

**GRÁFICO 4.33**  
**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 2010

La orientación expansiva de la política monetaria, iniciada en forma gradual a fines de 2008, se acentuó en 2009 reflejándose en una mayor inyección de liquidez y en reducciones significativas de las tasas de interés de los títulos de regulación monetaria. Las bajas tasas en el mercado monetario indujeron disminuciones en las tasas de intermediación financiera aunque en menor proporción que en las primeras, contribuyendo a generar mejores condiciones para el desarrollo del mercado crediticio. Adicionalmente, se redujo el requerimiento de encaje legal en moneda nacional con el fin de facilitar la expansión del crédito y de los depósitos en esta denominación en el sistema financiero.

Para el 2010, se espera que el período de desinflación iniciado a finales de 2008 termine con un aumento gradual de la variación de los precios, para luego estabilizarse en torno a la meta de largo plazo (4%). En este marco, los análisis cuantitativos y cualitativos señalan que en 2010 la inflación tendería a ubicarse en un rango entre 3,5% y 5,5%, y en 2011 entre 2% y 6%, previsiones que guardan una relación directa con el crecimiento esperado para el 2010, es decir un escenario de baja inflación con crecimiento sostenido.

De acuerdo con las medidas que lleva a cabo el Gobierno Nacional, y en un contexto de descenso significativo de la inflación y menores presiones de liquidez de origen externo,

las políticas del BCB en 2010 mantendrán su carácter contracíclico y prudente, en línea con la situación económica interna y externa. Por lo tanto, continuarán orientadas a contribuir a apuntalar la actividad económica nacional y amortiguar los efectos rezagados de la crisis internacional en la economía boliviana, sin descuidar el comportamiento de los precios, la bolivianización de la economía y la estabilidad cambiaria y financiera.

En este sentido, el BCB prevé continuar inyectando gradualmente liquidez sin generar desequilibrios en el mercado monetario que impliquen presiones inflacionarias. Dicha orientación permanecerá por lo menos a corto plazo, hasta que se evidencie una recuperación vigorosa de la economía mundial, el fortalecimiento de la actividad económica nacional, con un crecimiento del PIB próximo al potencial y se mantenga a la baja el riesgo de probables presiones inflacionarias.

También se debe destacar la coordinación de las políticas macroeconómicas entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB. Desde 2006, ambas entidades acuerdan el Programa Financiero de cada gestión, donde se definen las principales metas macroeconómicas para el año. En 2010 el acuerdo suscrito entre sus principales autoridades se denominó "Decisión de Ejecución del Programa Fiscal - Financiero 2010" y la firma fue realizada en acto

público como una muestra de la transparencia, compromiso y 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 CPE.

Las metas cuantitativas fueron establecidas en función de las proyecciones de inflación señaladas y de crecimiento del PIB entre 4,5 % y 5,5%. Se estima un déficit fiscal de alrededor de 4.9% del PIB, una expansión del CIN total del BCB y del CIN al SPNF y una disminución de las RIN (Cuadro 4.15).

**CUADRO 4.15**  
**METAS CUANTITATIVAS DEL PROGRAMA FINANCIERO 2010**  
(Flujos acumulados desde el 1° de enero de 2010)

|  | T1    | T2    | T3    | T4    |
|--|-------|-------|-------|-------|
| <b>En millones de bolivianos</b>             |       |       |       |       |
| Superávit (-) Déficit (+) del Sector Público | 108   | 385   | 1.854 | 6.247 |
| Financiamiento Interno al Sector Público     | 194   | 251   | 1.452 | 4.874 |
| Crédito Interno Neto del BCB al SPNF         | 363   | 601   | 1.942 | 5.427 |
| Crédito Interno Neto Total                   | 1.083 | 1.975 | 2.743 | 4.408 |
| <b>En millones de dólares</b>                |       |       |       |       |
| Reservas Internacionales Netas del BCB       | -250  | -240  | -220  | -400  |

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

La política cambiaria continuará con el manejo prudente del tipo de cambio en función de los fundamentos económicos, atendiendo a las condiciones financieras y monetarias del país y al contexto internacional, en especial de los principales socios comerciales, contribuyendo al objetivo de una inflación baja y estable, atendiendo a un tipo de cambio de equilibrio de largo plazo y contribuyendo al proceso de bolivianización.

En síntesis, durante 2010 se mantendrá esta orientación en las políticas del BCB, supeditadas al objetivo señalado en la CPE de "...mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social".

Recuadro 4A  
**REGÍMENES MONETARIOS**

Una de las formas en que el Estado influye sobre la economía es a través de la política monetaria. La mayoría de los bancos centrales tiene como objetivo mantener la estabilidad económica en términos de una inflación baja y estable, que a su vez permita tener un ambiente propicio para la correcta asignación de recursos. En el caso de Bolivia, la CPE establece la función de "preservar el poder adquisitivo de la moneda nacional en el marco del desarrollo económico y social" (Art. 327).

Sin embargo, la política monetaria puede ser formulada de distintas maneras. En ese sentido, se denomina régimen monetario a la forma en que se ejecuta la política monetaria. Existen varios regímenes monetarios en el mundo, los cuales se adecúan a las características estructurales de cada país. Además, una cualidad importante dentro de un régimen monetario es la transparencia y rendición de cuentas y la compatibilidad con el régimen cambiario.

Un estudio al respecto (Stone *et al*, 2004) sostiene que la elección de un régimen monetario está relacionada a la selección del ancla nominal o variable que permitirá cumplir con el objetivo señalado, como ser la cantidad de dinero y el tipo de cambio. El ancla elegida es públicamente anunciada, de tal forma que sirve de meta para la política monetaria; y tiene la característica adicional de "anclar" o fijar las expectativas de inflación de las personas.

Existen varias clasificaciones de regímenes monetarios. Por ejemplo, un académico y anterior miembro de la Reserva Federal o banco central estadounidense (Mishkin, 1998) indica que existen cuatro regímenes básicos: 1) el que elige como ancla nominal al tipo de cambio; 2) el que elige una meta de inflación; 3) el que elige una meta sobre un agregado monetario; y, 4) el que no necesita de ancla nominal explícita debido a su largo historial de estabilidad macroeconómica.

Otros autores (Stone, *op. cit.*) definen una gama más amplia de regímenes, entre los que se cuentan: i) no autonomía monetaria o uso generalizado y legal de moneda extranjera; ii) ancla débil; iii) ancla monetaria o de agregados monetarios; iv) fijación del tipo de cambio; v) metas explícitas de inflación; vi) ancla de estabilidad de precios implícita; y vii) meta de inflación ligera. Asimismo, se puede diferenciar entre aquellos regímenes que siguen reglas pre-establecidas de los que reaccionan frente a cómo se desarrolla la coyuntura. Ambas opciones tienen virtudes y desventajas.

La evidencia empírica encontrada por estos últimos investigadores señala que la elección de un régimen refleja el grado de desarrollo económico y financiero, así como su posición frente a experiencias inflacionarias pasadas. De igual forma, son importantes en la elección de los regímenes las instituciones existentes y la naturaleza y capacidad de los bancos centrales para influir sobre la evolución de las variables macroeconómicas, especialmente de aquellas elegidas como metas.

Utilizando la clasificación de Mishkin *op. cit.*, el régimen de metas de tipo de cambio consiste generalmente en fijar el valor de la moneda doméstica en términos de una moneda de un país con inflación baja. Las ventajas más importantes de este régimen son: i) ayuda a controlar la inflación de los bienes transables; ii) cuando está bien administrada, goza de un alto grado de credibilidad; iii) provee una regla clara de conducción de la política monetaria; y iv) clarifica y simplifica el régimen, que lo hace fácilmente comprensible por parte del público. Entre los aspectos que atenúan estas ventajas se cuenta: la política monetaria está supeditada a la conducción cambiaria y la vulnerabilidad que puede existir en este régimen frente a ataques especulativos (retiros masivos de divisas).

Por su parte, el régimen de meta monetaria fija una meta para la evolución de un agregado monetario. Tiene la ventaja respecto al régimen anterior de que la política monetaria tiene mayor campo de acción, en desmedro del menor espacio para la política cambiaria. Comparte algunas de las ventajas del régimen de fijación de tipo de cambio, entre ellas la evaluación de su cumplimiento. Su uso parte de dos supuestos: i) la existencia de una relación estable entre la inflación y el agregado monetario utilizado como meta; y, ii) un razonable grado de control sobre el agregado. Sin embargo, la evidencia empírica desde fines de los años noventa para varios países muestra que esta relación se habría vuelto cada vez menor e inestable, lo que tendería a hacer al control de un agregado monetario inefectivo. Esta es una de las razones por la que países que tuvieron bastante éxito en el control de la inflación utilizando este régimen (Alemania, Suiza y Estados Unidos, por ejemplo) lo hayan abandonado.

Desde inicios de la década de los noventa varios países adoptaron paulatinamente regímenes monetarios de metas de inflación. En la actualidad 26 países siguen metas de inflación, cerca de la mitad de estos son países

emergentes y de bajos ingresos. Más aún un número considerable de países avanzados -incluidos Banco Central Europeo, Reserva Federal de EE.UU., Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza- han seguido varias características de metas de inflación y algunas otras están en proceso de adoptarlas. Las metas de inflación se caracterizan por: *i)* el anuncio público de una meta de mediano plazo para la inflación; *ii)* compromiso institucional con la estabilidad de precios y el logro de la meta de inflación establecida en el largo plazo; *iii)* transparencia mediante una estrategia de comunicación proactiva; y, *iv)* mayor rendición de cuentas. Las ventajas más importantes de este régimen son: *i)* da mayor espacio a la política monetaria; *ii)* es más transparente y fácil de entender; y *iii)* mejora los procesos de rendición de cuentas. No está exento de críticas, especialmente como resultado de la crisis mundial. Por ejemplo, no pone énfasis en el producto y su composición, siendo la brecha del producto (la diferencia entre la actividad y su nivel de tendencia) solo una resultante. Las reglas son rígidas que hacen que el mismo no tenga flexibilidad para responder a fenómenos económicos adversos, como en el caso de una deflación, al no permitir el suficiente espacio a la política monetaria frente a una situación de trampa de liquidez de tasas de interés cercanas a cero. Otra limitación es que, usualmente, requiere de una economía con bajos niveles iniciales de inflación. Sin embargo la discusión es cuán importante es la diferencia entre una meta cercana a 2% o 4% o 6%. Por último, en períodos de alta inflación los dos regímenes alternativos

han demostrado ser más efectivos.

Finalmente, conviene mencionar al régimen de meta de inflación ligera, donde además de la inflación, se pondera el tipo de cambio, objetivos monetarios y metas intermedias. De esta manera, el grado de compromiso con una meta es menor y los mecanismos formales e informales que se establecen para cumplir con la meta de inflación son variados. El Cuadro 4.16 presenta los regímenes monetarios prevaleciente en distintos países de acuerdo con el trabajo realizado por Stone *et al op. cit.*, para el período 1990 - 2003.

Bolivia instrumenta su política monetaria fijando límites al crecimiento de crédito interno neto del BCB (CIN), que constituye la meta intermedia. La meta operativa es la liquidez del sistema financiero por el vínculo de ésta con el CIN y la mayor capacidad de la autoridad monetaria para controlarla. Asimismo, si bien el régimen cambiario en Bolivia de tipo deslizante (*crawling peg*), la política cambiaria fue de estabilidad del tipo de cambio en un contexto de altos niveles de las reservas internacionales y de una economía en proceso de bolivianización.

Como lección de la crisis los bancos centrales tuvieron que aplicar medidas cuantitativas expansivas (*quantitative easing*) al ser insuficiente el mecanismo de las tasas de interés y tomar como objetivo, y no como corolario, la estabilidad del tipo de cambio.

**CUADRO 4.16**  
**REGÍMENES MONETARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS**

| País               | Regímenes monetarios entre 1990 - 2003 |   |                   |   |  |
|--------------------|--|---|-------------------|---|--|
| Argentina          | 1990-1991 :                            | Ancla débil                               | 1992-2001 :       | No autonomía monetaria                    | 2002-2003 : Meta de inflación ligera     |
| E. P. de Bolivia   | 1990-1998 :                            | Meta de inflación ligera                  | 1999-2003 :       | Meta de tipo de cambio                    |  |
| Chile              | 1990-1997 :                            | Meta de inflación ligera                  | 1998 :            | Meta de tipo de cambio                    | 1999-2003 : Meta explícitas de inflación |
| Colombia           | 1991-1998 :                            | Meta de tipo de cambio                    | 1990, 1999-2000 : | Meta de inflación ligera                  | 1999-2003 : Meta explícitas de inflación |
| Ecuador            | 1990-1993, 1999-2000 :                 | Ancla débil                               | 1994-1998 :       | Meta de tipo de cambio                    | 2001-2003 : No autonomía monetaria       |
| Zona Euro          | 1999-2003 :                            | Ancla implícita de estabilidad de precios |                   |   |  |
| México             | 1990-1993 :                            | Meta de tipo de cambio                    | 1994-1999 :       | Meta de inflación ligera                  | 1999-2003 : Meta explícitas de inflación |
| Perú               | 1990-1993 :                            | Ancla débil                               | 1994-2001 :       | Meta de inflación ligera                  | 1999-2003 : Meta explícitas de inflación |
| Estados Unidos     | 1990-1992 :                            | Meta de agregado monetario                | 1993-2003 :       | Ancla implícita de estabilidad de precios |  |
| Brasil             | 1990-1995 :                            | Ancla débil                               | 1996-1998 :       | Meta de inflación ligera                  | 1999-2003 : Meta explícitas de inflación |
| R. B. de Venezuela | 1990, 1994-1997 :                      | Ancla débil                               | 1991-1993 :       | Meta de inflación ligera                  | 1998-2003 : Meta de tipo de cambio       |

FUENTE: Stone *et al* (2004)

ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

NOTA:

A la fecha la mayoría de los países mantienen el régimen prevaleciente en 2003. Tal es el caso de Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Estados Unidos y Brasil. En el caso de la Zona Euro y Venezuela habrían cambiado a metas explícitas de inflación y meta de tipo de cambio, respectivamente; mientras que en el caso de Bolivia el régimen sería más cercano al de meta de inflación ligera, puesto que opera tanto con agregados monetarios y tipo de cambio, y se tienen metas para la inflación de cada bienio y se publican reportes como el Informe de Política Monetaria

### Referencias bibliográficas:

Stone, M. y Bhundia A, 2004, "A New Taxonomy of Monetary Regimes", *IMF-Working Paper*, wp/04/191.

Mishkin, F., 1998, "International experiences with different monetary policy regimes", *Stockholm University, Institute for International Economic Studies*.

Recuadro 4B

**MEDIDAS PARA INCENTIVAR EL CRÉDITO**

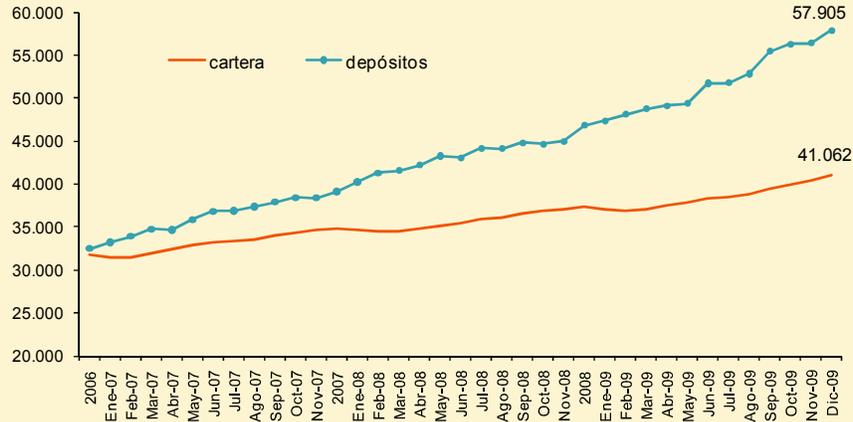
El sistema financiero de Bolivia se ha caracterizado en los últimos años por una tendencia creciente de los créditos y depósitos, habiendo llegado éstos a niveles no observados en la historia económica del país (Gráfico 4.34). No obstante, la velocidad con la que estos recursos

son captados ha sido mayor a aquélla con la que han sido colocados en el mercado crediticio, ampliándose la brecha entre cartera y depósitos en los últimos años, lo cual refleja limitaciones en el proceso de intermediación financiera.

GRÁFICO 4.34

**SISTEMA FINANCIERO: EVOLUCIÓN DE LA CARTERA Y DEPÓSITOS**

(En millones de bolivianos)



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

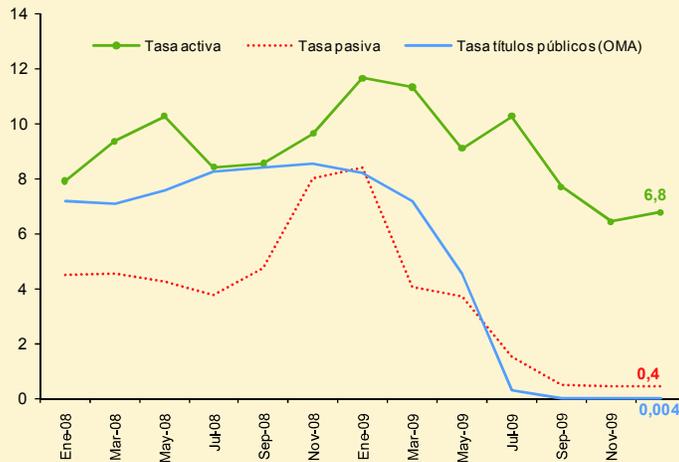
En un contexto de crisis económica internacional, la política monetaria adoptó una orientación expansiva desde fines de 2008, decisión que se vio plasmada en la redención neta de títulos públicos por medio de OMA.

Acorde con esta postura, las tasas de rendimiento de los títulos públicos de regulación monetaria descendieron al igual que las tasas activas y pasivas de intermediación financiera (Gráfico 4.35).

GRÁFICO 4.35

**TASAS DEL MERCADO MONETARIO Y SISTEMA BANCARIO EN MN**

(En porcentajes)



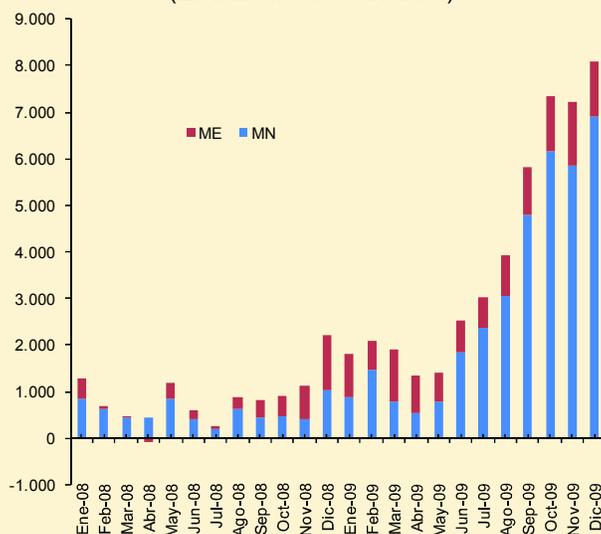
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

La redención de títulos públicos determinó un aumento de la liquidez medida por el excedente de encaje legal. En diciembre de 2009 los excedentes de encaje legal se

situaron en torno a Bs8.000 millones en su mayor parte en MN (Gráfico 4.36). Estos excedentes no son remunerados.

**GRÁFICO 4.36**  
**SISTEMA BANCARIO: EXCEDENTE DE ENCAJE LEGAL**

(En millones de bolivianos)



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

Frente a la coyuntura de elevada liquidez en el sistema financiero, el Órgano Ejecutivo, el BCB y la ASFI formularon e implementaron en forma coordinada medidas orientadas a viabilizar la priorización del mercado crediticio como destino de estos recursos, frente a la posibilidad de inversiones en el exterior. Por su parte, el Banco de Desarrollo Productivo (BDP) continuó apoyando al sector productivo y efectivizó préstamos de \$us165 millones a productores individuales y asociaciones productoras a tasas más atractivas. De esta manera fueron introducidas por el Gobierno Nacional medidas destinadas al fomento de la intermediación financiera y la bolivianización.

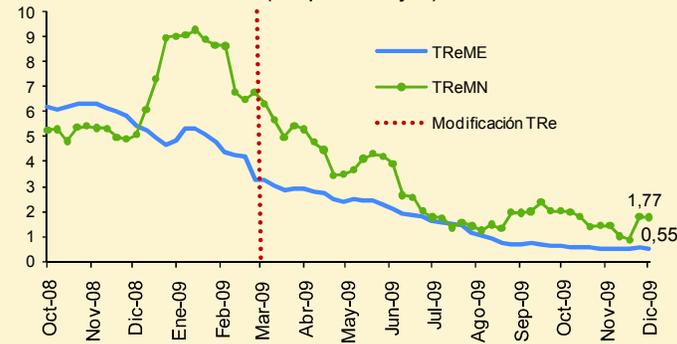
Las principales reformas aprobadas por el Directorio del BCB se orientaron tanto a promover la intermediación financiera como también a disminuir los efectos negativos del descalce financiero de prestatarios que todavía mantienen deudas en dólares pese a tener ingresos en moneda nacional.

La principal medida llevada a cabo durante 2009 que contribuyó junto a otras encaradas por el Gobierno Nacional a promover el crecimiento del crédito fue el

establecimiento de deducciones en el encaje requerido en MN y UFV en función a incrementos de la cartera bruta en dichas monedas. Para estimular el crecimiento de las operaciones en MN se estableció, entre otras determinaciones, el incremento de la tasa de encaje adicional para depósitos en ME de 7,5% a 30%. Los resultados de este conjunto de medidas fueron, la internalización de los costos de mantener activos en moneda extranjera y la reestructuración de la cartera crediticia. Entre junio y diciembre de 2009, la cartera en bolivianos (MN y UFV) se incrementó en Bs4.025 millones y el índice de bolivianización subió de 28,2% a 36,2%.

Para disminuir los costos de financiamiento y reducir la volatilidad en las tasas de interés, a comienzos de 2009 se reformuló la metodología de cálculo de la Tasa de Referencia o TRe, que permite reflejar de mejor manera el costo real de fondeo, además de reducir la volatilidad de su comportamiento. Ambos beneficios se encuentran manifiestos en la caída y alisamiento de las tasas de referencia (Gráfico 4.37). Sin embargo, el efecto mayor del cambio en el cálculo de la TRe se transmite en las tasas de interés variables.

**GRÁFICO 4.37**  
**TASA DE REFERENCIA**  
(En porcentajes)



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

Por otra parte, con la finalidad de desincentivar salidas de capital de la economía boliviana se introdujeron modificaciones en las comisiones por transferencias del y al exterior. En fecha 16 de diciembre de 2008, la tasa por transferencias al exterior fue incrementada de 0,2% a 0,6%; en tanto que la comisión por transferencias provenientes del exterior disminuyó de 1% a 0,6%. El 8 de diciembre de 2009 fue introducido un nuevo incremento por transferencias de fondos al exterior de 0,6% a 1%, vigente a partir de 2010.

Paralelamente, en el reglamento de posición de cambios se realizaron ajustes al límite de posición larga en ME, cuya tasa límite sobre el valor del patrimonio contable se redujo de 70% a 60%. Esta reforma es congruente con los objetivos de internalización de costos asociados a la dolarización, reestructuración de carteras y limitar la salida de capitales.

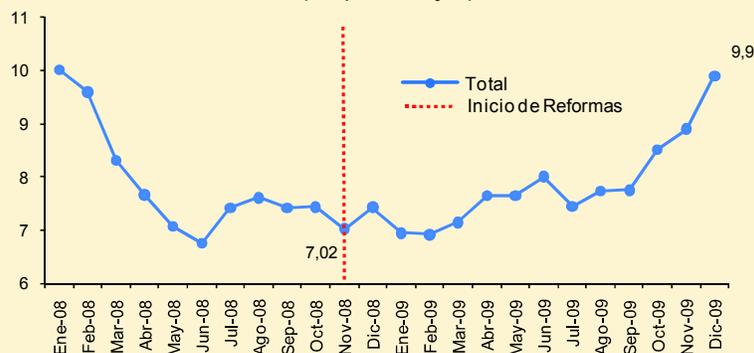
Bajo la directriz de una gestión de riesgos capaz de promover la bolivianización en la otorgación de créditos, en julio de 2009 la ASFI modificó los mecanismos de

evaluación y calificación de cartera. Específicamente se redujeron tanto los porcentajes de previsión para la categoría "A" de créditos directos y contingentes, como los porcentajes de previsión cíclica para créditos en MN y UFV. Complementariamente, se incluyeron medidas prudenciales en la otorgación de créditos para consumo en ME, traducidas en mayores requisitos para este tipo de préstamos. Esta última medida buscó poner la inversión en un sitio preferencial frente al consumo.

Finalmente, como refuerzo a las estrategias adoptadas se desarrollaron campañas informativas sobre los beneficios de la utilización del boliviano, además de Ferias del Crédito en las ciudades de La Paz y Santa Cruz, las cuales congregaron a casi 23.000 personas, con un monto pre negociado de aproximadamente \$us30 millones.

Aunque los efectos de varias medidas recién se observarán durante 2010, la información reciente muestra una aceleración de la tasa anual de crecimiento de las colocaciones del sistema financiero (Gráfico 4.38).

**GRÁFICO 4.38**  
**SISTEMA FINANCIERO: TASAS DE VARIACIÓN CARTERA DE CRÉDITO**  
(En porcentajes)



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

