

## POLÍTICA MONETARIA EN UNA ECONOMÍA BI-MONETARIA

Las condiciones macroeconómicas tienen un impacto substancial sobre la estabilidad y el desarrollo del sector financiero. La experiencia ha demostrado que la estabilidad de precios, la disciplina fiscal y la credibilidad en las políticas monetaria y cambiaria, son los pre-requisitos para la eficiente asignación de recursos a través del sistema financiero.

En el período 1979 - agosto 1985, la forma de hacer política monetaria (se entiende como tal, el manejo de la oferta de medios de pago o de emisión de dinero), estuvo muy condicionada a las necesidades fiscales, lo que generó un episodio hiperinflacionario que produjo una dramática contracción de la actividad financiera y derivó en el traslado de la demanda de moneda nacional hacia la moneda extranjera.

A partir de agosto de 1985, la nueva política económica, fijó como ancla nominal el tipo de cambio; permitió depósitos y operaciones en dólares y liberó las tasas de interés e impuso una disciplina fiscal y una política monetaria restrictiva, acciones que motivaron al retorno de capitales.

Si bien estas medidas de política lograron estabilizar el nivel de precios, el proceso de dolarización no se revirtió, y más bien siguió un camino ascendente.

**CUADRO N° 1**  
**EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS**  
**DEL SISTEMA BANCARIO**

(En millones de bolivianos)

A FIN DE	POR MONEDAS				PARTICIPACION %				REL. % ME/M'3
	MN	ME	MNMV	TOTAL	MN	ME	MNMV	TOT.	
1985	82,2	34,3	0	116,5	70,5	29,5	0,0	100	11,8
1986	237,7	254,9	35,1	527,8	45,0	48,3	6,7	100	31,0
1987	241,6	520,7	14,7	777,0	31,1	67,0	1,9	100	44,3
1988	274,3	809,4	72,8	1.156,6	23,7	70,0	6,3	100	48,1
1989	265,2	1.346,5	132,6	1.744,3	15,2	77,2	7,6	100	60,0
1990	337,4	2.178,7	183,6	2.699,7	12,5	80,7	6,8	100	65,3
1991	444,2	3.630,9	342,3	4.417,3	10,1	82,2	7,7	100	70,2
1992	477,2	5.349,7	378,2	6.205,1	7,7	86,2	6,1	100	75,4
1993	521,1	7.526,3	594,1	8.641,6	6,0	87,1	6,9	100	77,8
1994jun	595,8	8.328,8	589,3	9.514,0	6,3	87,5	6,2	100	79,3
1994	725,7	8.395,0	515,0	9.635,7	7,5	87,1	5,3	199	11,3
1995	826,3	9.914,0	366,0	11.106,3	7,4	89,3	3,3	100	77,0
1996(p)	917,6	10.934,3	359,9	12.211,8	7,5	89,5	2,9	100	80,5

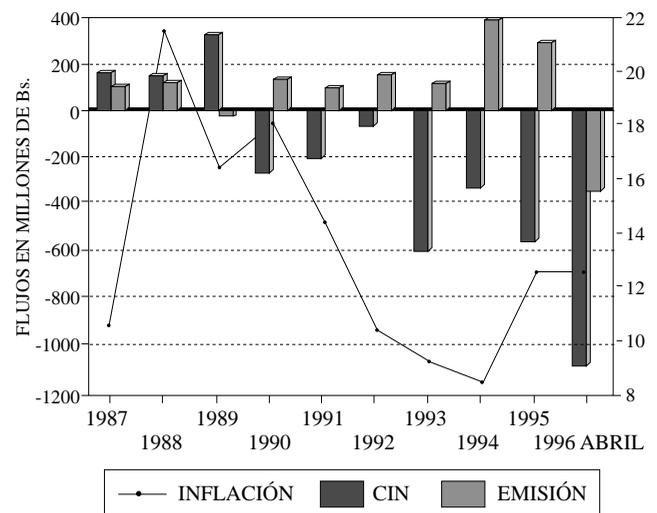
(p) preliminar a abril de 1996

La proporción de depósitos en moneda extranjera pasó del 29,5% en 1985 al 89,5% en abril de 1996. El período de mayor crecimiento de participación de moneda extranjera en el total de depósitos se da entre 1986 y 1988 (34% promedio año).

En este contexto, de un claro bi-monetarismo, la forma en la que la autoridad monetaria controla la oferta de dinero, constituye uno de los tópicos más importantes para el análisis.

Desde 1985, la política monetaria se basó en el control del Crédito Interno Neto del Banco Central de Bolivia (BCB), dada la influencia que este ejerce en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios y por ende en los precios. Con este propósito se establecieron metas anuales de crecimiento al Crédito Interno Neto al sector público no financiero y al sector financiero. Esas metas se consideran topes máximos (es decir limitaciones) y no objetivos puntuales.

**GRAFICO N° 1**  
**BANCO CENTRAL DE BOLIVIA**  
**EVOLUCIÓN EMISIÓN, CIN E INFLACIÓN**



Como se observa en el Cuadro N° 2 el flujo del Crédito Interno Neto, a partir de 1990 ha sido negativo, lo que ha permitido la acumulación creciente de Reservas Internacionales, asimismo posibilitó un ritmo decreciente de las tasas de inflación, con excepción de 1995.

**Cuadro N° 2**  
**BANCO CENTRAL DE BOLIVIA**  
**CUENTAS MONETARIAS**  
(Flujos en millones de Bs.)

A FIN DE	EMISIÓN	CIN	RIN	INFLACIÓN %
1987	107,1	163	(56)	10,66
1988	127,8	148	(21)	21,50
1989	(11,5)	331	(342)	16,56
1990	137,7	(256)	393	18,01
1991	107,3	(193)	301	14,52
1992	155,8	(50)	206	10,46
1993	119,7	(583)	703	9,31
1994	385,6	(313)	698	8,52
1995	298,4	(551)	850	12,58
1996(p)	(331,5)	(1.060)	728	12,54

(p) preliminar a abril de 1996

El Crédito Interno Neto, comprende los préstamos que realiza el BCB menos los depósitos que mantienen en el Instituto Emisor tanto el sector público no financiero como el sector privado financiero. Originalmente, en el caso del sector público no financiero, la regulación pasaba por cambios directos en el crédito o por cambios en los depósitos, lo que requería una gran dosis de compromiso fiscal.

Algo similar ocurría con el sistema financiero donde las regulaciones significaban el control de los préstamos o la inducción de cambios en los depósitos vía modificaciones en las tasas de encaje legal (la principal fuente de depósitos del sistema bancario son los depósitos por encaje legal).

El sistema de control no ofrecía flexibilidad y era susceptible de tornarse ineficaz. La economía experimentaba un proceso de profundización financiera (la participación de la oferta monetaria total M'3

como porcentaje del PIB crecía muy rápidamente) y había necesidad de efectuar un mejor control sobre la liquidez del conjunto de la economía.

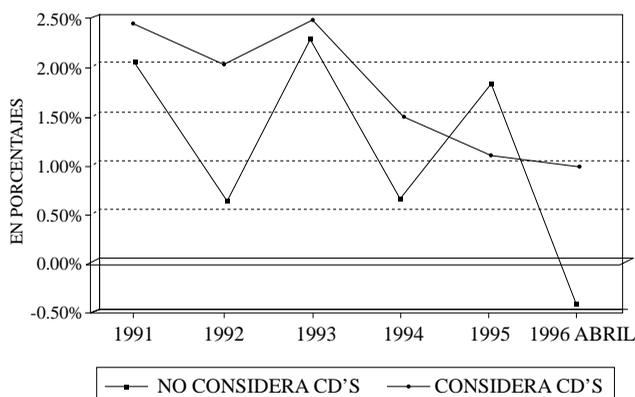
En diciembre de 1987 se introdujeron las operaciones de mercado abierto con Certificados de Depósitos del Banco Central de Bolivia, un instrumento de control indirecto que permite cambios inmediatos en el volumen de depósitos del sistema bancario en el BCB; de esa manera se obtiene una mayor flexibilidad en el control del crédito interno a ese sector.

Por otra parte, las operaciones de venta de CD's le permiten al BCB recoger dinero de alto poder e incidir en la creación secundaria de dinero (depósitos bancarios). La oferta monetaria total de la economía se reduce en algún múltiplo de la venta original hecha por el BCB. Esta contracción en la oferta monetaria a su vez, conduce a una reducción de las presiones inflacionarias y por tanto a menores tasas de inflación.

El procedimiento inverso implica que la compra de títulos públicos por parte del BCB, normalmente conduce a una expansión múltiple de la oferta monetaria.

Las operaciones de mercado abierto han posibilitado reducir la variabilidad de la base monetaria, elemento esencial para permitir una evolución regular de los agregados monetarios más amplios. El Cuadro N° 3 muestra como las operaciones de mercado abierto con CD's han reducido la variabilidad de la base monetaria, las tasas promedio mensual de crecimiento de esta tienen un comportamiento menos errático que cuando no se toman en cuenta los CD's; además posibilita una evolución estable del multiplicador monetario (M'3).

**GRÁFICO N° 2**  
**BASE MONETARIA**  
**TASAS DE CRECIMIENTO PROMEDIO MENSUAL**



Adicionalmente, la venta de títulos cuando se efectúan en moneda extranjera permite efectuar esterilizaciones de los flujos de capital de corto plazo y por tanto, anular presiones para la apreciación del tipo de cambio real.

La rigidez en el sector público no financiero se pudo superar a partir de diciembre de 1993, cuando el Tesoro General de la Nación empezó a emitir las LT's en los tres tipos de monedas, con lo que se encuadró dentro los límites del programa monetario y además evitó el financiamiento privado forzado al mantener una deuda flotante

con proveedores, situación que tiene efectos importantes negativos sobre su credibilidad

En noviembre de 1995, el BCB en el marco de su estrategia de modernización de los instrumentos de política monetaria, pasó de operaciones tipo mercado abierto en el mercado primario, a operaciones de compra y venta de títulos del TGN en el mercado secundario, empezó a colocar en el mercado LT's de su cartera.

En correspondencia con la composición monetaria de los depósitos del sistema bancario, la mayor proporción de títulos colocados se registra en moneda extranjera.

La evolución de la colocación neta por monedas de los títulos públicos (CD's y LT's de su cartera), es la mejor muestra del control monetario que realiza el Banco Central en nuestra economía bi-monetaria.

**CUADRO N° 3**  
**BANCO CENTRAL DE BOLIVIA**  
**COLOCACIÓN NETA DE TÍTULOS PÚBLICOS**  
**(CD 's y LT's DE CARTERA DEL BCB)**

A FIN DE	EN MILLONES DE \$US				ESTRUCTURA PORCENTUAL			
	MN	MNMV	ME	TOTAL	MN	MNMV	ME	TOTAL
1987	0,0	0,2	6,9	7,1	0,0	2,3	97,7	100
1988	9,0	19,1	47,3	75,4	12,0	25,3	62,8	100
1989	3,0	10,6	61,8	75,3	3,9	14,1	82,0	100
1990	14,0	14,8	76,9	105,7	13,2	14,0	72,8	100
1991	57,2	1,5	69,7	128,3	44,6	1,1	54,3	100
1992	12,1	1,2	34,1	47,4	25,5	2,5	71,9	100
1993	8,6	20,5	32,1	61,3	14,1	33,5	52,4	100
1994	3,6	1,5	8,0	13,1	27,5	11,5	61,0	100
1995	22,2	26,6	92,0	140,8	15,8	18,9	65,4	100
1996(p)	58,0	11,9	193,1	263,0	22,1	4,5	73,4	100

(p) preliminar a abril de 1996

En la misma dirección, en marzo de 1996 se introduce un nuevo instrumento, los SWAPS de divisas con la finalidad de hacer ajustes de liquidez entre monedas, eliminar el riesgo cambiario y propiciar inversiones de portafolio en moneda nacional.

En general la política monetaria siguió en el corto y mediano plazo objetivos de cantidad, dejando que la tasa de interés se ajuste para equilibrar los mercados. Dada la capacidad y experiencia que se ha adquirido en el manejo de la política monetaria y el margen de operación que le permite la disciplina fiscal, el BCB puede encarar, en el corto plazo, medidas que tiendan a disminuir la variabilidad de las tasas de interés del mercado monetario, sin perder en perspectiva sus objetivos monetarios en el mediano plazo.

Esta labor requiere una mayor participación de la autoridad monetaria en los mercados de dinero. Con este fin el BCB introdujo las operaciones de reporto y tiene previsto un programa para incrementar su participación en los mercados y en las operaciones con las instituciones financieras.

La efectividad de la política monetaria y por tanto el cumplimiento de las funciones asignadas al Banco Central, dependen de la adecuada instrumentación para el control de la liquidez y de la ampliación de su capacidad para servir como prestamista de último recurso, actividades que se emprenden actualmente.