



# BOLETÍN INFORMATIVO

Nº 76

AÑO 6

JULIO 1999

Editorial

## LA POLÍTICA MONETARIA BOLIVIANA DE LOS AÑOS RECIENTES

La Ley del Banco Central de Bolivia (Ley 1670 del 31 de octubre de 1995), define a éste como la única autoridad monetaria y cambiaria del país; la formulación y ejecución de la política monetaria son sus responsabilidades principales. El ejercicio de estas evolucionó en los últimos años, para adaptarse a los cambios en el entorno económico y en la legislación, así como resultado de una mejor comprensión de los fenómenos monetarios en países con las características de Bolivia. Es importante señalar que la Ley del BCB le da como objetivo procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional. En la práctica, este mandato significa procurar mantener una inflación baja por sobre cualquier otro objetivo.

En el pasado reciente, los altos déficit fiscales, financiados con emisión monetaria, dieron lugar a un descontrol monetario y de la inflación. El saneamiento fiscal, componente central del programa de estabilización del D.S. 21060, permitió, por una parte, domar a la inflación y, por otra, independizar la política monetaria de la política fiscal. Ahora son las operaciones con el sistema financiero, incluyendo las de divisas, las que preponderantemente explican las fluctuaciones monetarias.

Para consolidar el control de la inflación y hacer permanente su reducción, la Ley 1670 impone límites muy estrictos al financiamiento del gobierno por el Instituto Emisor. Los gobiernos, teniendo un acceso limitado por su propia naturaleza a créditos externos de libre disponibilidad para financiar sus déficit y no pudiendo, por las estipulaciones de la ley, financiarse en el Banco Central, se ven forzados a controlar sus ingresos y gastos. La política monetaria de cierta manera, se vuelve más independiente de la política fiscal, aunque permanece el hecho de que es más fácil aplicar una política monetaria ordenada si la política fiscal es también prudente.

En los últimos años, la política monetaria pudo concentrarse en los instrumentos para coadyuvar al desarrollo del mercado financiero en vez de financiar los déficit fiscales. Las innovaciones monetarias, en el último lustro, fueron substanciales: las operaciones de mercado abierto con Letras del Tesoro (LT) o Certificados de Depósito (CD) del Banco Central; la profunda reforma del encaje legal; las ventanillas de reporto y con garantía del Fondo RAL para dar liquidez de corto plazo al sistema; y el desarrollo del mercado interbancario con un volumen diario importante de transacciones.

Si por un lado la política monetaria se hace más independiente de la fiscal, en cambio la amplitud de la dolarización cuestionó la posibilidad misma de una política monetaria nacional autónoma. De acuerdo con los modelos teóricos, con un régimen de tipo de cambio fijo, acompañado además por un alto grado de dolarización, el espacio de maniobra para la política monetaria nacional sería muy estrecho.

Nuestro sistema es de flotación muy administrada lo que lo asemeja a un sistema de tipo de cambio deslizante. Este rasgo da un margen para la acción de la política monetaria. Más importante, los activos internos en dólares no son sustitutos perfectos de los activos internacionales, como se comprueba con las tasas internas de interés para operaciones en dólares que son mayo-

res a las tasas internacionales. La sustitución imperfecta -no es lo mismo un dólar en el país que fuera de él-, da una posibilidad para operaciones monetarias del BCB en ambas monedas. Las diferencias entre las tasas internas en dólares y las internacionales se deben a las primas de riesgo país y al, todavía, incipiente desarrollo financiero del país.

La programación que pauta la política monetaria tiene dos metas intermedias: un techo para el crédito interno neto del Banco Central y un piso para sus Reservas Internacionales Netas (RIN). El BCB para cumplir con dichas metas efectúa operaciones de mercado abierto y de crédito a corto plazo al sistema financiero y, excepcionalmente, al Tesoro General de la Nación (TGN) en las dos monedas.

La práctica de la política monetaria en una economía con dos monedas, bolivianos y dólares, es más compleja y exige mayor sintonización fina que cuando se tiene una sola. La medición y el control de los agregados monetarios se vuelve también más difícil en una economía bi-monetaria. En especial, los indicadores tradicionales de expansión o contracción monetaria pueden no ser válidos. Por ejemplo, algunos analistas quisieron ver en la caída de la emisión observada en 1999 una política contractiva del BCB. No es así, porque la emisión en el contexto fiscal actual refleja sobre todo la demanda del público por bolivianos. El BCB adecua la oferta de emisión a la demanda del público. La reducción de la demanda se debe a varios factores, siendo el principal la sustitución de bolivianos por dólares.

En el contexto descrito, se podría hablar de política monetaria contractiva sólo si se quitara la liquidez del sistema financiero mediante operaciones de colocación de LT de la cartera del BCB, si se restringiese el acceso a las ventanillas de liquidez o se aumentara fuertemente las tasas de interés de los créditos de liquidez del Instituto Emisor. Nada de lo anterior sucedió en 1999, excepto por un período muy corto en junio. Para concluir que la política monetaria es expansiva o contractiva se debe examinar un conjunto de indicadores; el BCB estuvo apuntando a que su tasa de reporto sea el principal. La tasa observada de crecimiento de la emisión es todavía un indicador, pero cuya pertinencia se fue perdiendo a medida que la política monetaria se tornó más independiente de la fiscal.

La política de tasas de interés moderadas del Instituto Emisor y de expansión del crédito no pudo, empero ser transmitida completamente al sistema financiero, por las características microeconómicas de éste. El que no bajaran las tasas de interés de los bancos no es atribuible al Banco Central.

Finalmente, por la dolarización, el BCB tiene una meta de RIN más alta de la que tendría si éstas fuesen sólo para atender las necesidades del comercio exterior y del servicio de la deuda externa. Un alto volumen de reservas permiten cumplir al BCB, aunque más imperfectamente que en economías menos dolarizadas, su papel de prestamista de última instancia para los bancos que confrontaran problemas de liquidez aún si éstos son persistentes.

### INDICADORES ECONÓMICOS

	Jul.98	Jul.99		Jul.98	Jul.99
INFLACIÓN (Acumulada en el año)	3,53%	0,61%	TASAS INT. NOM. ACT. (180 días-Prom.mes)(M/E)(2)	12,96%	14,05%
TIPO CAMBIO VEN. (Fin Perio)(Bs x 1 \$us)	5,54	5,85	TASAS INT. NOM. PAS. (180 días-Prom.mes)(M/E)(2)	7,80%	8,88%
RES. INTER. NETAS (Mill de \$us)	1.052,99	933,01	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N)	14,72%	14,30%
FONDO RAL (M/E)	190,93	327,51	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E)	9,78%	9,80%
EMISIÓN MONETARIA (Saldo en Mill. Bs)	2.153,19	2.002,03	TASA LIBOR (a 6 meses)	5,75%	5,65%
M/3 (Mill Bs) (1*)	24.054,74	25.061,07			

1\* Incluye con mantenimiento de valor - M/N Moneda Nacional - M/E Moneda Extranjera - (2) Promedios Mensuales ponderados por el monto efectivo de operaciones realizadas.