

LA POLÍTICA MONETARIA BOLIVIANA DE LOS AÑOS RECIENTES

La política monetaria, una de las políticas macroeconómicas clave para el desempeño de la economía y su conducción, es una de las funciones más importantes del Banco Central de Bolivia (BCB).

Hasta mediados del '80, las medidas e instrumentos de política monetaria estaban orientados al financiamiento del sector público y a ciertos sectores productivos privados mediante líneas de créditos con tasas de interés subsidiadas, entre otros. Dadas las distorsiones, que esto causó, en la actualidad se orienta al empleo de mecanismos de mercado y de instrumentos indirectos: operaciones de mercado abierto.

EL OBJETIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Ley 1670¹, título I, artículo 2do, establece que "el objeto del BCB es procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional". Para esto el BCB tiene atribuciones en materia monetaria, cambiaria y del sistema de pagos, que incluyen la regulación de la cantidad de dinero y del crédito. Por tanto, su objetivo final es la estabilidad de precios que es el mejor aporte de la política monetaria al desarrollo económico sostenido². Al inicio de 1999, se fijó un objetivo de inflación anual, de diciembre a diciembre, no mayor al 5,5%.

METAS INTERMEDIAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Definido el objetivo de la política monetaria, los bancos centrales necesitan de una estrategia para monitorear e instrumentar sus acciones; entonces, la autoridad monetaria se ve enfrentada al dilema de escoger metas intermedias de política, entre variables de cantidad o precios. Una vez elegida una de ellas, la otra se convierte automáticamente en variable endógena.

La evidencia empírica de la estabilidad de la demanda de dinero y el control, aunque limitado, de la oferta monetaria por parte del BCB, se logró que éste adopte una meta intermedia de cantidad: el Crédito Interno Neto (CIN) del BCB. Así, el CIN llega a ser una meta explícita del programa monetario e incluye el crédito neto a los sectores público no financiero y, financiero, además de las obligaciones externas a mediano y largo plazo y otras operaciones netas del Banco. La Ley 1670, establece las relaciones del BCB con ambos sectores:

1. - Relaciones financieras con el sector público. - De acuerdo a su ley, el BCB no puede otorgar crédito al sector público ni contraer pasivos contingentes a favor del mismo, salvo al TGN y con el voto favorable de dos tercios de los miembros presentes en reunión de su Directorio, en los siguientes casos:

- Para atender necesidades impostergables derivadas de calamidades públicas, conmoción interna o internacional, declaradas mediante Decreto Supremo.
- Para atender necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del programa monetario.

Estas operaciones deben ser documentadas mediante títulos valores negociables de deuda pública emitidos por el TGN, los cuales en el caso del inciso b), serán de plazo máximo de un año.

Las normas legales no prohíben, explícitamente, el conceder crédito al

gobierno, pero restringen las situaciones bajo las cuales se le otorgaría. Y en el caso de créditos de liquidez, confieren al BCB la posibilidad de rechazar solicitudes, cuando éstos afecten al cumplimiento del programa monetario.

1. - Relaciones con el sector financiero. - La Ley 1670 señala que el BCB, puede conceder créditos a los bancos y entidades de intermediación financiera a plazos de 90 días renovables para atender necesidades de liquidez, en casos debidamente justificados y calificados por el Directorio por mayoría absoluta de votos. Actualmente, las operaciones de reporto y los préstamos con garantía del RAL constituyen fuentes adicionales de liquidez de muy corto plazo, para las entidades financieras. Asimismo, su Ley le permite al BCB comprar, descontar o garantizar activos con fines de preservar un sistema de intermediación estable y competitivo.

Por otra parte, debido a que la dolarización impone su carga adicional al BCB en su función de prestamista de última instancia al sistema financiero, se requieren medidas especiales de prudencia, como mantener más que un normal volumen de RIN del BCB y de activos externos netos de los bancos. Por tanto, la política monetaria busca también el fortalecimiento de las reservas internacionales, que permita el normal funcionamiento del sistema de pagos internacionales y asiente la confianza de los operadores financieros en el país. Así, el programa monetario contempla dos metas cuantitativas explícitas, el CIN y las RIN. Ambas fijadas a principio de gestión y la política monetaria se orienta a su cumplimiento, es decir que el CIN del BCB debe ajustarse en el año de manera que la oferta de emisión monetaria, sea consistente con su demanda esperada y las RIN con sus metas.

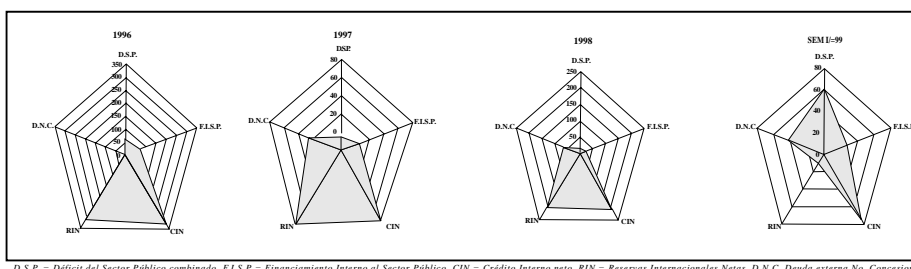
En el programa monetario de 1999 se establece como nivel adecuado el mantener reservas internacionales brutas equivalentes a 6,5 meses de importación, lo que implica una meta de pérdida máxima de RIN de US\$ 50 millones. Asimismo, sobre la base de los objetivos de inflación (5,5%) y crecimiento del PIB (5,0%), se estimó un aumento del 13% en la emisión monetaria, equivalente a Bs 313 millones. Por último, considerando la restricción que impone la ecuación del balance monetarios, se fijó el límite de expansión del CIN en Bs 605 millones.

Cabe señalar que estas cifras son parte del programa financiero del país, de modo que son consistentes con las metas y estimaciones de la balanza de pagos, finanzas públicas y cuentas nacionales. Como señala la Ley 1670, "El BCB debe tomar en cuenta la política económica del Gobierno" y a su vez, recomendar a éste "la adopción de las medidas que estime oportunas para posibilitar el cumplimiento de su objeto". Desde este punto de vista, el programa financiero es el instrumento idóneo que permite la coordinación y consistencia de las políticas.

Los programas financieros en las últimas gestiones fijaron cinco metas para el sector fiscal y el BCB: el CIN, las RIN, el déficit del sector público (DSP), el financiamiento interno al sector público (FISP) y la deuda externa no concesional (DNC). Las gráficas muestran que casi la totalidad de estas metas para las gestiones 1996-1998 y el primer semestre de 1999, fueron alcanzadas con márgenes. Obsérvese que en las gestiones pasadas, los márgenes en RIN fueron simétricos a los del CIN, sin embargo en el primer semestre de 1999 el limitado margen en las RIN impone una restricción a la expansión del CIN.

MÁRGENES EN LAS METAS DE PROGRAMAS FINANCIEROS DE 1996-1999

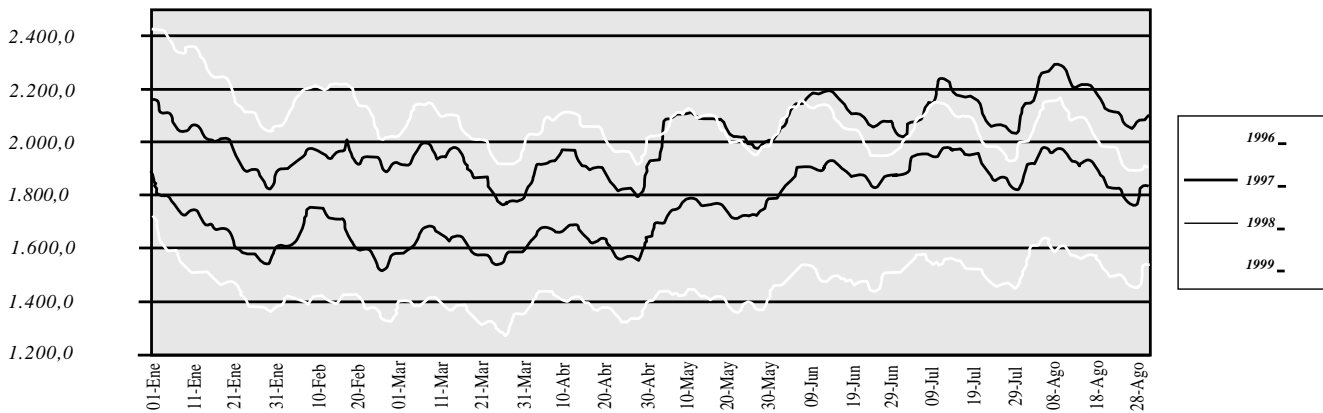
(flujos en millones de \$us) margen > 0: sobregiro < 0)



Contrariamente a la posición de algunos analistas, el comportamiento de la emisión en la última gestión refleja principalmente una menor demanda de emisión monetaria por los agentes económicos y no una política contractiva del Banco Central de Bolivia. En efecto, el

Instituto Emisor está obligado a modificar la oferta de emisión monetaria para acomodar los cambios en su demanda: es impensable que un banco central opte por no satisfacer la demanda del público por billetes y monedas.

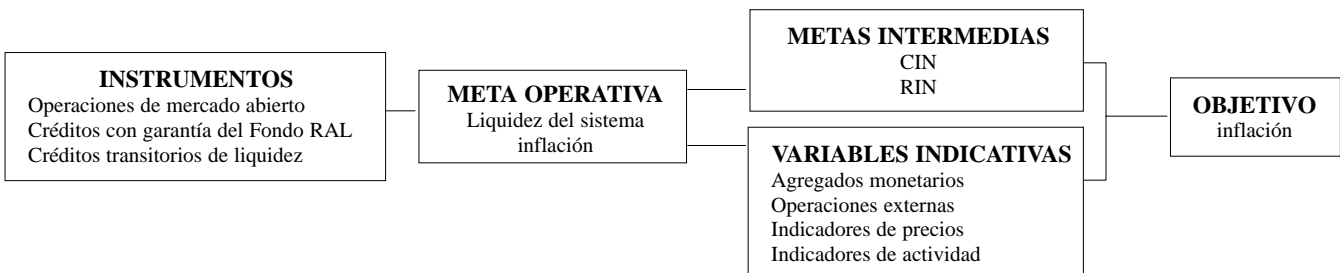
EMISIÓN MONETARIA
(SALDOS EN MILLONES DE BS.)



INTERVENCIÓN DEL BCB EN EL MERCADO

El marco operativo que utiliza el Banco Central de Bolivia, para llevar a cabo sus acciones de política monetaria, incluye a la inflación como objetivo final y al Crédito Interno Neto y las Reservas Internacionales

Netas como metas intermedias. La meta operativa es la liquidez del sistema financiero, instrumentos cuya evolución se controla mediante diversos instrumentos. El Instituto Emisor, también toma en cuenta el comportamiento de variables indicativas del desempeño de la política monetaria.



META OPERATIVA

En razón de que, en general, no se tiene control directo sobre las metas intermedias, las acciones de política monetaria se ejecutan por medio de alguna meta operativa sobre la cual se tiene un mejor control. De esta manera, modificaciones en la meta operativa, permiten adecuar las metas intermedias para alcanzar el objetivo final de la política monetaria.

La meta operativa es la liquidez del sistema financiero, definida como el excedente de encaje, debido a que al igual que las metas intermedias, se trata de una variable de cantidad y sus variaciones tienen un impacto más predecible en el CIN y las RIN. Diariamente, el BCB calcula el excedente de encaje correspondiente al día anterior a fin seguir su comportamiento; y semanalmente pronostica sus variaciones a través de estimaciones de los factores de expansión y contracción.

Sobre la base de dicho pronóstico, el Banco Central de Bolivia debe compensar o esterilizar los cambios ex-ante de la liquidez del sistema financiero ocasionados por variaciones en los factores de expansión y contracción, con la finalidad de alcanzar las metas de Crédito Interno Neto y RIN. La inyección bruta de liquidez es el resultado de los cambios en la demanda de emisión monetaria y de los llamados "componentes autónomos": crédito neto (crédito menos depósitos) del Banco Central al sector público no financiero y al sector financiero, las variaciones en las reservas internacionales del Instituto Emisor y otras operaciones como los ingresos y gastos del BCB. Las operaciones con títulos del Tesoro General de la Nación, se consideran como un componente autónomo, pues su propósito es otorgar financiamiento al gobierno.

A continuación se presentan los principales factores de expansión y contracción de la liquidez del sistema. En negrillas, aparecen los instrumentos

que el BCB utiliza para proporcionar o retirar liquidez del mercado de dinero.

DETERMINANTES DE LA LIQUEZ

- 1.- Factores de expansión
 - Reservas internacionales netas
 - Crédito al sector financiero
 - Crédito al sector público no financiero
- 2.- Factores de contracción
 - Emisión monetaria
 - Depósitos del sector financiero
 - Depósitos del sector público no financiero
 - Colocación neta de títulos por parte del TGN
- 3.- Inyección bruta (1-2)
 - a) Operaciones de mercado abierto
 - b) Reportos
 - c) Créditos con garantía del Fondo RAL
 - d) Créditos transitorios de liquidez
- 4.- Inyección neta (3-a+b+c+d)

INSTRUMENTOS

La posición del BCB frente al mercado de dinero y la volatilidad y tamaño de los cambios ex-ante de la liquidez del sistema financiero, determinan el tipo de instrumentos y operaciones que el BCB debe utilizar con mayor frecuencia para lograr sus metas de CIN y RIN. La intervención en el mercado de dinero se realiza, principalmente,

mediante las operaciones de mercado abierto, los reportos y los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL.

- (a) Las operaciones de mercado abierto
Debido a que el BCB tiene metas de cantidad, fija la cantidad de los títulos a ser subastados y deja que el mercado determine las tasas de descuento. Para este propósito, el BCB utiliza sus propios Certificados de Depósito así como la cartera de Letras y Bonos del TGN que dispone el BCB. La subasta pública primaria se realiza una vez por semana, los días miércoles, y la venta efectiva los días viernes siguientes a la adjudicación. Según disponga el Comité de Operaciones de Mercado Abierto, se realizan también operaciones en mesa de dinero.
- (b) Los reportos
Los reportos pueden ser de compra o venta, los primeros (Repos) consisten en la concertación simultánea de una compra de valores al contado con el compromiso de su venta a futuro; en este caso, el BCB actúa como reportador y se trata de una operación mediante la cual provee liquidez al sistema.
Por su parte, los reportos de venta (Reverse Repo) consisten en la concertación de una venta de valores con el compromiso de su compra en el futuro. Estas operaciones todavía no son realizadas, pero su aplicación está en estudio. En este caso el BCB actuaría como reportado y sería una operación mediante la cual se sustraería liquidez del sistema.
- (c) Reservas obligatorias o requisitos de liquidez
El nuevo sistema de encaje legal, vigente desde el 4 de mayo de 1998, establece la obligatoriedad de constituir reservas equivalentes al 12% de los pasivos sujetos a encaje: 2% en efectivo en el BCB y 10% en un Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (RAL) que es invertido en títulos bursátiles nacionales y del exterior. Con esta modalidad, se desea mejorar la eficiencia en la intermediación financiera, al reducir los costos de encaje para el sistema a la vez de mejorar la capacidad de preservar la solvencia y competitividad del mismo. Antes que de control monetario, este instrumento es predominantemente prudencial.
- (d) Facilidades de crédito con garantía del fondo RAL.
Se trata de un nuevo instrumento rápido y oportuno que emplea el

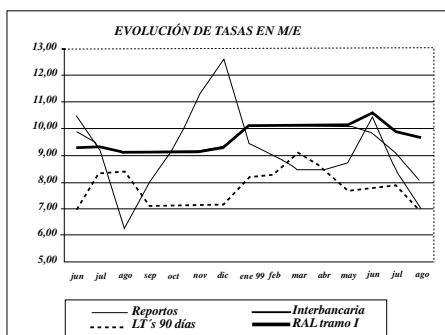
patrimonio del Fondo RAL como garantía de créditos de liquidez en dos tramos: el primero hasta el 30% del valor depositado en el Fondo por cada entidad financiera y el segundo hasta un 40% adicional. Los recursos para cubrir sobregiros son inyectados por el BCB de manera automática hasta el límite del primer tramo, mientras que los créditos de libre disponibilidad, tanto en el primer como en el segundo tramo, son concedidos a solicitud expresa. La tasa de interés de estos créditos, actúan como "techo" (tasas "lombardas") a las tasas de interés de corto plazo y se utiliza para enviar señales y reducir la volatilidad de las tasas de interés interbancarias.

- (e) Créditos transitorios de liquidez
Si una entidad financiera tiene necesidad de liquidez por montos mayores a los que puede acceder con garantía de su participación en el Fondo RAL, puede solicitar al BCB créditos para atender necesidades transitorias de liquidez por un plazo no mayor a 90 días. Estos créditos deben estar debidamente justificados y contar con garantías en la proporción de 2 a 1 con relación al monto del préstamo, y ser aprobados por mayoría absoluta de los miembros del Directorio del BCB presentes en reunión.

VARIABLES INDICATIVAS

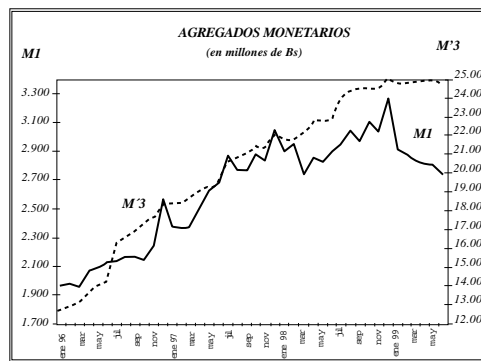
Las innovaciones financieras, la internacionalización económica, cambios en expectativas y otros han afectado la relación estable y predecible entre las metas intermedias y el objetivo último de la política monetaria. Por tanto, el BCB recurre también a variables indicativas que permitan un adecuado manejo de los instrumentos de política con el propósito de alcanzar las metas y objetivo de mejor manera.

Estas variables de apoyo se forman por un conjunto de indicadores tales como: agregados monetarios (emisión monetaria, M1, M3 y crédito bancario al sector privado), operaciones externas (balanza cambiaria, transferencias al exterior, compra y venta de divisas en el Bolsín, etc.), indicadores de precios (inflación subyacente, tipo de cambio multilateral, tasas de interés activas y pasivas, y tasas interbancarias) e indicadores de la actividad económica.



Por tanto, la política monetaria apunta también, aunque de manera indirecta, a darle mayor estabilidad a las tasas de interés, influyendo en ellas mediante las operaciones de mercado abierto y los reportos. Con ello se afecta positivamente al nivel de actividad económica y se limita la salida de capitales al exterior. Asimismo, la política monetaria se halla coordinada con la política cambiaria, ya que una expansión excesiva de la emisión en bolivianos se traduce en una mayor demanda de dólares, presiones sobre el tipo de cambio y en última instancia sobre los precios.

Estos indicadores son analizados semanalmente por comités especializados: Comité de Política Monetaria y Cambiaria, Comité de Operaciones de Mercado Abierto, Comité de Asistencia al Sistema Financiero y Comité de Reservas Internacionales. Cada uno de ellos, está conformado por el Presidente del Banco, algunos Directores, Gerente General, Gerentes de las Áreas respectivas y la Asesoría de



Política Económica. Además, el Banco Central de Bolivia participa también en el Consejo Nacional de Política Económica y el Comité de Normas Financieras de Prudencia.

¹ Ley No. 1670 del Banco Central de Bolivia del 31 de octubre de 1995.
² La evidencia empírica a nivel internacional, ha demostrado que existe una correlación negativa, entre inflación y crecimiento, aún en el caso de países con baja inflación (v.g. los miembros de OCDE).
³ En los años noventa, varios países industriales abandonaron este sistema y adoptaron un marco de política monetaria basada en un esquema de metas explícitas de inflación. Debido a los requisitos técnicos e institucionales bastante rigurosos, la adopción de un sistema de este tipo en el corto plazo, no parece ser la más adecuada para los países en desarrollo.
⁴ Aunque el programa no contempla una meta explícita de activos externos de los bancos, el actual sistema de requerimiento de activos líquidos, obliga a las entidades a mantener títulos del exterior equivalente al 10% de sus pasivos en moneda extranjera sujetos a encaje.
⁵ RIN + CIN = Emisión Monetaria.