

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA
DIVISION TECNICA
UNIDAD DE INVESTIGACIONES ECONOMICAS

INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA: ALTERNATIVAS PROPUESTAS PARA
SU MODIFICACION

La Paz, abril de 1980

I. INTRODUCCION

El propósito del presente trabajo es el de plantear alternativas sobre posibles modificaciones en los instrumentos de política monetaria que están bajo control del Banco Central. Con este fin, en principio se elaboró un diagnóstico del movimiento observado por las distintas variables monetarias, para un período de quince meses 1/ a objeto de conocer como estuvieron desarrollándose dentro del contexto de la política monetaria seguida por el Banco Central. Este esbozo se consideró necesario para el presente trabajo, porque mediante el se describirá la situación real del comportamiento observado por dichas variables. A efectos de análisis, el diagnóstico general se verá enriquecido con el examen particular de las variables consideradas en el trabajo, mediante la desagregación del sistema bancario en Bancos Nacionales, del Estado y Bancos Extranjeros.

Dado que el problema fundamental del presente trabajo es el de investigar la posibilidad de flexibilizar las tasas de interés, el estudio de este instrumento, como problema práctico, no puede considerarse aisladamente. Cada uno de los instrumentos de política monetaria -encaje legal, tipos de interés y tasas de redescuento- constituyen un problema especial comprendido dentro de otro más amplio: LA OFERTA MONETARIA, y éste a su vez, forma parte del problema general de la política económica del país. Dentro de este contexto, este estudio es muy restringido en sus alcances, lo cual conduce a soluciones inadecuadas, a no ser que se considere un enfoque integral de los instrumentos de política monetaria. En este sentido, en este estudio nos limitaremos principalmente a una explicación del curso que siguieron las variables monetarias más importante durante el período 1979-1980.

1/ A fin de contar con datos homogéneos, se trabajó con la información del parte de encaje legal y programa monetaria para el período enero 1979 - marzo 1980.

II. DIAGNOSTICO

a) Encaje legal. Depósitos y Colocaciones

Con referencia al encaje legal en moneda nacional, éste acusó fuertes déficits en casi todo el período analizado, siendo más pronunciados en los meses de Abril-Mayo y Octubre-Noviembre. Es así que en el mes de Mayo el déficit fue de \$b. 289.3 millones, mientras que el de Noviembre se colocó en \$b. 293.9 millones. Salvo los bancos extranjeros, la dificultad de los nacionales en constituir el encaje se debe a una caída de los depósitos a la vista y plazo fijo presuntamente debido a razones especulativas por cuanto los depósitos en cajas de ahorro no experimentaron variaciones significativas.

A partir de las medidas de Noviembre pasado, en que se efectuaron modificaciones en la estructura de los instrumentos de política monetaria, se observó una disminución del déficit de encaje. La reducción de las tasas de encaje posibilitó un superávit en la primera decena de diciembre, que alcanzó a \$b. 208.2 millones. Posteriormente, en el período comprendido entre la segunda decena de dicho mes y la segunda de marzo, se observaron déficits de encaje que en promedio totalizó \$b. 165.9 millones. En cambio, en la última decena del mes de marzo del presente año, se produjo un superávit que alcanzó a \$b. 174.7 millones. Esta situación es resultado de la efectivización de la cláusula de mantenimiento de valor del peso boliviano con respecto al dólar norteamericano, a partir del quince de marzo del presente año.

Respecto al encaje en moneda extranjera, se observa que hasta noviembre del año pasado el conjunto de los bancos constituían excedentes en esta cuenta. Esta situación se modificó con las medidas económicas, ya que a partir de la primera decena de diciembre y hasta fines de marzo, registran déficits que en promedio alcanzó a \$us. 25.0 millones. Ello es resultado del aumento de las tasas de encaje en depósitos vista, Cajas de ahorro y otros depósitos (100.0%), como a plazo fijo (40% para

bancos nacionales y 45% para bancos extranjeros). La diferencia entre el encaje requerido y constituido, en moneda extranjera, alcanza cifras elevadas para fines de Diciembre de la pasada gestión y fines de Enero y Febrero de 1980 (-28.6, -27.2 y -22.5 millones de dólares, respectivamente). Estos déficits disminuyen notablemente a fines de Marzo, donde se aprecia un nivel de \$us. -8.7 millones. Esta reducción, parece ser el efecto de un descenso en los depósitos como en las colocaciones en moneda extranjera, debido por una parte a la posible traslación de depósitos en moneda extranjera a moneda nacional, (estos últimos experimentaron en el primer trimestre del presente año un incremento en términos nominales de aproximadamente \$b. 1.150.0 millones) y por otra a la tendencia alcista que se presentó en la tasa LIBOR, posibilitando un drenaje de divisas al exterior. La traslación obedecería al hecho de existir una mayor demanda de moneda nacional para transacciones, y una respuesta al incremento de las tasas de interés en cajas de ahorro y depósitos a plazo.

En cuanto a los depósitos en moneda nacional, se observa que en el mes de Abril de 1979, éstos experimentaron la mayor caída, siendo la tasa de crecimiento del 3.9% respecto a Marzo. Del análisis se desprende que los más afectados fueron los depósitos a plazo, que decrecen en 4.6% en el mismo mes, continuando dicha tendencia hasta Diciembre de 1979. Por el contrario, los depósitos en caja de ahorro no sufrieron variaciones significativas hasta fines de año, suponiéndose que este comportamiento respondió a la vigencia de la cláusula de mantenimiento de valor. Sin embargo, en el primer trimestre de 1980, estos depósitos experimentan un incremento, en términos nominales, de \$b. 468.5 millones (18.7%). Este resultado indicaría una respuesta positiva al aumento de las tasas de interés (10 al 15%), ya que en las medidas de Noviembre pasado se retiró la cláusula de mantenimiento de valor para esta clase de depósitos.

En lo que hace a los depósitos a la vista, si bien decrecieron en 5.1% en Noviembre respecto a Octubre, éstos observaron en términos nominales un alza del 16.0% entre Diciembre-Marzo del presente año. Por el contrario, en el último período el total de depósitos en moneda extranjera acusó un descenso significativo de \$us. 12.4 millones (11.3%).

En cuanto a las colocaciones en moneda nacional, éstas fueron en aumento desde el mes de Octubre, registrando mayores tasas de expansión a partir de la tercera decena de Enero del presente año, con un promedio de crecimiento relativo del 1.4%. Respecto a las colocaciones en moneda extranjera, éstas disminuyen de Noviembre a Diciembre en \$us. 30 millones; asimismo en el primer trimestre del presente año descienden en \$us. 15.8 millones (4.9%).

Para una mejor comprensión del comportamiento a nivel consolidado, a continuación desagregamos el análisis para el Banco del Estado, Nacionales y Extranjeros:

El Banco del Estado es el que ha tenido las mayores dificultades en cuanto al encaje, pues contabilizó déficits en todo el período considerado. Los depósitos vista y plazo muestran una disminución, del orden del 2.84% y 5.9% en Junio y Diciembre de 1979. Esta situación se modifica en la última semana de Marzo de 1980, ya que se presentó una tasa de incremento del 14.9% con relación a la observada en la gestión pasada (Dic. 79). Por otro lado, las colocaciones del Banco del Estado muestran tasas negativas de crecimiento, hasta fines de 1979. Sin embargo a partir del mes de Enero del presente año se observa incrementos a una tasa promedio del 2.4% con relación a Diciembre del año pasado.

En lo que hace al conjunto de los Bancos Nacionales, excluido el Banco del Estado, igualmente se nota déficits pronunciados de encaje hasta fines de Noviembre, el mismo que disminuye en el mes de Marzo de 1980 debido a un aumento nominal en los depósitos. Por su parte, las colocaciones ^{1/}, observaron un movimiento oscilatorio hasta el mes de Octubre, a partir del cual y hasta Diciembre se presentó una tendencia uniforme de crecimiento (2.3%). Posteriormente, se observa una disminución del 1.0% en el mes de Enero, para luego recuperarse en Febrero y Marzo, con tasas de 5.9 y 4.7%, respectivamente.

^{1/} En el nivel de colocaciones se considera los montos refinanciados por el Banco Central de Bolivia.

En lo que se refiere al conjunto de los bancos extranjeros, debemos señalar que mantuvieron encajes positivos en moneda nacional en el período Enero-Noviembre, el mismo que aumentó notablemente entre Diciembre de 1979 y Marzo de 1980. Esta situación parece ser resultado de la reducción que se hizo efectiva en las tasas de encaje legal, aunque esta disminución no fue de la misma magnitud que para los bancos nacionales. Con relación al total de depósitos captados, así como a sus colocaciones, éstos presentaron por lo general incrementos en casi la totalidad del período analizado.

b) Tasas de interés (activas y pasivas), la tasa LIBOR

La estructura de las tasas de interés que imperan en el país muestran rigidéz en cuanto a su adaptabilidad a las necesidades del ahorro interno. Concretamente, las tasas pasivas se han mantenido en 10% -pa-ra cajas de ahorro- hasta Noviembre de 1979, las tasas para depósitos a plazo se mantuvieron en 10 3/4, 11 1/4, y 11 3/4, respectivamente a 90, 180 y 360 días, en tanto que la referida a los depósitos en moneda extranjera se fijó en el 9%. De igual modo, las tasas activas (efectivas) para créditos comerciales se mantienen en 25% desde el año 1972 hasta Noviembre de 1979 y para créditos industriales en 19% desde 1973 a Noviembre 1979, reflejando de esta manera la rigidéz de las tasas establecidas en el sistema bancario nacional.

Si tomamos en cuenta la tasa LIBOR como alternativa de mercado, vemos que ésta ha tenido una trayectoria ascendente a partir de junio de 1979 (desde 10.5 hasta 19% en la actualidad, en valores promedio). Ahora bien comparando la tasa pasiva nacional con la Libor -aún considerando que la primera se elevó a 15%- ésta estuvo al nivel de la tasa internacional solamente en el mes de Enero de 1980. Pero a partir de dicho mes y hasta Marzo se observa una diferencia de 4 puntos, lo cual indica el atractivo que existe para la colocación de activos en el extranjero, con significativos efectos sobre el nivel de nuestras reservas interna

cionales, aspecto que podría evitarse mediante la fijación de niveles para la tasa de interés pasiva similares a la vigente en el exterior.

conforme a nuestras necesidades internas

c) Tasa de Redescuento

Las operaciones de redescuento en nuestro sistema se rigen en función de un tipo de interés que está un punto menos que la tasa activa (nominal), y otros requisitos legales que los bancos comerciales deben cumplir para que puedan tener acceso a esta forma de financiación.

Del análisis efectuado de este instrumento se desprende que el recurso del redescuento es muy restringido, salvo en situaciones de extrema dificultad. Así por ejemplo, en los meses de Marzo, Abril y Septiembre de 1979 no se aprecia que los bancos hayan hecho uso del redescuento, teniendo en cuenta que el déficit de encaje, en moneda nacional, en tales meses alcanzó a \$b. 163.7, \$b. 210.7 y \$b. 35.4 millones, respectivivamente.

En un sistema como el nuestro en que carecemos de operaciones de mercado abierto, el redescuento cobra mayor importancia, por lo que su control y uso por parte de las autoridades monetarias debería ser más activo.

d) Base monetaria

Tomando en cuenta la información decenal de los partes de encaje legal y del programa monetario, se estima que el dinero creado por el Banco Central al 31 de Diciembre de 1979 arrojó un saldo de \$b. 9.769.8 millones, lo cual significa un aumento de \$b. 176.8 millones (1.8%) con relación a Noviembre del mismo año. En cambio, en el primer trimestre del año en curso, se produce un incremento de la base monetaria de \$b. 961.9 millones (9.8%), con respecto a Diciembre del pasado año. Las Reservas Internacionales Netas actuaron como importante factor de contracción, ya que el análisis del comportamiento de esta variable indi-

ca que el saldo negativo hasta Noviembre de 1979 fue de \$b. 126.7 millones, efecto de un incremento progresivo de las obligaciones a corto plazo. A fines de Diciembre se presentó un saldo positivo de \$b. 5.9 millones, lo que representa un incremento del 95.3% con relación a Noviembre del mismo año. Este resultado se debió al efecto de las medidas económicas adoptadas en Noviembre de 1979.

La tendencia de las reservas internacionales netas se altera bruscamente en los meses de Enero y Febrero de 1980, en los que experimentan saldos negativos de \$b. 1.278.4 y \$b. 1.251.2 millones, respectivamente. Ello es consecuencia del deterioro de las reservas brutas y del aumento de las obligaciones a corto plazo. En Marzo del presente año, el saldo negativo es de \$b. 1.404.1 millones, con un incremento del 12.2% con relación a Febrero de 1980.

Por su parte, el crédito Neto al Sector Público observó tasas positivas de crecimiento durante el período que consideramos en este estudio, particularmente en Febrero del presente año donde se incrementó en \$b. 1.028.7 millones (11.43%) respecto a Enero. Por otra parte, en el primer trimestre del año en curso se expandió en \$b. 2.038.5 millones, o sea a una tasa del 23.4% con relación a Diciembre del pasado año.

Con excepción del mes de Febrero de 1980, donde acusó una tasa negativa del 1.6%, el Financiamiento a Bancos experimentó los mayores incrementos (\$b. 131.0 y \$b. 390.4 millones) entre Noviembre-Diciembre de 1979 y Febrero-Marzo de 1980, situación que muestra la política crediticia de apoyo del Banco Central a las actividades productivas del país, a través de los bancos del sistema.

e) Medio Circulante

La Demanda de dinero (billetes y monedas en poder del público más depósitos en cuenta corriente) 1/, observó un movimiento oscilatorio en el

1/ Estimada a partir de datos del programa monetario y parte decenal de encaje legal.

período analizado. En efecto, se incrementó en 8.5% (\$b. 820.2 millones) entre Noviembre-Diciembre de 1979, disminuyó en 3.0% (\$b. 312.6 millones) entre Diciembre-Enero de 1980, y se expandió en 4.7% (\$b. 479.4 millones) entre Enero-Febrero. A fines de marzo, la demanda por dinero aumentó en 2.0%, respecto a Febrero de 1980. A nivel de componentes, billetes y monedas en poder del público acusó similar comportamiento al del medio circulante, registrándose el mayor incremento (\$b. 814.9 millones) entre Diciembre y Noviembre de 1979, y una disminución considerable (\$b. 618.1 millones) en el mes de Enero de 1980, con relación a Diciembre del pasado año. En el primer trimestre del año en curso esta cuenta presentó un descenso de \$b. 153.9 millones (2.1%), variación que se halla relacionada con la disminución ocurrida en la emisión monetaria (1.8%).

III. ALTERNATIVAS DE MODIFICACION DE INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA

Las medidas económicas puestas en práctica en noviembre de la gestión pasada, han producido cambios en el comportamiento de las variables monetarias, que se refleja en el nivel registrado en el primer trimestre del presente año, siendo los más relevantes los siguientes:

- El total de depósitos en moneda nacional se incrementó en \$b. 1.148.5 millones (17.9%), mientras que la cartera aumentó en \$b. 532.1 millones (9.3%).
- La emisión monetaria disminuyó en \$b. 134.5 millones (1.8%). Similar comportamiento se presentó en billetes y monedas en poder del público (2.1%).
- El total de depósitos en moneda extranjera descendió en \$us. 12.4 millones (11.3%), mientras que las colocaciones lo hicieron en \$us. 15.8 millones (4.9%).
- El crédito neto al Sector Público creció en \$b. 2.038.5 millones (23.2%). Por el contrario, las reservas internacionales netas del Banco Central disminuyeron significativamente en \$b. 1.410.3 millones.

- Finalmente los bancos del sistema presentaron un superávit de encaje en moneda nacional de \$b. 174.7 millones y un déficit en moneda extranjera de \$us. 8.7 millones.

El aumento de los depósitos en moneda nacional parece ser resultado, por una parte, de la respuesta a la elevación de la tasa de interés pasiva, y por otra, a efectivización de la cláusula de mantenimiento de valor. Por el contrario, el descenso que se observa en los depósitos en moneda extranjera puede deberse a la trayectoria ascendente que ha tenido a partir de Junio la tasa LIBOR, la que a fines de Marzo resultó ser mayor en más de 10 puntos a la tasa pasiva interna vigente para depósitos en moneda extranjera. La situación descrita en el párrafo anterior conduce a plantear modificaciones en la tasa de interés pasiva, para de esta manera hacer más atractivos los depósitos tanto en moneda nacional como en moneda extranjera y evitar de este modo un drenaje de divisas al exterior.