

Volatilidad Externa y el Sistema Financiero en Bolivia

Autor: Luis Carlos Jemio

Informe de Consultoría elaborado para la Corporación Andina de Fomento

La Paz, marzo de 2006

Volatilidad Externa y el Sistema Financiero en Bolivia

Autor: Luis Carlos Jemio

1. Introducción

La volatilidad en los flujos financieros externos y los ciclos económicos que éstos generan, tienden a representar costos muy elevados para una economía pequeña y abierta como la boliviana. Cuando la entrada de capitales se encuentra en la parte alta del ciclo, la economía tiende a experimentar una apreciación cambiaria, pérdida de competitividad y elevados déficit externos. Contrariamente, cuando la entrada de capitales se revierte y la economía se encuentra en la parte baja del ciclo, se producen pérdidas en los niveles de ingreso y empleo. La economía boliviana ha demostrado ser extremadamente vulnerable a los choques externos, y al comportamiento cíclico de los flujos de capitales. Durante la década de los 90, la abundante entrada de recursos externos produjo una sobre-expansión del crédito bancario y un período estable de crecimiento. Sin embargo, al final de la década, la reversión de los flujos de capitales causó una contracción económica, la cual tuvo costos muy elevados en términos de pérdidas de ingresos y empleo.

La capacidad de respuesta de la economía para contrarrestar los efectos cíclicos de la volatilidad externa ha confrontado serias limitaciones. El margen de acción de la política monetaria se ha visto restringido por la apertura externa de capitales y por la existencia de un tipo de cambio administrado. La política cambiaria también ha enfrentado restricciones, especialmente debido a la elevada dolarización de la economía y del sistema financiero. El margen de acción de la política fiscal ha estado limitado por la rigidez del gasto público y por el elevado déficit resultante de la reforma de pensiones.

En este contexto, el sector financiero ha jugado un rol preponderante en la transmisión de los efectos de los choques externos y de la elevada volatilidad externa sobre el resto de la economía, desempeñando un rol eminentemente pro-cíclico. El proceso de liberalización financiera ejecutado en los últimos años en el país, y el marco normativo y de supervisión prudencial creado para regular el funcionamiento del sistema financiero, no han podido prevenir la sobre-expansión del crédito ocurrida durante los años de elevados ingresos de recursos externos. Esta sobre-expansión fue seguida a partir de 1999, por una contracción del crédito bancario, que generó los efectos mencionados anteriormente.

Durante los últimos 15 años, la economía también atravesó un proceso de profundas reformas estructurales, las cuales han incidido significativamente sobre los equilibrios ahorro-inversión de los sectores público y privado, y sobre el desempeño y desarrollo del mercado financiero como intermediario de recursos entre los sectores que generan excedentes de ahorro hacia los que los demandan para canalizarlos hacia la inversión. Aparte de las reformas concernientes en forma específica al sistema financiero, se han ejecutado también la reforma de pensiones y la capitalización (privatización) de las empresas públicas, reformas que han tenido un profundo impacto sobre el desarrollo del sistema financiero.

El presente trabajo analiza el papel que jugó el sector financiero durante el ciclo de entrada y salida de capitales, que indujo a una expansión y contracción del crédito. El enfoque utilizado en el presente estudio analiza el sector financiero en su conjunto,

tratando de incluir a todo el universo de instituciones intermediarias de financiamiento que participan en el mercado financiero en Bolivia. En este sentido, se analizan las particularidades de cada sector que intermedia recursos financieros, el peso específico que cada una de ellas tiene en la intermediación de recursos, los cambios inducidos en el desempeño de cada tipo de entidad financiera por las reformas específicas que se realizaron, el desempeño de ellas en respuesta a los choques externos y la forma como cada una de estas instituciones se relaciona con los sectores público y privado, que participan en el mercado financiero como oferentes y demandantes de recursos financieros.

A partir del análisis realizado, este trabajo trata de extraer conclusiones que permitan elaborar algunas recomendaciones de política, que puedan contribuir a contrarrestar los efectos cíclicos de los shocks externos en el futuro, y de esta forma minimizar sus efectos negativos sobre el sistema financiero y sobre la economía en su conjunto.

Con este objetivo, en la sección 2 se analiza el desempeño del sector financiero en Bolivia, y el efecto que sobre éste tuvo el comportamiento cíclico de los flujos externos de capital, las reformas estructurales ejecutadas en los últimos 20 años, incluyendo el proceso de liberalización financiera, y el marco regulatorio y de supervisión prudencial que acompañó este proceso. Además, se analizan los efectos macroeconómicos de la volatilidad de los flujos de capitales, ya que ésta afecta la absorción interna, y a través de ella la actividad económica, la inflación y el tipo de cambio real.

En la sección 3 se analizan los efectos de la volatilidad externa y las reformas estructurales sobre los balances de acumulación sectoriales, es decir, de los sectores público, privado y externo. Además, se establece el marco analítico que permite visualizar la función que cumple el sistema financiero en la intermediación de recursos y en la transmisión de los efectos de los shocks externos al resto de la economía. El marco analítico planteado en esta sección permite identificar nítidamente los mecanismos a través del cual el sector financiero realiza la intermediación de recursos. Este esquema de análisis es utilizado en las siguientes secciones para analizar el comportamiento financiero de las entidades de intermediación financieras en las últimas dos décadas, y los patrones seguidos en sus decisiones sobre la estructura del portafolio y de financiamiento. Se analizan también los patrones de acumulación y financiamiento seguidos por el sector público y privado, y el papel que ellos jugaron al intervenir en el sistema financiero.

La sección 4 analiza los patrones seguidos por el Banco Central en la conducción de las políticas monetaria y cambiaria para hacer frente a los efectos cíclicos de la volatilidad externa. Se observa que el Banco Central ha confrontado muchas rigideces para conducir políticas contra-cíclicas efectivas.

La sección 5 se concentra en los patrones de financiamiento (determinación de pasivos y patrimonio) y de constitución de portafolios (activos) seguidos por los bancos comerciales privados durante los últimos 15 años. Este proceso ha estado enmarcado en un contexto de elevada volatilidad externa, liberalización financiera y ejecución de reformas estructurales que incidieron en forma significativa sobre el desempeño de los bancos. El sector bancario ha sido el principal protagonista en la sobre-expansión y en la contracción de crédito ocurrida en Bolivia en los últimos 15 años, debido al peso que tiene este sector en el mercado financiero boliviano.

En la sección 6 se analizan los patrones de financiamiento y constitución de portafolio seguidos por las entidades de intermediación financiera no bancaria. Si bien estos sectores, conformados por los Fondos Financieros Privados (FFPs), cooperativas de ahorro y crédito, y las mutuales de ahorro y préstamo, tiene un menor peso en la intermediación financiera en comparación al sector bancario, se observa que estas entidades han sido menos vulnerables a los shocks externos, y han exhibido un comportamiento más estable. Además, en los años más severos de contracción en el crédito bancario, el crédito de estas entidades han mostrado una tendencia expansiva, especialmente las micro-finanzas.

Para obtener una visión completa sobre la evolución del sistema financiero en el país, la sección 7 analiza el desempeño de la banca estatal durante el período bajo análisis en el cual ésta estuvo operando. La banca estatal, constituida básicamente por el Banco del Estado y los bancos especializados, dejó de operar a principios de la década de los 90, por lo que no han desempeñado ningún rol a partir de ese momento. Sin embargo, es importante referirse a las características de estas entidades financieras, especialmente en un momento en que la posibilidad de crear un banco de fomento estatal en el país se ha reabierto.

La sección 8 analiza el papel jugado por los inversionistas institucionales en la intermediación de recursos financieros. Durante la década de los 90 de llevaron adelante reformas estructurales, como la reforma de pensiones o la aprobación de la Ley de Seguros y la Ley del Mercado de Valores, las cuales otorgaron a estas entidades un mayor potencial de desarrollo en las funciones de intermediación financiera. A partir de las reformas efectuadas, por ejemplo, los fondos de pensiones se han convertido, junto a la banca comercial, en una de los sectores con mayor peso en la intermediación de recursos financieros en la economía.

La sección 9 analiza los patrones de acumulación y financiamiento seguidos por el sector público, y la incidencia que su participación ha tenido sobre desempeño del mercado financiero. El sector público ha incidido sobre el sector financiero principalmente a través del financiamiento del déficit fiscal. En períodos en los que el déficit tendió a crecer, como resultado de las reformas estructurales ejecutadas y de la desaceleración de la economía, el sector público ha recurrido al sistema financiero para financiar el déficit, reduciendo la disponibilidad de recursos financieros para el resto de la economía. Las distintas entidades de intermediación financiera tienen una parte significativa de su portafolio invertida en títulos de deuda pública.

La sección 10 se concentra en analizar los patrones de acumulación y financiamiento seguidos por el sector privado, Las decisiones de acumulación de este sector, en términos del comportamiento de su balance ahorro-inversión, así como de sus patrones de endeudamiento y acumulación de activos financieros, han seguido patrones que han estado condicionados por la volatilidad externa que enfrentó la economía, así como por las políticas públicas y reformas estructurales ejecutadas durante en las dos últimas décadas. El sector privado empresarial ha enfrentado problemas para adaptarse a la situación altamente cambiante y volátil, lo cual ha derivaron en una situación de sobreendeudamiento del sector a fines de los años 90.

A partir del análisis realizado en las secciones precedentes, en la sección 10 se extraen algunas conclusiones y se elaboran recomendaciones de política para hacer frente a los

efectos de la volatilidad en los flujos de capitales externos, así como para prevenir futuras crisis financieras.

2. Desempeño del Sistema Financiero en Bolivia

El comportamiento del sistema financiero en Bolivia durante las dos últimas décadas estuvo condicionado por diversos factores que incidieron en su desempeño. En primer lugar, el proceso de liberalización financiera iniciado en el país a partir de 1985, el cual transfirió al mercado, y a las entidades financieras, autonomía para determinar la asignación de recursos financieros y fijar las tasas de interés. Este proceso fue acompañado con el desarrollo y puesta en vigencia de un marco normativo prudencial y de supervisión que regule el funcionamiento de las entidades financieras. Este fue un proceso que tuvo avances importantes, aunque en determinadas circunstancias se realizaron ajustes que significaron retrocesos en el sistema de regulación prudencial y de supervisión.

Segundo, otro factor que influyó significativamente sobre el desempeño del sistema financiero fue la volatilidad en los flujos de financiamiento externos, los cuales retornaron al país después que en la década de los 80 permanecieran ausentes. Durante los años 90 se produjo un importante influjo de financiamiento externo, siendo principalmente significativos aquellos intermediados por el sistema bancario, la inversión extranjera directa y el financiamiento externo recibido por el SPNF. Los influjos financieros condujeron a una sobre expansión del crédito entre 1990 y 1998, produciendo un boom de crédito, lo cual sobre expuso a las entidades financieras a un mayor riesgo crediticio y a un deterioro de la cartera. A finales de los 90, la sobre exposición al riesgo de la cartera bancario trajo como consecuencia un incremento en la mora y una aguda contracción del crédito, lo cual fue acompañado por una salida de capitales privados.

Tercero, además de las reformas referidas al sistema financiero que acompañaron el proceso de liberalización financiera, se ejecutaron otras reformas que tuvieron un impacto significativo sobre la intermediación financiera en el país. La reforma de pensiones por ejemplo, modificó los balances ahorro-inversión del sector público en relación al sector privado. Los aportes que los trabajadores afiliados al sistema provisional, que representaban ingresos para el Estado dentro del sistema de reparto, pasaron a constituir ahorro privado depositado en los fondos de pensiones administrados privadamente, dentro del nuevo sistema de capitalización individual. Adicionalmente, la capitalización (privatización) de las empresas públicas transfirió al sector privado la responsabilidad por la inversión de estas empresas que antes eran parte del SPNF.

Finalmente, el manejo macroeconómico y la limitada capacidad del país para aplicar políticas en respuesta a los shocks externos e internos, también incidió en el desempeño del sector financiero. El manejo de la política fiscal, monetaria y cambiaria tuvo impactos significativos en la intermediación financiera y en los agentes e instituciones que participan en ella. La autonomía del banco central puesta en vigencia a mediados de los 90, contribuyó grandemente a mantener la estabilidad de la economía en general y del sistema financiero en particular. Sin embargo, el manejo monetario enfrentó restricciones importantes, dada la inflexibilidad en el tipo de cambio y la movilidad en los flujos financieros internacionales, limitando la capacidad de control de los agregados monetarios por parte de la autoridad monetaria. La política cambiaria también presentó mucha inflexibilidad, debido al elevado grado de dolarización de la economía y del sistema

financiero, y la política fiscal estuvo sometida a grandes presiones que resultaron en un elevado déficit del SPNF que incrementó sus necesidades de financiamiento, desplazando al sector privado en el acceso a recursos financieros y contribuyendo a mantener elevadas tasas de interés.

A continuación se analizará en mayor detalle cada uno de estos aspectos, y la forma como ellos influyeron en el desempeño del sector financiero.

2.1 Liberalización financiera, regulación y supervisión prudencial

A partir de la década de los 80, Bolivia ejecutó un programa de reformas estructurales enmarcadas en el denominado Consenso de Washington, las cuales incluyeron reformas tendientes a liberalizar el funcionamiento del sistema financiero. Estas reformas contemplaron aspectos fundamentales tales como: i) la eliminación de los controles al crédito bancario; ii) desregulación de las tasas de interés; iii) libre entrada al sector bancario, o más generalmente a la industria de servicios financieros; iv) autonomía de los bancos para manejar sus propios negocios; v) propiedad privada de los bancos, retirando al Estado de la propiedad de las instituciones financieras; y vi) liberalización de los flujos de capitales internacionales.

Tal como había sido visualizado por los autores que escribieron sobre este tema a principios de los 70 (Shaw E. 1973, McKinnon R. 1973), la liberalización financiera trajo una mayor profundización financiera, habiéndose incrementado la relación de activos financieros como proporción del PIB de 21.6% en 1990 a 58.3% en 2001. Sin embargo, el proceso de liberalización ha traído también mayores riesgos de ocurrencia de episodios de crisis financieras. Desde el inicio de las reformas introducidas al sector, el país ha presenciado la liquidación de varias entidades financieras, incluyendo 10 bancos comerciales privados, 1 banco comercial estatal, 3 bancos especializados, 2 mutuales de ahorro y préstamo y 1 cooperativa de ahorro y crédito. En algunos casos, la quiebra de dichas entidades ha representado costos extremadamente elevados para el Estado, ya que éste tuvo que hacerse cargo de devolver los depósitos del público en las entidades en problemas.

Por este motivo, la liberalización financiera fue acompañada por un proceso de reformas dirigidas a desarrollar un marco normativo prudencial y de supervisión que garantizara el buen funcionamiento del sistema y que permitiera prevenir crisis financieras en forma anticipada y preventiva. La necesidad de mantener un papel continuo del sector público en la regulación y supervisión bancaria, se basa en la prevalencia de la información asimétrica en las transacciones financieras. Es decir, los bancos deben prestar dinero a clientes cuya capacidad de pago es incierta, de tal forma que los bancos se deben especializar en la construcción de bases de datos con información sobre la capacidad de pago de potenciales clientes, para que de esta forma puedan evaluar el verdadero riesgo asociado a sus operaciones de crédito.

A partir de 1985, el país ha realizado importantes avances en consolidar un marco normativo prudencial, que regule el funcionamiento del sistema financiero, y de un sistema de supervisión encargado de velar por el cumplimiento de la normativa vigente. De esta forma, a lo largo de los últimos 20 años, se han puesto en vigencia una serie de leyes, decretos y normas que apuntan a consolidar el sistema normativo prudencial y de supervisión. Sin embargo, este proceso ha sido marcado por avances y retrocesos, lo cual

introdujo incertidumbre y ambigüedades al funcionamiento del sistema financiero en determinados momentos.

En 1985, el sistema financiero boliviano se caracterizaba por una amplia intervención del Estado, mediante la participación directa del mismo, a través de la banca estatal, y de la existencia de controles y prohibiciones que restringían la capacidad de los bancos de decidir libremente sobre sus operaciones. Además, la hiperinflación de principios de los años 80 había promovido un agudo proceso de des-intermediación financiera, con lo que los depósitos y la cartera de los bancos habían caído a niveles extremadamente bajos. En agosto de 1985, el total de cartera bancaria ascendía a solamente us\$ 50 millones.

A partir de la promulgación del DS 21060 en agosto de 1985, se inició en el país un proceso de reformas tendientes a liberalizar la economía, incluyendo al sistema financiero. Este DS sentó las bases para el desarrollo de un nuevo marco de regulación y supervisión para un sistema financiero más liberalizado, basado en normas prudenciales y en una supervisión efectiva. Posteriormente, el DS 21660 de julio de 1987 consolidó aspectos claves del sistema de regulación prudencial, como es el caso de la adecuación patrimonial, supervisión preventiva y requerimientos de información sobre el estado de la cartera de los bancos. En el área de la supervisión este decreto le restituyó a la SBEF las atribuciones y funciones normativas y de supervisión. Para continuar y consolidar el proceso de reformas en el sistema financiero. El DS 22203 de mayo de 1989, puso en vigencia el Estatuto Orgánico de la SBEF, consolidando la institucionalidad de la SBEF y profundizando diferentes aspectos referidos a la normativa prudencial.

Durante los años 90 se realizaron también importantes avances para poner la regulación y supervisión del sistema boliviano en línea con los principios básicos para una supervisión bancaria efectiva acordados en Basilea. La promulgación de la Ley de Bancos y Entidades Financieras (abril de 1993), los Reglamentos para la Evaluación y Calificación de Cartera de la SBEF (febrero 1994) y la Ley del Banco Central (octubre de 1995) tendieron a fortalecer y consolidar el sistema de regulación y supervisión en línea con los principios de Basilea. Se realizaron avances importantes en temas referidos a consolidar las atribuciones de la SBEF en lo referido a las áreas de normativa prudencial y de supervisión, dotándola además de autonomía y recursos para su funcionamiento. También se realizaron avances en términos de la regulación y normativa prudencial, referidos a la adecuación patrimonial de los bancos, concentración de crédito, evaluación y calificación de la cartera bancaria, requerimientos de información para ejercer una supervisión efectiva, medidas preventivas, restricciones operativas y normas para la liquidación y disolución de los bancos con deficiencia patrimonial. Se establecieron también normas referidas a la realización de auditorías externas a los bancos.

Sin embargo, durante este período se realizaron algunos cambios a la normativa que introdujeron ambigüedades e incertidumbre, especialmente con referencia a las atribuciones sobre las funciones y responsabilidades de emitir normas y ejercer la supervisión. La Ley del Banco Central le otorga esa atribución al BCB, a pesar que la Ley de Bancos e Instituciones Financieras las definía como atribución exclusiva de la SBEF. La Ley de Pensiones crea el Sistema de Regulación Financiera (SIREFI) la cual tiene las facultades de supervisión y control sobre la SBEF. La Ley de Participación y Crédito Popular (PCP) crea el CONFIP, comisión integrada por el Presidente del BCB, Superintendente de Bancos y Entidades Financieras, Superintendente de Pensiones, Valores y Seguros, y un viceministro del Ministerio de Hacienda, como instancia

encargada de la aprobación de las normas de prudencia para el funcionamiento del sistema financiero.

Hacia fines de 1998, la liberalización financiera iniciada en 1985 había inducido un incremento significativo de la profundización financiera. La cartera bancaria había crecido entre 1993 y 1998 a una tasa promedio anual de 15% en términos reales, llegando a fines de 1998 a us\$ 4.200 millones. Sin embargo, esta expansión no estuvo acompañada por un crecimiento equivalente en la constitución de provisiones para incobrabilidad por parte de los bancos, por lo que el riesgo del sistema bancario tendió a crecer en forma significativa. De acuerdo a la SBEF (2003), “uno de los problemas que impedía la constitución de una previsión mayor por parte de los bancos, principalmente por la cartera deteriorada (créditos calificados (3) deficientes, (4) dudosos y (5) perdidos), era el hecho de que al momento de constituir las provisiones por dicha cartera, las entidades descontaban del importe a provisionar, el valor de las garantías reales.”

Para superar el problema de la deficiencia en las provisiones, la SBEF emitió en noviembre de 1998 un nuevo reglamento de evaluación y calificación de la cartera de créditos, que establecía un nuevo enfoque a la evaluación del riesgo crediticio y a la forma en la que las provisiones por incobrables deberían constituirse. Este nuevo enfoque privilegió la capacidad de pago del cliente y no la capacidad de ofrecer garantías. Además, se ajustaron los porcentajes de provisiones para las distintas categorías de riesgo, incluyendo las categorías de menor riesgo (normales y con problemas potenciales), y se estableció que las provisiones debieran ser constituidas sin descontar las garantías.

Este nuevo reglamento generó mucha polémica en su momento, al ser responsabilizado por el agudo “crunch” de crédito que se inició en el sistema financiero a partir de 1999. Sin embargo, existieron otros factores a los cuales se les puede atribuir en forma más directa la responsabilidad por haber gestado la aguda contracción de crédito, como es el caso de la sobre expansión crediticia ocurrida durante los años 90, y de los efectos que tuvo la desaceleración económica ocurrida a partir de 1999 sobre la percepción de los bancos, acerca de la capacidad de los prestatarios de repagar sus deudas. En realidad, es probable que una normativa prudencial más estricta habría prevenido la sobre expansión del crédito ocurrida en los años 90 de haber estado en vigencia con anterioridad a la ocurrencia del “boom” de crédito.

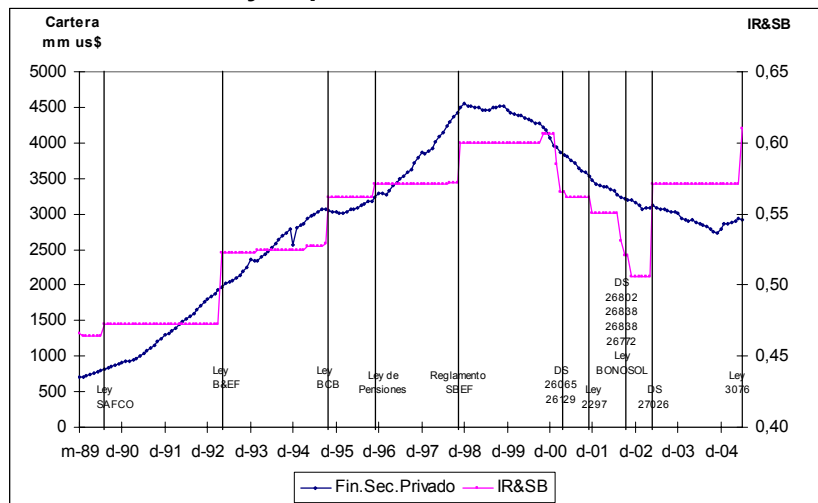
A partir de 1999 se inicia el proceso de “crunch” de crédito. Hasta fines de 2004 la cartera bancaria se contrae en us\$ 1.700 millones. Como contrapartida a esta contracción de la cartera, los bancos reducen la captación de depósitos, bajando las tasas de interés pasivas, incrementan sus reservas de liquidez, repagan sus líneas de financiamiento externo e incrementan sus inversiones en activos externos. Con el objetivo de reactivar el crédito al sector productivo, diferentes gobiernos emitieron a partir de 1999 una serie de programas de reactivación económica que incluían normas y decretos tendientes a flexibilizar la normativa prudencial. La flexibilización apuntaba en primer lugar a restringir la autonomía y facultades de la SBEF en las áreas normativa y de supervisión; y en segundo lugar se flexibilizó las normas referidas a la calificación de cartera y a los requerimientos para constituir provisiones por incobrables.

De esta forma, el Decreto Presidencial 26753 y el DS 26772 crean el Ministerio de Asuntos Financieros y le atribuyen las funciones de órgano rector del sistema de intermediación financiera, contraviniendo el artículo 153 de la Ley 1488 que establecen

que la SBEF es el órgano rector del sistema financiero con facultades de emitir normas y reglamentos básicos para el sistema financiero. Adicionalmente, a partir del año 2000, y estando en plena vigencia el régimen legal que otorgaba al CONFIP la potestad normativa en materias de regulación y supervisión financiera, se aprobaron los decretos supremos Nos. 25961, 25979, 26065, 26129, 26195, 26204, 26802 y 26838, mediante los cuales se emiten normas sobre evaluación, calificación y previsiones de la cartera de créditos comerciales y créditos reprogramados, imponiendo un cronograma de reducción de deficiencias de previsiones específicas.

A pesar de la flexibilización de la normativa prudencial, y de los diferentes programas destinados a inducir la reactivación del crédito bancario al sector productivo, los bancos continuaron con su política de contraer el crédito. Posteriormente, en mayo 2004, se emitió el DS 27026, el cual restituye a la SBEF la competencia privativa e indelegable para emitir regulaciones prudenciales, controlar y supervisar las actividades, personas y entidades relacionadas con la intermediación financiera y servicios auxiliares financieros. Además, establece que la SBEF, como órgano autárquico, es una persona jurídica de derecho público, con jurisdicción nacional e independencia de gestión técnica, legal, administrativa y económica. Finalmente, establece que la tución que ejerce el Poder Ejecutivo sobre el Sistema de Regulación Financiera (SIREFI) consiste solamente en velar por el cumplimiento de las leyes y reglamentos y, se orienta a defender y amparar la institucionalidad de las Superintendencias que conforman el SIREFI. En junio 2005, las atribuciones y autonomía de la SBEF fueron fortalecidas cuando éste decreto fue elevado al rango de ley.

Gráfico 1
Cartera Bancaria e Índice de Regulación y Supervisión Prudencial



De lo anteriormente expuesto se observa que ha existido una marcada volatilidad en el marco legal e institucional que regula el funcionamiento del sistema financiero en Bolivia. El gráfico 1 muestra los avances y retrocesos realizados en términos de crear en el país un marco regulatorio y de supervisión que permitan el buen funcionamiento de las

entidades de intermediación financiera, previniendo la ocurrencia de situaciones extremas de quiebras¹.

En primer lugar, ha existido volatilidad en lo referente a la institución sobre la cual recae la responsable de emitir la normativa prudencial y ejercer la supervisión del sistema financiero. En menos de una década, la potestad normativa sobre el sistema financiero ha sido asignada a distintas instituciones u órganos: SBEF, BCB, SIREFI, CONFIP, CONAPFI y Poder Ejecutivo. En una primera etapa, entre 1989 y 1995, la SBEF ejerció tal potestad sin contratiempos, generando un marco prudencial básico que modernizó la normativa en este campo. De 1995 a 1998, tal potestad fue asignada al BCB. Con la creación del CONFIP se configuró un proceso técnico y coordinado de formación de normas prudenciales, en el cual la SBEF, al ejercer la secretaría permanente y gozar de voto dirimente, cumplía un papel preponderante, que aseguraba un tratamiento coherente y técnico de las respectivas materias. Estando vigente el CONFIP como instancia responsable de emitir la normativa prudencial, a partir del año 2000 el Poder Ejecutivo aprobó varios Decretos Supremos, en los cuales se emitieron normas específicas que regulan el funcionamiento del sistema financiero. Posteriormente, la Ley del Bonosol de diciembre del 2002, creó el Consejo Nacional de Política Financiera (CONAPFI) integrado por tres Ministros de Estado y el Presidente del BCB como responsable de coordinar las políticas bancarias, financieras, de valores, de pensiones, de seguros y de empresas, con capacidad para dictaminar y proponer al Poder Ejecutivo normas de carácter general en esas mismas materias, para su aprobación mediante Decreto Supremo. Finalmente, el DS 27026 de mayo 2003, y la Ley 3076 de junio de 2005, restituyen a la SBEF la competencia privativa e indelegable para emitir regulaciones prudenciales, controlar y supervisar las actividades, personas y entidades relacionadas con la intermediación financiera y servicios auxiliares financieros.

Segundo, también ha existido una marcada volatilidad en lo referente a las normas específicas sobre regulación prudencial. Con el objeto de contrarrestar la aguda contracción del crédito bancario observada a partir de 1999, diferentes gobiernos han puesto en vigencia decretos y leyes que flexibilizaron la normativa prudencial en aspectos fundamentales tales como calificación y provisiones de la cartera de créditos comerciales y créditos reprogramados. Sin embargo, esta flexibilización no ha tenido el efecto esperado de reactivar el crédito bancario.

Tercero, la normativa vigente hasta 1998 permitió que se produjera una sobre expansión del crédito bancario durante la década de los 90, lo cual incrementó el riesgo del sistema financiero y fue una de las causantes principales para que se produjera la posterior contracción del crédito a partir de 1999. La normativa introducida por la SBEF en noviembre de 1998, tuvo como objetivo corregir esta falencia y obligar a los bancos a constituir mayores provisiones por incobrables. Esta normativa sin embargo, fue cuestionada por su oportunidad más que por su contenido, ya que ésta debió haber sido puesta en vigencia antes que se produjera el boom de crédito, y no cuando éste ya había ocurrido, y el sistema financiero estaba a punto de entrar en el ciclo contractivo del crédito.

¹ El Índice de Regulación y Supervisión Bancaria (IR&SB) que aparece en el Gráfico 1, fue calculado sobre la base de las normas, decretos y leyes aprobados, a través del cual se estableció la normativa financiera y de supervisión vigente en Bolivia. La estructura de este indicador está basada en los 25 principios básicos para una supervisión bancaria efectiva acordados en Basilea.

Cuarto, una norma que también pudo haber contribuido a prevenir el boom del crédito bancario de los años 90, y que hasta la fecha no esta vigente en el país, es la creación de un seguro de depósitos explícito, que incorpore el riesgo real asociado a la cartera de los bancos. Este tipo de sistema tiene la ventaja de contribuir en forma efectiva a reducir los problemas de riesgo moral y selección adversa asociados al comportamiento de los prestatarios y de los bancos, que ocurre cuando no existe un seguro de depósitos explícito, que internalice en forma más precisa los costos asociados al mayor o menor riesgo que asumen los bancos al otorgar nuevos créditos. La existencia de un seguro de depósitos implícitos durante los años 90, donde el Estado es el que asume los costos de los excesivos riesgos tomados por los bancos, se constituyó en un incentivo para que los bancos expandan la cartera bancaria sin considerar el mayor riesgo asociado que ésta sobre-expansión. Además, en los episodios de crisis bancarias ocurridos en los últimos 20 años, fue el Estado el que tuvo que asumir los costos de las quiebras de los bancos

2.2 Volatilidad en los flujos de capital externos

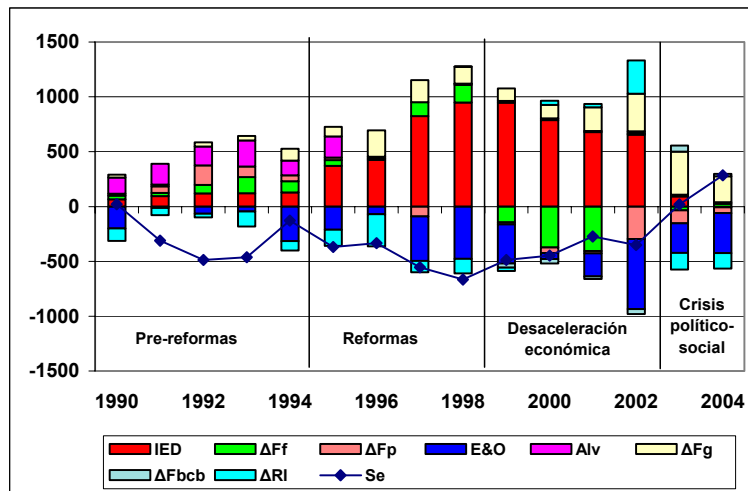
Después de las reformas estructurales implementadas a partir de 1985, la economía boliviana se transformó en una de las más abiertas al exterior, y por lo tanto en una de las más sensibles a los shocks externos. Por este motivo, el comportamiento observado en los flujos financieros internacionales en las dos últimas décadas tuvo un impacto significativo sobre el desempeño de la economía boliviana en su conjunto, y sobre el sistema financiero en particular. Como todos los países de la región, Bolivia se vio enfrentada a una elevada volatilidad en los flujos de financiamiento externo, los cuales tuvieron un comportamiento cíclico, incidiendo en el desempeño de la economía.

Los flujos financieros se reactivaron en la década de los 90, después de un período de aguda escasez de capitales externos durante los 80s. Los ingresos de capitales tendieron a incrementarse a lo largo de la década, incentivados por el clima de estabilidad económica y política por la que atravesó el país, y por las reformas estructurales ejecutadas durante este período. Sin embargo, a partir de 1998 la economía comienza a experimentar los efectos negativos de la crisis financiera internacional, observándose una desaceleración en el crecimiento económico y una reversión en los flujos financieros externos, especialmente aquellos intermediados por el sector financiero. El período prolongado de la crisis económica, derivó posteriormente en una coyuntura de elevada inestabilidad política y social que tuvo efectos sobre los flujos financieros externos, especialmente sobre la IED, que hasta el 2003 habían mostrado una baja volatilidad. En los últimos años se ha observado una mejoría en la mayor parte de los indicadores económicos del país, como resultado de una coyuntura favorable en el sector externo. Sin embargo, los flujos externos, especialmente la IED aún se mantiene en niveles extremadamente bajos.

Con el objeto de analizar en mayor detalle el desempeño y desarrollo del sector financiero entre 1990 y 2004, en relación a los flujos de capitales externos percibidos por el país, se dividirá el período bajo análisis en cuatro sub-períodos: i) el período de “Pre-reformas” entre 1990 y 1994; ii) el período de “Reformas” entre 1995 y 1998; iii) el período de “Desaceleración económica” entre 1999 y 2002; y finalmente el período de “Crisis política-social” entre 2003 y 2004. Los dos primeros sub-períodos están enmarcados dentro del período de expansión en el ingreso de capitales externos, mientras que los dos últimos corresponden más bien al período de salida de los flujos de financieros externos. A continuación se analiza en mayor detalle las principales características de los cuatro

períodos mencionados en términos de los flujos financieros internacionales, lo que nos permitirá identificar los principales “hechos estilizados” con referencia al comportamiento de la cuenta de capitales de la balanza de pagos en Bolivia durante el período bajo análisis.

Gráfico 2
Flujos Financieros Externos
(millones us\$)



2.1.1 Período “Pre-reformas” (1990-1994)

Este período se caracteriza por el retorno de los flujos financieros internacionales, después que en los años 80 éstos habían estado ausentes del país, especialmente aquellos recibidos por el sector privado financiero y no financiero. Entre 1990 y 1994, la entrada neta de capitales registrados a la economía fue de us\$ 482 millones por año en promedio, de los cuales el sector privado recibió us\$ 265 millones por año, y el sector público us\$ 217.9 millones (ver Cuadro 1 y Gráfico 2). De los recursos percibidos por el sector privado, us\$ 105 millones ingresaron a la economía en la forma de IED, us\$ 77.6 millones en financiamiento al sector financiero privado y us\$ 81 millones de financiamiento a empresas privadas no financieras.

El retorno de los capitales externos también coincidió con un periodo de mayor expansión económica y de mayores niveles de déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El balance comercial pasó de un superávit de us\$ 25 millones en 1990 a un déficit de us\$ 462 millones en 1993, principalmente como consecuencia de un aumento en las importaciones.

El financiamiento externo neto al sector público fue bastante reducido durante este período, ya que el endeudamiento público externo solo alcanzó a us\$ 44 millones en promedio por año. Sin embargo, durante este período Bolivia negoció varios programas de alivio de deuda externa, por lo que el Estado se benefició adicionalmente de us\$ 176 millones de financiamiento excepcional en la forma de reducción en el servicio de la deuda externa, principalmente de carácter bilateral, obtenidos a través de diversas negociaciones en el marco del Club de París.

Los flujos de financiamiento de us\$ 482 millones percibidos por el país como promedio anual durante ese período fueron a financiar un déficit de us\$ 274 millones, la acumulación de reservas internacionales por parte del sistema financiero por us\$ 87.2 millones, y el saldo de us\$ 122 millones por año, quedó registrado en la balanza de pagos dentro de la partida de errores y omisiones, lo cual es asociado a una salida no registrada de capitales (fuga de capitales).

2.1.2 Período de “Reformas” (1995-1998)

Este período se caracteriza por un incremento en la IED y un aumento en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Durante este período, el ingreso de recursos financieros externos al país se incrementó a casi el doble en comparación al período previo, llegando a us\$ 940 millones por año en promedio. Es decir, durante todo el período 1995-1998, el país recibió como ingresos financieros netos un monto de us\$ 3.760 millones. De este monto, un 77% fueron percibidos por el sector privado, principalmente en la forma de inversión extranjera directa.

A partir de 1995, los flujos de IED tendieron a incrementarse, y fueron especialmente importantes entre 1997 y 1999, como resultado del proceso de capitalización de las empresas públicas. En términos netos, la IED alcanzó durante este período un monto promedio de us\$ 642 millones por año, lo que en términos globales representa un ingreso de IED por us\$ 2.570 millones para todo el período. La explicación principal de este notable incremento en los flujos de IED percibidos por el país la constituye el proceso de capitalización de las empresas públicas y de reformas sectoriales iniciadas por el país en 1994, lo que incentivó los flujos de IED a través de dos mecanismos: i) la modalidad de capitalización de las empresas públicas representaron compromisos de inversión por parte de los socios estratégicos por un monto aproximado de us\$ 1.600 millones, y ii) las reformas introducidas en sectores claves de la economía, como es el caso de hidrocarburos, telecomunicaciones, y electricidad, abrieron estos sectores a la inversión extranjera, lo que promovió la llegada de montos de inversión más allá de los comprometidos en el proceso de capitalización propiamente tal.

El déficit en la cuenta corriente se incrementó considerablemente pasando de us\$ 368 millones en 1995 a us\$ 668.8 millones en 1998. La mayor inversión externa ejecutada durante ese período implicó un incremento en las importaciones de bienes de capital, lo que incidió en un mayor déficit, por lo que el mayor déficit fue en realidad la contraparte de los mayores flujos de IED que ingresaron al país durante ese período.

Los flujos financieros intermediados por el sistema bancario se mantuvieron en los niveles observados en períodos anteriores (alrededor de us\$ 88 millones por año en promedio), sin embargo aquellos contratados por el sector privado no financiero se redujeron ostensiblemente. También se mantuvieron los niveles de financiamiento externo al sector público que recibió recursos por us\$ 218 millones por año. Sin embargo, a diferencia del período anterior, la mayor parte de éstos ya no vino en la forma de alivio de deuda, sino cómo nuevos flujos de financiamiento.

Cuadro 1
Flujos Financieros Externos
(promedio anual)

	Períodos			
	1990-1994	1995-1998	1999-2002	2003-2004
millones us\$				
Ahorro Externo	(273,5)	(480,3)	(390,1)	152,1
Financiamiento	273,5	480,2	390,2	(152,1)
Inversión Directa y Cartera	105,9	642,3	767,8	41,9
Sistema Financiero	77,6	88,8	(226,9)	(4,5)
Empresas	81,5	(10,3)	(97,7)	(84,6)
Gobierno	40,9	169,9	198,4	315,6
Banco Central	0,0	0,4	(36,9)	38,9
Alivio de Deuda	176,9	48,8	14,3	14,0
Errores y Omisiones	(122,1)	(290,8)	(314,3)	(328,2)
Reservas	(87,2)	(168,9)	85,6	(145,2)
% del PIB				
Ahorro Externo	(4,9)	(6,2)	(4,7)	1,7
Financiamiento	4,9	6,2	4,7	(1,7)
Inversión Directa y Cartera	1,9	8,2	9,3	0,5
Sistema Financiero	1,4	1,1	(2,7)	(0,1)
Empresas	1,5	(0,1)	(1,2)	(1,0)
Gobierno	0,7	2,2	2,4	3,8
Banco Central	0,0	0,0	(0,5)	0,5
Alivio de Deuda	3,2	0,7	0,2	0,2
Errores y Omisiones	(2,2)	(3,7)	(3,9)	(3,9)
Reservas	(1,6)	(2,3)	1,1	(1,7)

El período de auge en el ingreso de recursos externos permitió una acumulación significativa en las reservas internacionales por parte del sistema financiero. Entre 1990 y 1998, los ingresos de capital externo permitieron al sistema financiero, y en especial al Banco Central, acumular reservas internacionales por un monto superior a los us\$ 1,100 millones. El elevado monto de recursos externos ingresados durante este período también generó una salida no registrada de capitales, que en promedio llegó a us\$ 290.8 millones por año en promedio. Es decir, durante este período habrían salido de la economía en forma no registrada alrededor de us\$ 1.160 millones durante este período.

Finalmente, el sector público presentó durante este período un déficit moderado, por lo que sus requerimientos de financiamiento externo permanecieron relativamente estables en relación al período de 'pre-reformas', es decir alrededor de us\$ 160 millones por año.

2.1.3 Período de "Desaceleración Económica" (1999-2002)

En el período 1999 a 2002 la economía entró en una etapa de desaceleración, en parte inducida por shocks externos, como ser la caída en los términos de intercambio y la reversión en los flujos de capitales. Durante este período, los flujos financieros, con excepción de la IED, se revirtieron significativamente, especialmente aquellos que son intermediados por el sector financiero privado. Entre 1999 y 2002, la entrada neta de recursos financieros externos alcanzó a us\$ 620 millones como promedio anual. La IED

se mantuvo en niveles relativamente elevados (us\$ 770 millones en promedio por año), dado que aún continuaban ejecutándose los programas de inversión de las empresas capitalizadas y también de aquellas que invirtieron en el país fuera del programa de capitalización.

Sin embargo, debido al mayor riesgo percibido en las actividades del sector empresarial privado en el país, como resultado de la desaceleración económica y el elevado endeudamiento de las empresas, se produjo durante este período una salida neta de capitales propiciada por el sector privado, financiero y empresarial, la que alcanzó en promedio a us\$ 324 millones por año (alrededor de 4% del PIB). Esta cifra prácticamente es el doble si se considera la salida no registrada de capitales medida por la partida de errores y omisiones de la balanza de pagos. Por otra parte, la salida de capitales del sector financiero tuvo su origen en la profunda contracción de crédito que inició el sistema bancario a partir de 1999. Todos estos factores contribuyeron a que el sistema financiero experimentara pérdidas en sus reservas internacionales de alrededor de us\$ 85.6 millones como promedio anual.

El endeudamiento externo público se incrementó con el objeto de financiar el creciente déficit fiscal resultante de la desaceleración económica y de la ejecución de las reformas estructurales, que tuvieron un impacto fiscal significativo, como es el caso de la reforma de pensiones. Los flujos financieros al sector público no financiero alcanzaron en promedio a us\$ 198 millones durante ese período.

2.1.4 Período de “Crisis político-social” (2003-2004)

Este período se caracteriza por un empeoramiento de las condiciones políticas en el país, la cual coincide con una recuperación de la economía debido a la mejoría experimentada en las condiciones económicas internacionales.

La crisis económica que empezó en 1999 fue generando un clima de conflictos en las áreas político y social, la cual hizo crisis a partir de 2003. Este clima de conflictos afectó seriamente la seguridad jurídica en el país y generó un clima de incertidumbre para la inversión. De esta forma, los flujos financieros externos se redujeron a solamente us\$ 321 millones por año en promedio. Los flujos netos de IED se contrajeron significativamente, llegando a solamente us\$ 41.9 millones como promedio anual (un 5.5% de los flujos percibidos en el período anterior). El sector privado continuó expatriando recursos financieros, especialmente el sector empresarial no financiero, que registró una salida neta de capitales de us\$ 84.6 millones como promedio anual y las salidas no registradas de capitales alcanzaron en promedio a us\$ 318 millones por año. La crítica situación de las finanzas públicas hicieron que el financiamiento externo para cubrirlo alcance niveles históricamente elevados (alrededor de us\$ 315.6 millones por año como promedio).

Sin embargo, durante este período las condiciones de la economía internacional comienzan a mejorar significativamente. El repunte en los precios externos de las exportaciones bolivianas produjo un boom exportador, por lo que en este período se registra un superávit en cuenta corriente de us\$ 152 millones como promedio al año. Los ingresos extraordinarios de financiamiento recibidos por el SPNF y los superávit externos registrados en estos dos años permitieron al sistema financiero acumular reservas internacionales por un monto de us\$ 145 millones en promedio por año, lo cual sirvió para recuperar las pérdidas experimentadas en los años previos.

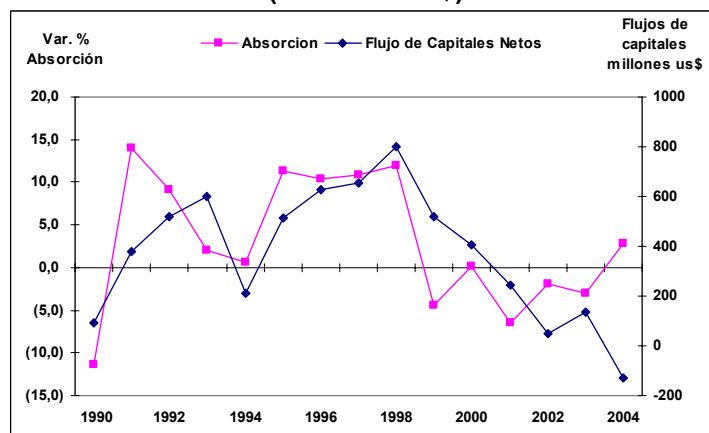
2.2 Efectos macroeconómicos de la volatilidad

El carácter cíclico de los flujos financieros tiene en general efectos macroeconómicos no deseados, que tienden a desestabilizar la economía y constituyen por lo tanto un motivo de preocupación para los que elaboran la política económica.

En primer lugar, un incremento en los flujos de capitales tiende a producir un incremento en la absorción interna a través, entre otras cosas, de un elevado crecimiento del crédito, lo cual ocasiona presiones inflacionarias, apreciación del tipo de cambio real, con la consecuente pérdida de competitividad y deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Al revertirse los flujos de financiamiento externo, debido a la percepción de los inversionistas internacionales de haber incurrido en una sobre-exposición al riesgo en el país, se produce un efecto inverso de contracción en el crédito y en la absorción interna, lo cual, al existir inflexibilidad a la baja en los precios internos, trae como consecuencia caídas en el nivel de actividad y aumento en el desempleo.

Como puede observarse en el Gráfico 3, la volatilidad observada en los flujos de capitales tuvo un efecto directo sobre el crecimiento de la absorción interna. Durante el periodo de elevados ingresos netos de financiamiento externo, la absorción tendió a crecer a tasas por encima del 10% en términos reales, sobre todo durante los años 1995 a 1998.

Gráfico 3
Flujos Financieros Externos y Absorción Interna
(millones us\$)

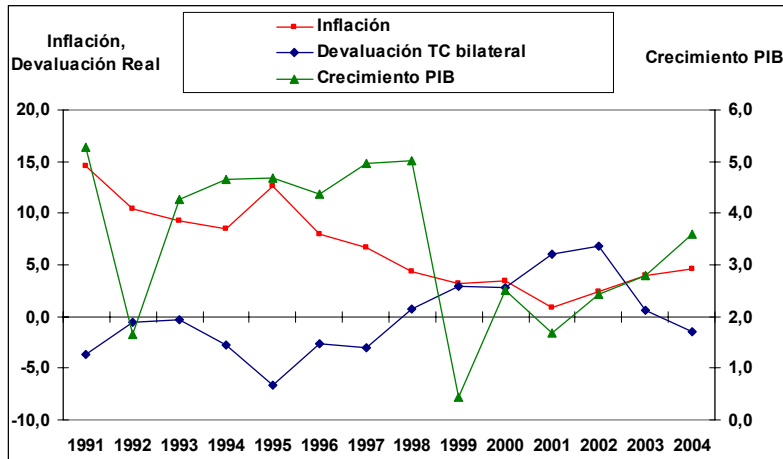


En forma contraria, durante los años de salida de capitales externos, la tasa de crecimiento de la absorción se redujo sustancialmente, siendo negativa en los años 1999, 2001, 2002 y 2003. Es interesante notar que en el año 2004 se observa un crecimiento en la absorción, a pesar que ese año se tuvo un flujo de capitales netos negativo muy pronunciado. Esto sin embargo se explica por el elevado crecimiento de las exportaciones que se produjo ese año, que se tradujo en un crecimiento del ingreso, lo cual a su vez incidió en el crecimiento positivo de la absorción.

El comportamiento cíclico evidenciado por la absorción interna tuvo un impacto sobre el crecimiento del PIB, la inflación y la tasa de devaluación del tipo de cambio real. El Gráfico 4 muestra que durante los años de mayor entrada de capitales y mayor crecimiento de la absorción interna, el crecimiento del PIB se mantuvo por encima del 4%

en promedio, la inflación fue relativamente más elevada y se produjo una apreciación del tipo de cambio real bilateral.

Gráfico 4
Inflación, devaluación real y crecimiento del PIB
(tasas de variación anuales)



Contrariamente, en años en los que se produjo la salida de capitales, y la absorción presentó tasas de crecimiento negativas, se evidenció una desaceleración en el crecimiento del PIB, menores tasas de inflación y una devaluación real del tipo de cambio real bilateral. En los dos últimos años de esta serie, 2003 y 2004, se evidencia una recuperación en la tasa de crecimiento del PIB, un aumento en la inflación y una apreciación cambiaria, lo cual coincide con la expansión de la absorción a la cual nos referimos anteriormente.

Uno de los problemas adicionales que se presenta cuando ocurre este tipo de comportamiento cíclico en los flujos de capitales y en la absorción interna, es que existe una asimetría en los efectos macroeconómicos finales. Es decir, en el período expansivo, se produce una serie de efectos que van más o menos en la siguiente secuencia: i) se produce el ingreso de capitales externos; ii) el banco central acumula reservas internacionales; iii) se produce una expansión en la oferta monetaria; iv) los precios internos, especialmente de los no transables, tiende a incrementarse; v) se produce una apreciación cambiaria; y vi) la economía sufre una pérdida de competitividad y aumenta el déficit comercial. Sin embargo, al producirse la reversión de los flujos de capitales, esta secuencia se reproduce en forma inversa, aunque solo parcialmente. Es decir, i) se produce la salida de capitales; ii) el banco central pierde reservas internacionales; iii) se contrae la oferta monetaria; iv) en este punto se rompe la secuencia anterior, ya que los precios no son flexibles a la baja, y por lo tanto no se produce la caída en los precios de los no transables, por lo que el ajuste se da vía cantidades. Es decir, la caída en la oferta monetaria produce una caída en la actividad económica y en última instancia una reducción en el nivel de empleo.

3. Balances Ahorro-Inversión

Uno de aspectos claves que debe ser analizado para entender el funcionamiento del sistema financiero y el rol que éste juega en la intermediación de recursos, así como en la transmisión de los shocks externos descritos anteriormente y de las intervenciones de política macroeconómica, está dado por los balances de acumulación sectoriales y de la economía en su conjunto. En realidad, el rol principal del sistema financiero es el de intermediar recursos entre los sectores que presentan un superávit de ahorro en relación al nivel de inversión (i.e. $S-I > 0$), hacia los sectores que tienen déficit de ahorro (i.e. $S-I < 0$).

3.1 Volatilidad externa, reformas y balances Ahorro-Inversión sectoriales

Los balances de acumulación sectoriales (i.e. de los sectores público, privado y el externo), experimentaron profundos cambios debido a los efectos cíclicos en los flujos de capitales externos, y a la política económica seguida internamente, incluyendo las reformas estructurales que se ejecutaron durante la década de los 90. Durante la década de los 90 y primera mitad de los 2000, el balance ahorro-inversión² en la economía boliviana tuvo un comportamiento muy cambiante. La volatilidad exhibida por los flujos financieros externos y el proceso de reformas estructurales ejecutados durante la década de los 90 produjeron cambios significativos en los balances de acumulación sectoriales.

A principios de la década de los 90, la inversión se situaba en un nivel promedio cercano al 16% del PIB. La inversión pública se encontraba en niveles que fluctuaban alrededor del 8.5% del PIB, y comprendía la inversión ejecutada por las empresas públicas y por el gobierno general. Por otra parte, la inversión privada nacional fluctuaba alrededor del 5.7% del PIB, mientras que la inversión externa era de solamente 2% del producto. Durante este período, a nivel macroeconómico, el financiamiento de la inversión provenía principalmente del ahorro privado (6.5% del PIB en promedio) y del ahorro externo (6.2% del PIB en promedio); y en menor medida del ahorro del sector público (3.7% del PIB) como consecuencia de los relativamente elevados déficit fiscales registrados en este período. El ahorro del gobierno fue notoriamente bajo en 1993 (2.3% del PIB), debido al incremento en el gasto público ocurrido en ese año, cuando se realizaron elecciones presidenciales. En 1994 se revirtió esta tendencia, al ejecutarse medidas de ajuste fiscal. El ahorro público subió a 5.6% del PIB. Paralelamente, la inversión experimentó un descenso (a 14.4% del PIB), como consecuencia de una caída en la inversión privada nacional. El ahorro externo se redujo a solamente 1.2% del PIB, debido a la caída en el déficit externo originado por el crecimiento de las exportaciones.

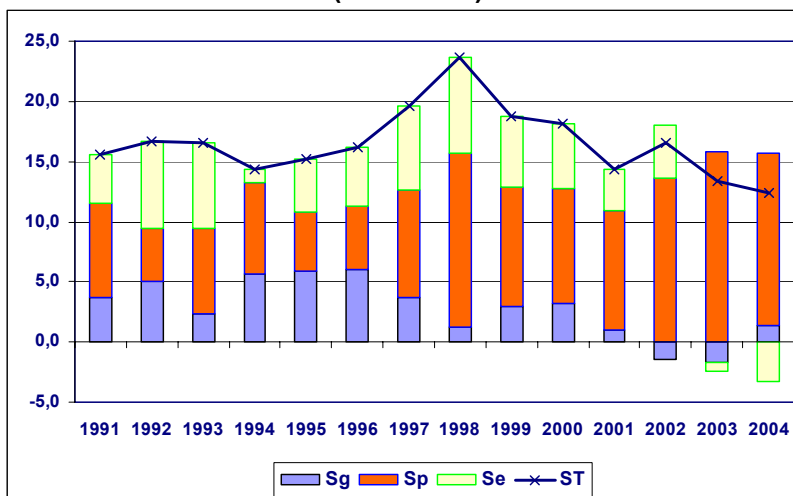
En 1995 y 1996 los balances ahorro-inversión sectoriales permanecieron relativamente estables. La inversión tendió a recuperarse, alcanzando niveles cercanos al 16% del PIB. A esto contribuyó el repunte de la inversión privada, especialmente en lo referente a la inversión externa, como resultado del proceso de reformas sectoriales (capitalización) iniciado en 1994. La inversión pública se redujo ligeramente, debido a la contracción en

² A nivel macroeconómico se verifica que el ahorro es igual a la inversión $I = S$. El ahorro a su vez se desagrega en ahorro interno (S_i) y externo (S_e), por lo que se verifica que $I = S_i + S_e$. El ahorro interno por su parte se desagrega en ahorro público (S_g) y ahorro privado, por lo que se obtiene que $I = S_g + S_p + S_e$. Por otra parte, la inversión puede ser desagregada en inversión pública (I_g) e inversión privada (I_p), por lo que el balance anterior puede ser reescrito como: $I_g + I_p = S_g + S_p + S_e$. Finalmente, esta ecuación puede ser expresada de la siguiente forma: $(S_g - I_g) + (S_p - I_p) = -S_e$.

los niveles de inversión de las empresas públicas, ante la expectativa de que éstas iban a ser incorporadas al proceso de capitalización y transferidas al sector privado. La política de austeridad seguida durante este período permitió estabilizar el ahorro público en alrededor de 6% del PIB. El ahorro externo tendió a crecer progresivamente como consecuencia de los mayores niveles de déficit que se registraban en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El incremento en los flujos de inversión externa directa, resultantes del proceso de capitalización, aumentaron las importaciones de bienes de capital y de insumos intermedios. El ahorro privado, por otra parte experimentó una progresiva caída resultante de las medidas de ajuste fiscal ejecutadas, lo cual transfirió excedentes del sector privado al sector público, a través de una mayor tributación o de menores niveles de gasto público.

A partir de 1997, los equilibrios ahorro-inversión sectoriales experimentaron profundos cambios como resultado del proceso de reformas estructurales ejecutadas. En 1998 la inversión llegó a su nivel más elevado de la década, situándose alrededor del 23% del PIB. Los flujos de inversión extranjera directa alcanzaron niveles por encima del 11% del PIB en 1998 y 1999. Este significativo incremento tuvo su origen en las reformas estructurales ejecutadas, las cuales abrieron sectores claves de la economía a la inversión extranjera, como es el caso de los hidrocarburos, telecomunicaciones, electricidad, etc. La capitalización de las empresas públicas, y los compromisos de inversión alcanzados en este proceso, también contribuyeron a este incremento. Además, durante 1998 se construyó el gasoducto entre Bolivia y Brasil, lo cual representó un monto de inversión de us\$ 400 millones en Bolivia. La inversión pública se redujo en la medida en que las empresas estatales iban siendo transferidas a manos privadas. Adicionalmente, la inversión privada nacional subió a niveles por encima del 5% del PIB.

Gráfico 5
Ahorro total y sectorial
(% del PIB)

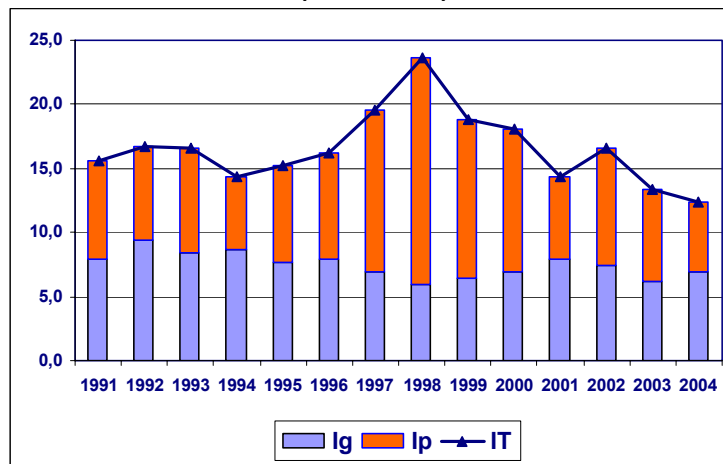


El ahorro público experimentó una reducción a partir de 1997, mientras que el ahorro privado tendió a incrementarse. Esto se explica por la ejecución de la reforma de pensiones, que transfirió los ingresos de las cotizaciones previsionales, que anteriormente eran percibidas por el Estado, a los fondos de pensiones administrados privadamente a

partir de la reforma. Por otra parte, el Estado asumió todos los pasivos previsionales del sistema anterior, con lo que el déficit de pensiones tendió a crecer sustancialmente, originando en consecuencia una caída en el ahorro público. Paralelamente, otras reformas demandaron gastos adicionales lo cual también incidió en un déficit más elevado, y por lo tanto en un menor nivel de ahorro público.

A partir de 1999 el país comenzó a sentir los efectos de la crisis internacional. La inversión total exhibió una tendencia decreciente, llegando a niveles cercanos al 16% del PIB en 2002. La inversión privada nacional se redujo a niveles ínfimos (0.2% del PIB en 1999 y 2.4% del PIB en 2000). La aguda contracción del crédito bancario que se inició en el país a partir de 1999 explica este significativo descenso. La inversión extranjera, si bien se mantuvo elevada, se redujo hasta un nivel de 8.5% del PIB en 2002. La inversión pública se estabilizó alrededor del 7% del PIB en promedio. El ahorro público se deterioró notablemente como resultado del creciente déficit fiscal que se observa en este período. El ahorro público llegó a presentar cifras negativas (-1.4% del PIB en 2002). El ahorro externo se redujo por debajo del 5% del PIB, a pesar que los niveles de IED se mantuvieron en niveles elevados, aunque muy por debajo de los alcanzados en 1998. El ahorro privado nacional se mantuvo en niveles cercanos al 10% del PIB.

Gráfico 6
Inversión total y sectorial
(% del PIB)

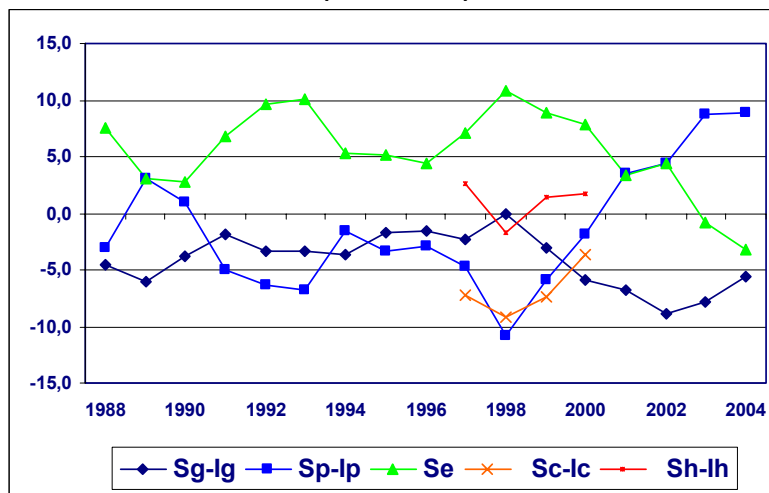


En 2003 y 2004, como consecuencia de la prolongada crisis económica-financiera y de la agudización de los conflictos político-sociales, la inversión se desploma a niveles extremadamente bajos (alrededor del 13% del PIB). La inversión extranjera cae a niveles alrededor del 2% del PIB como consecuencia de la creciente inestabilidad e inseguridad jurídica existente en el país. La inversión privada nacional se recupera parcialmente, llegando a montos alrededor del 4.5% del PIB. La recuperación de la construcción y la minería se encuentran detrás de este repunte. La inversión pública se mantiene estable alrededor del 6.5% del PIB en promedio. La crisis fiscal por la que atraviesa el país mantiene el ahorro público negativo en 2003, aunque se observa una mejoría en 2004, cuando el ahorro público pasa nuevamente a ser ligeramente positivo. El ahorro privado nacional se incrementa a niveles cercanos al 15% del PIB, ya que el deterioro fiscal representa una transferencia de excedentes del sector público al sector privado, es decir, se produce una especie de "Equivalencia Ricardiana" entre el ahorro privado y el ahorro

público. El ahorro externo se vuelve negativo, debido a la situación favorable que experimenta el país en su sector externo.

En resumen, las tendencias observadas en el ahorro y la inversión de los diferentes sectores a lo largo de los últimos 15 años, han producido cambios significativos en los balances ahorro-inversión de los diferentes sectores. Esta variable refleja el déficit o excedente de ahorro que tiene cada uno de los sectores, y por lo tanto el préstamo neto que ellos deben incurrir para cerrar esa brecha. El Gráfico 7 muestra la tendencia seguida por el balance ahorro-inversión del sector público y privado, y ahorro externo.

Gráfico 7
Préstamo neto de los sectores público y privado
(% del PIB)



Como puede observarse, entre 1990 y el año 2000, tanto el sector público como privado presentaron déficit en sus balances ahorro-inversión, los cuales fueron cubiertos por el ahorro externo. Durante este período, el ahorro externo representó alrededor de 5.5% del PIB en promedio por año. Esto muestra que el incremento en los depósitos bancarios ocurrido durante la década de los 90 se explica principalmente por la entrada de recursos externos a la economía. Es probable que parte de estos recursos estuviera constituido por repatriación de capitales pertenecientes a residentes bolivianos. Paralelamente, la elevada disponibilidad de ahorro externo pudo también haber incidido en los bajos niveles de ahorro interno observado durante este período.

La excepción fue el año 1994, donde el buen comportamiento del sector externo permitió generar un excedente en el sector privado y reducir los requerimientos de financiamiento externo. El ajuste fiscal realizado ese año también contribuyó a reducir la magnitud del ahorro externo.

A partir de 1997, las reformas estructurales, y en especial la reforma de pensiones, significaron transferencias de recursos desde el sector público al sector privado, por lo que se observa un incremento en la brecha fiscal y una caída en la brecha del sector privado. Esta situación tiende a acentuarse en los años 2001 al 2003, debido a la profundización del deterioro de las cuentas del sector público.

En los dos últimos años, 2003 y 2004, como resultado de una coyuntura externa más favorable, el país comenzó a registrar superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo cual representó una reversión del déficit del sector privado, que acumuló excedentes cercanos al 9% del PIB anual durante estos dos últimos años. Paralelamente, la tendencia decreciente en la brecha fiscal observada en estos dos últimos años contribuyó a la obtención de los resultados favorables en el sector externo.

El Instituto Nacional de Estadística publicó información sobre el balance del sector privado para el período 1997-2000, desagregando entre el balance de acumulación de las compañías (S_c-I_c) y el balance de los hogares (S_h-I_h). Como puede observarse en el gráfico 7, a pesar que el sector privado como un todo presenta un déficit de ahorro en relación a la inversión ejecutada durante esos años, y por lo tanto tiene un préstamo neto positivo, a nivel desagregado se observa que los hogares presentan un superávit en su balance acumulación, mientras que el sector empresarial corporativo presenta un déficit.

Cuadro 2
Matriz de correlación ahorro-inversión

	Ig	Ip	Sg	Sp	Se
Inversión Gobierno (Ig)	1,00				
Inversión Privada (Ip)	-0,79	1,00			
Ahorro Gobierno (Sg)	0,71	-0,26	1,00		
Ahorro Privado (Sp)	-0,72	0,29	-0,90	1,00	
Ahorro Externo (Se)	-0,04	0,56	0,33	-0,59	1,00

Los argumentos expuestos anteriormente pueden ser corroborados a partir del análisis de la matriz de correlaciones existentes entre las diversas variables del equilibrio ahorro-inversión, lo cual permite inferir algunas relaciones significativas ya explicadas:

Primero, de acuerdo al cuadro 2, se observa una correlación negativa significativa entre la inversión pública y la inversión privada, lo cual indicaría que ha existido un fuerte efecto de desplazamiento (crowding-out) entre la inversión pública y privada. Esta correlación negativa también puede estar explicada por el hecho que a partir del proceso de capitalización, la inversión de las hasta entonces empresas públicas pasaron a constituir parte de la inversión privada.

Segundo, la inversión del gobierno está positivamente y significativamente correlacionado con el ahorro del gobierno, evidenciando que el gobierno ha ajustado sus niveles de inversión a la disponibilidad de ahorro que pudieran generar. De esta forma, en períodos en los que el déficit tendió a incrementarse, el gobierno ajustó en primer lugar la inversión dada la rigidez del gasto público corriente.

Tercero, el ahorro externo está negativamente correlacionado con el ahorro interno privado, pero positivamente con el ahorro del gobierno. Esto estaría mostrando que el ahorro externo ha sido sustituto y no complementario del ahorro interno privado. La elevada entrada de recursos externo ha tendido a producir un boom de consumo privado. En forma contraria, el ahorro externo ha sido complementario del ahorro público.

Cuarto, existe una correlación negativa significativa entre el ahorro público y privado. Esto muestra que las políticas seguidas por el gobierno con relación al déficit fiscal, han afectado el ahorro privado. En períodos en que el déficit ha tendido a incrementarse, el gobierno ha realizado una transferencia implícita de excedentes al sector privado, con lo

cual el ahorro privado ha tendido a ser mayor. Por ejemplo, cuando se realizó la reforma de pensiones, los aportes previsionales, que antes se constituían en ingresos para el fisco, pasaron a ser parte del ahorro privado a partir de la reforma, incrementando al mismo tiempo el déficit público.

Finalmente, existe también una correlación positiva significativa entre el ahorro externo y la inversión privada. Los importantes flujos de inversión extranjera directa que se materializaron entre los años 1997 y 2002, y el impacto que éstos tuvieron sobre la inversión privada explican esta correlación.

3.2 El rol de la Intermediación Financiera

Como pudo observarse en las secciones anteriores, el comportamiento cíclico en los flujos de capitales, las reformas estructurales y el proceso de liberalización financiera ejecutados en el país en los últimos años han tenido un efecto importante sobre el comportamiento de la economía, y han producido cambios significativos en los balances de acumulación de los diferentes sectores.

En este contexto, el sistema financiero también ha experimentado cambios profundos, sobre todo en su función de intermediar recursos entre aquellos sectores que generan excedentes de ahorro con relación a la inversión ejecutada ($S-I > 0$), hacia aquellos sectores que tienen un déficit de ahorro en relación a sus niveles de inversión ($S-I < 0$). En esta sección se plantea el marco analítico que permitirá analizar el papel que jugó el sistema financiero en la intermediación de recursos, y en la transmisión de los shocks externos y de las intervenciones de política.

Con este objetivo, las ecuaciones (1) al (7) detallan en forma algebraica los balances de acumulación—los equilibrios entre usos y fuentes de fondos—de los diferentes sectores que intervienen en el mercado financiero, i.e. sector externo, banco central, sectores financieros bancario y no bancario, fondos de pensiones, gobierno y sector privado no financiero. A la izquierda de cada balance de acumulación aparecen las fuentes de fondos, mientras que los usos de fondos aparecen a la derecha.

Sector Externo

$$S_e + \Delta RI_{bcb} + \Delta RI_{fb} + \Delta RI_{fnb} = \Delta F_g + \Delta F_p + \Delta F_{bcb} + \Delta F_{fb} + \Delta F_{fnb} + IED \quad (1)$$

Banco Central

$$\Delta E_p + \Delta D_{g.bcb} + \Delta R_{fb.bcb} + \Delta R_{fnb.bcb} + \Delta CD_{fb} + \Delta F_{bcb} = \Delta L_{bcb.g} + \Delta L_{bcb.fb} + \Delta L_{bcb.fnb} + \Delta RI_{bcb} \quad (2)$$

Sector Bancario

$$\Delta D_{p.fb} + \Delta D_{fp.fb} + \Delta L_{bcb.fb} + \Delta F_{fb} = \Delta L_{fb.g} + \Delta L_{fb.p} + \Delta L_{fb.fnb} + \Delta R_{fb.bcb} + \Delta RI_{fb} + \Delta CD_{fb} \quad (3)$$

Instituciones Financieras no Bancarias

$$\Delta D_{p.fnb} + \Delta L_{bcb.fnb} + \Delta L_{fb.fnb} + \Delta F_{fnb} = \Delta L_{fnb.g} + \Delta L_{fnb.p} + \Delta R_{fnb.bcb} + \Delta RI_{fnb} \quad (4)$$

Fondos de Pensiones

$$\Delta AP_p = \Delta B_{g.fp} + \Delta D_{fp.fb} \quad (5)$$

Gobierno

$$S_g + \Delta F_g + \Delta L_{bcb.g} + \Delta L_{fb.g} + \Delta L_{fnb.g} + \Delta B_{g.fp} + \Delta DF_{g.p} = I_g + \Delta D_{g.bcb} \quad (6)$$

Sector Privado

$$S_p + IED + \Delta F_p + \Delta L_{fb.p} + \Delta L_{fnb.p} = I_p + \Delta D_{p.fb} + \Delta D_{p.fnb} + \Delta E_p + \Delta AP_p + \Delta DF_{g.p} \quad (7)$$

Donde:

S_e	ahorro externo
S_g	ahorro del gobierno
S_p	ahorro privado
I_g	inversión del gobierno
I_p	inversión privada
$\Delta L_{bcb.g}$	financiamiento del banco central al gobierno
$\Delta L_{bcb.fb}$	financiamiento del banco central al sector financiero bancario
$\Delta L_{bcb.fnb}$	financiamiento del banco central al sector financiero no bancario
$\Delta L_{fb.g}$	financiamiento del sector financiero bancario al gobierno
$\Delta L_{fnb.g}$	financiamiento del sector financiero no bancario al gobierno
$\Delta L_{fb.p}$	financiamiento del sector financiero bancario al sector privado
$\Delta L_{fnb.p}$	financiamiento del sector financiero no bancario al sector privado
$\Delta L_{fb.fnb}$	financiamiento del sector financiero bancario al sector financiero no bancario
$\Delta B_{g.fp}$	inversión de los fondos de pensiones en bonos del gobierno
$\Delta DF_{g.p}$	deuda flotante del gobierno con el sector privado
$\Delta D_{g.bcb}$	depósitos del gobierno en el banco central
$\Delta D_{p.fb}$	depósitos del sector privado en el sector financiero bancario
$\Delta D_{p.fnb}$	depósitos del sector privado en el sector financiero no bancario
$\Delta D_{fp.fb}$	inversión de los fondos de inversión en DPFs
ΔE_p	demanda por emisión por parte del sector privado
ΔRI_{bcb}	reservas internacionales del banco central
ΔRI_{fb}	reservas internacionales del sector financiero bancario
ΔRI_{fnb}	reservas internacionales del sector financiero no bancario
$\Delta R_{fb.bcb}$	reservas del sector financiero bancario en el banco central
$\Delta R_{fnb.bcb}$	reservas del sector financiero no bancario en el banco central
ΔCD_{fb}	CDs del banco central en poder del sector financiero bancario
ΔAP_p	ahorro previsional del sector privado (hogares)
ΔF_g	financiamiento externo al gobierno
ΔF_p	financiamiento externo al sector privado
ΔF_{bcb}	financiamiento externo al banco central

ΔF_{fb}	financiamiento externo al sector financiero bancario
ΔF_{fnb}	financiamiento externo al sector financiero no bancario
IED	inversión extranjera directa

Las ecuaciones 1 a 7 representan los balances de acumulación sectoriales, los cuales muestran en forma resumida los mecanismos e instrumentos a través de los cuales el ahorro es intermediado hacia la inversión en el sistema financiero boliviano. Al sumar los balances de acumulación de las ecuaciones 1 a 7, y cancelar los términos comunes en las diversas ecuaciones se obtiene el balance ahorro-inversión de la economía en su conjunto. Es decir:

$$Sg + Sp + Se = Ig + Ip \quad (8)$$

o en forma alternativa:

$$(Sg - Ig) + (Sp - Ip) = -Se \quad (9)$$

El marco analítico planteado en esta sección permite identificar en forma precisa los mecanismos a través del cual el sector financiero realiza la intermediación de recursos. Este esquema de análisis es utilizado en las siguientes secciones para analizar el comportamiento financiero de las entidades de intermediación financieras en las últimas dos décadas, i.e. banco central, bancos comerciales, bancos especializados, fondos financieros privados, cooperativas de ahorro y crédito, mutuales de ahorro y préstamo, fondos de pensiones, compañías de seguros y bolsa de valores, y los patrones seguidos en sus decisiones sobre la estructura del portafolio y de financiamiento. Se analizan también los patrones de acumulación y financiamiento seguidos por el sector público y privado, y el papel que ellos jugaron al intervenir en el sistema financiero, ya que estos sectores son en última instancia los que generan el ahorro que es intermediado por el sistema financiero, y constituyen los destinatarios finales del financiamiento del sistema financiero, ya sea para consumo o inversión.

4 Banco Central de Bolivia

4.1 Marco Legal

Las reformas estructurales implementadas en Bolivia durante los años 90, han fortalecido la institucionalidad e independencia del Banco Central. La Ley del Banco Central de octubre de 1995 (Ley N° 1670) establece que el Banco Central es una institución de carácter autárquico con personalidad jurídica y patrimonio propios. Es la única autoridad monetaria y cambiaria del país y por ello el órgano rector del sistema de intermediación financiera nacional. La Ley N° 1670 establece también que el objeto del BCB es procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional.

De acuerdo a la Ley N° 1670, la máxima autoridad del BCB es su Directorio, que es responsable de definir sus políticas; así como de establecer estrategias administrativas, operativas y financieras del BCB. El Directorio está conformado por el Presidente del BCB y cinco Directores. El Presidente del BCB es designado por el Presidente de la República de una terna aprobada por dos tercios de votos de los miembros presentes en sesión de la Cámara de Diputados. El Presidente del Banco Central tiene un mandato de seis años

y no puede ser reelegido sino después de transcurrido un período igual a aquél durante el cual ejerció sus funciones.

La Ley N° 1670 también establece funciones específicas del Banco Central, entre las cuales podemos mencionar:

- i) Cumplir el rol de autoridad monetaria, siendo el ente encargado de ejecutar la política monetaria, emitir y regular la cantidad de dinero y el volumen del crédito de acuerdo con su programa monetario. Para este efecto, el BCB es autorizado a emitir, colocar y adquirir títulos valores y realizar otras operaciones de mercado abierto. El BCB puede también establecer encajes legales, que los Bancos y entidades de intermediación financiera deben cumplir en forma obligatoria.
- ii) Velar por el fortalecimiento de las Reservas internacionales de manera que permitan el normal funcionamiento de los pagos internacionales de Bolivia.
- iii) Cumplir el papel de autoridad cambiaria, estableciendo el régimen cambiario y ejecutando la política cambiaria, normando la conversión del Boliviano en relación a las monedas de otros países y los procedimientos para determinar los tipos de cambio de la moneda nacional.
- iv) Con referencia a la relación entre BCB y el sector público, la Ley establece que el BCB no podrá otorgar crédito al Sector Público ni contraer pasivos contingentes a favor del mismo. Excepcionalmente podrá hacerlo en favor del Tesoro Nacional, para atender necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del programa monetario.
- v) La Ley otorga al BCB la facultad de normar el funcionamiento de las entidades del sistema de intermediación financiera y servicios financieros, cuyo funcionamiento esté autorizado por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras. La normativa del Banco Central está referida a la prohibición de otorgar créditos vinculados, requerimientos mínimos de adecuación patrimonial por parte de las entidades.
- vi) Otro rol importante del BCB es el de prestamista de última instancia. Sin embargo, para atender necesidades de liquidez, en casos debidamente justificados y calificados por su Directorio, el BCB podrá conceder a los bancos y entidades de intermediación financiera créditos por plazos de noventa días, renovables. Los límites de estos créditos y sus garantías serán establecidos por el Directorio del BCB, por mayoría absoluta.
- vii) La Ley también le otorga al BCB el rol de depositario de las reservas líquidas destinadas a cubrir el encaje legal y atender el sistema de pagos y otras operaciones con el BCB de las entidades de intermediación financiera sujetas a la autorización y control de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras. De acuerdo a la Ley, el BCB puede delegar la custodia de estos depósitos a la misma u otras entidades financieras, de acuerdo a reglamento.

4.2 Objetivos de Política del BCB

Uno de los mecanismos de transmisión más importantes de la volatilidad externa al interior de la economía es a través de los efectos monetarios que los ingresos y salidas de capitales externos tienden a producir. Como se explicó anteriormente, estos movimientos inciden en el nivel de reservas internacionales, y por la tanto en la base monetaria, lo que a su vez incide sobre la absorción interna, nivel de precios, tipo de cambio y nivel de actividad. Dada las características de la economía boliviana, la capacidad de respuesta de la política monetaria y cambiaria conducida por el Banco Central confrontó serias restricciones par contrarrestar los efectos pro-cíclicos de la volatilidad externa, durante el período bajo análisis. Fueron varios los factores que contribuyeron a esto.

En primer lugar, la existencia del problema fundamental de incompatibilidad de políticas denominado “Trinidad Imposible”. Es decir, un país no puede simultáneamente: i) mantener una cuenta de capitales abierta (libre movimiento de capitales), ii) mantener un tipo de cambio objetivo y iii) controlar el nivel de la oferta monetaria y su tasa de crecimiento. En el caso boliviano, el existir una apertura en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, y el enmarcarse el manejo de la política cambiaria dentro de un esquema de tipo de cambio administrado, introducen un elevado grado de endogenidad en la determinación de la oferta monetaria, haciendo que el BCB enfrente restricciones para controlar el nivel de las variables monetarias en el mediano plazo. En el corto plazo el BCB puede regular la liquidez de la economía debido a la existencia de una paridad de intereses imperfecta. De esta forma, la capacidad de respuesta del BCB ante potenciales emisiones monetarias, debido a la volatilidad en los flujos externos de capitales, o factores internos, como la monetización del déficit fiscal o a la ocurrencia de una crisis financiera con insuficientes reservas, se vio bastante restringida.

Segundo, el margen de acción contra-cíclico de la política cambiaria se encuentra también restringido, debido a la elevada dolarización de la economía, y en particular del sistema financiero, lo cual limita la posibilidad de introducir un mayor grado de flexibilidad al manejo de la política cambiaria. El mantener un tipo de cambio flexible permitiría aislar la oferta monetaria, el crédito interno y en forma más general al sistema financiero de la volatilidad de los flujos financieros externos, lo que es particularmente deseable si se percibe el ingreso de flujos externos en una coyuntura determinada, puede ser de corto plazo y por lo tanto altamente reversibles. El tener un tipo de cambio flexible, en una economía con una elevada dolarización del sistema financiero, como es el caso boliviano, conlleva la posibilidad que se produzca movimientos excesivos del tipo de cambio real, que pueden tener serias consecuencias para la estabilidad del sector financiero. Si el tipo de cambio bilateral con el dólar se deprecia demasiado, se afecta la capacidad de repago del sector corporativo que produce bienes no transables y se encuentra además endeudado en moneda extranjera. Estos efectos tienen como consecuencia un aumento de la morosidad de la cartera de los bancos, afectando la solvencia del sector financiero. Por otra parte, el tener un esquema cambiario administrado puede conducir a una apreciación excesiva del tipo de cambio multilateral real, lo cual crea expectativas de una fuerte corrección cambiaria que—por su efecto de balance—aumentaría la mora bancaria, afectando la competitividad de la economía boliviana y la capacidad de repago del sector corporativo. La mora bancaria aumentaría, afectando la solvencia del sistema financiero.

Tercero, la definición de prioridades en los objetivos de la política monetaria y cambiaria del BCB priorizan la meta de inflación, lo cual introduce una mayor neutralidad de la

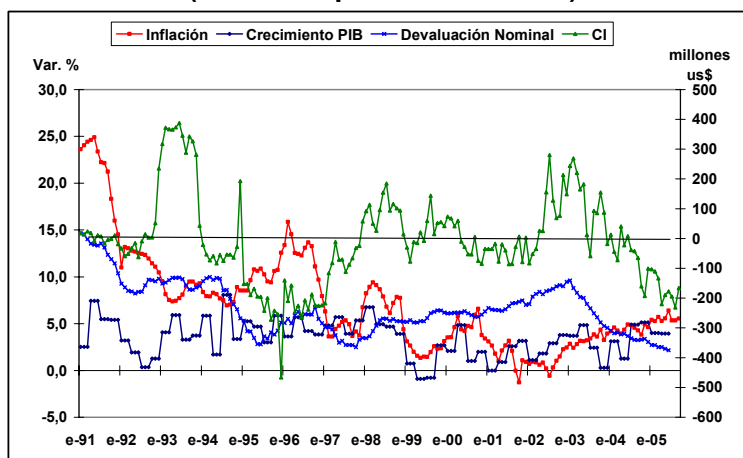
política monetaria con respecto a otros objetivos de política, como es el caso de la actividad económica. La Ley 1670 establece claramente que la conducción de la política monetaria por parte del Banco Central tiene como objetivo prioritario el de procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional. De esta forma, al producirse un shock de demanda, resultante del ingreso o salida de capitales externos, la inflación y la actividad económica tenderán a moverse en la misma dirección, por lo que no se producirá una incompatibilidad cuando el banco central trate de reducir la inflación aplicando políticas monetarias más restrictivas. Contrariamente, si se produce un shock de oferta, la inflación y el nivel de actividad tiende a moverse en direcciones opuestas, por lo que el intento del banco central de reducir la inflación tiende a agravar la caída en la actividad económica.

Durante el período bajo análisis, la política monetaria del BCB se ha enfocado a reducir la tasa de inflación y a mantenerla baja una vez que este objetivo fue alcanzado. La inflación se redujo de 25% a principios de la década de los 90 a 5.5% en septiembre 2005. La caída en la tasa de inflación ha seguido una trayectoria continua, aunque se presentaron momentos determinados en los que la inflación tendió a crecer, como en 1995 como consecuencia del incremento en el crédito interno para afrontar la quiebra de los bancos Sur y Cochabamba; en 1998 como resultado del incremento en el precio de los carburantes y de las devaluaciones ocurridas en Brasil y Argentina; y en el año 2000, como resultado de los prolongados conflictos sociales que impidieron el arribo de productos básicos a los mercados. A partir de agosto del 2002 también se observa una tendencia ascendente en la inflación, debido al incremento en el crédito del BCB al SPNF. Parte de este aumento también se explica por la inflación importada como resultado de la significativa depreciación real del tipo de cambio observada durante estos años.

Adicionalmente al objetivo de mantener una baja inflación asignado a la política monetaria por la Ley 1670, el BCB ha puesto bastante énfasis en mantener la estabilidad del tipo de cambio. De acuerdo a J.A. Morales (2005), "Si bien la ley del Banco Central dispone que la política monetaria tenga como pauta una determinada meta de inflación y que el índice máximo se anuncia de manera explícita a principios de cada año, desde 1996, o sea desde antes de la promulgación de la ley 1670, se toma el tipo de cambio como anclaje nominal, aunque con algunas particularidades que le dan cierta flexibilidad". Por lo tanto, la política monetaria ha tenido como meta fundamental la de sostener la paridad de la moneda nacional con el dólar de los Estados Unidos o con una trayectoria para éste cuando el tipo de cambio es reptante, como en el caso boliviano.

Al mantener un tipo de cambio fijo o reptante administrado, los desequilibrios que se producen en el mercado de divisas se ajustan mediante variaciones en las cantidades tranzadas y no a través de cambios en el precio de la divisa, por lo que el Banco Central necesita mantener un nivel adecuado de reservas internacionales, las cuales actúan como colchón para una situación de crisis sistémica de liquidez, o como colchón para un ajuste suave y lento del boliviano después de un choque externo, evitando así una depreciación violenta del tipo de cambio bilateral con el dólar.

Gráfico 8
Inflación, Devaluación y Crecimiento del PIB
(variación porcentual anual)



De esta forma, un objetivo importante de la política monetaria durante la década de los 90 y la década del 2000, fue mantener un nivel adecuado de reservas internacionales, con el objetivo de garantizar y respaldar la estabilidad cambiaria. Entre 1990 y 1998, las RIN del BCB aumentaron de us\$ 19 millones a us\$ 1,062 millones. Los bajos niveles de déficit fiscal, y el creciente financiamiento del mismo mediante financiamiento externo permitió al BCB contraer el crédito interno al SPNF y de esta forma acumular reservas internacionales. Además, como muestra el Cuadro 3, la emisión creció en us\$ 380 millones, lo cual contribuyó también a que el BCB acumulara reservas internacionales.

La importancia de mantener un nivel adecuado de reservas internacionales quedó evidenciada en la crisis económica-financiera ocurrida a finales de la década de los 90. Entre 1999 y 2002, el BCB experimentó pérdidas en sus RIN en alrededor de us\$ 52 millones como promedio por año. El deterioro fiscal ocurrido durante esos años, debido a la reforma de pensiones y a la recesión económica que redujo los ingresos del TGN, no permitieron que el BCB contraiga el crédito interno. Todo lo contrario, el crédito del BCB al SPNF se expandió en alrededor de us\$ 92 millones por año en promedio durante todo ese período, al amparo del artículo 22 de la ley 1670, que le permite al BCB “atender necesidades transitorias de liquidez, dentro de los límites del programa monetario” (Ley 1670). Además, a partir de 1999 los bancos experimentaron caídas en los depósitos, lo que también presionó sobre las reservas. Ambos factores incidieron en las pérdidas de RIN por parte del BCB.

Finalmente, en el período 2003 y 2004, el BCB experimentó una notable recuperación en sus RIN debido a los ingresos extraordinarios de divisas provenientes de las exportaciones. Además, se observó una tendencia decreciente en el déficit fiscal, que permitió al TGN reducir sus niveles de endeudamiento con el BCB, y a su vez incidió en una recuperación de las RIN. Adicionalmente, la demanda por emisión durante estos dos últimos años creció en promedio en us\$ 60 millones, ayudando también a que el BCB reconstituya su nivel de reservas.

Cuadro 3
Flujos Financieros del Banco Central³
(promedio anual)

	Períodos			
	1990-1994	1995-1998	1999-2002	2003-2004
Millones us\$				
Usos de Fondos	206,7	-14,6	-13,4	75,3
Reservas Internacionales	92,4	140,1	-52,5	134,5
Crédito al SPNF	90,8	-157,7	92,5	-27,8
Crédito a Bancos	23,6	3,1	-53,4	-31,3
Fuente de Fondos	206,7	-14,6	-13,4	75,3
Base Monetaria	67,9	11,1	-3,1	48,3
Billetes y Monedas	28,3	21,3	-7,3	61,3
Reservas Bancarias	39,6	-10,2	4,2	-13,0
Certificados de Depósito	-28,1	-3,0	4,8	23,7
Otras Cuentas (Neto)	166,9	-22,7	-15,0	3,4
Flujo Anual (% PIB)				
Usos de Fondos	5,1	0,5	1,2	1,6
Reservas Internacionales	2,0	2,4	0,2	2,0
Crédito al SPNF	2,1	-2,3	1,2	-0,2
Crédito a Bancos	0,9	0,4	-0,3	-0,2
Fuente de Fondos	5,1	0,5	1,2	1,6
Base Monetaria	1,8	0,7	0,5	0,9
Billetes y Monedas	0,8	0,5	0,2	0,9
Reservas Bancarias	1,0	0,2	0,3	0,0
Certificados de Depósito	-0,4	0,0	0,1	0,3
Otras Cuentas (Neto)	3,6	-0,1	0,6	0,4

4.3 Hechos estilizados en el manejo de la política monetaria

El cuadro 4 muestra la matriz de correlación existentes entre las diferentes variables del balance del banco central, expresadas en términos de flujo, y algunas variables macroeconómicas que el BCB toma como referencia para el manejo de las diferentes instrumentos de política monetaria, es decir, inflación, devaluación, crecimiento económico, reservas internacionales. A partir del análisis de la matriz de correlación se pueden inferir algunos “hechos estilizados”, que ayudarán a entender la estructura de la función de respuesta del Banco Central ante los shocks externos e internos.

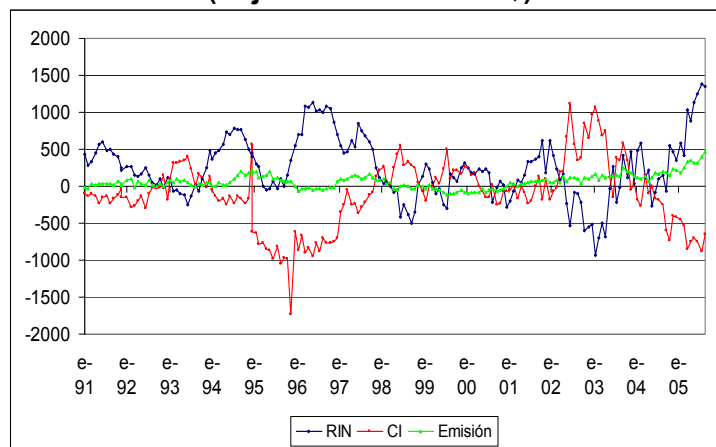
³ El Cuadro 3 presenta el Balance de Acumulación del Banco Central, que equivale a la ecuación (2). Es decir, el equilibrio entre fuentes y usos de fondos del BCB del Cuadro 3 queda reflejado si reescribimos la ecuación 2 de la siguiente forma: $\Delta R_{l_{bcb}} + (\Delta L_{bcb.g} - \Delta D_{g.bcb}) + (\Delta L_{bcb.fb} + \Delta L_{bcb.fnb}) = (\Delta E_p + \Delta R_{fb.bcb} + \Delta R_{fnb.bcb}) + \Delta CDs + \Delta F_{bcb}$

Cuadro 4
Matriz de Correlación del Banco Central

	RIN	Crédito Interno	CNSP	CB	CDs	Base Monetaria	Billetes y Monedas	Reservas Bancos	Inflación	Devaluación	Crecimiento
RIN	1,00										
Crédito Interno	-0,64	1,00									
CNSP	-0,56	0,90	1,00								
CB	0,11	-0,27	-0,65	1,00							
CDs	0,17	-0,02	0,00	-0,03	1,00						
BASE	0,43	-0,14	-0,15	0,10	-0,36	1,00					
ByMPP	0,41	-0,30	-0,29	0,13	-0,13	0,46	1,00				
Res.Bancos	0,33	-0,04	-0,06	0,07	-0,35	0,95	0,15	1,00			
Inflación	0,36	-0,14	-0,23	0,27	0,43	-0,02	0,12	-0,07	1,00		
Devaluación	-0,25	0,44	0,42	-0,17	0,22	-0,18	-0,42	-0,05	0,49	1,00	
Crecimiento	0,32	-0,08	-0,13	0,15	0,11	0,26	0,42	0,15	0,38	0,02	1,00

En primer lugar, se observa que existe una significativa correlación negativa entre las reservas internacionales netas y el crédito interno del BCB. Además, existe una baja correlación entre el crédito interno neto y la base monetaria. Como se explicó anteriormente, en una economía como la boliviana, con apertura a los movimientos de capitales y con un tipo de cambio administrado (no flexible), la determinación de los agregados monetarios se vuelve totalmente endógena, en línea con lo que sostiene el enfoque monetario de la balanza de pagos. Es decir, un incremento en el crédito interno para compensar un ciclo económico negativo producirá solamente una expansión temporal en la emisión, ya que ésta se traducirá en última instancia en una caída en las reservas internacionales, devolviendo la emisión a su nivel original. Por lo que una política monetaria expansiva no alterará el nivel de los agregados monetarios y se traducirá solamente en una caída en las reservas internacionales.

Gráfico 9
Reservas, Crédito Interno y Emisión
(flujos en millones us\$)

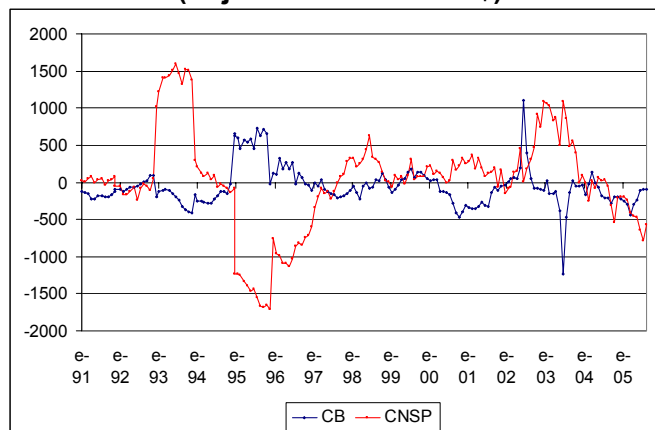


- i) Esto es algo que efectivamente sucedió en el caso de la economía boliviana. En el Gráfico 9 se observa que en algunas ocasiones a lo largo del período bajo análisis, el BCB ha contraído el crédito interno con el objetivo de revertir pérdidas en las reservas internacionales. Esto ocurrió por ejemplo en 1995 y 1996, cuando la expansión del crédito del BCB al resto del sistema financiero, para hacer frente a la quiebra de 2 bancos a finales de 2004, se tradujo en pérdida de reservas. En forma inversa, en el año 2002 y 2003, el

financiamiento del creciente déficit fiscal mediante crédito del Banco Central, trajo como consecuencia pérdidas en las reservas internacionales. Finalmente, la contracción del crédito al sector público en los años 2004 y 2005, como consecuencia de la reducción del déficit ha tenido un efecto positivo sobre las reservas internacionales, las cuales han comenzado a incrementarse. Sin embargo, a pesar de los diversos cambios en el crédito interno, la emisión permaneció relativamente estable.

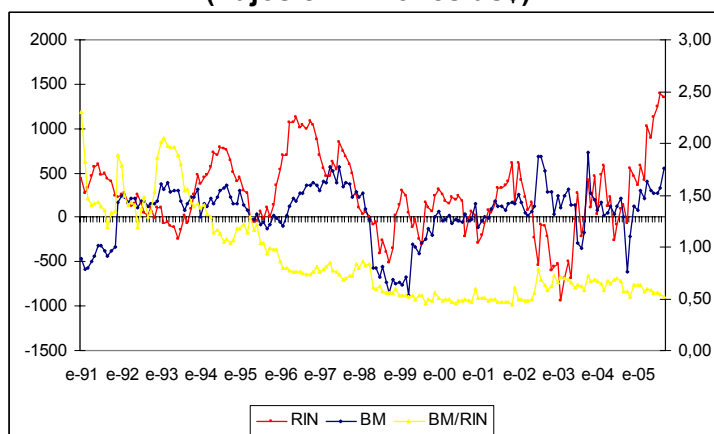
- ii) Segundo, existe una correlación inversa entre las RIN del BCB y el crédito al resto del sistema financiero. Esta correlación tiende a ser mayor a corto plazo (1 mes) y volverse más débil en un plazo más largo (1 año). En episodios de fuerte presión sobre el sistema financiero, como ocurrió en 1994 cuando se produjo la quiebra de bancos, o durante el período post eleccionario en 2002, cuando existía mucha incertidumbre sobre los resultados de las elecciones, el sistema bancario experimentó una corrida parcial de depósitos. El BCB tuvo que expandir el crédito al sistema financiero para hacer frente a esta corrida. Sin embargo, como se puede observar en la matriz de correlación, la expansión existente es básicamente de corto plazo, ya que el BCB ha tendido a esterilizar la expansión mediante contracciones del crédito al sector público (1995 y 1996), o mediante contracción del propio crédito al sistema financiero como ocurrió en 2002.
- iii) Tercero, el crédito neto del BCB al SPNF está inversamente correlacionado con el crédito al resto del sistema financiero. En ocasiones específicas el BCB ha contraído el crédito al sector público para esterilizar los efectos monetarios de una expansión en el crédito al sector privado financiero, como fue el caso en los años 1995 y 1996, en el episodio de la quiebra de los bancos Sur y Cochabamba. Contrariamente, en períodos expansivos del crédito del BCB al sector público, el crédito al resto del sistema financiero se ha vuelto contractivo, evidenciando el efecto de desplazamiento de la actividad privada por parte del sector público. El objetivo final era el de evitar expansiones no deseadas en la absorción interna con el objeto de evitar presiones inflacionarias y pérdida de reservas internacionales.

Gráfico 10
Crédito del BCB al Sector Público y al Sistema Financiero
(flujos en millones us\$)



- iv) Cuarto, de acuerdo al enfoque monetario de la balanza de pagos, en una economía con tipo de cambio fijo y movimiento de capitales, los cambios en las reservas internacionales deberían traducirse en cambios equivalentes en la base monetaria. Esta relación se rompe si es que el Banco Central, con el objeto de esterilizar los efectos monetarios de un incremento en las reservas internacionales, interviene en el mercado a través de operaciones de mercado abierto.

Gráfico 11
Reservas y Base Monetaria
(flujos en millones us\$)



Si bien existe una correlación positiva entre las RIN del BCB y la base monetaria, ésta no es muy significativa. Los cambios en las RIN fueron efectivamente un factor que incidió en la base monetaria, y en forma inversa, las variaciones en la demanda de dinero de alto poder trajo como consecuencia cambios en las reservas internacionales del BCB. Sin embargo, es evidente que el BCB intervino a través de operaciones de mercado abierto para esterilizar los efectos monetarios de un cambio en las RIN. Un indicador que muestra si el Banco Central tiene una mayor o menor actitud a esterilizar estos efectos, lo constituye la relación entre BM/RIN. Si esta relación se mantiene constante a través del tiempo, el Banco Central no estaría esterilizando los efectos monetarios de los cambios en las reservas. Por otra parte, si este indicador tiende a caer, como sucedió en el caso de la de Bolivia, el Banco Central estaría con una mayor propensión a esterilizar. En el caso de Bolivia, la relación BM/RIN se redujo de 2.05 en febrero de 1993 a 0.52 en septiembre de 2005, evidenciando que el BCB si intervino a través del tiempo mediante operaciones de mercado abierto.

- v) Finalmente, la emisión de Certificados de Depósitos (CDs) por parte del BCB está inversamente correlacionada con la base monetaria, evidenciando que las operaciones de mercado abierto por parte del BCB han cumplido la función de contraer el exceso de liquidez de la economía.

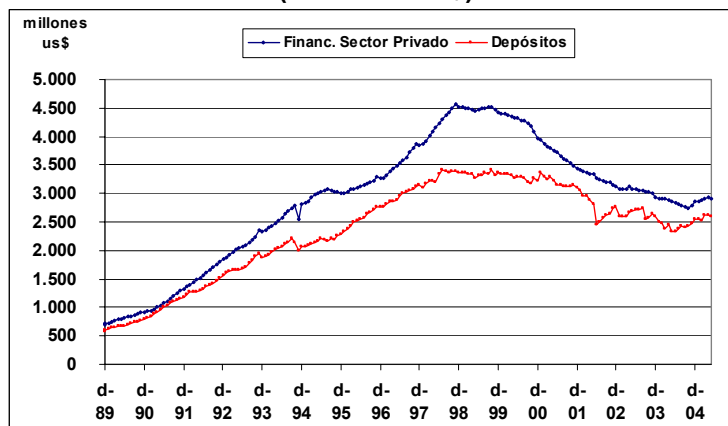
5. Bancos Comerciales

El papel de los bancos comerciales privados es fundamental en el sistema de intermediación financiera en Bolivia, ya que el financiamiento otorgado por estas entidades se constituye en la principal fuente de financiamiento de las empresas en particular, y del sector privado en general. Además, el crédito bancario es muy elevado en proporción al producto y en proporción al crédito asignado al sector privado por las instituciones financieras (80%).

5.1 Balance de acumulación de los bancos comerciales

Dado el peso de los bancos en la intermediación y financiamiento de los sectores público y privado, este sector jugó un papel fundamental en la transmisión de los shocks externos experimentados por la economía boliviana durante las últimas dos décadas.

Gráfico 12
Cartera y Depósitos Bancarios
(millones us\$)



Debido al rápido ingreso de recursos externos durante los años 90, de los cuales una proporción importante fueron intermediados por el sistema bancario, la cartera de los bancos comerciales privados experimentó una rápida expansión entre 1990 y 1998, creciendo ésta a una tasa promedio anual de 22.5%, pasando de us\$ 899 millones en 1990 a US\$ 4.560 millones en diciembre de 1998. Durante este período la cartera de los bancos privados creció en alrededor de us\$ 430 millones por año en promedio, equivalente a 6.6% del PIB por año. Es decir, la cartera bancaria creció entre 1990 y 1998 en casi us\$ 3.900 millones. Durante este período los bancos expandieron también el crédito al sector público, aunque en un monto mucho menor. La sobre expansión del crédito trajo como consecuencia una mayor exposición al riesgo por parte de los bancos, deteriorando la calidad de la cartera e incrementando el riesgo de recuperación de la misma.

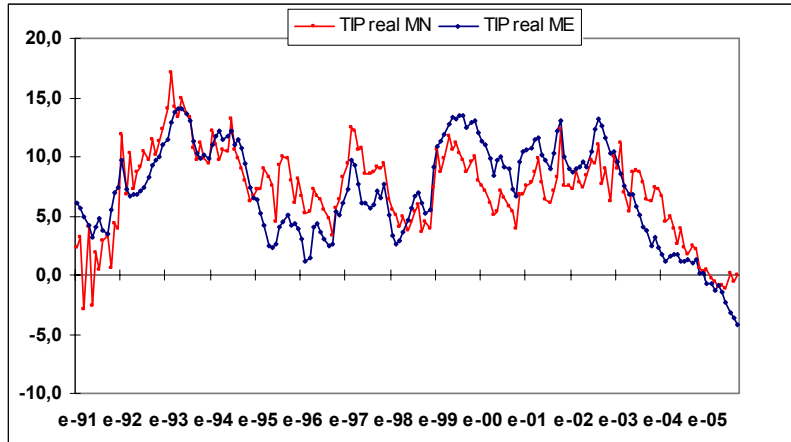
Cuadro 5
Flujos Financieros de los Bancos Comerciales Privados⁴
(promedio anual)

	1990-1994	1995-1998	1999-2002	2003-2004
millones us\$				
Usos de Fondos	414,9	649,6	-305,0	-221,3
Disponibilidades	35,9	12,4	-1,0	-12,6
Activos Internacionales	4,7	83,0	49,2	-38,9
Financiamiento Sector Privado	370,5	500,9	-350,5	-184,4
Financiamiento Sector Público	3,8	53,2	-2,7	14,6
Fuentes de Fondos	414,9	649,6	-305,0	-221,3
Depósitos	286,4	346,9	-160,0	-129,9
Obligaciones con bancos	24,7	47,9	41,6	-30,9
Obligaciones con el Sector Público	2,4	2,1	-2,4	0,6
Obligaciones con el BCB	-7,2	66,4	-15,5	-19,9
Financiamiento Externo LP	20,4	36,4	-48,3	-3,5
Financiamiento Externo CP	62,6	67,3	-126,0	-27,7
Otros	-7,6	72,4	34,5	26,9
Capital y Reservas	33,1	10,3	-28,9	-36,9
% PIB				
Usos de Fondos	7,5	8,5	-3,8	-2,6
Disponibilidades	0,7	0,3	0,0	-0,2
Activos Internacionales	0,1	1,0	0,6	-0,5
Financiamiento Sector Privado	6,7	6,5	-4,3	-2,2
Financiamiento Sector Público	0,1	0,8	0,0	0,2
Fuentes de Fondos	7,5	8,5	-3,8	-2,6
Depósitos	5,2	4,6	-2,0	-1,5
Obligaciones con bancos	0,4	0,6	0,5	-0,4
Obligaciones con el Sector Público	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligaciones con el BCB	-0,1	1,0	-0,2	-0,2
Financiamiento Externo LP	0,4	0,4	-0,6	0,0
Financiamiento Externo CP	1,1	0,9	-1,5	-0,3
Otros	-0,1	0,9	0,4	0,3
Capital y Reservas	0,6	0,1	-0,3	-0,4

La expansión del crédito por parte del sistema bancario ocurrió por la mayor disponibilidad de recursos por parte de los bancos, y por las condiciones favorables por las que atravesaba el país durante ese período. La mayor parte del financiamiento para la expansión del crédito provino de los depósitos del público, los cuales también experimentaron una expansión significativa, creciendo en más de us\$ 300 millones como promedio por año (ver Cuadro 5). Es decir, entre 1990 y 1998 los depósitos crecieron en us\$ 2.800 millones. Esto ocurrió debido a la vigencia de elevadas tasas de interés durante prácticamente toda la década de los 90. Entre 1992 y 1994, las tasas de interés reales, tanto para depósitos en moneda nacional como en moneda extranjera, se situaron alrededor de 10%, en momentos en que la tasa Libor a 180 días fluctuaba alrededor de 4%.

⁴ El Balance de Acumulación de los Bancos Comerciales Privados que aparece en el Cuadro 5, es equivalente a la ecuación (3). Esta ecuación puede ser rescrita de la siguiente forma para reflejar el balance entre fuentes y usos de fondos del Cuadro 5: $\Delta R_{fb,bcb} + \Delta R_{fb} + \Delta L_{fb,g} + \Delta L_{fb,p} = \Delta D_{p,fb} + \Delta D_{fp,fb} + (\Delta L_{bcb,fb} - \Delta CD_{fb}) + \Delta F_{fb}$

Gráfico 13
Tasas de Interés Pasivas Reales



Otra fuente de financiamiento importante para la banca comercial fue el financiamiento externo, recibiendo los bancos un flujo de recursos de us\$ 92 millones del exterior como promedio anual. El financiamiento externo fue principalmente de corto plazo, lo cual incrementó la vulnerabilidad de los bancos, ante el riesgo de una reversión de los flujos financieros externos. Como puede verse en el Cuadro 5, el 70% de los recursos externos recibidos por los bancos comerciales en el período 1990 a 1998 fueron de corto plazo⁵. En el período 1995-1998 se observa también un significativo crecimiento del crédito del Banco Central a los bancos, lo cual es atribuible a las operaciones de rescate llevadas adelante por el Banco Central ante la quiebra de algunos bancos, ocurridas durante este período.

La expansión de las disponibilidades de recursos por parte de los bancos, y de los depósitos en particular, incidieron en una caída en las tasas de interés de captaciones, las cuales se redujeron a un nivel promedio de 7% para el período 1995-1998 para los depósitos denominados en moneda nacional. La caída en las tasas pasivas reales denominadas en moneda extranjera fue incluso mayor, ya que éstas se situaron alrededor de 5%. La elevada dolarización de los depósitos incidió en que las tasas en moneda extranjera experimentarían una mayor caída. La caída en las tasas de interés pasivas ocurrió a pesar que las tasas de interés internacionales habían experimentado un ascenso. La tasa LIBOR a 180 días durante este período se situó en promedio alrededor de 6%.

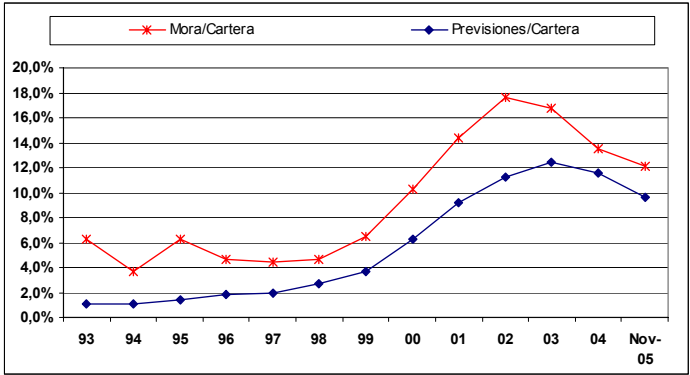
La rápida expansión del crédito no fue acompañada por un incremento equivalente en las provisiones por incobrables, lo que hacía que el riesgo de insolvencia del sistema

⁵ El principal riesgo asociado al rápido crecimiento de la cartera de los bancos, sobre la base de una elevada disponibilidad de recursos externos (influjos de capital) intermediados a través del sistema financiero interno, lo constituye el efecto de riesgo moral que se genera. La existencia de un seguro de depósitos implícito, es decir, de un compromiso implícito de las autoridades para que a los bancos (especialmente los más grandes) no se les permita quebrar (too big to fail). Un seguro de depósitos implícito induce a los bancos nacionales a incrementar su exposición al riesgo, por ejemplo a través de un incremento significativo en el crédito para financiar consumo privado, e incrementar la proporción de cartera morosa. Adicionalmente, los bancos pueden prestar muy poca atención al calce en el vencimiento de los depósitos y de los préstamos. Todos estos factores aumentan la vulnerabilidad de los sistemas financieros a una reversión de los flujos de capitales, el cual puede verse reforzado por el denominado efecto de manada o de contagio.

financiero fuera muy alto. El nivel de provisiones en septiembre de 1998 alcanzaba a solamente 1.7% de la cartera bruta de los bancos. La SBEF calculó que el déficit de provisiones a esa fecha era de us\$ 166.9 millones. Uno de los problemas que impedía la constitución de una previsión mayor, principalmente por el deterioro de la cartera, era el hecho que al momento de constituir la previsión por dicha cartera, las entidades financieras descontaban el valor de la garantía del importe a provisionar. Bajo esta premisa, la SBEF introdujo una nueva normativa para el cálculo de las provisiones, la cual privilegia la capacidad de pago del cliente y no las garantías. Además, la nueva normativa requirió el ajuste de los porcentajes de provisiones para las distintas categorías de riesgo, incluyendo las categorías de menor riesgo (normales y con problemas potenciales), y establece que las provisiones debieran ser constituidas sin descontar las garantías.

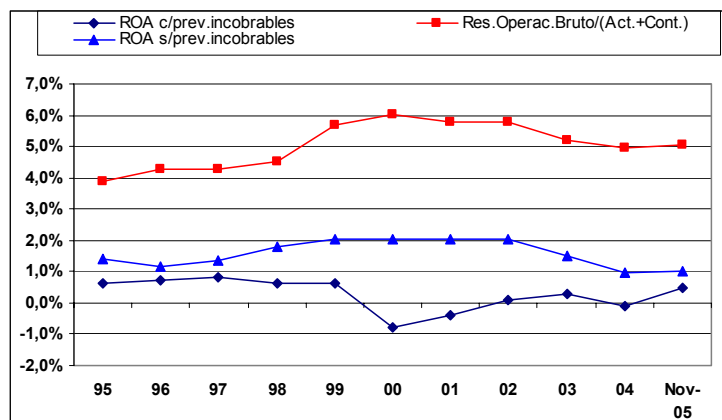
La nueva normativa, puesta en vigencia en noviembre de 1998, coincidió con el inicio del proceso de contracción del crédito bancario y con el incremento en los niveles de mora. La mora de la cartera de los bancos privados se incrementó de 4.6% en 1998 a 17.7% de la cartera bruta en 2002. Con el aumento en la mora, los bancos no solamente tuvieron que incrementar las provisiones para cubrir el déficit de provisiones hecho explícito por la nueva normativa, sino que también fue necesario constituir una mayor previsión atribuible al significativo incremento de la mora en la cartera que los bancos comerciales experimentaron a partir de 1999. El nivel de provisiones subió de 2.7% de la cartera bruta en 1998 a 12.4 % en el año 2003. Esto significó que los bancos incrementen sus provisiones en us\$ 200 millones entre 1998 y 2003.

Gráfico 13
Mora y Provisiones



La nueva regulación puesta en vigencia por la SBEF generó mucha polémica, ya que fue identificada como una de las causantes principales de la aguda contracción de crédito que se observó en los años siguientes. En realidad, la nueva normativa trató de corregir en un plazo relativamente breve una deficiencia que se había acumulado durante varios años. Los nuevos requerimientos de provisiones incidieron en la rentabilidad de los bancos comerciales tornándola negativa en los años 2000 y 2001, como consecuencia principalmente de las mayores provisiones que las entidades bancarias estaban obligados a constituir. Como puede observarse en el Gráfico 14, a pesar que la utilidad operacional de los bancos se mantiene en niveles positivos, e incluso tiende a aumentar a partir de 1999, la Rentabilidad Neta sobre Activos (ROA) cae a niveles muy bajos e incluso se vuelve negativa durante el período 2000-2004 como consecuencia de los mayores niveles provisionados.

Gráfico 14
Rentabilidad de los Bancos Comerciales Privados



La contracción del crédito por parte de los bancos al sector privado, significó una salida de los flujos de financiamiento fuera del sistema financiero y de la economía de alrededor de us\$ 1.770 millones entre 1999 y 2004, es decir, alrededor de us\$ 295 millones por año en promedio. La reversión de financiamiento al sector privado fue de tal magnitud, que si consideramos por una parte, el financiamiento bancario en el año de mayor expansión de crédito (1998) cuando el crédito bancario se expandió en us\$ 691 millones; y por la otra el año de mayor contracción (2001), cuando el crédito se contrajo en us\$ 599 millones, encontramos que la diferencia en el flujo de financiamiento de los bancos comerciales entre estos dos años alcanzó a us\$ 1.290 millones.

Varios son los factores que explican esta sustancial caída en el crédito bancario:

- i. La reversión en los flujos financieros externos, especialmente aquellos que son intermediados por el sistema financiero.
- ii. La crisis económica mundial y regional, que redujo el precio de los principales productos que exporta el país, y la demanda regional por exportaciones bolivianas. Esto afectó el desempeño de la economía en su conjunto y los flujos de caja de los prestatarios.
- iii. La nueva normativa puesta en vigencia en 1998, la cual indujo a los bancos a aumentar sus provisiones por incobrables, reducir la cartera crediticia y aumentar la liquidez.
- iv. La caída en el precio de los bienes raíces que ocurrió a partir de 1999, lo cual redujo el valor de los colaterales y dejó a los bancos con un déficit de garantías.
- v. La entrada de bancos extranjeros a la economía, especialmente del Banco Santander-Central Hispano, el cual mediante la compra del Banco de Santa Cruz, reajustó el nivel de la cartera de este banco, reduciéndola de us\$ 970 millones en diciembre de 1998 a us\$ 215 millones en diciembre de 2004.⁶

⁶ En este caso claramente se observó el denominado Efectos de Tamaño, donde la especulación de inversores externos relativamente grandes puede desestabilizar mercados internos relativamente pequeños. De acuerdo a la SBEF (2003), "...frente al deterioro que la economía del país sufrió a fines de la década de los

- vi. Los ajustes realizados por los bancos ante las nuevas condiciones imperantes. Los bancos redujeron sus pasivos con el exterior en aproximadamente us\$ 760 millones entre 1999 y 2004, y las pérdidas acumuladas debido a la necesidad de realizar mayores provisiones por incobrables produjeron una descapitalización de los bancos de aproximadamente us\$ 30 millones por año.

Como contrapartida a la aguda contracción del crédito observada a partir de 1999, los depósitos bancarios también experimentaron una significativa contracción de alrededor de us\$ 900 millones entre 1998 y 2004. Los factores que incidieron en esta caída fueron los siguientes:

- i. Las tasas de interés de captaciones tendieron a reducirse, como consecuencia de la caída en las tasas de interés internacionales. Entre mayo del año 2000 y marzo 2004, la tasa LIBOR a 180 días cayó en 580 puntos básicos. Paralelamente, la tasa real de interés efectiva promedio pagada por los depósitos en moneda extranjera por los bancos comerciales en Bolivia cayó en 825 puntos básicos durante el mismo período.
- ii. El mayor clima de inestabilidad e incertidumbre política observado durante este período, lo que propició corridas bancarias en períodos específicos, ante la ocurrencia de episodios de elevada inestabilidad política: junio 2002, febrero y octubre 2003.
- iii. La prevista creación del Impuesto a las Transacciones Financieras también generó una salida de depósitos en el primer semestre de 2004.

5.2 Programas de Reactivación del Crédito Bancario

A partir del año 2000, diversos gobiernos trataron de revertir la aguda contracción del crédito bancario a través de la puesta en vigencia de diversos programas específicos dirigidos a reactivar el crédito, o a través de modificaciones (flexibilizaciones) a la normativa prudencial, las cuales sin embargo no tuvieron los efectos esperados.

A principios del año 2000, el gobierno promulgó la Ley 2064 de Reactivación Económica, a través de la cual se puso en vigencia el Programa de Reactivación Económica (PRE), que fundamentalmente establecía la ampliación de plazos del financiamiento bancario al sector productivo y facilidades de reprogramación de cartera, mediante el canje de bonos emitidos por la Nacional Financiera Boliviana (NAFIBO). En octubre del año 2000, las facilidades de reprogramación de deuda fueron ampliadas mediante la Ley 2152.

De acuerdo a la SBEF (2003) “la reprogramación de deudas (bajo el programa PRE) no tuvo los efectos esperados (de reactivar el crédito), ya que los bancos reprogramaron solamente us\$ 40 millones en todo el sistema financiero. En la práctica, los ‘bonos de

años noventa, los inversionistas extranjeros fueron más rigurosos en sus políticas que los inversionistas nacionales. El Banco Santa Cruz, por ejemplo, no solamente cambió su política de fondeo (apreciable al observar las reducciones que experimentó por el lado del pasivo) e implementó evaluaciones más estrictas al momento de otorgar créditos; sino que cambió de enfoque y concentró su atención en una porción muy selectiva del sector corporativo.”

reactivación' mejoraron la exposición de los indicadores financieros pero no inyectaron recursos efectivos a las entidades financieras, lo que hizo inviable la reprogramación".

En mayo 2001 se promulgó la Ley 2196, que puso en vigencia el Fondo Especial de Reactivación Económica (FERE) y el Programa de Fortalecimiento Patrimonial (PROFOP). Esta Ley autorizó a NAFIBO emitir títulos de deuda hasta un monto de us\$ 250 millones. Los recursos obtenidos a través de la colocación de dichos bonos se utilizaron para otorgar líneas de financiamiento a las entidades financieras, las cuales a su vez debían destinarlas en la reprogramación de cartera y/o para la regularización y manejo del calce y la liquidez de los bancos. El FERE permitió un alivio al sector productivo, ya que dentro del programa se utilizaron us\$ 180 millones para la reprogramación de deudas de empresas con entidades financieras. Por otra parte, el El PROFOP por otra parte, se creó con la finalidad de fortalecer patrimonialmente a las entidades financieras, mediante el otorgamiento de créditos subordinados, por parte del Estado, para su capitalización, fusión o transformación, movilizándolo us\$ 62 millones.

Cuadro 6
Mora Préstamos Reprogramados
PRE y FERE

Programa	Mora de préstamos reprogramados (%) Dic 2002
PRE	25.9
FERE	6.5
Recursos Propios	20.7

Fuente: IMF and World Bank (2003)

Ambos programas tuvieron un mayor impacto en relación al alcanzado por el PRE, aunque la crisis económica impidió alcanzar mejores resultados. Además, la reprogramación de deudas tampoco ayudó a recuperar la capacidad de pago, ya que la mora de la cartera reprogramada a través de los programas ejecutados también se ha mantenido en niveles elevados como puede apreciarse en el Cuadro 6.

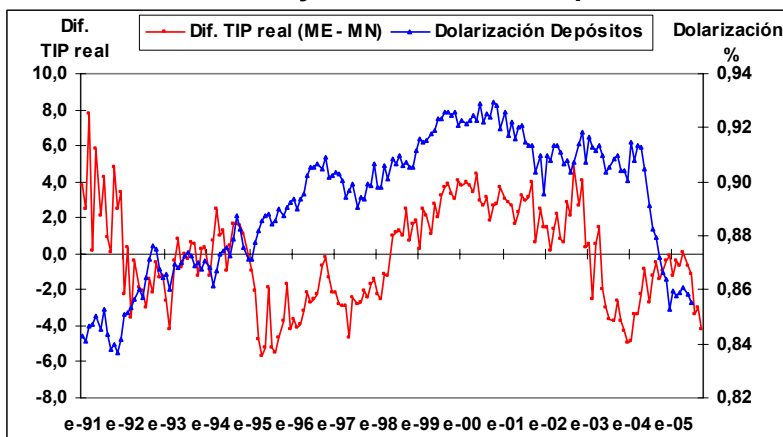
5.3 Dolarización de la cartera bancaria

Una de las características del desenvolvimiento de los bancos comerciales y del sistema financiero en general en Bolivia, ha sido el elevado grado de dolarización del mismo. La dolarización fue el resultado del trauma que la hiperinflación de principios de la década de los 80 causó en el público, y de la desdolarización de activos y pasivos bancarios decretada en 1982, la cual ocasionó grandes pérdidas patrimoniales a los depositantes. Con el fin de restaurar la confianza del público en el sistema financiero, el DS 21060 permitió a las entidades financieras captar depósitos y realizar préstamos en moneda extranjera, y en bolivianos con mantenimiento de valor respecto al dólar.

Si bien la medida tuvo el efecto deseado de restaurar la confianza del público en el sistema financiero, que se tradujo en un mayor grado de intermediación y profundización financiera, a través del tiempo se produjo un proceso continuo de dolarización de los activos y pasivos del sistema financiero. La dolarización de los depósitos a partir de 1996 sobrepasó el 90%, a pesar que la tasa de inflación se mantuvo por debajo del 10% durante todo este período. La rentabilidad de los depósitos tampoco influyó sobre el nivel

de dolarización del sistema bancario. Como puede observarse en el Gráfico 15, el proceso de dolarización de los depósitos continuó aumentando incluso en períodos donde la rentabilidad real obtenida por los depósitos en moneda nacional era mayor a la de los depósitos en moneda extranjera.

Gráfico 15
Dolarización y rentabilidad de depósitos



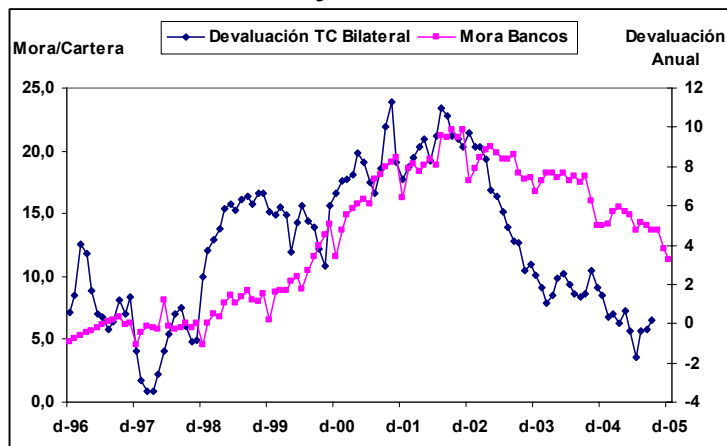
Entre 1995 y 1998 por ejemplo, el retorno real sobre los depósitos en moneda nacional fue invariablemente mayor a la de los depósitos en dólares, sin embargo el porcentaje de depósitos en moneda extranjera durante ese período aumentó de 87% a 91%. Entre principios de 1998 y finales de 2002, cuando el ritmo de devaluación se incrementa en forma apreciable, debido a las devaluaciones ocurridas en Brasil y Argentina, la rentabilidad real de los depósitos en dólares sobrepasó a los realizados en moneda nacional. Durante este período el grado de dolarización tendió a acentuarse, llegando los depósitos en moneda extranjera a representar el 93% de los depósitos en el sistema bancario.

La tasa de dolarización de los depósitos se mantuvo por encima del 90% hasta mayo de 2004. A partir de esa fecha se produjo una apreciable disminución en la dolarización de los depósitos, en parte como resultado del encarecimiento en los costos de transacción de los depósitos en dólares, resultante de la creación del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF). También contribuyó a la desdolarización de depósitos el hecho que, a partir del 2003, la devaluación se redujo apreciablemente, haciendo que la rentabilidad de los depósitos en moneda extranjera cayera por debajo de la de los depósitos en moneda nacional.

Como se discutió anteriormente, la elevada dolarización del sistema financiero ha introducido serias restricciones en el manejo de la política cambiaria y en la posibilidad de aislar los efectos de la volatilidad externa sobre el sistema financiero, mediante la adopción de un esquema cambiario más flexible. Un movimiento excesivo del tipo de cambio puede tener serias consecuencias para la estabilidad del sector financiero. Si el cambio bilateral con el dólar se deprecia demasiado, se afecta la capacidad de repago y de consumo del sector corporativo que produce bienes no transables y además se encuentra endeudado en dólares. Estos efectos tienen como consecuencia un aumento de la morosidad de la cartera de los bancos, afectando la solvencia del sector financiero. Como puede observarse en el Gráfico 16, cuando a partir de 1998 el BCB acelera la tasa

de devaluación, medida por la devaluación del tipo de cambio bilateral, se experimenta un incremento significativo en la mora bancaria.

Gráfico 16
Mora y TC Bilateral



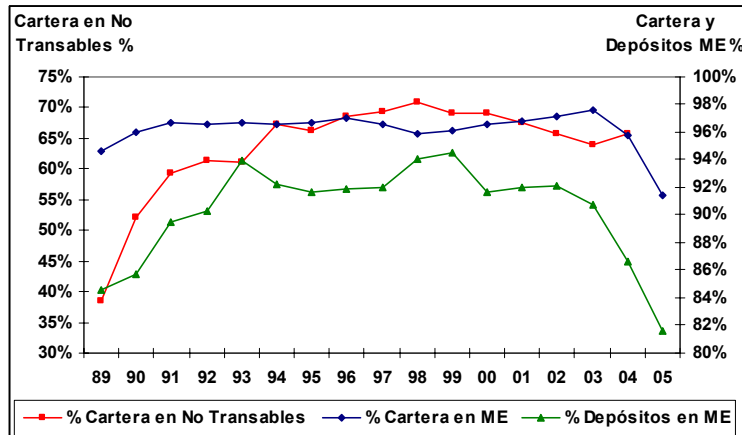
5.4 Dolarización y financiamiento sectorial

Otro de los factores que contribuyó a incrementar la vulnerabilidad del sistema bancario fue el hecho que los bancos comerciales, sobre todo durante el período de expansión del crédito, concentraron el financiamiento en sectores productores de bienes no transables, y además otorgaran estos créditos mayoritariamente en moneda extranjera o indexados al dólar. El financiamiento en dólares de los bancos comerciales durante los años de expansión del crédito estuvo dirigido en forma mayoritaria a los sectores tales como servicios, comercio y construcción.

Como puede observarse en el Gráfico 17, entre 1990 y 1998, años de expansión del crédito, la cartera de los bancos en sectores productores de no transables creció a una tasa anual de 32% como promedio por año, en términos reales. Esta tasa es tres veces mayor a la tasa de crecimiento de la cartera bancaria en los sectores productores de transables. Debido a la significativa expansión del crédito de los bancos comerciales privados a empresas que operan sectores de no transables, la cartera de los bancos en este tipo de actividades se incrementó de 38.4% en 1989 a 70.8% en 1998.

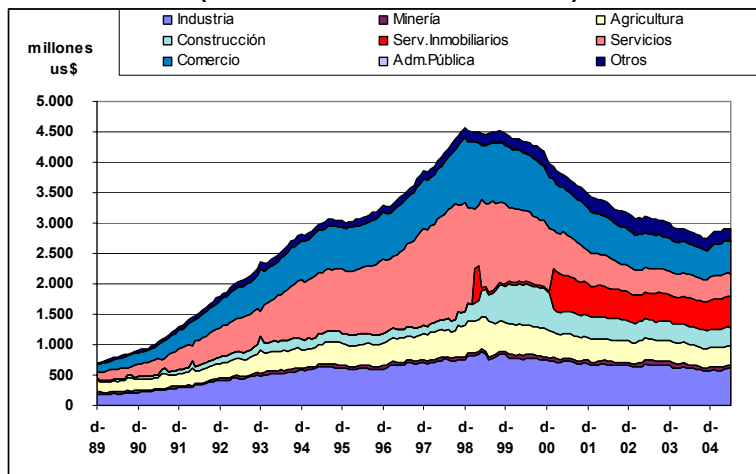
Los bancos comerciales mantuvieron un elevado nivel de dolarización de la cartera (por encima del 95% de la cartera total) desde principios de la década de los 90, incluso en períodos donde la dolarización de los depósitos no se encontraba en niveles tan elevados. En efecto, a principio de los años 90, la dolarización de los depósitos era de 85%. En los siguientes años la dolarización de depósitos comenzó a aumentar, llegando en 1993 a 94%. La dolarización de la cartera se mantuvo elevada e incluso tendió a incrementarse durante los años de la contracción del crédito, años en los cuales la concentración de la cartera bancaria en sectores de no transables tendió a reducirse.

Gráfico 17
Cartera en No Transables y
Dolarización de Depósitos y Cartera



A partir del año 2003, la dolarización de los depósitos se reduce significativamente, cayendo de 92% en 2002 a 81.6% en diciembre de 2005. Esto les otorgó también a los bancos mayor holgura para otorgar créditos no indexados al dólar, lo cual llevó también a una reducción en el grado de dolarización de la cartera, la cual cayó de 97% de la cartera total en 2002 a 91% en 2005. La concentración de la cartera bancaria en sectores de no transables por otra parte había experimentado un reducción hasta el 2003, sin embargo el 2004 se observa nuevamente un repunte.

Gráfico 18
Financiamiento de los Bancos Comerciales
por Sector Económico
(stocks en millones de us\$)



Durante los años de expansión del crédito (1990-1998), el sector que más incrementó su participación fue el de servicios, cuya ponderación en el total de la cartera de los bancos subió de 22.6% en 1990 a 39.4% en 1998. El sector de servicios comprende una amplia variedad de actividades, como es el caso de servicios inmobiliarios, hoteles y restaurantes, informática, investigación y desarrollo, servicios profesionales, enseñanza,

salud, servicios a los hogares y organizaciones extra-territoriales. Durante este período, la cartera bancaria en sectores transables se redujo de 47.4% en 1990 a 29% en 1998, habiendo sido los sectores de la industria y la agricultura los que experimentaron el mayor crecimiento en la cartera de los bancos.

Cuadro 7
Bancos Comerciales Privados
Estructura de Cartera

	1990	1998	2005
No Transables	48,7%	67,7%	59,8%
Comercio	22,0%	23,4%	16,6%
Servicios	22,6%	39,4%	32,6%
Construcción	4,2%	4,9%	10,6%
Transables	47,4%	29,0%	33,2%
Industria	23,8%	16,4%	20,7%
Agricultura	20,3%	11,5%	10,7%
Minería	3,4%	1,1%	1,9%
Otros	3,0%	2,7%	6,2%
Inversiones	0,9%	0,5%	0,8%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Durante el período de contracción del crédito, la caída de la cartera de los bancos en los sectores no transables fue también mayor que en la de los sectores de transables. La sobre-exposición de la cartera bancaria en los sectores productores de no transables incrementó el riesgo del sistema ante una potencial devaluación del tipo de cambio, riesgo que se incrementó grandemente ante las devaluaciones ocurridas en Argentina y Brasil. De esta forma, los bancos adoptaron una actitud mucho más conservadora y empezaron a restringir el crédito. La caída promedio anual del crédito a los sectores de no transables entre 1999 y 2005, fue de -8.4% en términos reales, mientras que para los sectores de transables alcanzó a -4.7%. Como resultado de este proceso, la participación de los sectores de no transables en la cartera de los bancos comerciales privados se redujo de 67.7% en 1998 a 59.8% en 2005.

5.5 Hechos estilizados sobre el comportamiento de los Bancos Comerciales

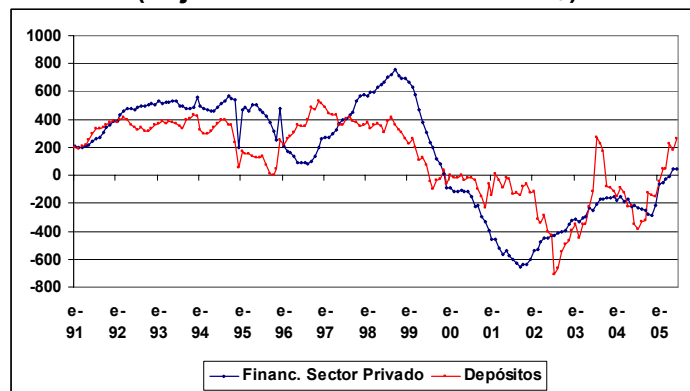
En esta sección se analizan algunos hechos estilizados sobre el comportamiento de los bancos comerciales. El cuadro 8 muestra la matriz de correlaciones existentes entre las diferentes variables que componen el balance de los bancos comerciales y algunas variables macroeconómicas. El análisis de la matriz de correlación permite inferir algunos "hechos estilizados" adicionales, que contribuirán a entender la estructura de la función de respuesta de los Bancos Comerciales ante shocks e intervenciones de política, o alguna de las prácticas seguidas por los bancos en la administración de sus activos y pasivos, en algunos de los casos para cumplir con la normativa vigente.

Cuadro 8
Matriz de Correlaciones Bancos Comerciales Privados

	Financiamiento Sector			Financiamiento del BCB			Financiamiento Externo		Capital y Reservas	Tasa de Interés Activa	Tasa de Interés Pasiva	Crecimiento PIB
	Privado	Liquidéz	Depósitos	BCB	LP	CP						
Financiamiento Sector Privado	1,00											
Liquidéz	0,14	1,00										
Depósitos	0,80	0,55	1,00									
Financiamiento del BCB	0,29	-0,06	0,02	1,00								
Financiamiento Externo LP	0,79	-0,01	0,60	0,13	1,00							
Financiamiento Externo CP	0,82	0,03	0,52	0,29	0,68	1,00						
Capital y Reservas	0,57	-0,26	0,35	-0,17	0,54	0,49	1,00					
Tasa de Interés Activa	0,60	0,34	0,67	0,27	0,27	0,33	0,24	1,00				
Tasa de Interés Pasiva	0,70	0,28	0,70	0,37	0,28	0,46	0,27	0,97	1,00			
Crecimiento PIB	0,33	0,22	0,33	0,10	0,49	0,47	0,10	0,19	0,21	1,00		

- i) El financiamiento al sector privado por parte de los bancos comerciales estuvo altamente correlacionado con los depósitos del público. Esto evidencia que los bancos expandieron el crédito al sector privado durante los años 90, motivados por la alta disponibilidad de recursos provenientes de los depósitos, y por la disponibilidad de garantías por parte de los prestatarios. Esto pudo haber dejado en segundo lugar la evaluación de la calidad y viabilidad de los proyectos a ser financiados y la capacidad de pago de los clientes. Entre 1990 y 1998 los depósitos crecieron a una tasa promedio anual de 21%, mientras que la cartera lo hizo a una tasa promedio de 23%. Al comenzar la contracción del crédito en 1999, los bancos redujeron también los depósitos, aunque con un cierto rezago. Sin embargo, los episodios de crisis política por los que atravesó el país incidieron en caídas abruptas de los depósitos, como ocurrió en junio de 2002, y febrero y octubre de 2003. La inminente creación de Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), puesto en vigencia a mediados de 2004, incidió en una aguda caída de los depósitos durante el primer semestre de 2004.

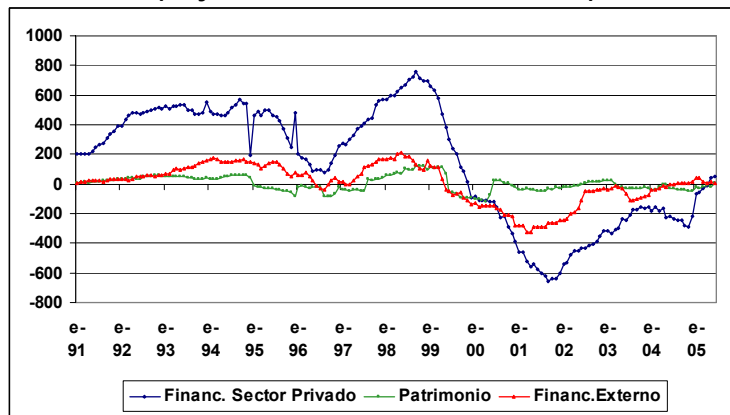
Gráfico 19
Depósitos y Cartera
(flujos anuales en millones us\$)



- ii) Existe una alta correlación entre el crédito bancario al sector privado con los cambios patrimoniales de los bancos y con el financiamiento externo, de corto plazo y largo plazo. El financiamiento externo de corto plazo no constituyó la principal fuente de financiamiento de la banca comercial, lo cual redujo el

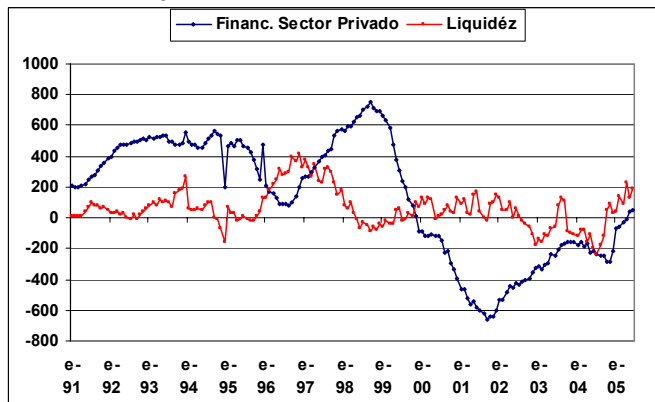
riesgo de un potencial descalce de maduración entre activos y pasivos. Esto hubiera incrementado el riesgo en el sistema financiero, ya que los pasivos externos de corto plazo, también denominados capitales golondrina, son altamente reversibles y pueden precipitar una crisis bancaria. También existe una correlación significativa entre el crédito de los bancos comerciales y las variaciones en el nivel de capital y reservas de los mismos. La normativa de regulación prudencial establece que los bancos deben tener una adecuación patrimonial de 10%, por lo que la expansión del crédito ocurrida en los años 90 pudo darse a partir de una mayor capitalización por parte de los bancos.

Gráfico 20
Financiamiento Bancario, Deuda Externa y
Patrimonio
(flujos anuales en millones us\$)



- iii) El financiamiento al sector público por parte de los bancos comerciales tuvo un moderado efecto de crowding-out del crédito al sector privado, ya que si bien existe una correlación negativa entre ambas variables, ésta no es muy significativa. Sin embargo, en períodos en los que los bancos comerciales sobre-expandieron el crédito al sector privado, tuvieron que reducir su disponibilidad de activos líquidos o reducir sus inversiones en títulos públicos.

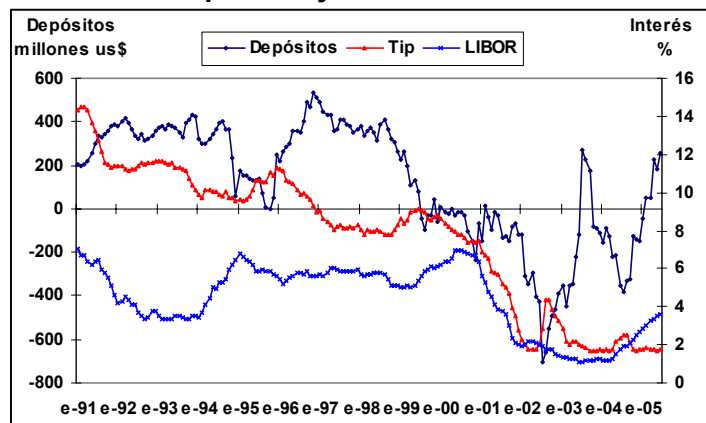
Gráfico 21
Financiamiento al Sector Privado y liquidez
(flujos anuales en millones us\$)



Adicionalmente, el financiamiento de los bancos comerciales al sector público dependió esencialmente de las disponibilidades de activos líquidos por parte de los bancos, y en menor medida de los depósitos o el financiamiento externo disponible. Esto muestra que las decisiones de prestar recursos al sector público por parte de los bancos obedeció principalmente a una estrategia de inversión en activos líquidos.

- iv) Existe una significativa correlación positiva entre las tasas de interés pasivas y los depósitos. Como consecuencia de la liberalización de las tasas de interés, a principios de los 90 las tasas de interés se encontraban en niveles muy elevados con referencia a las tasas de interés internacionales. A principios de 1991, la tasa promedio efectiva de captaciones del sistema bancario era prácticamente el doble que la tasa LIBOR. Este significativo margen explica el sustancial incremento en la entrada de recursos al sistema financiero en la forma de depósitos. Entre 1990 y 1998, los significativos recursos recibidos por el sistema financiero tuvieron un efecto positivo sobre las tasas de interés de captación, las cuales se redujeron en alrededor de 600 puntos básicos durante este período. A partir de 1999, las tasas de captación siguieron reduciéndose, a pesar de la apreciable caída en los depósitos que empezó a materializarse a partir de ese año. Entre 1999 y mediados de 2002, las tasas efectivas de captaciones se redujeron en 720 puntos. Esta caída obedeció a dos factores: i) la política seguida por los bancos comerciales de contraer el crédito bancario había generado excedentes de liquidez en el sistema, por lo que los bancos trataban de desincentivar nuevas captaciones de recursos reduciendo las tasas de interés; ii) las tasas de interés mundiales experimentaron caídas significativas. La tasa LIBOR se redujo durante entre julio del año 2000 y junio 2003 en 580 puntos básicos, lo cual reforzó la tendencia hacia debajo de las tasas internas de interés.

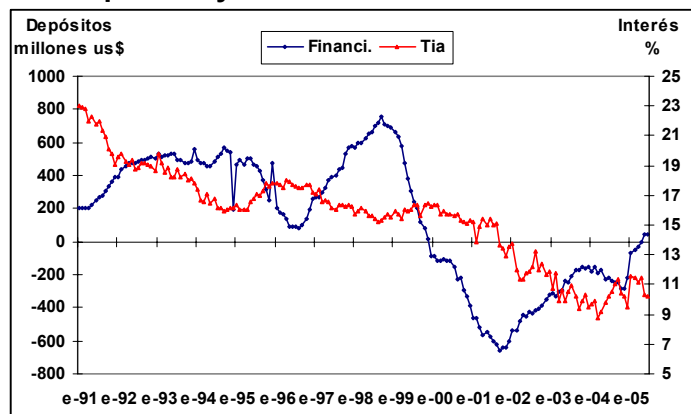
Gráfico 22
Depósitos y tasas de interés



- v) El crédito bancario está asociado en forma positiva con las tasas de interés de colocación. Las tasas de interés se han reducido en forma continua durante toda la década de los 90. Entre 1990 y 1998, esta caída se debió a la mayor

integración del mercado interno con los mercados financieros internacionales, lo cual se tradujo en un mayor ingreso de recursos intermediados por el sistema financiero nacional. A esto hay que agregar que el mayor ingreso de recursos al sistema financiero y la caída en las tasas de interés estaban también asociados a un menor riesgo percibido por los agentes sobre el desempeño del sector bancario. A partir de 1999, los bancos dejan de expandir el crédito y comienzan un profundo proceso de contracción crediticia (“credit crunch”). Sin embargo las tasas de interés continuaron cayendo. Esto se debió a que los bancos perciben un mayor riesgo en sus actuales y potenciales clientes, por lo que deciden racionar el crédito, a pesar de contar con la liquidez necesaria para otorgar nuevos créditos. La acumulación de liquidez por parte de los bancos incide en menores tasas de captación pagadas por los bancos.

Gráfico 23
Depósitos y tasa de interés de colocación

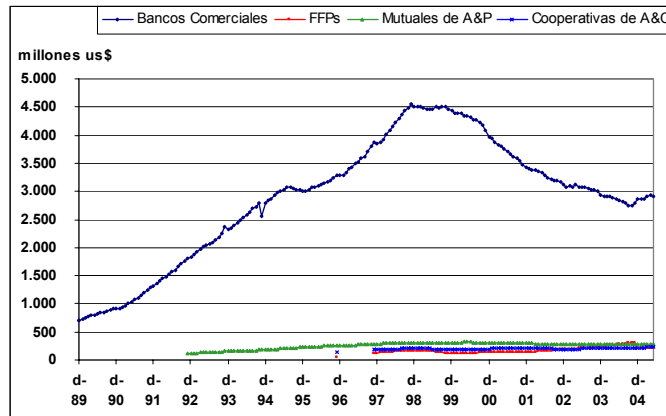


6. Entidades de Intermediación Financiera No Bancarias

Las entidades financieras no bancarias han jugado un papel mucho más modesto en términos de financiamiento al sector privado, en relación al rol desempeñado por los bancos comerciales. Existe una diferencia de escala sustancial entre los bancos comerciales y las entidades financieras no bancarias, como es el caso de los Fondos Financieros Privados (FFPs), las Cooperativas de Ahorro y Crédito (CA&C) y las Mutuales de Ahorro y Préstamo (MA&P).

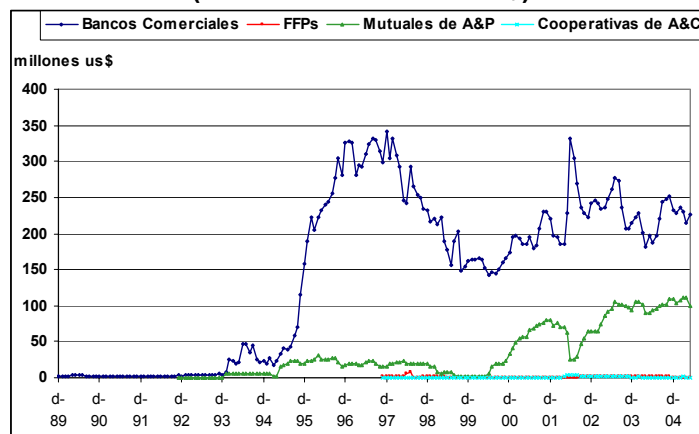
El junio de 2005, 80% de la cartera del sistema financiero regulado por la SBEF pertenecían a los bancos comerciales privados. La Mutuales de Ahorro y Préstamo para la Vivienda ocupaban el segundo lugar 7.5% de la cartera, mientras que los Fondos Financieros Privados y las Cooperativas de Ahorro y Crédito tenían cada uno alrededor del 6% de la cartera del sistema financiero. En los momentos en los que la cartera bancaria llegó a su nivel más elevado (diciembre de 1998), la participación de los bancos comerciales en la cartera de las entidades financieras llegó a ser de 87%.

Gráfico 24
Evolución de la Cartera de las Instituciones
Financieras Reguladas con el Sector Privado
(stocks en millones us\$)



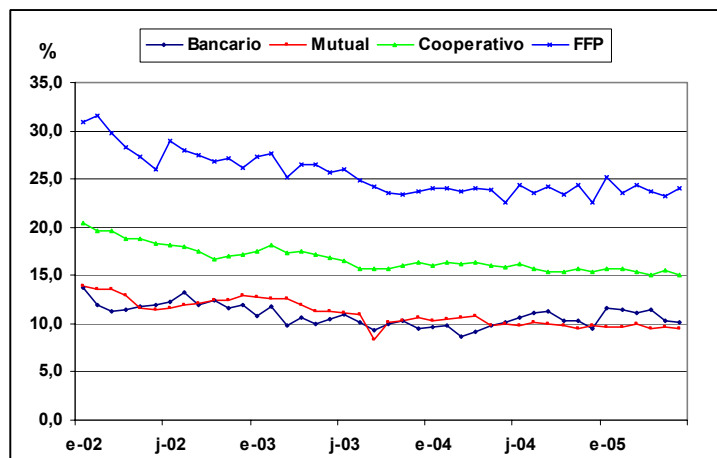
En lo que se refiere al financiamiento de las entidades de intermediación financiera al sector público también se observa que los bancos comerciales concentran la mayor parte del crédito. A junio de 2005, los bancos comerciales acumulaban un 70% de la deuda pública con entidades financieras, seguida por las Mutuales de Ahorro y Préstamo con un 30%. La FFPs y las Cooperativas de A&C en conjunto no alcanzan a tener un 0.5% de la deuda pública con el sector financiero regulado por la SBEF.

Gráfico 25
Financiamiento al Sector Público
(stocks en millones us\$)



Si bien las entidades financieras no bancarias tienen un menor peso en la intermediación financiera con relación al sistema bancario, la importancia de estas entidades radica en el hecho que éstas llegan con recursos financieros a segmentos del mercado a los cuales los bancos no lo hacen, debido a una diversidad de factores, tales como los altos costos de administración, limitaciones en los colaterales ofrecidos, ausencia de registros sobre las operaciones de las unidades prestatarias, etc.

Gráfico 26
Tasas de Interés Activa Efectiva Promedio



Debido a los costos de transacción son más altos, las entidades financieras no bancarias, con excepción de las Mutuales de Ahorro y Préstamo para la Vivienda, tiene tasas de colocación más elevadas que la de los bancos comerciales. Los Fondos Financieros Privados presentan las tasas de interés más elevadas, debido a que estas entidades tienen los mayores costos financieros, administrativos, operativos, de transacción y de previsión. Sin embargo, las tasas de interés de colocación de los FFPs han venido cayendo en los últimos años en forma apreciable, pasando de 75% a finales de los 90, a los niveles actuales que fluctúan alrededor de 22%. Las Cooperativas de Ahorro y Crédito tienen tasas de interés más bajas que los FFPs, aunque más altas que los bancos comerciales y las Mutuales de Ahorro y Préstamo. Los menores costos de administración y transacción, debido a la menor dispersión de sus clientes, contribuyen a mantener tasas más bajas. Sin embargo, estas entidades todavía enfrentan problemas en la escala de sus operaciones, que implican costos promedio más elevados.

A continuación se analiza en mayor detalle el desempeño de estas entidades de intermediación financiera.

6.1 Fondos Financieros Privados

El sector de las microempresas tiene un importante rol social y de generación de ingreso en Bolivia. Se estima que hay 900 mil microempresas (de 1-9 empleados), de las cuales 400 mil están ubicadas en el área rural. Las microempresas generaron 83% del empleo total y el 25% del PIB. La generación de empleo y de ingreso es un factor que puede contribuir grandemente a reducir la pobreza y mejorar la distribución del ingreso, considerando especialmente que la distribución del ingreso es altamente desigual en Bolivia, y que los hogares rurales son particularmente pobres.

Si bien el sector de las microempresas necesita tener acceso a crédito para llevar adelante sus actividades productivas, el acceso a financiamiento se encuentra restringido por factores que incrementan el riesgo para los potenciales prestamistas, como por ejemplo: i) la ausencia de historial crediticio por parte de los microempresarios; ii) las limitaciones o ausencia total de registros contables sobre las operaciones de las unidades

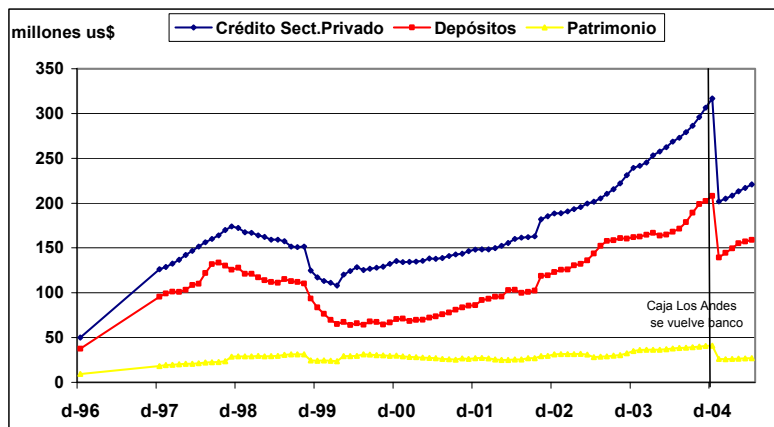
productivas; iii) la carencia de colateral convencional; y iv) los mayores costos de administración de los mico-créditos, ya que los clientes a menudo se encuentran dispersos, atomizados, realizan actividades volátiles, y necesitan capital de trabajo en montos pequeños y con cierta premura.

El DS 24000, aprobado en abril de 1995, sentó las bases para la creación, organización y funcionamiento de los Fondos Financieros Privados (FFPs), como sociedades anónimas especializadas en la intermediación de recursos hacia pequeños prestatarios y microempresarios, abriendo la posibilidad para que las principales ONGs que operaban en el país en este tipo de actividades cumplan sus funciones a través de la conformación de sociedades con capital de riesgo, facultadas a captar depósitos y sujetas al control de la SBEF. Como resultado de este proceso de formalización de las ONGs, entre junio de 1995 y diciembre de 1999 se fueron constituyendo distintos fondos financieros privados, como es el caso de la Caja de Ahorro y Préstamo Los Andes S.A., el Fondo de la Comunidad S.A. FFP, el Fondo Financiero Privado para el Fomento a Iniciativas Económicas S.A., Eco Futuro FFP S.A., y FFP Prodem S.A.

6.1.1 Financiamiento y cartera de los FFPs

Al igual que los bancos comerciales, los FFPs experimentaron un período de rápido crecimiento entre 1996 y 1998, período en el que la cartera de estas entidades de intermediación financiera creció en promedio en us\$ 60 millones por año, con lo que la cartera pasó de us\$ 50.1 millones en diciembre de 1996 a us\$ 172 millones (3.9% de la cartera de los bancos comerciales) a finales de 1998 (Gráfico 27 y Cuadro 9). El financiamiento provino principalmente de los depósitos y de los aportes patrimoniales que recibieron estas entidades. Los depósitos crecieron en us\$ 45 millones como promedio anual, mientras que el patrimonio se incrementó en us\$ 10 millones en promedio por año.

Gráfico 27
Cartera, Depósitos y Patrimonio de los FFPs



Los FFPs demostraron tener una mayor capacidad de respuesta ante la crisis económica que se inició a partir de 1999. Si bien los FFPs experimentaron una caída en la cartera a partir de 1999, ésta fue de mucho menos magnitud, en términos relativos, que la que experimentaron los bancos comerciales y también tuvo una duración más corta, ya que solamente se extendió hasta marzo del año 2000. Hasta esa fecha, los FFPs había

contraído su cartera en us\$ 64 millones, para luego recuperarse y llegar a fines del año 2002 a un nivel de cartera prácticamente similar al que tenían en diciembre de 1998, cuando empezó la contracción.

Con referencia a los depósitos, éstos también experimentaron una caída a partir de 1999, la cual se extendió también hasta marzo del año 2000, cuando llegaron a un nivel de us\$ 65.2 millones. A partir de esa fecha, los depósitos en los FFPs se incrementaron hasta alcanzar un monto de us\$ 123 millones en diciembre de 2002. Por otra parte, los depósitos del público en los FFPs no experimentaron caídas severas durante los eventos de crisis política que vivió el país en junio 2002, febrero y octubre 2003.

Cuadro 9
Flujo de Fondos de las FFps

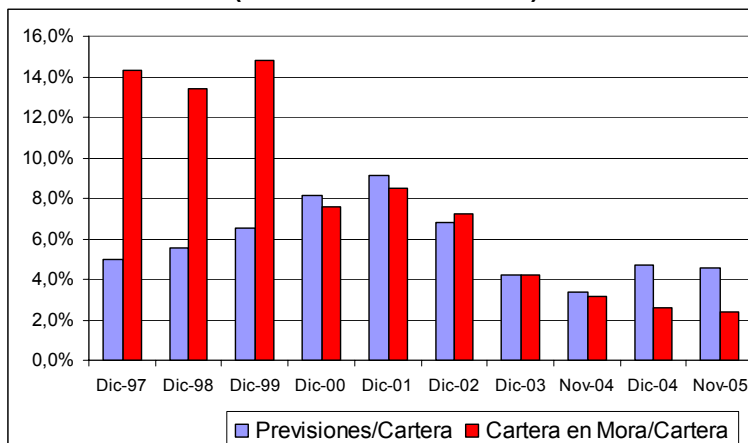
	1995-1998	1999-2002	2003-2004
millones us\$			
Usos de Fondos	65,9	6,2	77,5
Disponibilidades	-0,1	1,5	7,7
Activos Internacionales	4,2	0,7	5,3
Financiamiento Sector Privado	61,1	4,0	64,1
Financiamiento Sector Público	0,7	0,0	0,5
Fuentes de Fondos	65,9	6,2	77,5
Depósitos	45,2	-1,3	42,6
Obligaciones con bancos	3,0	5,4	10,9
Obligaciones con el Sector Público	0,6	-0,1	0,8
Obligaciones Externas	2,0	3,3	16,5
Otros	5,2	-1,6	1,9
Capital y Reservas	9,9	0,5	4,8
% PIB			
Usos de Fondos	0,8	0,1	0,9
Disponibilidades	0,0	0,0	0,1
Activos Internacionales	0,1	0,0	0,1
Financiamiento Sector Privado	0,8	0,1	0,8
Financiamiento Sector Público	0,0	0,0	0,0
Fuentes de Fondos	0,8	0,1	0,9
Depósitos	0,6	0,0	0,5
Obligaciones Bancos	0,0	0,1	0,1
Obligaciones Sect.Público	0,0	0,0	0,0
Obligaciones Externas	0,0	0,0	0,2
Otras Cuentas	0,1	0,0	0,0
Patrimonio	0,1	0,0	0,1

En los años 2002 y 2003, se produjo un verdadero boom en el crédito otorgado por los FFPs, creciendo la cartera en 70% entre diciembre 2002 y diciembre 2004, llegando a esa fecha a us\$ 317 millones. Esto en parte refleja el impacto que tuvo el ingreso de los distintos operadores, en particular PRODEM, cuyo crecimiento en los últimos años ha sido importante. Durante este período, los FFPs realizan un mayor esfuerzo por constituir mayores niveles de liquidez y de reservas externas. Los FFPs también tendieron a diversificar su financiamiento durante este período. Si bien los depósitos del público continuaron siendo la principal fuente de financiamiento, otras fuentes de recursos cobraron mayor importancia, como es el caso del financiamiento externo y de aquel proveniente de otras entidades financieras.

El crecimiento en la cartera de los FFPs a partir del año 2000, también fue de alguna forma incentivada por la contracción en la cartera por parte de los bancos durante ese período, lo cual generó oportunidades para que los FFPs pudieran ampliar sus operaciones a nuevos clientes. Esta expansión requirió un incremento en la escala de algunas de estas instituciones, que incluso resultó en que a partir de enero 2005, el fondo financiero privado Caja Los Andes, el fondo más grande del sistema hasta diciembre de 2004, adquirió la categoría de banco. La conversión de Caja Los Andes a banco hizo que el sistema de FFPs viera reducida su cartera en alrededor de us\$ 100 millones (1/3 de la cartera total del sistema), mientras que los depósitos se redujeron en us\$ 70 millones. Sin embargo, hasta junio 2005 la cartera de las entidades financieras que permanecieron en el sistema de FFPs, creció en 14%.

Los FFPs han sido también más exitosos que los bancos en la administración de su cartera, ya que presentan una mora mucho más baja, siendo ésta de solamente 2.4% de la cartera bruta en noviembre de 2005 (Gráfico 28). Se puede apreciar también que se ha producido una muy rápida recuperación de la calidad cartera de las FFPs, ya que en 1999 el nivel de mora era casi de un 15%. Si bien los DS 26802 y DS 26838 del año 2002 contribuyeron a la caída en la mora de los FFPs⁷, algunos autores (Villanfani M. y González Vega C. 2005), atribuyen también la rapidez en la recuperación de la calidad de la cartera de las organizaciones de microfinanzas, a la recuperación económica observada en los últimos años, y a la mayor flexibilidad que presentan sus clientes, originada en la diversificación de las actividades del hogar y capacidad de reacomodo de los clientes atendidos, lo que permite que estos deudores se ajusten a los cambios en las circunstancias del entorno, al tiempo que protegen su capacidad de pago.

Gráfico 28
Mora y Previsiones FFPs
(% de la cartera bruta)

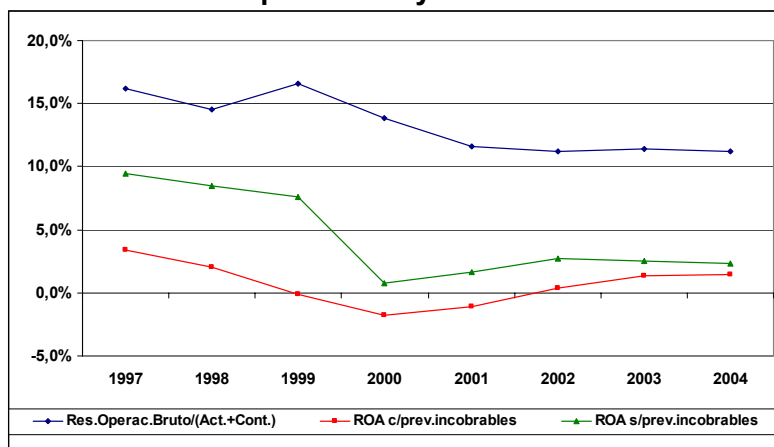


⁷ El DS 26802 fue promulgado en septiembre de 2002 y aprueba la modificación del cronograma de constitución de provisiones por cubrir la incobrabilidad de la cartera, mientras que DS 26838, aprobado en noviembre de 2002, autoriza la reprogramación de la cartera a las entidades financieras, sin cambiar la calificación de las mismas, y eliminaron del concepto de mora a la cartera con atraso menor a 30 días.

Además, según Villanfani M. y Gonzáles Vega (ib.id), “la reputación de buen comportamiento de pago, que estos clientes han construido en el tiempo ante las OMF, es un activo intangible que valoran enormemente. Reconocen que el mantenimiento de esa reputación les asegura financiamiento futuro, en condiciones favorables que no pueden obtener con otros intermediarios, lo que genera fuertes incentivos para demostrar su voluntad de pago, incluso en circunstancias adversas.”

Lo anterior tiene también que ver con la tecnología crediticia especializada que utilizan los FFPs, basadas en la adaptación de los riesgos idiosincráticos. Por ejemplo, el otorgamiento de financiamiento a Grupos Solidarios, donde el colateral está constituido por los pasivos mancomunados. El incentivo al repago en este tipo de operaciones está dado por el potencial de planes de préstamos repetidos a los grupos solidarios, los cuales son de mayor tamaño cada vez que se renueva el préstamo⁸. Como contraparte a los créditos a Grupos Solidarios, están los Préstamos Individuales, los cuales presentan algunas ventajas sobre los primeros⁹.

Gráfico 29
Utilidad Operacional y ROA de las FFPs



El ciclo observado en la cartera de los FFPs también ha incidido en la rentabilidad de estas instituciones. Entre 1997 y 1999 se observa una tendencia descendente en la rentabilidad debido a los elevados niveles de mora y a la necesidad de constituir provisiones por cartera incobrable. En el año 2000, la necesidad de constituir provisiones por incobrables se reduce significativamente, debido a la sustancial caída en la cartera en

⁸ Este tipo de operaciones funciona en forma exitosa siempre y cuando los prestatarios no cuenten con mejores alternativas financieras. Los riesgos de este tipo de operaciones mancomunadas están dados por la existencia de contratos estandarizados para todos los prestatarios que conforman el grupo, lo cual frustra la posibilidad que los empresarios más productivos puedan migrar a otro tipo de tecnología, como por ejemplo la tecnología individual.

⁹ En los préstamos individuales los colaterales están constituidos por activos del hogar con alto valor de consumo, existiendo una amenaza razonablemente creíble de ejecución de colateral. Este es el factor principal que opera como incentivo al repago del crédito, más que el valor intrínseco del bien ofrecido en garantía; segundo, los préstamos repetidos tienden a crecer más rápidamente, ya que solo dependen de la capacidad de pago de los individuos y no de la del grupo en su conjunto; y finalmente, los contratos de préstamo son ajustados a la productividad del deudor, lo cual si bien implica un mayor esfuerzo de monitoreo por parte de la entidad de micro-crédito, pero mejora la calidad de la cartera ex-post.

mora registrada ese año. Sin embargo, la mayor competencia generada en el mercado con la entrada de nuevos FFPs redujo los spreads y los márgenes de ganancia de los FFPs. Entre las entidades que le dieron mayor competitividad al mercado de las microfinanzas están Prodem, Caja Los Andes y FIE.

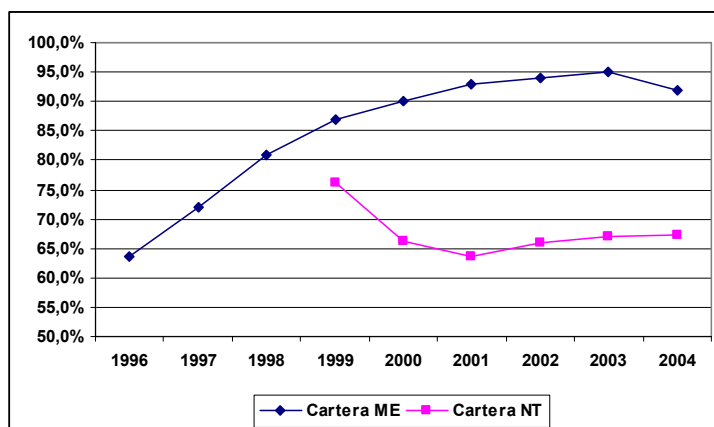
De esta forma, el Resultado Operativo Bruto de los FFPs, en relación al total de activos y contingentes, se redujo de 16.6% en 1999 a 11.6% en 2001. La utilidad neta de la gestión sobre activos y contingentes (ROA), sin considerar la provisión por activos incobrables, se redujo de 7.6% en 1999 a 1.6% en 2001. Si incluimos las provisiones en el cálculo del ROA, éste coeficiente se torna negativo para los años 1999 a 2001. A partir del 2002, el ROA de los FFPs se volvió positivo debido al bajo nivel de provisiones que tuvieron que constituir estas entidades, como resultado de los bajos niveles de mora. Sin embargo, el ROE mantuvo en niveles bajos, fluctuando alrededor de 1.3%.

6.1.2 Dolarización y financiamiento sectorial

La alta dolarización de la cartera y la concentración del crédito en sectores de no transables también se dio en el caso de los Fondos Financieros Privados, aunque en menor magnitud en comparación a lo observado en el caso de los bancos comerciales, lo cual hizo a estas entidades de intermediación financieras menos vulnerables que los bancos ante una variación significativa en el tipo de cambio.

La dolarización de la cartera de los FFPs comenzó a aumentar a partir de 1996, pasando de 63% ese año a 95% para el año 2003. De acuerdo a Villanfani M. y Gonzáles Vega C. (2005), “el incremento en el grado de dolarización de las carteras de los FFPs, tras su conversión en entidades reguladas, se explicaría en buena medida por el calce de moneda entre depósitos y préstamo. Esto reflejaría la posibilidad de captar depósitos en dólares, con más facilidad, una vez que la oportunidad de movilizar depósitos del público surgió con el cambio de situación regulatoria”.

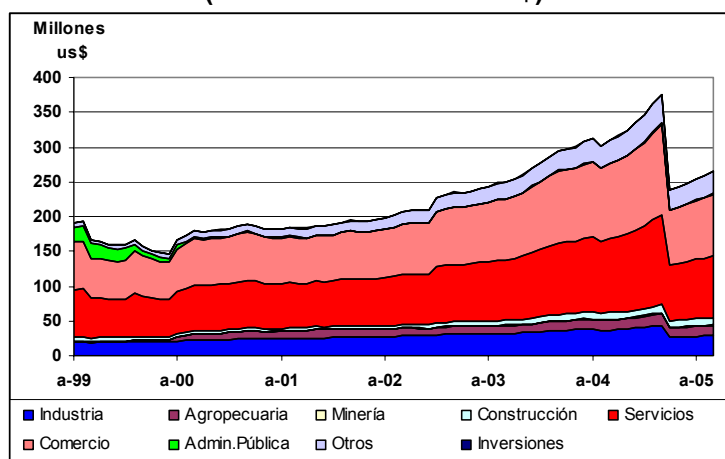
Gráfico 30
Cartera en ME y en el sector de No Transables de los FFPs



La concentración de la cartera en sectores productores de bienes no transables fue mucho menor que la de los bancos comerciales, situándose en alrededor de 65% de la cartera total a partir del año 2004. Los FFPs han tendido a concentrar su cartera en los sectores tales como servicios y comercio, que en conjunto representan el 60% de la

cartera de los FFPs. Los sectores productivos, como es el caso de la industria y el sector agropecuario comprenden respectivamente el 13% y el 6.5% de la cartera. Esta estructura no se modificó sustancialmente incluso después que el FFP Caja Los Andes se convirtiera en banco a partir de enero de 2005.

Gráfico 31
Cartera de los FFPs por Sector Económico
(stocks en millones us\$)



6.2 Cooperativas de Ahorro y Crédito

El sistema cooperativo boliviano atravesó un proceso de recomposición a partir de la promulgación de la Ley de Bancos y Entidades Financieras en 1993, la cual determina que la SBEF fiscalice y ejerza control sobre toda actividad de intermediación financiera, independientemente de la naturaleza jurídica u organizativa que efectúen esta función.

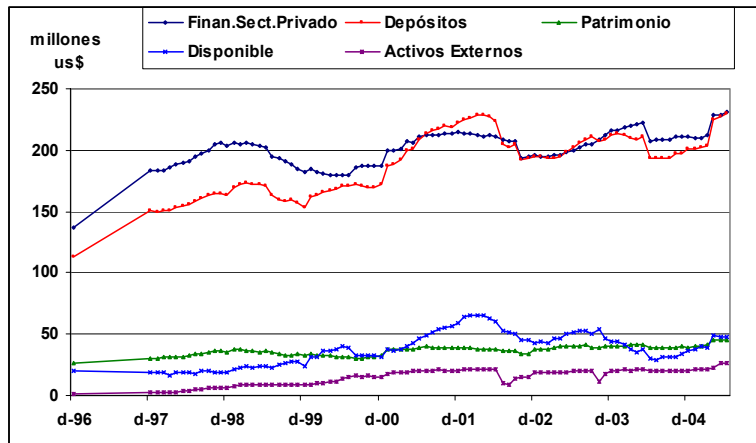
A partir de este mandato, la SBEF emprendió un proceso de relevamiento de información sobre las actividades de las Cooperativas de Ahorro y Crédito en el país, a través de un censo de cooperativas. De acuerdo a la SBEF (2003), “el censo realizado permitió establecer la existencia de 318 cooperativas de ahorro y crédito en el país, de las cuales operaban efectivamente 197 en 1994. Del mismo modo, se pudo establecer la existencia de un grupo potencialmente importante como para ser objeto de supervisión por parte de la SBEF formado por 67 CACs.”

Adicionalmente, se aprobó el DS 24439 en diciembre de 1996, el cual establecía una normativa específica para el funcionamiento del sector cooperativo, y reglamentaba la Ley General de Cooperativas aprobada en septiembre de 1958. El DS 24439 establece la distinción entre las cooperativas abiertas, que están facultadas a operar con sus socios y con terceros en lo que se refiere a la captación de depósitos, y las cerradas, que solo pueden realizar operaciones de captación y colocación con sus socios. La captación de depósitos del público por parte de las cooperativas abiertas las hace sujetas al control y supervisión por parte de la SBEF.

El DS 24439 también establece cuatro categorías de cooperativas de ahorro y crédito abiertas, diferenciadas por el capital mínimo y el coeficiente de adecuación patrimonial

requerido, en función de los cuales se establecen las operaciones permitidas para cada categoría (SBEF ib.id.). De las 67 CACs identificadas sobre la base del censo de cooperativas, la SBEF concluyó la evaluación de 63 cooperativas que se presentaron, a fin de adecuar sus actividades al DS 24439 y solicitar una licencia de funcionamiento para operar como cooperativas de vínculo abierto. Al final del proceso de evaluación, 24 entidades obtuvieron su licencia de funcionamiento como CAC. Posteriormente se produjo la fusión entre las cooperativas Jisunú y TRAPETROL, y la conversión de la cooperativa Financia Coop en FFP.

Gráfico 32
Cartera, Depósitos, Disponible y Patrimonio de las CA&C
(stocks en millones us\$)



La volatilidad en los flujos financieros internacionales tuvo una incidencia relativamente baja sobre el desempeño del sistema de cooperativas, debido al escaso acceso de estas instituciones a financiamiento externo. Sin embargo, el comportamiento cíclico de la economía sí incidió sobre las operaciones de estas entidades. Como puede apreciarse en el Gráfico 32, el ciclo de crédito para las Cooperativas de Ahorro y Crédito fue mucho más moderado que en el caso del observado en el sistema bancario. En los años 1997 y 1998, la cartera del sistema de cooperativas se incrementó en us\$ 66 millones, pasando de us\$ 137 millones en diciembre de 1996 a us\$ 203.6 millones en diciembre de 1998. La principal fuente de financiamiento con que contaron estas entidades de intermediación financiera fueron los depósitos del público, los cuales durante este mismo período crecieron en us\$ 50.6 millones. También se produjeron aportes patrimoniales que en total alcanzan a us\$ 9 millones.

A partir de 1999 se observó una caída en la cartera de las CACs, la cual sin embargo no tuvo una duración tan prolongada, aunque la magnitud de la contracción fue significativa en términos relativos (12% de la cartera de las CACs). La contracción de la cartera se extendió solamente hasta julio de 2000, y alcanzó a un monto de us\$ 24 millones. La caída de depósitos también fue moderada y de corta duración, ya que solamente se extendió entre junio y diciembre de 1999, y fue de us\$ 19 millones. La mayor caída de la cartera permitió a las cooperativas acumular reservas de liquidez por us\$ 11.6 millones.

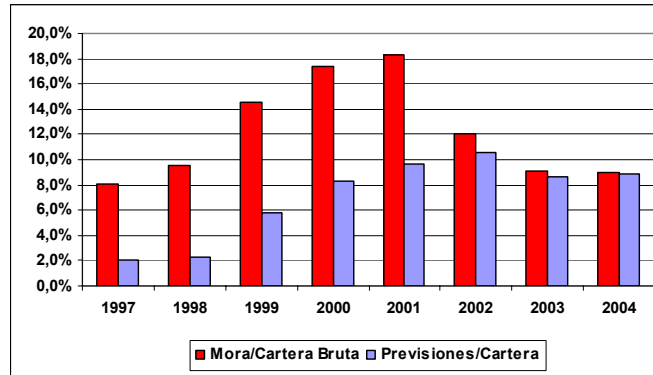
Cuadro 10
Flujos de Fondos de las Cooperativas de Ahorro y Crédito

	1995-1998	1999-2002	2003-2004
millones us\$			
Usos de Fondos	35,4	7,2	4,8
Disponibilidades	-0,6	5,8	-2,9
Activos Internacionales	2,6	2,9	0,8
Financiamiento Sector Privado	33,3	-1,9	7,7
Financiamiento Sector Público	0,0	0,4	-0,8
Fuentes de Fondos	35,4	7,2	4,8
Depósitos	25,3	7,8	2,9
Obligaciones con el BCB	0,2	-0,1	0,0
Obligaciones Sistema Financiero	-0,9	-3,8	-2,9
Obligaciones Sector Público	0,3	-0,2	0,1
Obligaciones Sector Externo	0,7	-0,5	-0,2
Otros	5,3	3,4	4,0
Patrimonio	4,5	0,5	1,0
% PIB			
Usos de Fondos	0,4	0,1	0,1
Disponibilidades	0,0	0,1	0,0
Activos Internacionales	0,0	0,0	0,0
Financiamiento Sector Privado	0,4	0,0	0,1
Financiamiento Sector Público	0,0	0,0	0,0
Fuentes de Fondos	0,4	0,1	0,1
Depósitos	0,3	0,1	0,0
Obligaciones con el BCB	0,0	0,0	0,0
Obligaciones Sistema Financiero	0,0	0,0	0,0
Obligaciones Sector Público	0,0	0,0	0,0
Obligaciones Sector Externo	0,0	0,0	0,0
Otros	0,1	0,0	0,0
Patrimonio	0,1	0,0	0,0

Entre diciembre de 1999 y abril de 2002 se produce un significativo aumento en los depósitos, de alrededor de us\$ 75 millones, sobrepasando largamente el nivel existente antes de la caída de los mismos. Esto permitió a las CACs expandir el crédito y además acumular liquidez. Los activos líquidos acumulados durante este período sirvieron posteriormente para hacer frente a las caídas de depósitos experimentadas por el sistema financiero en su conjunto, ante los eventos de inestabilidad política ocurridos a partir del año 2002.

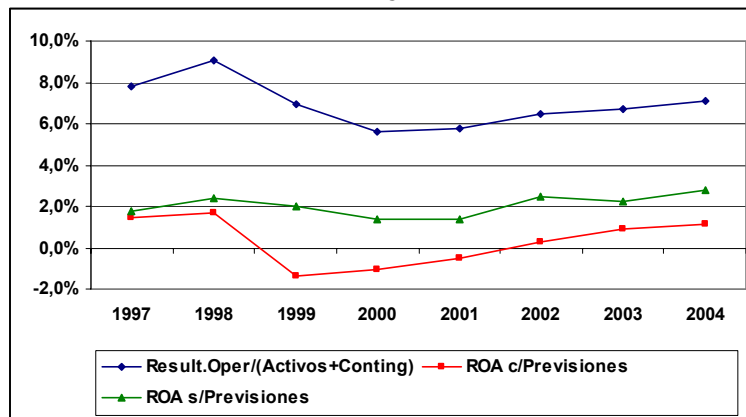
En los años 2003 y 2004, las CACs solamente expandieron la cartera en us\$ 15.4 millones, los cuales fueron financiados básicamente por una caída en sus disponibilidades de liquidez y por un incremento en los depósitos.

Gráfico 33
Mora y Previsiones de las CA&C



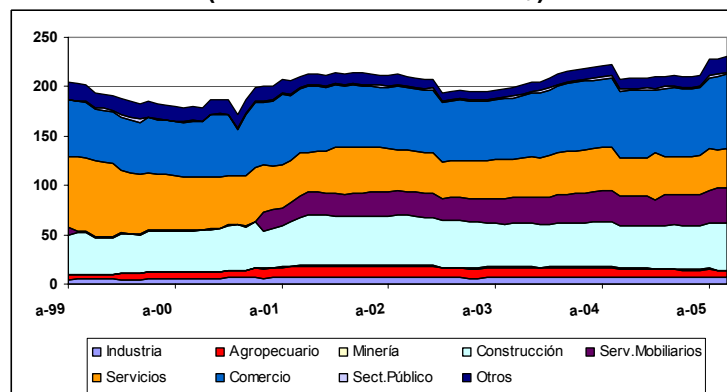
Las CACs experimentaron un significativo deterioro de su cartera a partir de 1997, ya que la mora subió de 8.1% de la cartera bruta en 1996 a 18.3% en 2001 (Gráfico 33). La necesidad de constituir provisiones, junto a la caída en el volumen de operaciones, redujeron las utilidades de las cooperativas, siendo la utilidad neta de la gestión negativa para los años 1999 a 2001 (Gráfico 34). La aprobación de los decretos DS 26802 y DS 26838 el año 2002 permitió a las CACs reducir sustancialmente sus niveles de mora, mediante la reprogramación de su cartera, sin que esta reprogramación implique un cambio en la calificación de la cartera reprogramada, lo cual implicó para estas entidades financieras una menor necesidad de constituir provisiones por incobrables, y consecuentemente una mejora en su rentabilidad.

Gráfico 34
Resultado Operativo y ROA de las CA&Cs



La vulnerabilidad de las CACs ante los shocks externos e internos fue también acentuada por la elevada concentración de la cartera de estas entidades en sectores de no transables. La cartera de las cooperativas en sectores no transables nunca fue menor al 90%, siendo principales beneficiarios los sectores de comercio, restaurantes y hoteles, intermediación financiera, y otros servicios personales, como es el caso de los créditos para financiar servicios de enseñanza. En forma correspondiente, los sectores de transables nunca representaron más del 10% de la cartera de las cooperativas, donde las actividades industriales y agropecuarias captaron la mayor parte de los recursos.

Gráfico 35
Cartera de las Cooperativas por Sector Económico
(stocks en millones us\$)



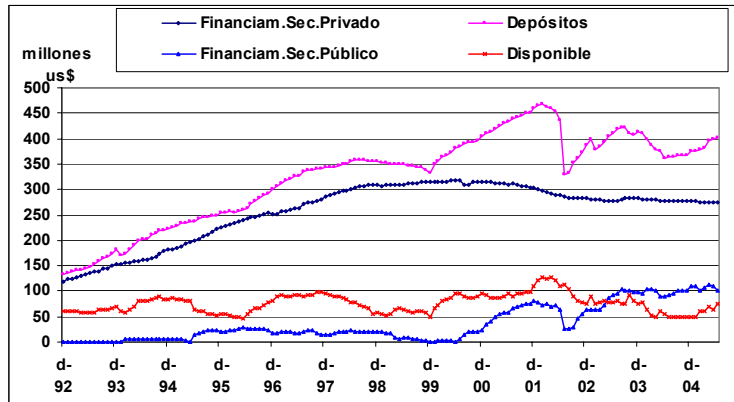
6.3 Mutuales de Ahorro y Préstamo para la Vivienda

Las Mutuales de Ahorro y Préstamo para la Vivienda (MAPs), se constituyen en entidades de intermediación financiera que, junto con los bancos, han estado sujetas por más tiempo a la regulación y supervisión por parte de la SBEF.

De acuerdo a la Ley 1444, que regula el funcionamiento de las MAPs, los créditos de las mutuales de ahorro y préstamo para la vivienda, estaban restringidos a la construcción de viviendas y compra de terrenos y viviendas, y al financiamiento de contratos anticréditos, equipamiento de vivienda, perfeccionamiento de sucesiones hereditarias y otros derechos sobre propiedades inmuebles dedicados a la vivienda, así como también a créditos para la construcción y equipamiento de talleres de trabajo artesanal anexos a la vivienda. La Ley 2297, amplía las funciones de las mutuales de ahorro y préstamo, estableciendo que la intermediación de recursos por parte de estas entidades solamente estará sujeta a limitaciones más generales que son aplicables al conjunto de las entidades financieras. La SBEF agrupa a las Mutuales de Ahorro y Préstamo en 3 grupos, de acuerdo al tamaño de sus activos: grandes, La Primera, La Paz y Guapay; medianas, Progreso, Promotora y La Plata; y pequeñas, Potosí, Paitití, Pando, Del Pueblo, La Frontera, Tarija y Manutata.

A través del tiempo, la importancia de las MAPs como entidades intermediarias financieras tendió a incrementarse, especialmente durante los años 90 cuando la cartera creció desde us\$ 118 millones en diciembre de 1992 hasta us\$ 318 millones en julio del año 2000. A partir de esa fecha, siguiendo la tendencia observada en las demás instituciones del sistema financiero, las Mutuales tendieron a contraer el crédito. Entre julio del año 2000 y junio de 2005 la cartera de las MAPs se contrajo en us\$ 44 millones. La contracción del crédito en el sistema de Mutuales se produjo con bastante rezago en comparación a la del sistema bancario. Por otra parte, la contracción de crédito no fue tan severa, en términos absolutos y relativos, como la observada en los bancos comerciales.

Gráfico 36
Depósitos, Crédito y Liquidez MA&P
(stocks en millones de us\$)



Los depósitos en las MAPs se expandieron a una tasa mayor a la de la cartera, lo que permitió a las Mutuales incrementar sus disponibilidades de liquidez y también expandir el crédito al sector público, demandando títulos públicos a través de las operaciones de mercado abierto realizadas por el TGN. La compra de títulos públicos fue especialmente importante, ya que de un nivel de us\$ 1.4 millones en junio del año 2000, la cartera de las Mutuales con el sector público se incrementó hasta us\$ 100 millones en junio de 2005. Esta expansión coincidió con la contracción de crédito al sector privado, evidenciando una estrategia seguida por las Mutuales hacia una mayor diversificación de su riesgo y hacia una mayor aversión a prestarle al sector privado.

Entre 1990 y 1994, las MA&P expandieron el crédito en us\$ 34 millones como promedio por año, de los cuales un 91% fueron dirigidos al sector privado. Las MAPs por otra parte recibieron depósitos por us\$ 45.4 millones en promedio por año, por lo que pudieron acumular reservas líquidas por us\$ 11 millones. Entre 1995 y 1998 las Mutuales mantuvieron el ritmo de expansión del crédito al sector privado. Sin embargo, el nivel de depósitos captados fue menor, por lo que durante este período la Mutuales experimentaron una caída en sus disponibilidades de liquidez. La demanda de las Mutuales por títulos públicos se mantuvo estable durante todo este período, creciendo a un promedio de us\$ 3 millones por año.

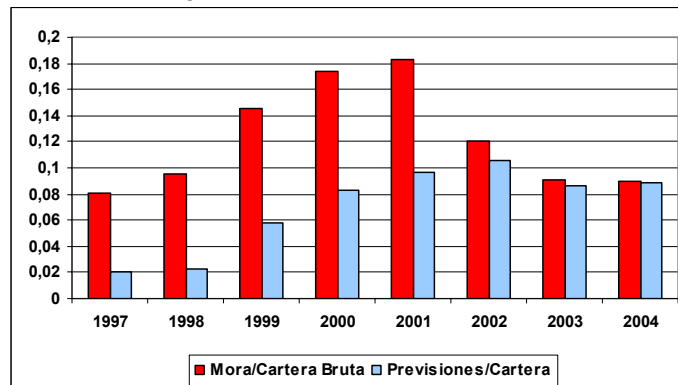
Durante el período de la crisis económica a partir de 1999, las MAPs adoptaron una actitud de mayor aversión al riesgo, restringiendo el crédito al sector privado en us\$ 32 millones durante el período 1999 a 2004, equivalente a un 10% de la cartera de las Mutuales. Para compensar esta contracción, las MAPs comenzaron a demandar una mayor cantidad de títulos públicos, incrementando su cartera en este tipo de activos desde us\$ 20 millones a fines de 1998 hasta us\$ 100 millones en junio de 2005.

Cuadro 11
Flujos de Fondos de las Mutuales de Ahorro & Préstamo

	1990-1994	1995-1998	1999-2002	2003-2004
millones us\$				
Usos de Fondos	46,2	35,7	10,9	5,0
Disponibles	11,0	-6,5	4,4	-12,8
Activos Externos	0,3	7,2	1,8	-1,2
Financiamiento Sector Privado	31,9	31,8	-6,4	-3,6
Financiamiento Sector Público	3,0	3,1	11,1	22,7
Fuentes de Fondos	46,2	35,7	10,9	5,0
Depósitos	45,4	32,8	8,3	-6,0
Obligaciones con BCB	0,1	-0,1	0,2	-0,1
Obligaciones con Sector Financiero	1,1	1,7	-1,4	0,7
Obligaciones con Banco 2do Piso	0,0	5,8	-0,5	-2,9
Obligaciones con Sector Público	0,0	0,0	0,0	1,1
Otros	-3,4	-9,8	6,0	4,9
Patrimonio	3,1	5,3	-1,8	7,3
% PIB				
Usos de Fondos	0,8	0,5	0,1	0,1
Disponibilidades	0,2	-0,1	0,0	-0,1
Activos Internacionales	0,0	0,1	0,0	0,0
Financiamiento Sector Privado	0,5	0,4	-0,1	0,0
Financiamiento Sector Público	0,1	0,0	0,1	0,3
Fuentes de Fondos	0,8	0,5	0,1	0,1
Depósitos	0,8	0,4	0,1	-0,1
Obligaciones con BCB	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligaciones con Sector Financiero	0,0	0,0	0,0	0,0
Obligaciones con Banco 2do Piso	0,0	0,1	0,0	0,0
Obligaciones con Sector Público	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	-0,1	-0,2	0,1	0,1
Patrimonio	0,1	0,1	0,0	0,1

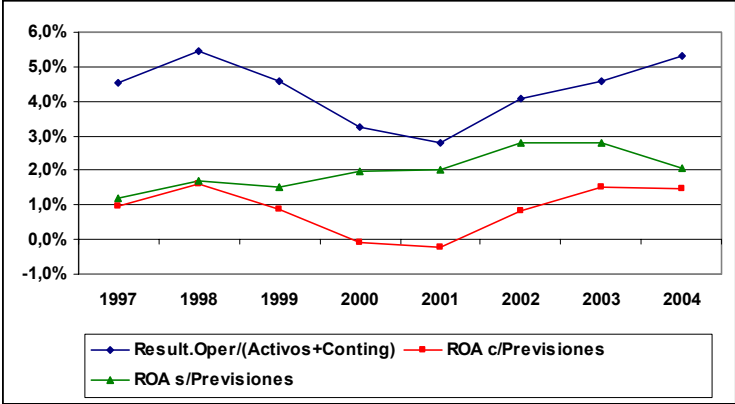
Como resultado de la sobre-expansión del crédito durante la década de los 90, y de la crisis económica de finales de los 90, las MAPs experimentan un deterioro sustancial en las condiciones del mercado. La construcción, que es donde estas instituciones tienen concentrada la mayor parte de su cartera, fue uno de los sectores más vulnerables a los efectos de la crisis económica que afectó la economía boliviana a partir de 1999. La cartera en mora de las Mutuales se deterioró en forma apreciable, llegando la mora en diciembre de 2001 por encima del 18% de la cartera bruta. En ese momento, las provisiones por incobrables cubría la mitad de la cartera en mora.

Gráfico 37
Mora y Provisiones para las MA&P



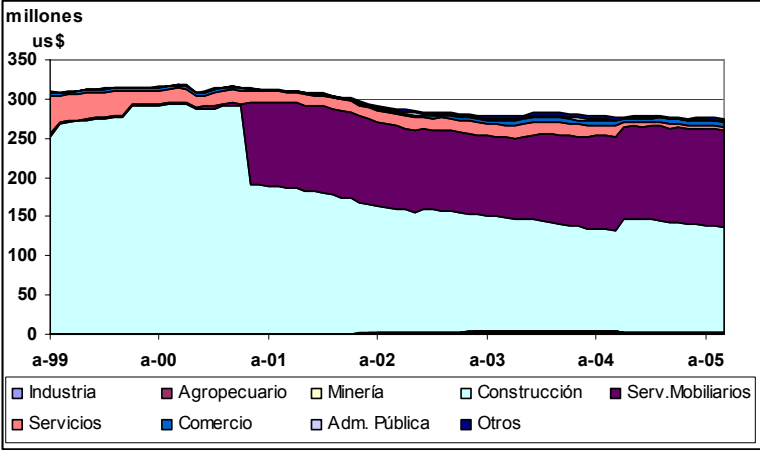
A pesar que las provisiones por cartera incobrable constituida por las MAPs se encontraban en niveles insuficientes para cubrir los elevados niveles de mora existentes en 2001, las mutuales realizaron un esfuerzo muy grande para incrementar sus provisiones en alrededor de us\$ 20.4 millones entre 1998 y 2002, es decir a razón de us\$ 6.6 millones por año en promedio. Este nivel de provisiones representó aproximadamente un tercio de la utilidad operativa bruta anual que en promedio estaban generando las mutuales durante ese período. Este esfuerzo por regularizar sus provisiones implicó una caída sustancial en la rentabilidad de estas entidades. La rentabilidad sobre activos (ROE) se redujo de 1.7% en 1998 a -1.3% en 1999.

Gráfico 38
Resultado Operativo y ROA de las MA&Ps



Hacia finales del año 2002, al amparo de lo dispuesto en los decretos supremos DS 26802 y DS 26838 del año 2002, las Mutuales pudieron también reprogramar su cartera y además reducir sus niveles de mora a prácticamente la mitad. En esos niveles de mora, las provisiones realizadas por las mutuales se encontraron en niveles suficientes, e incluso las mutuales pudieron reducir parte de las ya realizadas en años anteriores, con lo que la rentabilidad neta de las MAPs pasó a ser positiva a partir del 2002, llegando el ROE de las mismas a un nivel de alrededor de 1%.

Gráfico 39
Financiamiento de las Mutuales por Sector de Actividad (stocks en millones us\$)



Al igual que el resto de las entidades de intermediación financiera analizadas anteriormente, la cartera de las MAPs se concentró fuertemente en sectores de no transables. En concordancia con el giro de negocios de las Mutuales de Ahorro y Préstamo para la Vivienda, la cartera de las mismas ha estado concentrada mayoritariamente en los sectores de vivienda (92% de la cartera hasta enero de 2001). A partir de febrero de 2001, como consecuencia del elevado nivel de bienes raíces adjudicados por las mutuales a causa de la insolvencia de los prestatarios, y como una forma de dar una solución a este problema, las mutuales transfieren una gran parte de su cartera asignada al sector de la construcción (un 45% de la cartera total), a sectores de servicios inmobiliarios, los cuales asumieron la responsabilidad de dar una solución al problema de bienes adjudicados.

7. Banca Estatal (Banco del Estado y Bancos Especializados)

7.1 Problemas enfrentados por la banca estatal

La experiencia boliviana con referencia a la banca estatal y de fomento no es muy favorable. Hasta 1991, una proporción importante de crédito asignado por los bancos estatales de desarrollo fue a financiar proyectos de inversión no productivos. Las condiciones financieras de las cuatro instituciones financieras públicas, Banco Agrícola (BAB), Banco Minero (BAMIN), Fondo Nacional de Explotación Minera (FONEM) y Banco del Estado (BANEST), que participaban con 14% del total de activos del sistema bancario al final de 1990, era muy precaria y los distintos esfuerzos para reestructurar los bancos no tuvieron el éxito esperado.

La clasificación del portafolio de créditos de los bancos estatales a octubre de 1990 muestra que los bancos estatales y de fomento tenían un alto riesgo de no recuperación, como se muestra en el cuadro 12.

Cuadro 12
Estructura de la Cartera
Bancos Estatales, de Fomento y Privados
(octubre 1990)

	Banco del Estado	Banco Minero	Banco Agrícola	Total Estatales	Total Privados
Normal	27,3%	42,0%	25,9%	29,6%	75,9%
Problemas Potenciales	9,6%	13,6%	16,8%	12,2%	13,7%
Deficiente	36,1%	17,4%	18,1%	28,0%	7,7%
Dudosa	13,6%	20,1%	13,0%	14,6%	1,9%
Perdida	13,3%	6,9%	26,3%	15,6%	0,9%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Banco Mundial

Los problemas que estos bancos presentaban individualmente eran los siguientes:

- i) Banco del Estado El BANEST funcionó como intermediario, pero también cumplió otras funciones como la recolección de impuestos, ventanilla del Banco Central, y proveyendo de servicios bancarios a entidades del sector público. Las operaciones del banco estuvieron caracterizadas por una cartera en mora elevada, altos costos de administración, y una supervisión y análisis de créditos deficientes.
- ii) Banco Agrícola. El Banco Agrícola había incurrido en pérdidas significativas a través del tiempo, una gran parte de la cual tuvo que ser absorbida por el Tesoro General de la Nación. En 1990, la cartera en mora del banco representaba el 68% de la misma, un 61% de la cartera vigente había sido reprogramada con importantes condonaciones de pago de intereses. Las pérdidas incurridas por el BAB se explican básicamente por el hecho que las actividades del BAB eran altamente influenciados políticamente, así como por las debilidades operativas y falta de disciplina financiera del banco.
- iii) Banco Minero Las pérdidas del BAMIN también han sido significativas, llegando la cartera en mora a 49% del total en 1990. El banco perdió dinero en forma permanente en sus operaciones de comercialización de minerales, las cuales no eran operaciones propias de un banco.
- iv) Fondo Nacional de Explotación Minera El FONEM también se constituyó en otra fuente de pérdidas para el sector público en la minería, financiando operaciones de prospección y exploración de alto riesgo, en las cuales el FONEM incurrió en grandes pérdidas. La recuperación de los préstamos fue prácticamente insignificante, debido a la existencia de un sistema que desincentivaba su repago. Bajo este sistema, los proyectos fallidos eran clasificados como capital de riesgo, mientras que los proyectos exitosos tenían que pagar los préstamos a una tasa preferencial.

7.2 Distorsiones creadas por el crédito de desarrollo

Un crédito de desarrollo se refiere a préstamos financiados por donantes bilaterales o agencias multilaterales, las cuales son canalizados a través del sistema bancario comercial. Los créditos de desarrollo contabilizaban en 1990, un 26% del total de crédito del sistema bancario, por lo que era esencial asegurar la eficiente asignación de este crédito como una forma de incrementar la productividad de la inversión.

Los fondos externos que provenientes de estas líneas de financiamiento están denominados en dólares o indexados al dólar, con períodos de maduración que van generalmente entre 5 y 7 años. Entre 1987 y 1990, la máxima tasa de interés de estas líneas de crédito al prestatario final fueron fijadas a la tasa LIBOR más 5%, llegando a situarse en un rango entre 13% y 15% por año en término de dólares. Al fijar estas tasas se impidió la asignación eficiente de estos recursos basados en la tasa determinada por el mercado. Esto también implicó que en algunos momentos, la tasa de los préstamos de desarrollo se situara por debajo de la de los depósitos a corto plazo y de la de los CDs del

banco Central en moneda extranjera, permitiendo por lo tanto que los receptores del crédito se beneficien de un arbitraje rentable.

Cuadro 13
Estructuras de Tasas de Interés Activas

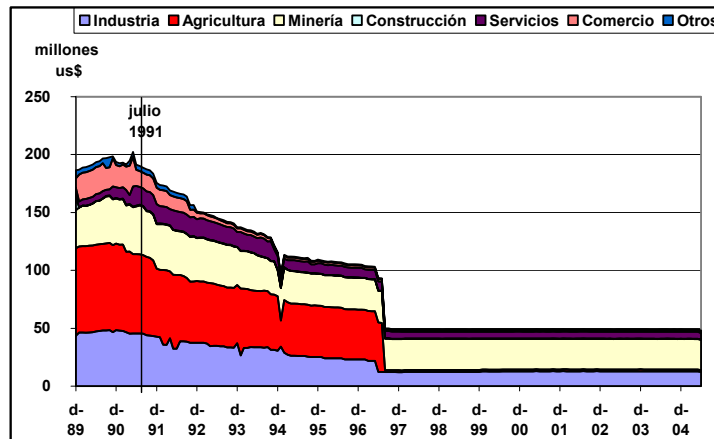
	Tasa activa en bolivianos	Tasa activa en dólares	Tasa de créditos de desarrollo
1987	43.2	30.1	13.2
1988	40.0	26.1	14.5
1989	39.4	26.6	13.8
1990	38.9	24.5	13.4

Fuente: Banco Mundial

El otorgamiento de crédito a tasas de interés no determinadas por las fuerzas del mercado y los techos impuestos sobre las tasas activas a los prestatarios finales redujeron la eficiencia en la asignación de crédito al: i) segmentar el crédito al proveer de crédito a bajo interés a algunos prestatarios, e incrementando la tasa de interés de los créditos comerciales; ii) incluir a los bancos para realizar los mayores créditos posibles (ya que ellos no podían cobrar tasas de interés más altas para compensar los altos costos de administración unitarios de los créditos pequeños), sesgando el otorgamiento de crédito en contra de los pequeños prestatarios; iii) aumentando los incentivos a los créditos vinculados; i) impidiendo a los bancos la oportunidad fijar el precio de los créditos de acuerdo a los riesgos particulares de los clientes individuales. Adicionalmente, debido al monto relativamente limitado de créditos de desarrollo, es muy probable que su impacto haya sido escaso, contribuyendo solamente marginalmente a la inversión global de la economía.

Sin embargo, es importante notar que los bancos especializados han sido las únicas entidades de intermediación financiera que han tenido una elevada concentración de su cartera en actividades productoras de bienes no transables. En julio de 1991, fecha en la cual se aprobaron los decretos que determinan el cierre de la banca estatal en el país, estas instituciones tenían el 82% de su cartera colocada en el sector de no transables.

Gráfico 40
Financiamiento de la Banca Estatal por Sector de Actividad (stocks en millones us\$)



8. Inversionistas Institucionales

El sector de los inversionistas institucionales fue talvez el que experimentó las mayores transformaciones en su papel de intermediarios financieros en Bolivia en los últimos 15 años, como resultado de las reformas estructurales llevadas a cabo en el país. La reforma del sistema de pensiones y la nueva legislación que norma el funcionamiento de las compañías de seguros, ha otorgado a las entidades que operan en es

8.1 Fondos de Pensiones

La reforma de pensiones fue ejecutada en Bolivia el año 1996, y puesta en vigencia en noviembre de ese año mediante Ley No. 1732. Esta reforma cambió completamente el sistema previsional de reparto vigente hasta esa fecha, por un nuevo sistema de capitalización individual. Como en todas las experiencias de reforma de pensiones, el objetivo de la reforma boliviana fue el de remplazar un sistema que había acumulado demasiados problemas de ineficiencia, corrupción, deficiencias de diseño y administración, etc. las que hacían que los servicios de seguros de vejez y riesgo profesional que prestaba el sistema fueran totalmente deficientes. Adicionalmente, estos problemas hacían que el sistema de reparto fuera financieramente inviable en el largo plazo, ya que se estaban acumulando déficit constantemente crecientes, los cuales se iban a tornar insostenibles en el futuro.

El nuevo sistema de pensiones está basado en el concepto de capitalización individual, donde cada afiliado realiza aportes a cuentas individuales, las cuales generan adicionalmente intereses y ganancias de capital, de tal forma que al final de la vida activa del afiliado, este ha acumulado suficientes recursos para financiar su pensión de retiro. Bajo este concepto, este sistema es autosostenible financieramente, y el manejo de los recursos es realizado por dos administradoras de fondos de pensiones privadas (AFPs), con suficiente capacidad y experiencia en el manejo de fondos de pensiones. Las operaciones de las AFPs están sujetas a la supervisión de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, la cual tiene como objetivo velar por el correcto desempeño de las mismas y el cumplimiento de la normativa prudencial vigente, preservando de esta manera los ahorros de los afiliados al sistema.

Desde la ejecución de la reforma de pensiones, las AFPs administran dos fondos de pensiones: i) el Fondo de Capitalización Colectivo (FCC), y ii) el Fondo de Capitalización Individual (FCI). El FCC comprende las acciones de las empresas públicas capitalizadas. Los recursos del FCC están destinados a financiar dos tipos de beneficios, un pago vitalicio anual denominado Bono Solidario (Bonosol) y los gastos funerarios, siendo los beneficiarios, todos los bolivianos mayores a 21 años a 31 de diciembre de 1995. El Bonosol fue remplazado por el Bolivida durante los años 1998 a 2001, siendo el monto de este beneficio inferior al del Bonosol. Por otra parte, el FCI está constituido por los aportes realizados por los afiliados al sistema a sus cuentas individuales, los cuales financian los beneficios de seguro de vejez y riesgo profesional.

8.1.1 Fondo de Capitalización Colectiva

El origen del FCC lo constituye los acciones de las empresas capitalizadas que permanecieron en poder del Estado boliviano, y fueron transferidas al FCC para la administración tanto del portafolio del fondo como de los beneficios que se originan a

partir del mismo. El valor de las acciones transferidas al FCC fue de us\$ 1,519 millones, equivalentes al 45.5% del valor de mercado del total de las acciones de las empresas capitalizadas.

Cuadro 14
Flujo de caja del pago del Bonosol/Bolivida

	Acciones Capitalizadas	Dividendos	Bonosol/ Bolivida	Administ. AFPs	Superávit/ Déficit	Finan- ciamiento
1997	1536,2	46	90	2	-46	45
1998	1536,2	38,3	19,0	2,9	16,4	-16,4
1999	1536,2	45,3	20,3	2,9	22,1	-22,1
2000	1536,2	34,5	19,6	2,7	12,2	-6,5
2001	1536,6	30,6	20,5	2,5	7,6	
2002	1536,7	48,0	0,0	2,3	45,7	
2003	1408,8	57,8	102,1	2,2	-46,5	120,0
2004	1408,8	48,4	94,8	2,1	-48,5	

La sostenibilidad del Bonosol depende de varios factores: i) el número de beneficiarios, ii) la rentabilidad del FCC, y iii) el valor pagado por este beneficio. En 1997, año en el cual se pagó el Bonosol por primera vez, los dividendos pagados por las empresas capitalizadas al fondo fueron casi la mitad del monto requerido para cumplir con este pago, por lo que el FCC tuvo que recurrir a un endeudamiento de us\$ 45 millones, contratados en el sistema financiero. Ante la inviabilidad de seguir pagando el Bonosol, éste fue remplazado por el Bolivida, cuyo monto era sustancialmente menor y cuyo pago solamente requería alrededor de us\$ 20 millones, por lo que el FCC pudo acumular excedentes durante los años en los que se pagó el Bolivida. Este beneficio se pagó durante los años 1998 a 2001. El año 2002 no se pagó el Bolivida ni el Bonosol. Sin embargo, a partir del año 2003 se restituyó el Bonosol, para cuyo pago se utilizó las reservas acumuladas por el FCC hasta esa fecha, y además el FCC tuvo que vender al FCI parte de las acciones de las empresas capitalizadas para cumplir con este beneficio.

Cuadro 15
Valor de las Acciones del FCC
(millones us\$)

Acciones de Empresas		
Hidrocarburos	719,7	47,4%
Chaco	290,1	19,1%
Andina	253,4	16,7%
Transredes	176,2	11,6%
Electricidad	135,8	8,9%
Guaracachi	46,6	3,1%
Valle Hermoso	33,8	2,2%
Corani	55,4	3,6%
Transporte	85,1	5,6%
Ferrovial Oriental	25,7	1,7%
Ferrovial Andina	13,2	0,9%
LAB	46,2	3,0%
Telecomunicaciones	578,7	38,1%
Entel	578,7	38,1%
Total FCC	1.519,3	100,0%

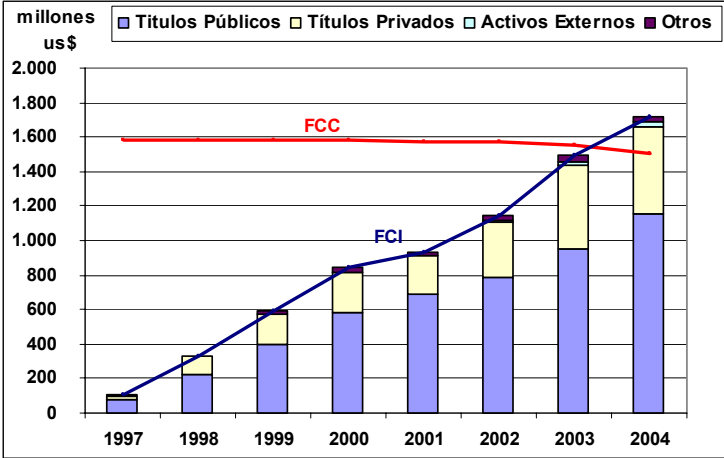
Si bien el FCC cumple un importante papel en el pago de los beneficios descritos anteriormente, este fondo ha permanecido prácticamente inactivo en lo referido al manejo

de su portafolio y a la intermediación financiera. La mayor parte del fondo se encuentra invertida en acciones de las empresas capitalizadas, tal como fue inicialmente creado el fondo.

8.1.2 Fondo de Capitalización Individual

El objetivo fundamental de la reforma fue el de constituir un sistema provisional que garantizara a los afiliados una jubilación digna, y que además fuera auto-financiable y sostenible en el largo plazo. Sin embargo, dada la naturaleza de funcionamiento de los sistemas provisionales, los fondos de pensiones tiene también un gran potencial para promover el desarrollo del sistema financiero y mercado de capitales de largo plazo, ya que los recursos depositados en los fondos de pensiones son de largo plazo, los más adecuados para financiar proyectos de inversión de larga maduración.

**Gráfico 41
FCI y FCC
(millones us\$)**

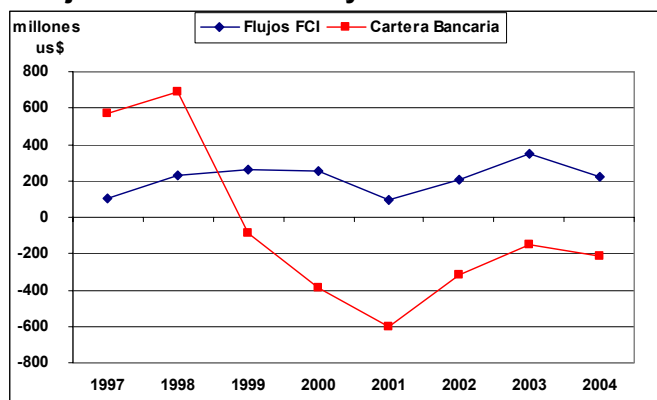


Durante el período de aplicación de la reforma se obtuvieron resultados importantes. Los afiliados al sistema provisional se incrementaron de 329 mil a finales de 1997 a 878 mil a finales de 2004, con lo que la cobertura urbana del sistema provisional pasó de 16% de la PEA urbana a 33% en 2004 durante ese período.

Los aportes realizados al FCI crecieron de us\$ 112.7 millones en 1997 a 1,621 millones en 2004, representando un flujo anual de recursos para el FCI de us\$ 215 millones por año en promedio. Como resultado de esta expansión, las inversiones del FCI crecieron de us\$ 112 millones a fines de 1997 a us\$1.716 millones en 2004, representando un flujo continuo de recursos invertidos de us\$ 230 millones por año, constituyéndose además en una fuente de recursos de larga maduración para el sistema financiero, cuyos flujos son mucho más volátiles que aquellos intermediados por el sistema bancario. Debido a este rápido crecimiento, los recursos acumulados en el FCI sobrepasaron los acumulados en el FCC a partir de 2004. La mayor parte de los recursos del FCI han sido invertidos en títulos públicos. En diciembre de 2004, 67.5% del FCI estaban invertidos en títulos y bonos del TGN o del BCB.

Por otra parte, el flujo de financiamiento al sistema financiero, proveniente de los bancos comerciales fue mucho más volátil que aquellos atribuibles a los fondos de pensiones. Además, los recursos del FCI siempre se mantuvieron positivos, a diferencia de aquellos del sistema bancario, que experimentaron una fuerte contracción a partir de 1999.

Gráfico 42
Flujos Financieros FCI y Bancos Comerciales



Sin embargo, a pesar que la oferta de recursos provenientes de los fondos de pensiones constituye una fuente importante y apropiada para financiar proyectos de inversión de larga maduración, estos han sido utilizados principalmente para financiar el déficit fiscal mediante la adquisición de títulos públicos. Como puede apreciarse en el Cuadro 15, entre un 65% y 70% de los flujos financieros del FCI han sido invertidos en títulos públicos, representando entre us\$ 110 millones y us\$ 190 millones por año en promedio. La colocación de títulos públicos en los fondos de pensiones obedece a la necesidad del sector público de cubrir el déficit fiscal resultante de la reforma de pensiones.

Los flujos invertidos por el FCI se han ido incrementando en el tiempo, en la medida que se amplió la cobertura del sistema provisional, y el número de aportantes al sistema se hizo mayor. La inversión en títulos públicos se realizó principalmente en bonos y letras del TGN. La inversión en títulos privados, en los primeros años de la reforma de pensiones, estuvo concentrada en depósitos a plazo fijo (DPFs) en el sistema bancario. Sin embargo, en los últimos años se incrementaron las inversiones en bonos y pagarés del sector privado corporativo no financiero. El 2003, el FCI incrementó sus inversiones en acciones de empresas capitalizadas por un monto de us\$ 120 millones, con el objeto de dotar de liquidez al FCC para el pago del Bonosol. Las inversiones en activos externo también tendió a incrementarse aunque en una proporción mucho menor, llegando a finales del 2004 a un monto invertido total de us\$ 25 millones.

Cuadro 16
Flujos de Inversión FCI
(promedio anual)

	1997-1998	1999-2002	2003-2004
millones us\$			
Títulos Públicos	112,6	141,0	184,6
BTs y LTs del TGN	112,5	138,0	190,8
Bonos de LP del BCB	0,0	3,1	-6,2
CDDs BCB	0,1	0,0	0,0
Títulos Privados	50,1	53,6	94,8
Depósitos a Plazo Fijo (DPFs)	50,1	16,7	-35,6
Bonos y Pagarés Corporaciones	0,0	36,9	66,4
Acciones Empresas Capitalizadas	0,0	0,0	64,0
Activos Externos (Time Deposits)	0,0	3,8	5,3
Valores Proceso de Titularización	0,0	1,6	1,5
Recursos de Alta Liquidez	3,9	2,5	0,5
Total FCI	166,6	202,4	286,6
% PIB			
Títulos Públicos	1,4	1,7	2,2
BTs y LTs del TGN	1,4	1,7	2,2
Bonos de LP del BCB	0,0	0,0	-0,1
CDDs BCB	0,0	0,0	0,0
Títulos Privados	0,6	0,7	1,2
Depósitos a Plazo Fijo (DPFs)	0,6	0,2	-0,4
Bonos y Pagarés Corporaciones	0,0	0,5	0,8
Acciones Empresas Capitalizadas	0,0	0,0	0,8
Activos Externos (Time Deposits)	0,0	0,0	0,1
Valores Proceso de Titularización	0,0	0,0	0,0
Recursos de Alta Liquidez	0,0	0,0	0,0
Total FCI	2,0	2,5	3,4

8.2 Compañías de Seguros

Antes de la promulgación de la Ley de Seguros (Ley 1883), el mercado asegurador en Bolivia se encontraba compuesto por 19 entidades aseguradoras (14 compañías de seguros y 5 cooperativas). A partir de la nueva legislación, se generó un proceso dinámico de entrada de nuevas entidades al mercado, así como la fusión, absorción y liquidación de otras entidades aseguradoras ya existentes. En la actualidad existen 9 entidades, de las cuales 9 están especializadas en la suscripción de Seguros Generales y Fianzas, es decir aquellas que cubren los riesgos que afecten a los bienes o al patrimonio de las personas naturales o jurídicas, y las restantes 6 en la administración de Seguros Personales, es decir aquellas que administran los riesgos asociados a la persona natural, tales como los seguros de vida, las rentas vitalicias, los de accidentes y los de salud.

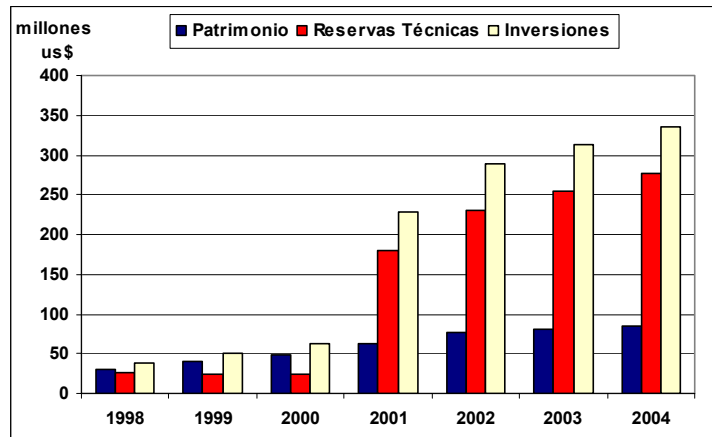
Hasta antes de la promulgación de la Ley 1883 (Ley de Seguros), el sector asegurador jugaba un rol marginal en el sistema de intermediación financiera en Bolivia. El portafolio total de inversiones del sector ascendían el año 2000 a us\$ 62 millones de dólares, y los flujos de inversiones fluctuaban alrededor de us\$ 10 millones por año. La mayor parte del portafolio pertenecía a las entidades de seguros Generales, que concentraban alrededor

del 80% del total del portafolio. Un porcentaje menor (20%) estaba en manos de las compañías de seguros Personales.

La estructura y dinámica del sector, en términos de la cobertura de servicios de seguros y del rol de las entidades aseguradoras en el mercado de intermediación financiera, cambió radicalmente a partir de la promulgación de la Ley 1883 (Ley de Seguros) en junio de 1998. La Ley 1883 transfiere a las compañías de seguro la administración de algunas prestaciones del Seguro Social Obligatorio, tales como las rentas vitalicias y los seguros de invalidez y muerte por riesgo común y profesional, lo cual significó un impulso significativo para el desarrollo de las compañías de seguros personales. Adicionalmente, la Ley establece como obligatorio al SOAT (Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito), lo cual impulsó el desarrollo de las compañías de seguros Generales.

La posibilidad de acceder a la administración de nuevas categorías de seguros hizo que las compañías aseguradoras pudieran ampliar el volumen de sus operaciones, lo cual requirió a su vez un incremento en el capital de las mismas. La capitalización del sector respondió también a los requerimientos de solvencia económica estipulada en la Ley de Seguros, que establece la necesidad de mantener una relación adecuada y estable entre el capital y los riesgos asumidos por las entidades aseguradoras.

Gráfico 43
Patrimonio, Reservas Técnicas e Inversiones
de las Compañías de Seguros



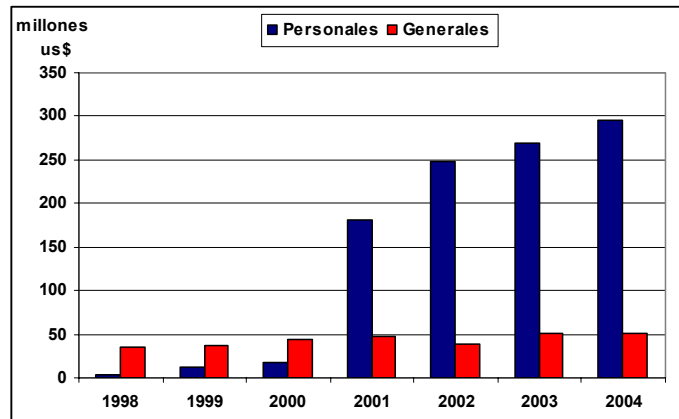
A pesar de la reducción en el número de las entidades aseguradoras, el patrimonio consolidado del mercado ha experimentado un incremento de 180% entre 1998 y 2004. Este incremento estuvo determinado por la apertura y capitalización de las entidades aseguradoras de Personas, que han experimentado nuevos requerimientos debido a la transferencia de los seguros provisionales a partir del año 2001.

El portafolio de las compañías de seguros Personales se incrementó de us\$ 3.7 millones el año 1998 a us\$ 295.3 millones a finales de 2004, mientras que el de las compañías de seguros Generales experimentó un crecimiento menor, pasando de us\$ 35.4 millones en 1998 a us\$ 40.3 millones al finalizar el 2004.

Adicionalmente, la aplicación del reglamento de Inversiones, emitido por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS) el año 2000, determinó una

importante recomposición de la cartera de las compañías aseguradoras. En 1998 las inversiones se encontraban concentradas en un 41.4% en bienes raíces, mientras que el 2001 la participación de este tipo de activo se redujeron a solamente 4.8% del portafolio de las entidades aseguradoras para el año 2004. La recomposición del portafolio tuvo por objeto dirigir la inversión a instrumentos financieros que garantizaran liquidez y una diversificación adecuada por emisor, tipo de instrumento y calificación de riesgo.

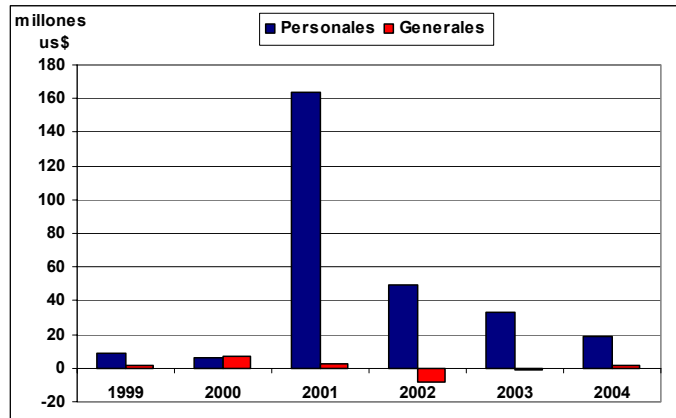
Gráfico 44
Portafolio Compañías de Seguros
(millones us\$)



La diversificación del portafolio de las entidades aseguradoras implicó una mayor demanda de títulos de deuda del gobierno, títulos de deuda bancaria y títulos de deuda no bancaria, que cotizan en bolsa. Además, a medida que las entidades aseguradoras comenzaron a hacerse cargo de la administración de los seguros provisionales, el sector asegurador aumentó su importancia como agente de intermediación financiera, incrementando su participación en el mercado bursátil. Las entidades aseguradoras de Personas (incluyendo los seguros previsionales), tendieron a concentrar sus inversiones en Valores del Estado (Cupones, Letras y Bonos del TGN) constituyendo estas inversiones el 65.8% de su portafolio para el año 2004. Por otra parte, las entidades de seguros generales concentraron sus inversiones en tres tipos de instrumentos: Bonos del TGN (35%), DPFs (33%) y Bonos de Sociedades Comerciales emitidos y transados en la Bolsa de Valores (20%).

Los flujos de inversión anuales de las compañías de seguros hasta el año 2000 se encontraban alrededor de us\$ 10 millones. Con los cambios introducidos en el sector, y que fueron explicados anteriormente, el año 2001 subió sustancialmente registrándose ese año un flujo de inversión de us\$ 166.4 millones, correspondiendo el 98.4% de los mismos a las compañías de seguros personales. Este significativo incremento se debió principalmente, a las inversiones de los recursos provenientes de la transferencia del Seguro Obligatorio para la administración por parte de estas entidades. En años posteriores, los flujos de inversión tendieron a ser menores, en la medida que estas transferencias tendieron a completarse. El año 2001 las compañías de seguros invirtieron us\$ 59.2 millones, mientras que para el año 2003 y 2004, los flujos invertidos se situaron en us\$ 25 y us\$ 22 millones respectivamente.

Gráfico 45
Flujos de inversión de las Compañías de Seguros
(millones us\$)



8.3 Bolsa Boliviana de Valores

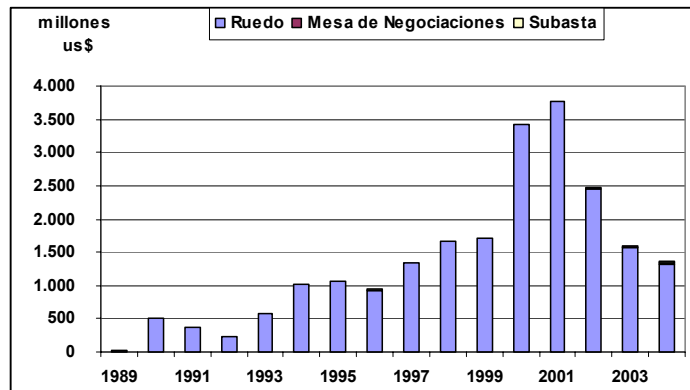
El volumen de operaciones realizadas a través de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) ha demostrado un ascenso vertiginoso en los últimos años. Durante la década de los 90, el volumen de operaciones totales de la BBV se incrementó de us\$ 27.9 millones en 1989, a us\$ 1.706 millones en 1999. El crecimiento se aceleró notablemente en los años 2000 y 2001, llegando este último año a transarse un volumen de us\$ 3.772 millones. Este hecho se debió a que a partir de febrero del 2000, las Agencias de Bolsa tenían la obligatoriedad de realizar todas sus operaciones en las Bolsas de Valores, obligación normada mediante la modificación efectuada a la Ley del Mercado de Valores.

Sin embargo, debido al clima de inestabilidad política generado en el país en los últimos años, las transacciones realizadas en la BBV tendieron nuevamente a reducirse a partir del año 2002, llegando en 2004 a un nivel de us\$ 1.355 millones, nivel casi similar al observado ya en 1997.

A pesar del rápido crecimiento observado en los últimos años, las características del Mercado de Valores en Bolivia corresponden a un mercado de valores con escaso desarrollo. En primer lugar, casi la totalidad de las operaciones de la bolsa se realizan en Ruedo, es decir corresponden a transacciones realizadas en el mercado secundario de valores. También prácticamente la totalidad de estas operaciones corresponden a títulos de renta fija, principalmente de títulos emitidos por el sector públicos (LTs y BTs), valores emitidos por el sistema bancario (DPFs y CDs), y títulos emitidos por el Banco Central.

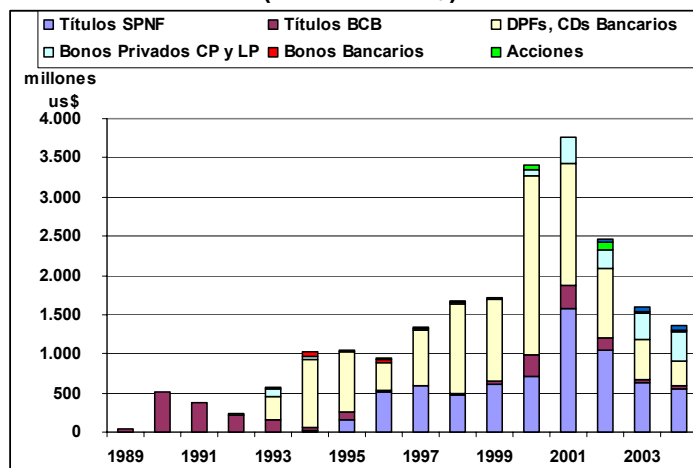
Por ejemplo, del total transado en 2001, año en el cual se realizó el mayor volumen de transacciones en el mercado de valores boliviano, el 99.9% correspondieron a transacciones de valores de renta fija, transadas en el ruedo de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV). Una fracción mucho menor transada en el ruedo correspondió a títulos de renta variable, y el resto correspondió a operaciones realizadas fuera de bolsa, las cuales comprenden operaciones realizadas en el Mercado Primario, es decir operaciones de Subasta de acciones y operaciones de Mesa de Negociación.

Gráfico 46
Transacciones Anuales en el Mercado de Valores
(millones us\$)



El importante incremento en las transacciones del Mercado de Valores ocurrido hasta el año 2001, también es explicado por el hecho que la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) -al igual que la banca- disponía de exceso de liquidez, el cual fue invertido en la bolsa como una forma de administrar el portafolio por parte principalmente de los inversionistas institucionales. La capacidad anual de inversión de las AFP es de \$us 290 millones, de los fondos de inversión de us\$ 250 millones y de las compañías de seguro de \$us 60 millones. Adicionalmente, la aprobación de la Ley del Mercado de Valores y el Decreto Supremo No. 25514 en Septiembre de 1999, dispone la creación de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, la transformación de los Fondos Comunes de Valores a Fondos de Inversión y la transferencia de la administración de estos Fondos de las Agencias de Bolsa a las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, en el marco dispuesto por la Ley del Mercado de Valores y la Resolución Administrativa SPVS/IV/290. La emisión de esta normativa incentivó la participación de diferentes actores en la bolsa de Valores.

Gráfico 47
Títulos Transados en el Mercado de Valores
(millones us\$)



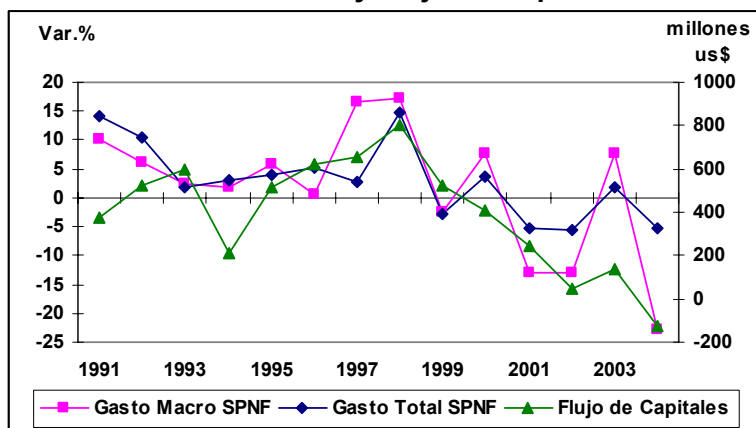
La predominancia de las transacciones de valores de renta fija en el Mercado de Valores, como ser bonos corporativos y del Estado, muestra que las empresas no aprovechan todo el potencial que la BBV puede significar como una fuente alternativa de financiamiento, a causa de la poca transparencia en la información financiera. Por este motivo, los inversionistas aún siguen reticentes a invertir en acciones de empresas corporativas. De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, las AFPs y las compañías de seguro están obligadas a invertir en el mercado de valores, pero existe escasez de alternativas de inversión debido a la falta de emisores de títulos valores, como consecuencia de la falta de transparencia de las empresas nacionales en el manejo de su información. En la medida que exista la posibilidad de mantener una doble contabilidad y un pago menor al Fisco, a la Aduana y a la seguridad social, las empresas van a mantener doble contabilidad. Pero en la medida que consigan financiamiento barato y lo comparen con la evasión impositiva y de un resultado favorable, las empresas tenderán a la formalidad y a ingresar a la Bolsa de Valores.

9. Sector Gobierno

9.1 Política Fiscal y el sector financiero

El accionar del gobierno tuvo una influencia fundamental en el desempeño de la economía y del sistema financiero en particular. En primer lugar, la política fiscal tendió a tener un comportamiento cíclico inducido por la volatilidad en los flujos de capitales. Como puede observarse en el Gráfico 48, durante el período del ingreso elevado de flujos de capital, el gasto público tendió a crecer a tasas muy elevadas, llegando en algunos años a tasas superiores al 10%. Durante el período de la reversión de los capitales externos, el gasto público se contrajo a tasas que en algunos años fueron de alrededor de -5%. El comportamiento del gasto público fue por lo tanto pro-cíclico, ya que contribuyó a acentuar el ciclo económico causado por los shocks externos e internos. Es decir, contribuyó a sobre-expandir la demanda agregada durante el período de entrada de recursos externos, y a sobre-contrarla en períodos de reversión de los flujos financieros externos.

Gráfico 48
Gasto Público y Flujo de Capitales



Segundo, el ciclo económico incidió en forma importante sobre los ingresos tributarios, los cuales demostraron ser altamente elásticos a variaciones en la actividad económica. En períodos de crecimiento económico elevado, la recaudación impositiva se ha visto favorecida, facilitando el ajuste fiscal. Contrariamente, en períodos de contracción económica, las recaudaciones han caído más que proporcionalmente a la caída en la actividad, incrementando de esta forma el déficit y el endeudamiento público.

Tercero, el programa de reformas estructurales ejecutado durante este período han introducido cambios importantes al funcionamiento de la economía, modificando sustancialmente algunas de las formas de relación entre el Estado y el sector privado. La ejecución de estas reformas estructurales ha tenido efectos significativos sobre las finanzas públicas, incrementando también el déficit fiscal y por lo tanto las necesidades de financiamiento del sector público.

En la primera mitad de la década de los 90, el gobierno aún se encontraba en etapa de consolidar el programa de estabilización macroeconómica iniciada en 1985, y en sentar las bases para emprender un programa más profundo de reformas estructurales. Durante el período 1990 a 1994, el déficit del SPNF se situó alrededor de 4.4% del PIB como promedio anual y fue cubierto principalmente a través de fuentes externas de financiamiento, recurriéndose en menor medida al financiamiento proveniente del banco central y a la colocación de títulos públicos a través de operaciones de mercado abierto.

En el período 1995 a 1998, se aplicó una política de ajuste fiscal, logrando reducir el déficit por debajo de 2% del PIB en 1995 y 1996. Estos fueron los niveles de déficit más bajos registrados durante la década de los 90. Durante el período 95-98 el déficit fiscal fue en promedio de 2.9%. A pesar de los bajos niveles de déficit, el gobierno mantuvo los flujos de financiamiento externo observados en los años previos e incluso incrementó la colocación de bonos y letras del Tesoro en el sector privado financiero, con el objeto de contraer el crédito interno del Banco Central al SPNF¹⁰.

A partir de de 1997, se revierte la tendencia decreciente del déficit y éste se incrementa hasta llegar en 1998 a 4.7% del PIB. El programa de reformas estructurales aplicado entre 1993 y 1997 representó un costo incremental para el fisco, resultante de la reforma de pensiones, el pago de indemnizaciones a los funcionarios de las empresas públicas que fueron capitalizadas, los costos inherentes a la reforma educativa, la transferencia de recursos a los municipios y prefecturas, como parte de las reformas de descentralización y participación popular. Entre 1997 y 2000 los flujos de financiamiento externo al sector público tendieron a reducirse, aunque el gobierno se benefició del alivio de deuda obtenido a través de la iniciativa HIPC I. A partir de 1998 el TGN comenzó a colocar Bonos del TGN (BTs) en los fondos de pensiones, con el objetivo de financiar los costos de la reforma de pensiones. La colocación de BTs en los fondos de pensiones alcanzó en promedio a US\$ 140 millones por año.

¹⁰ A finales de 2004, se produjo la quiebra de los bancos Sur y Cochabamba, y el Banco Central, inyectó recursos a la economía para devolver los ahorros de los depositantes en estos bancos, lo que implicó una expansión del crédito interno del banco central al resto del sistema financiero. Dado que los efectos monetarios de esta expansión estaban produciendo efectos no deseados sobre la inflación y las reservas internacionales, el gobierno aplicó una política fiscal restrictiva lo que permitió contraer el crédito del banco central al sector público, y de esta forma esterilizar los efectos monetarios de la antes referida expansión. La mayor parte de la contracción del crédito interno del banco central se dio el año 1995.

Cuadro 17¹¹
Flujos Financieros del Sector Público
(promedio anual)

	Periodos			
	1990-1994	1995-1998	1999-2002	2003-2004
millones us\$				
Balance Fiscal (Sg-Ig)	-242,2	-229,2	-450,5	-562,3
Financiamiento Externo Neto	203,4	218,9	255,0	392,8
Financiamiento Interno Neto	38,8	10,4	195,6	169,5
Banco Central	34,1	-124,5	-8,9	-44,2
Bonos AFPs	0,0	35,9	142,0	130,4
BTs y LTs	10,4	81,5	52,6	90,9
Otros	-5,6	17,4	10,0	-7,6
% del PIB				
Balance Fiscal (Sg-Ig)	-4,4	-2,9	-5,5	-6,7
Financiamiento Externo Neto	3,7	2,9	3,1	4,7
Financiamiento Interno Neto	0,8	0,0	2,4	2,0
Banco Central	0,7	-1,7	-0,1	-0,5
Bonos AFPs	0,0	0,4	1,7	1,5
BTs y LTs	0,2	1,1	0,6	1,1
Otros	-0,1	0,2	0,1	-0,1

La situación fiscal se deterioró considerablemente a partir de 2001, llegando a niveles de 8.8% del PIB de déficit del SPNF en 2002 y 7.9% del PIB en 2003. Para cubrir la elevada brecha fiscal, se incrementaron considerablemente los flujos de financiamiento externos, la colocación de BTs y LTs a través de operaciones de mercado abierto y, después de muchos años, se recurrió a créditos de liquidéz provenientes del Banco Central de Bolivia. El año 2002 la colocación de títulos públicos en los fondos de pensiones y a través de operaciones de mercado abierto alcanzó a 4.6% del PIB. A pesar que en el año 2002 el déficit fue mayor, éste se financió principalmente recurriendo al financiamiento externo, que ese año llegó a 6% del PIB. También en 2002, se recurrió después de varios años al financiamiento del Banco Central el cual alcanzó a us\$ 131 millones, equivalente a 1.6% del PIB.

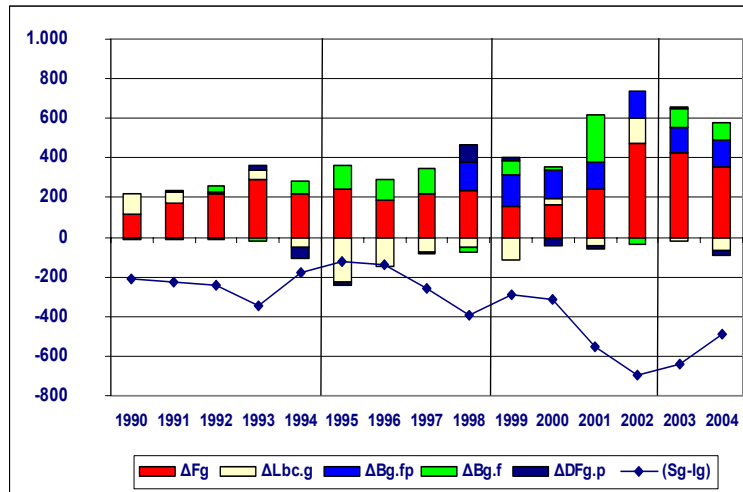
El año 2004 se realizó un esfuerzo significativo para ajustar las finanzas públicas, terminándose el año con un déficit de 5.5% del PIB. Esto permitió reducir los montos de financiamiento externo y contraer el crédito del Banco Central al SPNF. Sin embargo, la colocación de títulos públicos se mantuvo en niveles elevados, por lo que el efecto de desplazamiento se mantuvo vigente. Esto permitió repagar parte de la deuda del TGN con el Banco Central.

¹¹ Es posible reescribir la ecuación (6) de la siguiente forma:

$$(S_g - I_g) = -((\Delta L_{bcg} - \Delta D_{g,bcb}) + \Delta L_{fg} + \Delta B_{g,fp} + \Delta B_{g,f}) - \Delta F_g$$

Esta ecuación muestra que el déficit del gobierno ($S_g - I_g$) es financiado por: i) internamente por el crédito neto del banco central ($\Delta L_{bcg} - \Delta D_{g,bcb}$), ii) financiamiento del sector financiero privado (ΔL_{fg}), iii) por la colocación de bonos y letras del TGN en los fondos de pensiones ($\Delta B_{g,fp}$), y iv) en las entidades financieras ($\Delta B_{g,f}$). Además del financiamiento interno, el gobierno obtiene recursos externos para financiar su déficit.

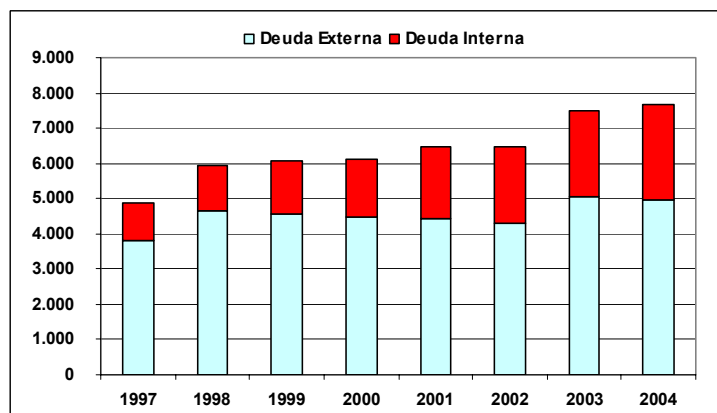
Gráfico 49
Balance Financiero del SPNF
(millones us\$)



9.2 Deuda Pública

Los elevados niveles de déficit observados durante el período analizado, incidieron en un creciente endeudamiento público, tanto interno como externo. La deuda pública total se incrementó de US\$ 4.868.2 millones en 1997 a US\$ 7.680.9 millones en 2004. La deuda interna fue la que más creció, pasando de US\$ 1.054.6 millones a US\$ 2.730.2 millones en el mismo período. La deuda externa creció en menor medida debido a las diversas iniciativas de alivio y condonación de deuda con los que benefició el país, pasando en el mismo período de US\$ 3.813.6 millones a US\$ 4.950 millones.

Gráfico 50
Deuda Pública Total



En 2004, la deuda externa representaba 58.8% de la deuda pública total. La mayor parte de la deuda externa pública es con organismos multilaterales (92.7%), donde se destacan el Banco Mundial (41.4%), el BID (33.2%) y la CAF (16.3%). La deuda bilateral se ha reducido considerablemente en los últimos años gracias a las diferentes iniciativas de

alivio y condonación de deuda, representando en la actualidad solamente el 7.3% de la deuda externa pública. La deuda externa está contratada en condiciones blandas, siendo el grado de concesionalidad de la deuda externa total de 40.5%. La deuda bilateral es la más concesional (40.5% de concesionalidad), mientras que la multilateral tiene un grado de concesionalidad de solamente 39.8%. El grado de concesionalidad de la deuda contratada con la CAF es negativo (-2.5%).

Cuadro 18
Deuda Externa del TGN en 2004

	Deuda MM US\$	Particip. %	VPN MM US\$	Concesio- nalidad
Multilateral	3.757,0	92,7%	2.261,2	39,8%
BM	1.678,7	41,4%	786,0	53,2%
BID	1.346,4	33,2%	744,1	44,7%
CAF	661,8	16,3%	678,6	-2,5%
Otros	70,1	1,7%	52,5	25,1%
Bilateral	293,8	7,3%	149,5	49,1%
Alemania	28,3	0,7%	11,4	59,7%
Brasil	87,4	2,2%	77,1	11,8%
España	85,3	2,1%	34,4	59,7%
Otros	92,8	2,3%	26,6	71,3%
Privados	0,4	0,0%	0,4	0,0%
Total	4.051,2	100,0%	2.411,1	40,5%

Fuente: Ministerio de Hacienda

La deuda interna pública por su otra parte representa un 41.2% de la deuda pública total en 2004, y se ha constituido en una fuente importante de alternativas de inversión para el sistema financiero. La mayor parte de la deuda interna es con el sector privado (64.9%), mientras que la deuda del SPNF con el sector público (principalmente con el Banco Central) representa el 35.1% de la deuda interna pública, y esta constituida por bonos del TGN de largo plazo. En lo que se refiere a la deuda interna con privados se destaca la colocación de bonos públicos en las AFPs (37% de la deuda interna pública), y la colocación de letras y bonos públicos a través de operaciones de mercado abierto (8.6% y 14.7% de la deuda interna pública respectivamente), los cuales son demandados por las diferentes instituciones de intermediación financiera. El grado de concesionalidad de la deuda interna es mucho menor, de solamente 15.5% de la deuda interna total. Esto se debe a que la deuda colocada a través de operaciones de mercado abierto y en los fondos de pensiones, tiene un grado negativo de concesionalidad (-1.1%). Por otra parte, la deuda interna pública con el BCB tiene una concesionalidad de 46%.

Cuadro 19
Deuda Pública Interna en 2004

	Deuda MM US\$	Particip. %	VPN MM US\$	Concesio- nalidad
Sector Público	996,9	35,1%	537,2	46,1%
Deuda Histórica	690,4	24,3%	233,3	66,2%
Créditos de Liquidéz	241,0	8,5%	241,0	0,0%
Otros	65,5	2,3%	62,9	4,0%
Privados	1.840,1	64,9%	1.860,2	-1,1%
Letras	243,6	8,6%	226,2	7,1%
Bonos AFPs	1.049,0	37,0%	1.111,0	-5,9%
Bonos	416,1	14,7%	410,9	1,2%
Otros	131,4	4,6%	112,1	14,7%
Total	2.837,0	100,0%	2.397,4	15,5%

Fuente: Ministerio de Hacienda

Existen riesgos asociados al rápido crecimiento de la deuda pública, y a la elevada inversión que en títulos públicos han realizado la mayor parte de las instituciones de intermediación financiera, especialmente los fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos financieros privados, cooperativas y mutuales. En un plazo relativamente corto Bolivia se graduara de la ventanilla concesional del BM aumentando su costo de endeudamiento, lo cual también generaría una mayor presión sobre la sostenibilidad en el manejo de la deuda pública. Por el tamaño de misma, es vital que el portafolio de la deuda pública no se convierta en una fuente de inestabilidad para el sistema financiero.

10. Sector Privado

10.1 Balance de acumulación del sector privado

Junto con el sector público, el sector privado no financiero constituye el destinatario final del crédito emitido por las entidades intermediarias que operan en el mercado financiero interno, y por el financiamiento proveniente del exterior.

No existen cuentas financieras consolidadas para el sector privado en su conjunto. Por este motivo, sobre la base de la información disponible sobre ahorro e inversión privada calculada en las Cuentas Nacionales, así como toda la información disponibles sobre balanza de pagos, y los balances financieros de las entidades intermediarias de financiamiento presentadas y analizadas en las secciones anteriores, se realizó una estimación sobre el balance de acumulación del sector privado, el cual aparece en el Cuadro 20. Como era de esperar, dado que los datos provienen de varias fuentes de información, existió una diferencia no explicada entre las fuentes y usos de recursos financieros del sector privado, el cual también ha sido reportado en el Cuadro 20. Si bien existe esta discrepancia, el balance de acumulación del sector privado estimado refleja en forma relativamente precisa lo ocurrido con el sector privado en los últimos 15 años, en términos de la tendencia seguida por el balance ahorro-inversión del sector y la forma en que este fue cubierto mediante el financiamiento.

En el período 1990 a 1994, previo a la ejecución de las reformas estructurales, el sector privado exhibía un pequeño déficit de ahorro con relación a los niveles de inversión ejecutados, el cual alcanzaba a us\$ 11 millones como promedio anual. Sin embargo, los montos de financiamiento externo recibidos por el sector privado no financiero durante este período, los cuales fueron reportados por la balanza de pagos, fueron de us\$ 184 millones por año (56% como IED y 44% como créditos a empresas). Adicionalmente, el financiamiento interno recibido por el sector privado ascendió a us\$ 376.5 millones, de cual el 98% corresponde a créditos de la banca comercial. Durante este período, el financiamiento proveniente de las compañías de seguros y fondos de pensiones era inexistente, ya que aún no se habían realizado las reformas que dieron dinamismo a estos sectores. Con referencia a los usos de fondos por parte del sector privado durante este período, la inversión en activos financieros internos alcanzó en promedio a us\$ 330.8 millones por año, de los cuales 87% corresponde a depósitos en la banca comercial. La salida de capitales no registrados, según balanza de pagos fue de us\$ 120 millones por año en promedio.

Cuadro 20¹²
Balance de Acumulación Sector Privado
(flujo promedio anual en millones us\$)

	1990-1994	1995-1998	1999-2002	2003-2004
Fuentes de Fondos	350,3	773,4	339,6	643,4
Balance Sector Privado (Sp-lp)	-210,3	-432,5	-4,8	734,9
Financiamiento Externo	184,0	624,0	661,9	-42,2
Inversión Extranjera Directa	104,0	634,1	758,4	41,4
Crédito Externo a Empresas	80,1	-10,1	-96,5	-83,6
Financiamiento Interno	376,5	582,0	-354,8	-116,3
Crédito Bancos Comerciales	370,5	500,9	-350,5	-184,4
Crédito FFPs	0,0	43,1	4,0	64,1
Crédito Cooperativas	0,0	16,6	-1,9	7,7
Crédito Mutuales	12,8	31,8	-6,4	-3,6
Crédito Banca Estatal	-6,7	-10,5	0,0	0,0
Inversionistas Institucionales	0,0	0,0	37,3	67,0
Fondos de Pensiones	0,0	0,0	36,9	66,4
Compañías de Seguros	0,0	0,0	0,3	0,6
Usos de Fondos	350,3	773,4	339,6	643,4
Inversión Activos Externos	119,9	287,1	310,4	324,3
E&O Balanza de Pagos	119,9	287,1	310,4	324,3
Inversión Activos Internos	327,1	529,4	57,7	193,4
Depósitos Bancos Comerciales	286,4	346,9	-160,0	-129,9
Depósitos FFPs	0,0	32,0	-1,3	42,6
Depósitos en Cooperativas	0,0	12,7	7,8	2,9
Depósitos en Mutuales	18,2	32,8	8,3	-6,0
Depósitos en Banca Estatal	-0,1	0,0	0,0	0,0
Emisión	22,7	21,3	-7,3	61,3
Aportes Previsionales	0,0	83,8	210,2	222,6
Diferencia	-96,7	-43,1	-28,5	125,7

En el período 1995 a 1998, cuando se acentúa el ingreso de capitales externos y también cuando se realizan las principales reformas estructurales, el déficit de ahorro del sector privado se incrementa a us\$ 241.8 millones en promedio por año. Como se discutió anteriormente, la mayor disponibilidad de ahorro externo tendió a sustituir el ahorro interno, por lo que se produjo una caída en el nivel de este último. Además, el boom de inversiones registrado acentuó aún más el déficit de ahorro del sector privado. Sin embargo, las disponibilidades de recursos externos se incrementaron notablemente. La IED subió a us\$ 624 millones por año, y el financiamiento interno a us\$ 582 millones. Además de cubrir la brecha de ahorro existente, estos recursos permitieron acumular activos financieros domésticos por us\$ 529.4 millones, de los cuales 66% correspondieron a depósitos en el sistema bancario comercial. Además, fueron también importantes las

¹² Es posible reescribir la ecuación (7) de tal forma que equivalga a la forma en la que el balance de acumulación del sector privado aparece en el Cuadro 18:

$$(Sp - Ip) + (IED + \Delta Fp) + (\Delta Lfb.p + \Delta Lfnb.p) = (\Delta Dp.fb + \Delta Dp.fnb) + \Delta Ep + \Delta APp + \Delta DFg.p$$

Entre las fuentes de fondos tenemos los siguientes factores: i) excedente de ahorro-inversión (Sp - Ip); ii) Financiamiento externo. Incluyendo la IED y el crédito externo que va directamente a las empresas (IED + ΔFp); y iii) el financiamiento interno proveniente de las instituciones intermediarias bancarias y no bancarias (ΔLfb.p + ΔLfnb.p). Por el lado de los usos de fondos se tiene: i) los depósitos en las instituciones financieras (ΔDp.fb + ΔDp.fnb); ii) la demanda por emisión, los aportes en las AFPs y la deuda flotante del gobierno con el sector privado(ΔAPp + ΔDFg.p)

contribuciones del sector privado al seguro social obligatorio, una vez que se ejecutó la reforma de pensiones. Las contribuciones a los fondos de pensiones alcanzaron a us\$ 83.8 millones en promedio por año durante este período.

Cuadro 21
Balance de Acumulación Sector Privado
(flujo promedio anual como porcentaje del PIB)

	1990-1994	1995-1998	1999-2002	2003-2004
Fuentes de Fondos	6,4	10,1	4,2	7,7
Balance Sector Privado (Sp-lp)	-3,7	-5,4	0,0	8,7
Financiamiento Externo	3,3	8,0	8,0	-0,5
Inversión Extranjera Directa	1,9	8,1	9,2	0,5
Crédito Externo a Empresas	1,4	-0,1	-1,2	-1,0
Financiamiento Interno	6,8	7,6	-4,3	-1,4
Crédito Bancos Comerciales	6,7	6,5	-4,3	-2,2
Crédito FFPs	0,0	0,5	0,1	0,8
Crédito Cooperativas	0,0	0,2	0,0	0,1
Crédito Mutuales	0,2	0,4	-0,1	0,0
Crédito Banca Estatal	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Inversionistas Institucionales	0,0	0,0	0,5	0,8
Fondos de Pensiones	0,0	0,0	0,5	0,8
Compañías de Seguros	0,0	0,0	0,0	0,0
Usos de Fondos	6,4	10,1	4,2	7,7
Inversión Activos Externos	2,2	3,7	3,8	3,8
E&O Balanza de Pagos	2,2	3,7	3,8	3,8
Inversión Activos Internos	5,9	6,9	0,7	2,3
Depósitos Bancos Comerciales	5,2	4,6	-2,0	-1,5
Depósitos FFPs	0,0	0,4	0,0	0,5
Depósitos en Cooperativas	0,0	0,2	0,1	0,0
Depósitos en Mutuales	0,3	0,4	0,1	-0,1
Depósitos en Banca Estatal	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisión	0,4	0,3	-0,1	0,7
Aportes Previsionales	0,0	1,0	2,6	2,6
Diferencia	-1,7	-0,4	-0,3	1,5

Durante el período 1999 a 2002, el balance ahorro-inversión del sector privado pasa a registrar un superávit, que en promedio alcanza a us\$ 73.2 millones por año. La explicación a este cambio de una situación de déficit a superávit en el balance obedece a la caída sustancial registrada en los niveles de inversión. También, la menor disponibilidad de financiamiento interno, debido a la contracción del crédito bancario, indujo al sector privado a generar un mayor nivel de ahorro. Durante este período, el financiamiento externo se mantuvo aún en niveles elevados, ya que estos fueron en promedio de us\$ 661.9 millones por año, debido principalmente a los elevados niveles de IED, que alcanzaron a us\$ 758.4 millones por año en promedio. El financiamiento externo directo al sector empresarial se volvió negativo (us\$ 96.5 millones por año como saldo negativo). Adicionalmente, la aguda contracción de crédito iniciada por el sistema bancario durante este período representó una disminución de financiamiento por parte del sector privado de us\$ 354.8 millones en promedio por año. También durante este período, comenzaron a jugar un rol más importante en financiar al sector privado inversionistas institucionales, tales como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, los cuales registraron flujos positivos de financiamiento de us\$ 37.3 millones al año en promedio. La menor disponibilidad de recursos por parte del sector privado, específicamente por la caída del crédito bancario, tuvo como contraparte una caída en los

depósitos privados en el sistema financiero, cayendo estos a razón de us\$ 160 millones en promedio por año. Por lo tanto, la mayor acumulación de activos por parte del sector privado durante este período lo constituyó la salida no registrada de capitales (partida errores y omisiones de la balanza de pagos), que alcanzó a us\$ 310.4 millones por año, y las contribuciones al seguro social obligatorio que se situaron en us\$ 210.2 millones por año.

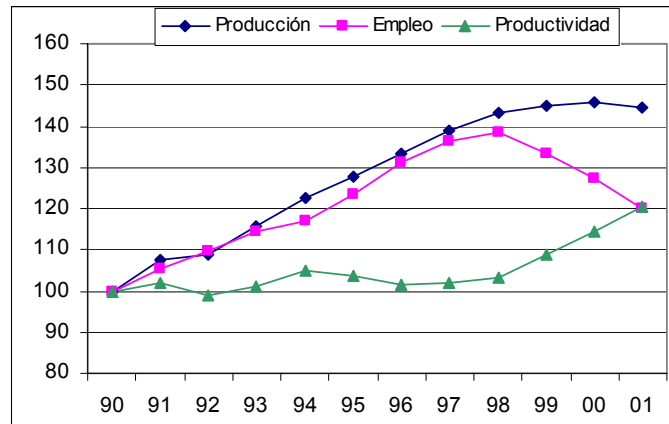
Finalmente, en el período 2003 a 2004, el superávit del balance ahorro-inversión del sector privado se incrementó a us\$ 734.9 millones por año. Los bajos niveles de inversión y los elevados niveles de ahorro privado registrados explican este comportamiento. La caída en la inversión se debió al deterioro en las condiciones políticas del país, lo cual incidió negativamente en el clima de inversiones. Por otra parte, el incremento en el ahorro se originó en la mejoría en las condiciones externas, que incidió en que algunas empresas, sobre todo las exportadoras, comenzaran a generar excedentes, además, el mayor déficit fiscal tuvo como contraparte una mayor transferencia de excedentes al sector privado, y finalmente, la continua contracción del crédito bancario incidió también en que el sector privado generara un mayor nivel de ahorro. El excedente de ahorro generado por el sector privado, sirvió para compensar los flujos negativos en el financiamiento externo. Los flujos netos de IED se redujo a solamente us\$ 42 millones por año en promedio, mientras que el financiamiento externo directo a las empresas fue negativo en us\$ 83.6 millones por año. Adicionalmente, el crédito bancario siguió contrayéndose a razón de us\$ 184 millones por año en promedio. La fuentes de recursos que mantuvieron flujos positivos de financiamiento al sector privado fueron los fondos financieros privados (us\$ 64.1 millones por año), las cooperativas (us\$ 7.7 millones anuales) y los inversionistas institucionales (principalmente los fondos de pensiones) que canalizaron us\$ 67 millones por año en promedio.

10.2 Problemas enfrentados por el sector privado empresarial

Durante el periodo de expansión del crédito bancario, el cual se extendió hasta 1998, la elevada disponibilidad de financiamiento contribuyó a esconder las ineficiencias de las empresas, resultando en un sobreendeudamiento y una acumulación de activos fijos. Como puede observarse en el gráfico 51, entre 1990 y 1998, las empresas en la industria manufacturera expandieron sus niveles de producción incrementando básicamente la contratación de empleo, sin conseguir incrementos significativos en la productividad. Durante este período la productividad laboral se incrementó a una tasa promedio anual de 0.42%.

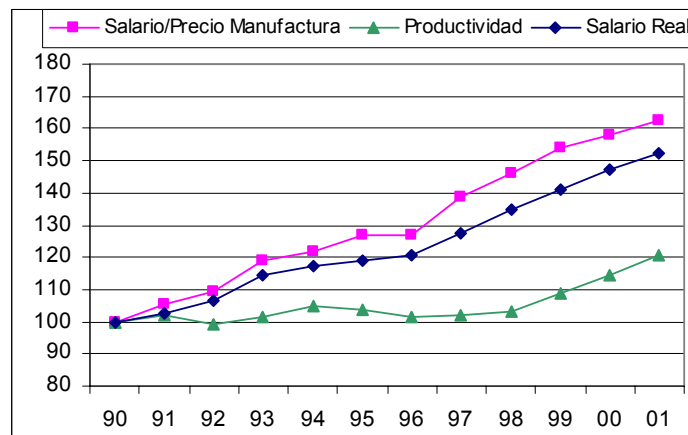
Por otra parte, en el Gráfico 52 se puede observar que en este período, si bien la productividad laboral permaneció prácticamente estancada, el salario real creció a una tasa promedio anual de 3.8%. La brecha generada entre el crecimiento de los salarios y la productividad fue cubierta por los empresarios a través del endeudamiento bancario obtenido durante este período. Si bien el sector de las manufacturas representaba solamente el 17% de la cartera total del sistema financiero a finales de 1998, muestra claramente el tipo de problemas que indujo en las empresas el tener un acceso relativamente fácil al crédito bancario, y en cantidades significativas.

Gráfico 51
Empleo y Productividad
Industria Manufacturera
(índice, base 1990=100)



A partir de 1999, con la llegada de la crisis económica resultante de la reversión en flujos de capital, y la recesión regional y mundial, el acceso de las empresas al crédito bancario se vio súbitamente restringido, teniendo las empresas que reestructurarse, realizando ajustes para permanecer en el mercado, adaptándose a las nuevas condiciones. En ese sentido, las empresas del sector manufacturero por ejemplo, trataron de incrementar su productividad, manteniendo sus niveles de producción y reduciendo el empleo. Entre 1998 y el año 2001, las empresas manufactureras redujeron el empleo en -13%.

Gráfico 52
Productividad y Salario Real
Industria Manufacturera
(índice, base 1990=100)



De acuerdo al FMI y Banco Mundial (2003), existieron asimetrías en la forma en la que el sistema bancario y el sector empresarial reaccionaron y se ajustaron ante la crisis económica. Los bancos reaccionaron muy rápidamente, reduciendo la cartera y aumentando su liquidez, inducidos por cambios en la regulación bancaria de noviembre 1998 que les obligaba a aumentar el nivel de provisiones por incobrables. Por otro lado, la

contracción del crédito bancario puso mucha presión sobre el sector empresarial, especialmente sobre aquellas empresas que no tienen flexibilidad para ajustarse rápidamente a las nuevas condiciones imperantes, especialmente aquellas empresas “cerradas” y de estructura familiar, que no contaban con otras alternativas de recursos al financiamiento bancario, y que presentan ineficiencias e inflexibilidad en su gerencia.

Los problemas enfrentados por las empresas al iniciarse la crisis tendieron a retroalimentar y reforzar la contracción de la cartera. El deterioro de los flujos de caja de las empresas tendió a reforzar la contracción del crédito, a través del mecanismo de la hoja de balance. La capacidad de pago de las empresas se deterioró grandemente, por lo cual los bancos optaron por restringir el crédito, a pesar de contar con la liquidéz suficiente para expandirlo. De acuerdo al estudio llevado adelante por el FMI y el Banco Mundial (IMF and World Bank 2003), sobre la base de una muestra de 413 empresas deudoras de la banca, la relación “flujo de caja/intereses” para la misma empresa se deterioró durante el mismo período, cayendo de 1.69 en 1998 a 0.80 en 2001.

Cuadro 22
Capacidad de Servicio de Deuda
Empresas Deudoras

	Flujo de caja/ Intereses
1998	1.69
1999	1.37
2000	0.84
2001	0.80

Fuente: IMF and World Bank (2003)

De acuerdo al mismo estudio, para que una empresa promedio pueda recuperar su capacidad de repago de deudas, por ejemplo llegue a tener una relación flujo de caja/intereses igual a 2, es necesario aumentar el flujo de caja en 150% o disminuir el servicio de deuda de 60%. Las empresas con una relación flujo de caja/intereses menor a 1 representan el 73% de la deuda de la muestra.

Cuadro 23
Capacidad de Servicio de Deuda
Empresas Deudoras por Rama de Actividad

Sector	Flujo de caja/intereses	Contribución al PIB 2001
Agropecuario	0.95	15.7
Construcción	0.87	2.8
Petroleo/gas	4.96	3.9
Manufacturas	0.89	15.3
Inmobiliario	1.00	4.4
Transp./Com.	2.17	13.6
Comercio	0.26	8.2

Fuente: IMF and World Bank (2003)

Existen también diferencias entre las empresas que operan en diferentes sectores de actividad económica. En 2001, por ejemplo, solamente las empresas deudoras que operan en las áreas de hidrocarburos y transporte y comunicaciones presentan relaciones flujo de caja/Intereses mayores a 1, y por lo tanto presentan algún grado de solvencia para poder servir sus deudas. Las empresas que operan en los demás sectores presentan relaciones menores o iguales a 1, y por lo tanto muestran que el flujo de caja de las mismas no alcanza a cubrir ni siquiera el pago de intereses.

Con referencia a las empresas deudoras que efectivamente presentaban problemas en el servicio de su deuda, se observa que éstas alcanzan a 142 deudores, de la muestra de 413 empresas y concentran el 16% de deuda total del sistema bancario, prácticamente equivalente a la mora existente en 2001. Ese año, una empresa promedio perteneciente a esta categoría de empresas insolventes presentaba una relación flujo de caja/ intereses de 0.32, evidenciando una escasa capacidad de servicio de deuda sobre la base del flujo de caja que ésta presentaba.

Con referencia a la distribución sectorial de las empresas con problemas de insolvencia, el Cuadro 24 muestra que existía una alta concentración de empresas en el sector de servicios inmobiliarios, donde 47% de las empresas deudoras presentan problemas de insolvencia. La participación de estas empresas en el total de la cartera de los bancos en el sector de servicios inmobiliarios es aún mayor (64%). Sin embargo, todos los sectores que aparecen en el Cuadro 24, que representan más del 65% de la cartera bancaria, presentan una elevada concentración de empresas deudoras con problemas de insolvencia, las cuales también tienen una elevada incidencia en la cartera de los bancos en cada uno de estos sectores de actividad.

La situación de insolvencia presentada por una elevada proporción de las empresas deudoras, como resultado de la crisis económica de finales de los 90, muestra la existencia de profundos problemas de gestión, por lo que se requiere enfrentar problemas en la estructura operacional de las empresas. Una reestructuración profunda de las empresas es necesaria en las áreas de gerencia, operación y tecnología. Además, es necesario enfrentar los problemas de falta de mercados y de capacidad institucional y gerencial.

Cuadro 24
Estructura de las Empresas Deudoras en Problemas

Sector	% Deuda	% Deudores
Agropecuario	32	31
Construcción	42	32
Petroleo/gas	51	33
Manufacturas	36	40
Inmobiliario	64	47
Transp./Com.	31	41
Comercio	30	28

Fuente: IMF and World Bank (2003)

Los problemas de gestión mencionados se traducen en débiles indicadores de gestión los cuales fueron agravados por la crisis económica. Como puede observarse en el Cuadro 25, las empresas operaban con márgenes de utilidad bastante reducidos, los cuales cayeron a la mitad como consecuencia de la crisis económica. Las empresas también exhibía una bajísima rotación de inventarios, lo cual implicaba un manejo deficiente en el tamaño de los mismos, lo cual incrementaba los costos financieros de mantener niveles de inventarios tan elevados.

Cuadro 25
Indicadores de Gestión de Empresas Deudoras

	Utilidad/ Ventas	Rotación	Apalanca- miento	ROE
1998	0.06	0.56	1.46	0.07
1999	0.04	0.52	1.40	0.06
2000	0.03	0.47	1.18	0.04
2001	0.03	0.41	1.02	0.03

Fuente: IMF and World Bank (2003)

Las empresas también mostraban un elevado nivel de apalancamiento, por encima de 1, el cual fue disminuyendo en la medida que el sector financiero comenzó a restringir el acceso a financiamiento al sector productivo. Finalmente, todas las ineficiencias en el manejo y gestión de las empresas se tradujeron en una baja rentabilidad de las mismas. Si bien la rentabilidad de las empresas se encontraba en un nivel aceptable en 1998, ya que el ROE era de 7% para ese año, la crisis económica redujo esta rentabilidad a menos de la mitad para el año 2001. Todo estos factores hicieron que el sector productivo se encontrara en una situación de elevada fragilidad, con niveles muy bajos de rentabilidad, altos niveles de endeudamiento, y escasa capacidad de repago de las deudas contraídas con el sistema financiero.

El Cuadro 26 muestra los indicadores recién analizados, enfatizando en las variaciones entre los sectores para el año 2001. Los sectores de comercio y de manufacturas presentan talvez las condiciones más críticas, ya que ambos sectores combinan bajas rentabilidades con elevados niveles de endeudamiento. Contrariamente, los sectores agropecuario, petróleo-gas y servicios inmobiliarios presentan relativamente altos niveles de rentabilidad y niveles de apalancamiento inferiores a 1. Contrario a lo esperado, sectores poco volátiles presentan un apalancamiento menor a 1 y sectores volátiles un apalancamiento cercano o mayor a 1.

Cuadro 26
Indicadores de Gestión de Empresas Deudoras
Por Sector Económico

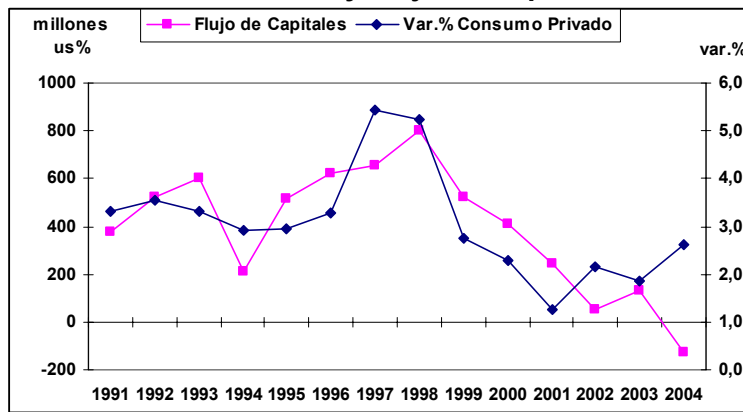
Sector	Utilidad/ Ventas	Rotación	Apalanca- miento	ROE	Contribución al PIB 2001
Agropecuario	0.10	0.28	0.90	0.05	15.7
Construcción	0.05	0.28	0.93	0.07	2.8
Petróleo/gas	0.07	0.71	0.75	0.07	3.9
Manufacturas	0.03	0.38	1.04	0.02	15.3
Inmobiliario	0.10	0.28	0.91	0.05	4.4
Transp./Com.	0.04	0.09	0.77	0.01	13.6
Comercio	0.01	0.53	1.45	0.02	8.2

Fuente: IMF and World Bank (2003)

10.3 Hechos estilizados sobre el comportamiento del sector privado

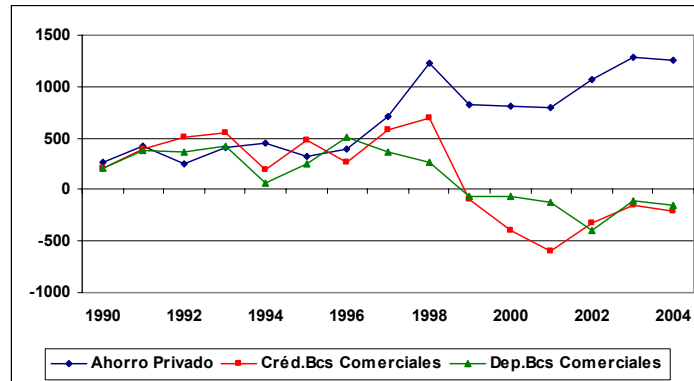
En esta sección se analizan algunos hechos estilizados sobre el comportamiento del sector privado:

Gráfico 53
Gasto Privado y Flujo de Capitales



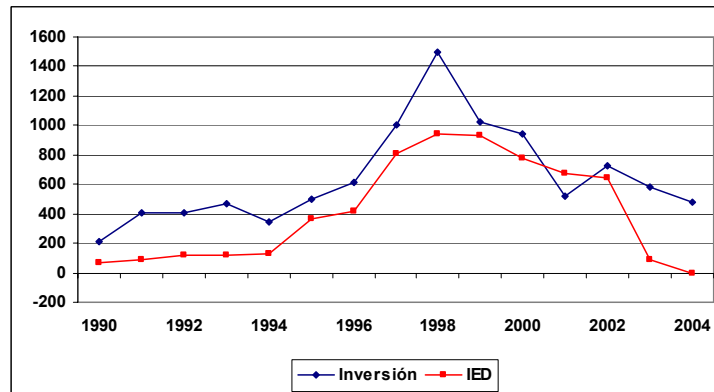
En primer lugar, existe una alta correlación entre los flujos de capital y la tasa de crecimiento del consumo del sector privado. En períodos de elevado influjo de capitales, el consumo privado tendió a expandirse. Dado el peso que tiene el consumo privado en el total del producto interno, el comportamiento del consumo tuvo un efecto pro-cíclico significativo sobre el comportamiento del PIB.

Gráfico 54
Ahorro Privado y Crédito Bancario
(flujos en millones us\$)



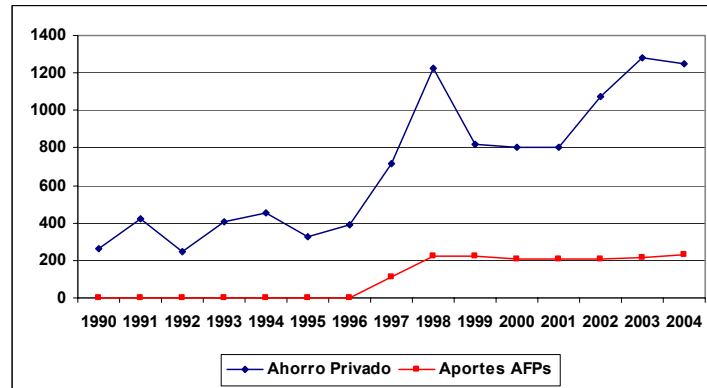
Segundo, es importante resaltar la correlación negativa que existe entre el ahorro privado y el crédito proveniente de la banca comercial que está disponible para este sector. Esto muestra que la gran disponibilidad de crédito bancario durante los años del boom de crédito, fue a financiar consumo, sobre todo aquel que fue orientado a los servicios personales (e.g. salud, educación, etc.) y crédito de consumo. En el caso del crédito corporativo, la elevada disponibilidad de crédito también sirvió para encubrir ineficiencias de las empresas.

Gráfico 55
Inversión Privada e IED
(flujos en millones de us\$)



También existe una alta correlación entre la inversión y la inversión extranjera directa registrada en la balanza de pagos. En realidad, el boom de inversión registrado en el país entre 1997 y el año 2000, cuando la tasa de inversión de la economía se situó en promedio en un 20% del PIB, llegando incluso a ser de 23.7% del producto en 1998. La caída en la tasa de inversión a partir de 1999 también se debió en gran parte a la drástica disminución observada en los flujos de IED.

Gráfico 56
Ahorro Privado y Aportes a los Fondos de Pensiones
(flujos en millones us\$)



Finalmente, se observa que el ahorro privado está positivamente y significativamente correlacionado con los aportes del sector privado, principalmente el sector de los hogares, a los fondos de pensiones administrados privadamente. Con anterioridad a la reforma de pensiones, los aportes provisionales eran contabilizados y percibidos por los contribuyentes, como un impuestos y por lo tanto constituían ingresos corrientes para el Estado. Dentro del nuevo sistema de capitalización individual, los aportes de los afiliados no son percibidos por el Estado, sino por los fondos de pensiones, por lo que el sector privado es capaz de generar un ahorro mayor, que tiene como contraparte el mayor déficit del sector público.

11. Conclusiones y recomendaciones de política

11.1 Conclusiones

La economía boliviana se ha visto enfrentada en los últimos años a una serie de shocks externos, incluyendo una elevada volatilidad en los flujos de capitales, así como fluctuaciones importantes en los términos de intercambio. La economía atravesó un período de crecimiento económico relativamente estable durante la década de los 90, cuando ésta se vio expuesta a una entrada importante de capitales externos y a una significativa expansión del crédito bancario. A partir de 1999 sin embargo, la economía ingresa en un período de reversión de capitales externos, desaceleración económica, y contracción del crédito bancario.

La capacidad de respuesta de la economía para contrarrestar los efectos cíclicos de la volatilidad externa ha confrontado serias limitaciones. El margen de acción de la política monetaria se ha visto restringido por la apertura externa de capitales y por la existencia de un tipo de cambio administrado. La política cambiaria también ha enfrentado restricciones, especialmente debido a la elevada dolarización de la economía y del sistema financiero. El margen de acción de la política fiscal ha estado limitado por la rigidez del gasto público y por el elevado déficit resultante de la reforma de pensiones.

En este contexto, el sector financiero ha jugado un rol preponderante en la transmisión de los efectos de los choques externos y de la elevada volatilidad externa sobre el resto de la economía, desempeñando un rol eminentemente pro-cíclico. El proceso de liberalización

financiera ejecutado en los últimos años en el país, y el marco normativo y de supervisión prudencial creado para regular el funcionamiento del sistema financiero, no ha podido prevenir la sobre-expansión del crédito ocurrida durante los años de elevados ingresos de recursos externos. Esta sobre-expansión fue seguida por una sobre-contracción del crédito, que generó los efectos mencionados anteriormente.

Los bancos comerciales privados han sido las instituciones financieras con mayor peso en la intermediación de recursos, y por lo tanto los que más incidieron en la sobre-expansión y contracción del crédito. La sobre-expansión de la cartera bancaria fue originada por la elevada disponibilidad de recursos por parte de los bancos, los cuales a su vez se originaban en los elevados niveles de depósitos y financiamiento externo. Los bancos concentraron su cartera en sectores productores de bienes no transables, lo cual incrementó el riesgo de recuperación de los préstamos ante la posibilidad de una devaluación. A partir de 1999, la economía experimentó una reversión en los flujos de capitales, cambio en la normativa financiera prudencial, y los efectos de la crisis económica-financiera internacional. Los bancos experimentaron a su vez un fuerte incremento en la mora, lo que los condujo a constituir un mayor nivel de provisiones por incobrables, caída en sus utilidades, deterioro en sus coeficientes de adecuación de capital, contracción en la cartera e incremento en sus niveles de liquidez. El elevado nivel de dolarización del crédito de los bancos, y la concentración de su cartera en sectores de no transables, incrementó el riesgo del sistema ante la ocurrencia de una crisis cambiaria.

Las instituciones financieras no bancarias también experimentaron los efectos cíclicos de la volatilidad en los flujos de capitales, aunque la contracción de la cartera por parte de estas entidades fue menor en magnitud y en duración. Los FFPs, cooperativas y mutuales representaron un menor nivel de la cartera total del sistema financiero, y también exhibieron una elevada concentración de su cartera en sectores de no transables.

Las entidades que mayores cambios experimentaron en términos de sus funciones como intermediarios financieros fueron los fondos de pensiones. A partir de la reforma de la ejecución de la reforma, los fondos de pensiones experimentaron un notable crecimiento, y por lo tanto se constituyen en una opción de financiamiento para el sector privado. Sin embargo, una parte importante de los mismos fue invertido en títulos públicos, con el objeto de financiar el elevado déficit fiscal. A futuro, una caída en el déficit fiscal liberaría importantes recursos para ser invertidos en el sector empresarial.

El accionar del sector público ha tenido una incidencia fundamental sobre el funcionamiento del sistema financiero. En primer lugar, las reformas estructurales ejecutadas, como es el caso de la reforma de pensiones y capitalización de empresas públicas, han modificado los balances ahorro-inversión de los sectores público y privado, lo cual en última instancia ha cambiado la magnitud de sus necesidades de financiamiento. Segundo, el mayor déficit fiscal resultante de las reformas, ha incidido en una mayor participación del Estado en el mercado financiero, por lo que la deuda interna ha tendido a incrementarse. Los títulos públicos han sido una alternativa para que las diferentes entidades de intermediación financiera, puedan invertir sus excedentes de liquidez. Tercero, la política fiscal ha tenido un comportamiento pro-cíclico, ya que el gasto público tendió a crecer a tasas elevadas durante el período del ingreso de capitales, y presentó tasas negativas de crecimiento durante la reversión de los capitales externos.

Finalmente, la volatilidad externa también tuvo una incidencia significativa sobre el desempeño del sector privado. En primer lugar, la elevada correlación inversa existente

entre el ahorro externo y el ahorro privado muestra que el elevado ingreso de recursos ha inducido a un crecimiento significativo del consumo, y a una caída del mismo en el período de contracción en los flujos de capital. Los flujos de IED por otra parte, incidieron en forma importante sobre la inversión privada, sobre todo en los sectores de hidrocarburos, y servicios tales como electricidad, telecomunicaciones, y financieros. Durante el período de reversión de los flujos externos de capital, el consumo y la inversión también presentaron caídas significativas.

Durante el período expansivo de la economía, el sector empresarial desarrolló deficiencias en la gestión de las empresas, los cuales eran cubiertos por la disponibilidad de recursos obtenidos a través del crédito bancario. Cuando sobrevino la contracción del crédito, estas deficiencias no pudieron ser encubiertas por más tiempo, y el sector empresarial entró en una profunda crisis, que afectó además al sector financiero.

11.2 Recomendaciones de política para hacer frente a la volatilidad en los flujos de capitales

Como se analizó a lo largo de este documento, la volatilidad en los flujos de capitales ha originado un comportamiento cíclico de la economía y del sector financiero, lo cual ha tenido elevados costos en términos de ingresos y empleo. La capacidad de respuesta de la economía para contrarrestar los efectos cíclicos de la volatilidad externa ha confrontado serias limitaciones. A continuación se analizan algunas opciones de política para hacer frente a la volatilidad externa. La respuesta de política apropiada dependerá de: i) la composición de los inlfujos de capitales (corto v/s largo plazo); ii) la disponibilidad y flexibilidad de los diferentes instrumentos de política; y iii) el grado de desarrollo de los mercados financieros nacionales.

Intervenciones de esterilización

El propósito de este tipo de políticas es el de contrarrestar o limitar los efectos de cambios en los inlfujos de capitales y de la acumulación de activos externos oficiales (reservas) sobre la base monetaria, con el objetivo de no incidir sobre el nivel de la absorción interna. Por ejemplo, las autoridades compran divisas y realizan una operación de mercado abierto (venta de activos domésticos: bonos de tesoro o del Banco Central) para esterilizar los efectos de un aumento en las reservas oficiales en la oferta monetaria.

Para que este tipo de política sea efectiva, es necesario que no exista una perfecta movilidad en los flujos de capitales o que exista una sustitutibilidad imperfecta de activos. Para que una esterilización tenga un impacto en la base monetaria, los activos externos y nacionales deben ser sustitutos imperfectos. La intención de la esterilización puede ser medida por la relación de Reservas Internacionales sobre Base Monetaria (RIN/BM). Un aumento de esta relación indica una esterilización agresiva.

Los problemas que este tipo de política presenta, están vinculados a que, una intervención de esterilización tiende a mantener las tasas de interés internas más elevadas que en el caso en que la esterilización estuviera ausente. Las tasas de interés podrían incluso aumentar, incentivando por lo tanto inlfujos de capitales de largo plazo adicionales. Adicionalmente, la esterilización resulta en un aumento de la deuda pública y representa costos quasi-fiscales, en la medida que las tasas de interés de los bonos

internos sean más altas que las tasas de interés ganadas por las reservas internacionales.

La alternativa de no esterilización es preferible si se percibe que la demanda de dinero crecerá como resultado por ejemplo, de un programa de estabilización exitoso, y que el Banco Central quiere acomodar una mayor cantidad de oferta monetaria, en lo que se denomina el fenómeno de la remonetización. En estos casos, una rápido crecimiento en la cantidad de dinero no es necesariamente inflacionaria, y no se genera cargas quasi-fiscales. Sin embargo, una intervención no esterilizadora corre el riesgo de incrementar la vulnerabilidad del sistema financiero, especialmente si hay un sistema de seguros de depósitos implícitos o explícitos, y la supervisión bancaria es pobre.

Flexibilización cambiaria y des-dolarización

Este tipo de política implica que, ante un incremento en los flujos de capitales externos, se deja que el tipo de cambio se aprecie. Este tipo de política presenta tres ventajas principales: i) aísla la oferta monetaria, el crédito interno y en forma más general al sistema financiero de los efectos de la volatilidad en los flujos de capitales. Este tipo de política es particularmente deseable si se percibe que los flujos pueden ser reversibles; ii) debido a los efectos de pass-through del tipo de cambio a los precios internos, la apreciación cambiaria puede ayudar a reducir la inflación, lo que puede ser particularmente deseable en un país que se embarca en un programa de estabilización; y iii) permite que el tipo de cambio fluctúe (posiblemente dentro de una banda), introduce incertidumbre, lo que puede ayudar a limitar los flujos puramente especulativos (y altamente reversibles).

Por otra parte, la flexibilización del tipo de cambio también puede representar costos potenciales, tales como i) un ingreso significativo de los flujos de capital puede inducir a una apreciación nominal y real significativa, lo que puede tener efectos adversos en las exportaciones y balance externo; ii) en el caso de una economía y de un sistema financiero altamente dolarizados, una apreciación o depreciación excesiva del tipo de cambio puede tener efectos significativos sobre el patrimonio de los deudores, lo cual puede traducirse en un incremento en la mora bancaria; iii) si el Banco Central utiliza el tipo de cambio como ancla nominal en el manejo de la política monetaria por, una fluctuación excesiva del tipo de cambio puede alterar las expectativas e incidir en la meta de inflación.

En los últimos años, el Banco Central ha dado pasos importantes para crear incentivos para inducir un mayor uso de la moneda nacional en el sistema financiero, lo cual ha logrado reducir la dolarización de cartera y depósitos. Estas iniciativas deben ser mantenidas y profundizadas en el futuro, pero en ningún caso se debe tratar de alcanzar la des-dolarización imponiéndola mediante un decreto.

Ajuste Fiscal

Este tipo de políticas también está dirigido a contrarrestar los efectos de una entrada de capitales externos sobre la absorción interna. Este tipo de políticas consiste en realizar recortes en los gastos de gobierno, sobre todo aquellos que se realizan en bienes no transables, de tal forma que se reduzca la demanda agregada y se aminore los impactos inflacionarios de los flujos de capital.

Sin embargo, este tipo de política puede enfrentar algunas restricciones que limitan su aplicación. Los recortes en los gastos del gobierno a menudo no pueden ser implementados en el corto plazo, por ejemplo debido a la inflexibilidad del gasto público, que impide que se puedan realizar recortes en partidas presupuestarias, sobre todo de lo que constituye el gasto corriente. En este caso, la alternativa disponible es realizar recorte en los gastos de capital, lo cual sin embargo puede generar un rezago en la inversión pública y en el capital físico de la economía.

En todo caso, lo más aconsejable para conducir una política fiscal contracíclica, es adoptar la regla basada en una meta del balance fiscal estructural, que define el gasto público en función a las tendencias de largo plazo del ingreso. Es decir, el nivel del gasto fluctúa en función de los ingresos permanentes y no de los ingresos transitorios, introduciendo a la economía estabilizadores automáticos para contrarrestar los ciclos.

Controles de capitales

Este tipo de política está basada en los trabajos teóricos realizados por Dooley (1996), y tienen su sustento en el argumento del “segundo mejor”. Es decir, los controles a los flujos de capitales pueden mitigar los efectos de otra falla del mercado, como es por ejemplo el caso de la existencia de un seguro de depósitos implícito que incentiva un ingreso excesivo de capitales, que puede ser no óptimo para la economía.

Este tipo de política en general puede ser aplicado en dos modalidades: i) la aplicación de un impuesto a los flujos de capital de corto plazo. Estas políticas generalmente coexisten con políticas que incentivan el ingreso de un tipo capitales diferente, más específicamente los flujos de IED; y ii) el establecimiento de un requerimiento de depósitos, lo cual representa un impuesto implícito que es inversamente proporcional al tiempo de permanencia del influjo de capital en la economía. El costo de oportunidad de los influjos de corto plazo es por lo tanto más elevado que el costo de los flujos de largo plazo¹³.

El objetivo principal de este tipo de política es el de reducir los volúmenes de influjos de capital, y producir un cambio en su composición, favoreciendo la entrada de los flujos de

¹³ La tasa del impuesto implícito depende del nivel de las tasas de interés internacionales, del porcentaje de reservas requeridas, de la duración de la inversión y de la duración del depósito. El requerimiento de reserva aumenta el costo del préstamo externo, o a la inversa, reduce la tasa de retorno para el inversionista extranjero.

Para calcular la tasa implícita del impuesto fijada por el requerimiento de reserva en los préstamos de corto plazo se aplica la siguiente fórmula:

$$\Gamma = \frac{r \cdot i^* \cdot T}{D(1-r)}$$

Donde:

Γ = tasa de impuesto por unidad de tiempo como porcentaje de los fondos prestables

r = tasa de requerimiento de reservas no remunerada

i^* = tasa de interés nominal correspondiente a la moneda en la que el requerimiento de reserva es constituido

T = duración del depósito requerido

D = tiempo de permanencia del influjo de capital (duración de la inversión externa)

Por ejemplo, con un requerimiento de reserva $r = 30\%$, costo de fondos = 7% y una duración del depósito requerido de un año ($T = 1$), Γ es igual a 36% si D es un mes, 12% si $D = 3$ meses, 3% si $D = 1$ año, 1% si $D = 3$ años, 0.6% si $D = 5$ años, 0.3% si $D = 10$ años.

plazos más largos. Sin embargo, los estudios empíricos otorgan evidencias contrapuestas sobre la efectividad de los controles de capitales. En los países que aplicaron este tipo de política (Brasil, Colombia, Chile), se observa que mientras la composición de los flujos cambió hacia flujos de más largo plazo, el volumen total de los flujos de capital no fue afectado.

Adicionalmente, la experiencia muestra también que el sector privado rápidamente encuentra formas de burlar el impuesto, a través de sobre y sub facturación de las importaciones y exportaciones, y una dependencia mayor de los mercados financieros informales.

Otro problema en la aplicación de controles es que este tipo de política puede también dar señales de una reversión en la política después de un período de liberalización financiera y puede dañar la credibilidad. Esto haría que tal vez pueda ser preferible enfrentar las fuentes de distorsión o fallas de mercado en forma directa (por ejemplo, garantías de depósitos implícitas por parte del gobierno. Sin embargo, los instrumentos basados en el mercado para contener los flujos de capital de corto plazo (ejemplo, requerimientos de reservas), pueden ser útiles si son diseñados cuidadosamente, para ayudar a evitar una sobre-expansión de crédito interno y las burbujas de precios de activos que generalmente las acompañan.

Requerimiento de reserva reglamentaria

Otra opción de política consiste en incrementar los requerimientos de reservas que deben mantener los bancos, lo cual disminuye la capacidad de los mismos para prestar y ayuda a limitar la expansión del dinero y crédito asociados a los incrementos en los flujos de capital. Este tipo de políticas es especialmente relevante en los caos en los que los flujos son intermediados a través del sistema bancario.

Las limitaciones que este tipo de política presenta es que es un instrumento con un nivel bajo de flexibilidad y puede, en el largo plazo, promover la desintermediación e incentivar el desarrollo de los mercados de crédito informales. Además, como en el caso de los controles a los flujos de capitales externos, se pueden dar señales de una reversión en la política después de un período de liberalización financiera y puede dañar la credibilidad.

Regulación bancaria y supervisión bancaria

La existencia de una regulación financiera prudencial inapropiada puede generar riesgos sustantivos para el sistema financiero. La existencia por ejemplo de un seguro de depósitos implícitos para los bancos aumenta los problemas de riesgo moral y de selección adversa, y consecuentemente la exposición al riesgo, y los descalces. Esto conduce a una mayor vulnerabilidad del sistema financiero a reversiones abruptas en los flujos de capital.

Los intentos de aislar al sistema bancario de los flujos de capital de corto plazo son particularmente importantes en casos donde los flujos son predominantemente en la forma de depósitos bancarios de corto plazo. En este sentido, constituyen normas prudenciales deseables aquellas que: i) limitan la exposición de los bancos a la volatilidad en los mercados de acciones y bienes raíces, lo cual puede ayudar a aislar el sistema bancario de burbujas potenciales vinculadas a grandes ingresos de capitales; ii) establece requerimientos de capital basados en el riesgo lo cual, en conjunción con una supervisión

bancaria adecuada para asegurar que los requerimientos son cumplidos, puede también aislar el sistema bancario nacional de las reversiones en los flujos de capital; y iii) regula la exposición cambiaria de las instituciones financieras nacionales, asegurando que los movimientos del tipo de cambio asociados a los flujos de capital volátiles no exacerban las debilidades del sector bancario.

11.3 Respuestas de Política para enfrentar las crisis Bancarias

En esta sección se analizan algunas propuestas de política que pueden ayudar a prevenir las crisis bancarias.

Estándares de capital

El establecer estándares de capital adecuados es uno de los principios fundamentales de una normativa prudencial efectiva acordados en Basilea. Bajo este principio, cuanto mayor sea el riesgo asociado a una cartera, se requiere una proporción mayor de patrimonio para hacer frente a las pérdidas. Es decir, el Requerimiento de Adecuación de Capital (RAC) debe estar amarrado al riesgo.

Existen varios principios que fueron incorporados a los objetivos del Acuerdo de Basilea en lo referido al Requerimiento de Adecuación de Capital: Estos principios fundamentalmente incluyen los siguientes conceptos: i) hacer que la regulación del capital sea más sensible a los diferentes perfiles de riesgo entre los bancos; ii) considerar explícitamente la exposición no registrada en los balances en la medición de la adecuación del capital; y iii) disminuir los desincentivos para demandar activos líquidos de bajo riesgo.

Los problemas que enfrenta este tipo de regulación en un país en desarrollo como Bolivia es que, si bien existen evidencias para los países desarrollados sobre el hecho que los requerimientos de adecuación de capital para los bancos han sido exitosos en limitar el tomar riesgos por parte de los mismos, no hay evidencias para los países en desarrollo al respecto.

Adicionalmente, es difícil para los reguladores medir con precisión el riesgo asociado a la cartera de un banco. Las implicaciones de esta limitante es que los RACs no necesariamente proveen salvaguardas apropiados contra riesgos de insolvencia y no pago. Los principios establecidos en el Acuerdo de Basilea con respecto a los RACs son más bien de carácter general y no consideran las características propias de cada país. Por ejemplo, la ponderación del riesgo no son específicos para cada país. Además, hay ausencia de bases de valorización vía mercado, se ignora los riesgos sectoriales específicos y la relación de varianza-covarianza entre activos.

Las propuestas actuales con referencia a los RACs buscan permitir que los bancos adopten modelos de proyección de riesgo como una forma de mejorar su comportamiento. Sin embargo, es muy probable que estos sean efectivos solo si se establecen penalidades significativas si los bancos violan los supuestos de sus modelos de riesgo. Además, se propone también aumentar el papel de la deuda subordinada en la estructura de capital de los bancos para reducir el problema de riesgo moral y asegurar un monitoreo adecuado del mercado. Por ejemplo, si el RAC es de 8%, este puede estar dividido entre un mínimo de 4% de acciones y 4% de deuda subordinada.

Fortalecer y mantener la estabilidad en el sistema de regulación y supervisión

La experiencia muestra que la supervisión bancaria necesita ser fortalecida antes de la liberalización financiera. Como se ha visto anteriormente, en Bolivia la regulación y supervisión se ha ido desarrollando y perfeccionando a través del tiempo, lo cual ocurrió después de la liberalización financiera. Esto significó que se cometieran muchos errores, los cuales tuvieron costos elevados. Además, la normativa prudencial y la supervisión han sufrido modificaciones que han significado en algunos casos retrocesos, introduciendo incertidumbre entre los agentes que participan en el mercado financiero.

En este sentido, es importante fortalecer el sistema de regulación y supervisión, y mantener la estabilidad del mismo en el tiempo, asegurando los controles internos y procedimientos adecuados, para evitar la concentración en las tendencias del crédito o sobre-exposición al riesgo de mercado. Esto comprende la aplicación de principios de contabilidad y requerimientos de transparencia, y RACs (a través de exámenes regulares). Por ejemplo, es necesario imponer una clasificación de activos más estricta y prácticas de provisiones que reduzcan el margen para retrasos en el reconocimiento de cartera de mala calidad, e incentiven a los bancos a realizar las provisiones adecuadas contra pérdidas de cartera. También se deben mejorar los incentivos para los supervisores, evitando el riesgo de perdón (dejar bancos insolventes en operación) y la captura regulatoria. De lo contrario, se exacerba el problema de riesgo moral y la regulación se vuelve inefectiva.

Intervenciones preventivas

La regulación prudencial debe fortalecer los mecanismos para el manejo de crisis de entidades financieras, fortaleciendo los mecanismos de pronta acción correctiva para subsanar aquellas deficiencias patrimoniales, de liquidez o de gestión que sean detectadas en las entidades de intermediación financiera, antes que éstas presenten un riesgo mayor. Este mecanismo permite que la entidad financiera o el supervisor, utilizando mecanismos de alerta temprana, puedan identificar problemas en forma anticipada y plantear, a través de un plan de regularización, acciones correctivas para corregir de forma oportuna los problemas identificados. De esta forma, la instancia de la liquidación forzosa, que por su naturaleza conlleva altos costos para el estado y afecta la estabilidad del sistema financiero, quedaría solamente como recurso de última instancia.

Con este objetivo, es importante fortalecer la transparencia en el manejo de las instituciones financieras, mejorando el estándar de disseminación de información, lo cual es esencial para prevenir las crisis. La transparencia puede ayudar al mercado a mejorar su apreciación del riesgo, prevenir la acumulación de desbalances, y obligar a los supervisores a tomar acciones oportunas para enfrentar la vulnerabilidad. Sin embargo, transparentar la información no es una cura de todos los males. La información puede introducir ruido y puede ser malinterpretada; con efectos perversos como una corrida bancaria.

Redes de seguridad financieras

Si bien la liquidación forzosa debería constituirse solamente en un recurso de última instancia, es necesario crear redes de seguridad financiera que faciliten la intervención de entidades financieras en problemas. En este sentido, la creación de un seguros de

depósitos explícito y existencia de un prestatarios de última instancia podrían ser alternativas que cumplan esta función.

Como en el caso de cualquier modalidad de seguro, ambas alternativas tienden a exacerbar el problema de riesgo moral. Es decir, si los bancos creen que serán rescatados en casos de iliquidez, tendrán pocos incentivos para manejar su cartera en forma prudente. Además, si los depositantes están asegurados contra pérdidas, tendrán poco interés en la idoneidad de la institución donde depositan sus fondos

i) Seguro de Depósitos

Hasta ahora, en Bolivia ha existido un seguro de depósitos implícito, en el cual el Banco Central –ante la ocurrencia de un episodio de crisis bancaria y en su función de prestamista de última instancia- intervenía otorgando recursos para hacer posible la devolución de ahorros a un alto porcentaje de depositantes, esencialmente a los de menores montos. La existencia de un seguro implícito para los depósitos ha tendido a aumentar el problema de riesgo moral, incentivando a las entidades financieras a asumir conductas imprudentes sabiendo que –pase lo que pase- tendrían la cobertura del Estado.

La existencia de un esquema de seguro de depósitos que no diferencie los riesgos a través de las primas cobradas, generan también un problema de selección adversa, ya que las entidades que tienen el comportamiento más riesgoso son las primeras en asegurarse, pues pagando la misma tasa que los demás pueden seguir asumiendo conductas de poca prudencia.

Para evitar este fenómeno es conveniente contar con un seguro de depósitos que internalice en las primas de seguros los riesgos asociados a las operaciones de los bancos. En la actualidad existe un proyecto del Ley que aún no ha sido aprobado por el Congreso, en el cual las primas de los seguros a ser pagadas por los bancos se determinan en función a la calificación de riesgo de los bancos. A una menor calificación de riesgo le corresponderá una tasa de contribución mayor. De esta manera, la prima pagada reflejará el riesgo asociado a la cartera del banco.

ii) Prestamista de última instancia

El sistema financiero boliviano ha estado sometido a grandes presiones en los últimos años, demostrando a su vez una buena capacidad de respuesta ante las crisis. En junio de 2002 por ejemplo, ante la incertidumbre política que se generó después de las elecciones generales, se produjo una corrida de depósitos significativa, a la que los bancos hicieron frente en forma satisfactoria, aunque para contar con la liquidez necesaria tuvieron que recurrir al Banco Central, el cual cumplió sus funciones de prestamista de última instancia.

Los beneficios de contar con una instancia final que permita cubrir los problemas de liquidez sistémicos es que ayuda a prevenir episodios de crisis financieras ocurridos por factores externos al sistema, como es el caso de una crisis política. Por ejemplo, i) la existencia de asimetrías de información, puede hacer que algunos bancos, que de otra forma serían solventes, se vuelvan vulnerables a retiros de depósitos masivos y/o a la iliquidez en el mercado de crédito interbancario en tiempos de crisis; o ii) que debido a los

riesgos potenciales para la estabilidad del sistema financiero como un todo, ocasionado por la insolvencia temporal de un banco solvente. Inestabilidad financiera generalizada puede evitar que el sistema financiero cumpla sus funciones primarias (operación eficiente del sistema de pagos, intermediación entre ahorristas y prestatarios).

Estos problemas pueden ser inducidos por la quiebra de una institución financiera grande (problema de tipo “muy grande para quebrar”), o un grupo de bancos pequeños, que tienen efecto de dominó sobre otras instituciones financieras mediante el crédito directo o exposición de pagos o vía contagio. En estos casos, los reguladores pueden escoger racionalmente realizar una operación de salvataje para evitar las amenazas al total del sistema financiero. La ausencia de una facilidad de “prestataria de última instancia” puede conducir a los bancos ilíquidos a la insolvencia al obligarlos a liquidar sus activos a precio de liquidación.

Los problemas que conllevan la existencia de un prestamista de última instancia para hacer frente a las crisis financieras sistémicas son varios:

- i) Existen costos financieros directos vinculados a la provisión explícita de capital de riesgo a instituciones insolventes y pérdidas que se pueden incurrir mediante la provisión de liquidez a bancos que posteriormente resultan insolventes.
- ii) También se crea un problema de riesgo moral, ya que al asegurar bancos contra los costos de liquidación o problemas de solvencia, la provisión del apoyo puede resultar en que el banco esté menos preocupado en evitar este tipo de problemas, de lo que hubieran estado de otra forma. Las garantías del gobierno conducen a incentivos mayores para tomar créditos riesgosos.
- iii) Si el préstamo de última instancia es provisto a un banco en particular en términos muy favorables, dejaría del todo de ser préstamo de última instancia y los bancos lo tomarían como una instancia obligada.

La existencia de un prestamista de última instancia crea un problema fundamental de inconsistencia temporal. Este problema surge porque la autoridad está interesada en negar, ex ante, su disposición de otorgar una salvaguarda; pero entrar en acción de todas formas si se presenta una crisis. Al final, es probable que los participantes en el mercado entiendan los incentivos de las autoridades y ajusten sus comportamientos en concordancia. Esto causa un problema de riesgo moral, ya que la expectativa de rescate en una situación de insolvencia puede hacer que los gerentes de los bancos (y los accionistas) tomen un riesgo excesivo, y que los acreedores y depositantes no asegurados, no monitoreen apropiadamente su banco.

En principio, el Banco Central necesita ponderar el costo probable de proveer capital a un potencial banco insolvente, contra el costo de la inestabilidad que esta quiebra pudiera generar en el sistema financiero en su conjunto, lo cual en la práctica es muy difícil. Una alternativa es crear lo que se denomina una “ambigüedad constructiva”, es decir, limitar el riesgo moral introduciendo un elemento de incertidumbre en la provisión de la asistencia prestamista de última instancia. Las presiones pueden ser, en principio, mantenidas sobre los bancos para que actúen prudentemente, ya que estos últimos no sabrán individualmente si serán rescatados o no.

Apertura a bancos extranjeros

Bolivia ha tenido una experiencia aparentemente no muy favorable con la apertura a los bancos extranjeros, ya que ingreso del Banco Santander Central-Hispano, ha jugado un papel importante en la contracción del crédito iniciada en 1999. Sin embargo, la participación de bancos extranjeros puede representar beneficios importantes para el sistema financiero, ya que estos, a través de la competencia, pueden contribuir a mejorar la eficiencia, reducir los márgenes de utilidad y los costos de operación de los bancos nacionales. Además, pueden estar en mejor posición para sortear una crisis, ya sea porque están mejor administrados, o porque están más diversificados.

Sin embargo, la participación de bancos foráneos también conllevan riesgos, como ser que estos pueden conducir a cambios en la asignación de crédito de pequeños productores de no transables a grandes empresas productoras de transables, incrementando la vulnerabilidad a shocks de términos de intercambio y a una incidencia mayor de racionamiento de crédito.

Referencias

Banco Central de Bolivia (2005), Historia Monetaria Contemporánea de Bolivia, La Paz – Bolivia

González Vega C. y Rodríguez J. (2003), Importancia de la Macroeconomía para las Microfinanzas en Bolivia, Proyecto SEFIR, Development Alternatives Inc. (DAI) y USAID, La Paz-Bolivia

González-Vega C. y Gómez F. (2005), Determinantes del Riesgo de Liquidéz en el Sistema Financiero de Bolivia y Captación de Depósitos por Entidades de Microfinanzas en un Entorno con Múltiples Shocks Sistémicos, Proyecto PREMIER, The Ohio State University, La Paz, Bolivia.

González-vega C. y Villafani M. (2005), Tasas de Interés, Dolarización y Otros determinantes del Riesgo y Rendimiento de la Cartera en el Sistema Financiero de Bolivia y Desempeño de Entidades de Microfinanzas en un Entorno con Múltiples Shocks Sistémicos, Proyecto PREMIER, The Ohio State University, La Paz, Bolivia.

IMF and World Bank (2003), Programa de Evaluación de los Sistemas Financieros (FSAP): BOLIVIA.

Junguito R. (2003), El Desarrollo del Mercado de Deuda Pública en los Países Andinos (mimeo), Documento preparado para la Corporación Andina de Fomento.

Morales J.A. (2005), Las Principales Políticas del Banco Central en el Marco de la Ley 1670, Capítulo 7, en: Banco Central de Bolivia (2005), Historia Monetaria Contemporánea de Bolivia, La Paz – Bolivia.

Salcedo, F. (2005), Sostenibilidad de la Deuda del Gobierno Central, Bolivia: Resultados a fines de 2004, Viceministerio de Tesoro y Crédito Público, Ministerio de Hacienda, La Paz-Bolivia.

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (2003), LXXV Años de Regulación y Supervisión Financiera en Bolivia, 1980-2003, Primera Edición, La Paz-Bolivia.

SPVS, Min. Hacienda, Min. Desarrollo Económico, BCB, UDAPE, SENASIR y NAFIBO (2004), Informe Final: Comisión Técnica Interinstitucional y Multidisciplinaria-Pensiones, La Paz-Bolivia.

Velasco A. y Elberg A. (2003), Volatilidad Macroeconómica en los Países Andinos: Hechos Estilizados y Opciones de Política (mimeo). Trabajo preparado para el Proyecto Andino de Competitividad, organizado por la Corporación Andina de Fomento y el Earth Institute de Columbia University

Anexo

Evolución de la Regulación Financiera Prudencial

DS. 21060 (agosto de 1985)

- a) dolarización
- b) apertura de la industria de servicios financieros
- c) Liberalización de las tasas de interés
- d) Régimen de encaje legal
- e) Apertura de la economía a los flujos financieros
- f) Se autoriza a los bancos a realizar operaciones de compra venta de divisas, realizar operaciones de comercio exterior, prestación de servicios de recaudación de tributos

DS 21660 (julio de 1987) DS de Reactivación Económica

- a) Define el Patrimonio Neto para el cálculo del requerimiento patrimonial para la banca, establece un régimen transitorio de fortalecimiento de la banca, y la adecuación de provisiones para la cobertura de los créditos en mora.
- b) Norma que regula la concentración del crédito.
- c) Capitalización de la banca con bonos del BCB emitidos para canjearlos por deuda externa pública con acreedores y con créditos para capitalización.
- d) Restitución de la SBEF con sus atribuciones y funciones normativas y de supervisión.
- e) Establece una serie de normas de prudencia para permitir a la SBEF una supervisión preventiva:
- f) Establece medidas preventivas y restricciones operativas por morosidad (obligatoriedad de informar a la SBEF sobre cartera en mora, clasificada por antigüedad y montos).
- g) Establece la primera central de riesgo.
- h) Auditorías externas en todas las instituciones del sistema.
- i) Transparencia (publicación de balances auditados).
- j) Liquidación y disolución de los bancos que no regularicen su deficiencia patrimonial en los plazos establecidos por la Ley.
- k) Realiza un último intento por reordenar la banca estatal.

DS 22203 Estatuto Orgánico de la SBEF (mayo 1989)

- a) Establece la constitución, fines, funciones y organización de la SBEF.

- b) Introduce prohibiciones e impedimentos para prevenir el soborno a funcionarios de la SBEF y sanciones para preservar la confidencialidad.
- c) Prohibición a las operaciones de entidades sin la autorización correspondiente y control de riesgo.
- d) Establece normas que garantizan el ejercicio de control e inspección a las entidades bancarias por parte de la SBEF.
- e) Faculta a la SBEF a realizar las diligencias necesarias para determinar responsabilidades y sancionar en casos de infracción a la ley y normativa de regulación prudencial.
- f) Establece el régimen económico social de la superintendencia.

DS 22407 (enero 1990)

- a) Política monetaria: se autoriza al BCB a realizar operaciones de mercado abierto para cumplir su objetivo de realizar un estricto control de la oferta monetaria.
- b) Amplia los márgenes de apalancamiento de las entidades bancarias, lo que representó un retroceso en el logro de una mayor capitalización de la banca.

Ley 1178 (Ley SAFCO) (julio 1990)

- a) Regula sistemas de administración y control de recursos del Estado.
- b) Define a la SBEF como órgano rector del sistema de control de toda captación de recursos del público y de intermediación financiera, con facultad de normar el control interno y externo.
- c) Identifica al BCB como órgano rector de todo sistema de captación de recursos e intermediación financiera, con potestad de normar dichos sistemas.

Cierre de la Banca Estatal

DS 22861 (julio 1991) dispone la disolución y liquidación del banco agrícola de Bolivia

DS 22862 (julio 1991) ordena la evaluación del patrimonio del Banco Minero con vista a su próxima liquidación.

DS 22863 (julio 1991) pone fin a las funciones de banca de primer piso del Fondo de Desarrollo Campesino.

DS 22864 (julio 1991) suspensión total de las operaciones crediticias del Banco del Estado.

DS 22865 (julio 1991) dispone la suspensión de actividades crediticias y liquidación del Fondo Nacional de Exploración Minera (FONEM).

Ley 1488 (abril 1993) Ley de Bancos y Entidades Financieras

- a) Introduce nuevos principios filosóficos con relación a las funciones de regulación y supervisión
- b) Establece la regulación de la actividad de intermediación financiera y no de las entidades que la ejercen, lo que permitió incluir bajo la SBEF mutuales, cooperativas, etc.
- c) Sustituye el principio de banca especializada por el de banca múltiple.
- d) Establece el concepto de coeficiente de adecuación patrimonial, el cual considera los activos ponderados de acuerdo al riesgo, siguiendo las recomendaciones de Basilea.
- e) Consolida la SBEF como entidad rectora del sistema financiero, otorgándole amplias atribuciones para normar, supervisar y sancionar a las entidades bajo su control.
- f) Faculta a la SBEF a emitir los criterios de clasificación y evaluación de activos y sus provisiones.
- g) Faculta a la SBEF a operar la Central de Información de Riesgo.
- h) Dispone la independencia económica y técnica de la SBEF.
- i) Establece límites de riesgo para las colocaciones en prestatarios vinculados a la entidad financiera.

Reglamento para la Evaluación y Calificación de la Cartera de Créditos (febrero 1994)

- a) Define parámetros para la evaluación de créditos.
- b) Define categorías para clasificación del riesgo crediticio: 1) créditos normales; 2) créditos con problemas potenciales; 3) créditos deficientes; 4) créditos dudosos; y 5) créditos perdidos.
- c) Constitución de provisiones solamente para créditos calificados en las categorías 3, 4 y 5, previa deducción del valor de las garantías reales.

DS 24000 (abril 1995)

- a) Sienta las bases para la creación, organización y funcionamiento de los Fondos Financieros Privados (FFPs).
- b) El objetivo principal de las FFPs es el de canalizar créditos a pequeños y microempresarios del sector productivo y comercial.

DS 24110 (septiembre 1995)

- a) Crea el Fondo de Desarrollo del Sistema Financiero y de Apoyo al Sector Productivo (Fondesif).
- b) Se autoriza al Fondesif a realizar operaciones de financiamiento con entidades bancarias: i) créditos subordinados de capitalización; y ii) créditos de liquidez estructural.

Ley 1670 (octubre 1995) Ley del Banco Central,

- a) Consolida la independencia del BCB en su relación con el Poder Ejecutivo, dotándole además de personalidad jurídica y patrimonio propio.
- b) Le otorga al BCB el rol de autoridad monetaria, custodia y manejo de las Reservas Internacionales, definir la política cambiaria, actuar como agente del gobierno y cumplir las funciones de regulación del sistema financiero.
- c) Se establece que el BCB no podrá otorgar crédito al Sector Público ni contraer pasivos contingentes a favor del mismo. Excepcionalmente podrá hacerlo en favor del Tesoro Nacional, para atender necesidades transitorias de liquidez.
- d) Se prohíbe a las entidades financieras otorgar créditos vinculados, y establece los criterios de definición de vinculación.
- e) Establece los parámetros para regular la adecuación de capital de los intermediarios financieros, los coeficientes de ponderación de activos y contingentes.
- f) Regula el rol del BCB como prestamista de última instancia, estableciendo las circunstancias y condiciones bajo las cuales el BCB podrá conceder créditos a las entidades de intermediación financiera.

Ley 1732 (noviembre de 1996) Ley de Pensiones

- a) Reemplaza el sistema de reparto de la seguridad social de largo plazo, por uno de capitalización individual administrado privadamente.
- b) Crea el Sistema de Regulación Financiera (SIREFI), encargado de regular, controlar y supervisar las actividades, personas y entidades relacionadas con el seguro social obligatorio de largo plazo, bancos y entidades financieras, entidades aseguradoras y re-aseguradoras y del mercado de valores.
- c) Crea el Bonosol, que es un beneficio anual vitalicio para las personas mayores a 65 años, que se financia a partir de los recursos provenientes de las acciones de las empresas capitalizadas pertenecientes al Estado.
- d) Se reduce el plazo (de 180 a 90 días) para pago de aumento de capital previsto en el proceso de regularización patrimonial.

- e) Se crea un mecanismo de intervención de bancos que no hayan cumplido con el plazo de capitalización establecido en la ley.

Ley de Organización del Poder Ejecutivo de 1997:

Establece normas básicas de organización y funcionamiento del Poder Ejecutivo.

Los Sistemas de Regulación y Supervisión son parte del Poder Ejecutivo.

Ley 1864 (agosto de 1998) Ley de Propiedad y Crédito Popular

- a) Crea el CONFIP, cuerpo colegiado integrado por el Presidente del BCB, el Superintendente de BEF, el Superintendente de PVS y un Viceministro del Ministerio de Hacienda, como encargado de la aprobación de las normas de prudencia para el funcionamiento del sistema financiero e instancia de coordinación de actividades de SBEF y de SPVS.
- b) Modifica el SIREFI: cambia la Superintendencia General por la Superintendencia de Recursos Jerárquicos del SIREFI (SRJ), para conocer y resolver recursos jerárquicos.
- c) Incorpora al campo de aplicación del marco normativo a otras entidades de intermediación financiera no contempladas en la LBEF.
- d) Amplía el ámbito de acción de NAFIBO.

Modificación al Reglamento para la Evaluación y Calificación de la Cartera de Créditos (noviembre 1998)

- a) Se evalúan los deudores y no las operaciones de crédito individualmente, privilegiando la evaluación de la capacidad de pagos y no las garantías.
- b) La cartera se clasifica por la modalidad del crédito en cuatro categorías: i) comerciales; ii) hipotecarios de vivienda; iii) de consumo; y iv) microcréditos.
- c) Se ajustan los porcentajes de provisiones por las distintas categorías de riesgo, incluyendo las categorías de menor riesgo (normales y con problemas potenciales).
- d) La previsión se constituye sobre el monto del crédito, sin descontar las garantías.
- e) Define el tratamiento de la reprogramación de créditos.

Decretos Supremos:

A partir de 2000, y estando en plena vigencia este régimen legal que otorgaba al CONFIP la potestad normativa en estas materias, el Ejecutivo ha expedido los Decretos Supremos Nos. 25961, 25979, 26065, 26129, 26195, 26204, 26802 y 26838, mediante los cuales ha emitido normas sobre evaluación, calificación y provisiones de la cartera de créditos

comerciales y créditos reprogramados, imponiendo un cronograma de reducción de deficiencias de provisiones específicas.

DS 25961 (octubre 2000)

- a) Establece que la evaluación y calificación de cartera debe efectuarse en base a la capacidad de pago del prestatario.
- b) Para constituir provisiones por incobrables en las categorías 1,2 y 3, se debe descontar hasta el 25% del valor de la garantía o el saldo del crédito.
- c) Establece cronograma de regularización de provisiones.
- d) Determina las condiciones bajo las cuales los créditos reprogramados no estarían expuestos a cambios en la calificación de riesgo.

DS 26065 (febrero 2001)

Extiende a las categorías de crédito 4 y 5, el descuento de 25% del valor de la garantía o del saldo del crédito para la constitución de garantías.

DS 26129 (marzo 2001)

- a) Incrementa a 40% el descuento del valor de la garantía o del saldo del crédito para la constitución de garantías para nuevos créditos que impliquen crecimiento de la cartera.
- b) Establece la posibilidad de mejora en la calificación de riesgo de cartera reprogramada.

DS 26802 (septiembre 2002)

Amplia el cronograma de constitución de provisiones para las entidades de intermediación financiera.

DS 26838 (noviembre 2002)

- a) Establece las condiciones para reprogramación de cartera.
- b) Elimina a la cartera con atraso menor a 30 días de la definición de cartera en mora.
- c) Redefine la calificación de los créditos comerciales, creando las categorías 3A y 3B.

Programas de reactivación económica

Ley 2064 (enero 2000) Ley de Reactivación Económica

Ley 2152 (octubre 2000) Ley Complementaria y Modificatoria de la Ley de Reactivación Económica

Ley 2196 (mayo 2001): Pone en funcionamiento el Fondo Especial de Reactivación Económica (FERE) y el Programa de Fortalecimiento Patrimonial (PROFOP)

Ley 2297 (diciembre 2001) Ley de Fortalecimiento de la Normativa y Supervisión Financiera: modificaciones a la Ley de Bancos y Entidades Financieras

- a) Dispone la incorporación a la LBEF de todas las modificaciones posteriores en un solo texto ordenado.
- b) Define con mayor precisión el ámbito de aplicación de la LBEF, y por lo tanto el ámbito de la supervisión que ejerce la SBEF.
- c) Establece los requisitos para la constitución de nuevas entidades financieras.
- d) Define los procedimientos y reglamentos para los aumentos de capital y capital mínimo.
- e) Establece responsabilidades y sanciones para los actores relacionados con la propiedad y gestión de una entidad financiera (accionistas, directores y ejecutivos) y para quienes ejerzan el control interno de la entidad (auditores internos y síndicos) y para los que emiten opiniones sobre las entidades financieras (auditores externos, calificadores y peritos valuadores).
- f) Fortalece la norma referida a la suficiencia patrimonial de las entidades, ponderación de activos, cálculo del patrimonio neto y el proceso de regularización.
- g) Establece procedimientos de solución de entidades financieras en problemas, consistentes en la transferencia de activos y pasivos de la entidad intervenida a otra entidad. Establece procedimientos de intervención para la solución o liquidación forzosa y judicial.
- h) Crea el Fondo de Reestructuración Financiera (FRF) para apoyar los procedimientos de solución.

Decreto Presidencial 26753 y DS 26772 (agosto 2002)

- a) Crea el Ministerio de Asuntos Financieros, encargado de asegurar adecuadas políticas bancarias, supervisar y ejercer tuición sobre el SIREFI, y todas las superintendencias que lo componen.
- b) Se atribuye al Ministerio de Servicios Financieros las funciones de órgano rector del sistema de intermediación financiera.

Ley 2427 (diciembre 2002) Ley del Bonosol:

- a) Crea el Consejo Nacional de Política Financiera, integrado por el Ministro de Desarrollo Sostenible y Planificación, el Ministro de Hacienda, el Ministro competente del área financiera y el Presidente del BCB, responsable de coordinar las políticas bancarias, financieras, de valores, de pensiones, de seguros y de

empresas, con capacidad de dictaminar y proponer al Poder Ejecutivo normas de carácter general en esas mismas materias, para su aprobación mediante Decreto Supremo. Esta ley deroga todos los artículos de la Ley de PCP atinentes al CONFIP.

- b) Vuelve a crear la Superintendencia General del SIREFI, encargado de regular, controlar y supervisar las actividades, personas y entidades relacionadas con el Seguro Social Obligatorio de largo plazo, Bancos y Entidades Financieras, Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras, Mercado de Valores y Empresas.
- c) El SIREFI, bajo tuición del Ministerio correspondiente, se encuentra regido por una Superintendencia General e integrada por la SBEF, la SPVS y la SE, a las que les reconoce como órganos autárquicos.
- d) Los superintendentes del SIREFI requieren aprobación previa del Superintendente General para designar Intendentes y para designar el Intendente que los suple en caso de ausencia.
- e) Manda que se apliquen al SIREFI las disposiciones de la Ley SIRESE sobre nombramientos, estabilidad, requisitos y prohibiciones de los Superintendentes, y sobre funciones, recursos de revocatoria y jerárquico y "otras que correspondan" a dicha ley.
- f) Entre las atribuciones previstas en la Ley SIRESE constan: i) fiscalizar y emitir opinión sobre la eficiencia y eficacia de la gestión de los Superintendentes Sectoriales, y del adecuado control, ii) adoptar medidas administrativas y disciplinarias para que los Superintendentes Sectoriales cumplan sus funciones; iii) considerar y aprobar normas internas, políticas salariales y de recursos humanos, estructura general administrativa, presupuestos de las Superintendencias Sectoriales.
- g) Las normas sobre presupuestos establecidas en la Ley SIRESE se apliquen al SIREFI, cuyo presupuesto debe ser elaborado de acuerdo a la Ley de Administración Presupuestaria y a las normas del Ministerio de Hacienda y formar parte del Presupuesto General de la Nación, que será aprobado por el Poder Legislativo.

DS 27026 (mayo de 2003)

- a) clarificara los roles de las diferentes instituciones con funciones de supervisión del sistema financiero (incluye garantizar la aprobación de las bases técnicas para el dictado de normas prudenciales)
- b) Define ciertas áreas de la regulación bancaria que deben ser determinadas por la Superintendencia.
- c) Establece que la SBEF tiene competencia privativa e indelegable para emitir regulaciones prudenciales, controlar y supervisar las actividades, personas y entidades relacionadas con la intermediación financiera y servicios auxiliares financieros. Además, establece que la SBEF, como órgano autárquico, es una

persona jurídica de derecho público, con jurisdicción nacional e independencia de gestión técnica, legal, administrativa y económica. Finalmente, establece que la función que ejerce el Poder Ejecutivo sobre el Sistema de Regulación Financiera (SIREFI) consiste en velar por el cumplimiento de las leyes y reglamentos y, se orienta a defender y amparar la institucionalidad de las Superintendencias que conforman el SIREFI.

Con la promulgación de este decreto se han eliminado todas las ambigüedades que existían anteriormente con referencia a las atribuciones institucionales sobre la función de supervisión y regulación del sistema financiero.

Ley 3076 (20 de junio de 2005) Modificaciones a las Leyes N° 2427 del Bonosol, N° 2341 Procedimiento Administrativo y N° 1488 de Bancos y Entidades Financieras

Esta Ley eleva al rango de Ley lo dispuesto en el DS 27026.

Esta en tratamiento por parte del Congreso la Ley de Seguro de Depósitos Bancario, el cual sustituirá el actual seguro de depósitos implícito, por un esquema de seguro que incorpore los riesgos asociados a la cartera de las entidades de intermediación financiera.

Indice

1. Introducción	1
2. Desempeño del Sistema Financiero en Bolivia	4
2.1 Liberalización financiera, regulación y supervisión prudencial	5
2.2 Volatilidad en los flujos de capital externos	10
2.1.1 Período “Pre-reformas” (1990-1994)	11
2.1.2 Período de “Reformas” (1995-1998)	12
2.1.3 Período de “Desaceleración Económica” (1999-2002)	13
2.1.4 Período de “Crisis político-social” (2003-2004)	14
2.2 Efectos macroeconómicos de la volatilidad	15
3. Balances Ahorro-Inversión	17
3.1 Volatilidad externa, reformas y balances Ahorro-Inversión sectoriales	17
3.2 El rol de la Intermediación Financiera	22
4 Banco Central de Bolivia	24
4.1 Marco Legal	24
4.2 Objetivos de Política del BCB	26
4.3 Hechos estilizados en el manejo de la política monetaria	29
5. Bancos Comerciales	33
5.1 Balance de acumulación de los bancos comerciales	33
5.2 Programas de Reactivación del Crédito Bancario	38
5.3 Dolarización de la cartera bancaria	39
5.4 Dolarización y financiamiento sectorial	41
5.5 Hechos estilizados sobre el comportamiento Bancos Comerciales	43
6. Entidades de Intermediación Financiera No Bancarias	47
6.1 Fondos Financieros Privados	49
6.1.1 Financiamiento y cartera de los FFPs	50
6.1.2 Dolarización y financiamiento sectorial	54
6.2 Cooperativas de Ahorro y Crédito	55
6.3 Mutuales de Ahorro y Préstamo para la Vivienda	59
7. Banca Estatal (Banco del Estado y Bancos Especializados)	63
7.1 Problemas enfrentados por la banca estatal	63
7.2 Distorsiones creadas por el crédito de desarrollo	64
8. Inversionistas Institucionales	66
8.1 Fondos de Pensiones	66
8.1.1 Fondo de Capitalización Colectiva	66
8.1.2 Fondo de Capitalización Individual	68
8.2 Compañías de Seguros	70
8.3 Bolsa Boliviana de Valores	73
9. Sector Gobierno	75
9.1 Política Fiscal y el sector financiero	75
9.2 Deuda Pública	78

10. Sector Privado	80
10.1 Balance de acumulación del sector privado	80
10.2 Problemas enfrentados por el sector privado empresarial	83
10.3 Hechos estilizados sobre el comportamiento del sector privado	88
11. Conclusiones y recomendaciones de política	90
11.1 Conclusiones	90
11.2 Recomendaciones de política para hacer frente a la volatilidad	92
11.3 Respuestas de Política para enfrentar las crisis Bancarias	96
Referencias	101
Anexo	102