



BOLETIN INFORMATIVO

AÑO 8

Nº 92

ENERO 2001

Editorial

POLÍTICA MONETARIA Y OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

El principal instrumento de política monetaria es el de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA). Éste y las operaciones de compra y venta de divisas, permiten regular la liquidez de los mercados más directamente relacionados con el Banco Central de Bolivia. Tal es el caso del mercado monetario, del cual forma parte el mercado interbancario. En el mercado monetario se incluyen algunas operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores. Es de subrayar que el mercado interbancario no es pequeño. En el pasado reciente, hubo momentos en los que se transaron en Bs. y \$us, por más de 312 millones de Bs. por semana. Aunque el mercado monetario está muy dolarizado, de más en más, sus transacciones están en bolivianos.

Las OMA consisten en la compra y venta de títulos públicos (Letras del Tesoro y Certificados de Depósitos del BCB). Cuando el BCB compra o redime Títulos Públicos da a cambio \$us o Bs. y al hacerlo, expande la liquidez. Cuando vende Títulos Públicos el efecto es el contrario, contrae la liquidez. El Banco Central adopta una posición contractiva ante presiones inflacionarias o pérdidas de reservas internacionales; y una posición expansiva cuando no hay presiones inflacionarias, o sobre las reservas.

Estos efectos sobre la liquidez se verifican cuando las operaciones de compra y venta se efectúan con títulos que son de propiedad del BCB. Si éste, en tanto agente financiero del Estado, hace compras/ventas de títulos para el TGN, en principio, no tiene efecto macroeconómico de liquidez, sino de distribución de la liquidez entre el TGN y el sector privado.

El BCB también inyecta liquidez a la economía mediante sus operaciones de reporto —créditos de liquidez a corto plazo— otorgados a los bancos con garantía de los Títulos Públicos que poseen. La ventanilla de reportos es una ventanilla de liquidez automática para el sistema bancario, contra garantía de títulos negociables de la más alta calidad (Letras y Bonos del TGN). La tasa premio de los reportos del BCB (que se publica a diario) es un indicador muy importante de las condiciones monetarias vigentes y a la que las instituciones financieras deberían darle mucha atención. Además inyecta liquidez a corto plazo con sus operaciones de crédito a las entidades financieras con garantía de lo acumulado en su Fondo RAL. Es de recordar que el RAL sustituye, aunque parcialmente, desde 1997, al requerimiento de encaje en efectivo y en Títulos ad-hoc del BCB llamados Títulos TAA. El BCB tiene también una ventanilla para atender problemas persistentes de liquidez en entidades solventes del sistema bancario.

Cuando se examine la política monetaria, urge recordar que al BCB la ley le manda procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno del boliviano. En toda economía de mercado, los bancos centrales no controlan la inflación directamente, sino tratan de hacerlo indirectamente (afectando las tasas de interés o la cantidad de dinero y crédito en la economía). El BCB adoptó una estrategia de metas intermedias de cantidad y fija límites anuales a la expansión de su Crédito Interno Neto.

Este Boletín muestra: 1) que la política monetaria no ha sido contractiva en los dos últimos años; 2) que el BCB ha provisto la liquidez requerida por el sistema financiero; 3) que las tasas de reporto y de créditos con garantía del Fondo RAL bajaron, bastante, desde 1998; y 4) que las tasas del

mercado monetario (donde la política monetaria tiene el impacto más grande y directo) bajaron sustancialmente, colocándose a momentos, por debajo de la tasa Libor.

El análisis de agregados monetarios elementales (la emisión monetaria en Bs, entre ellos, que cayó), tiene un sesgo muy fiscalista, adecuado para periodos pasados y de alta inflación, pero no para momentos de inflación moderada, además que no considera los factores de demanda del público por Bs. que es muy inestable, por la alta dolarización. Los agregados monetarios más amplios resultan de la interacción de los bancos, el público y el BCB. La estrechez crediticia emergente de los bancos, por razones microeconómicas, contrabalancea la postura expansiva del BCB.

La caída en las tasas del BCB y del mercado interbancario no se transmitió al mercado de colocaciones bancarias. En éste, las tasas activas cayeron, pero no en la proporción en que se redujeron las tasas del BCB y del mercado interbancario. El fenómeno de la débil transmisión de las señales del Banco Central a las operaciones de préstamos de los bancos no es sólo de Bolivia, sino de la mayoría de los países latinoamericanos, a excepción de Chile. En esto difieren los países de la región de los países ricos. Por ejemplo, en EEUU la tasa de referencia de la Reserva Federal —Tasa de Fondos Federales— es indicativa para todos los mercados financieros, bancarios y no bancarios. La Tasa de Fondos Federales es el eje en torno al cual gira toda la estructura de tasas. En nuestros países la transmisión es débil y, además, asimétrica: se transmite más cuando las tasas de los bancos centrales suben que cuando bajan. La débil transmisión de la reducción de tasas en los dos últimos años se debe a problemas microeconómicos, como la estructura de competencia (o falta de) del sistema bancario, al aumento de los costos de intermediación financiera, sobre todo por los costos para los bancos asociados a la incobrabilidad de la cartera morosa, y por un notable incremento en la prima de riesgo en las operaciones con clientes privados.

La prima de riesgo aumentó en la percepción de los bancos por la misma recesión, que crea dudas en ellos sobre la solvencia de los posibles prestatarios y dificultades de información sobre sus flujos de caja esperados. Se tiene, en la actualidad, una situación de política monetaria expansiva, de holgura en la liquidez de los bancos, y de restricciones crediticias para los clientes del sector privado no financiero. Los bancos están componiendo sus activos con los pocos papeles públicos que se ofrecen, con créditos "corporativos", y con algunas pocas inversiones temporales en el exterior. Urge normalizar los canales de crédito, para mejorar la situación tanto de los bancos como del sector productivo.

El BCB continuará con su política de mantener la liquidez y cumpliendo con el mandato de su ley y de mantener la inflación baja. La combinación de estabilidad y atención a los requerimientos de liquidez de las entidades financieras deberá ayudar a la reactivación, aunque no podrá ser el componente principal. Cualquier propuesta contraria, y que haga peligrar la estabilidad, tendrá un efecto contraproducente a la reactivación tan deseada.

INDICADORES ECONÓMICOS

	Ene.00	Ene.01		Ene. 00	Ene. 01
INFLACIÓN (Acumulada en el año)	0,53%	0,22 %	TASAS INT. NOM. ACT. (180 días-Prom.mes)(M/E)(2)	14,40%	12,95%
TIPO CAMBIO VEN. (Fin Perio.)(Bs x 1 \$us.)	6,03	6,43	TASAS INT. NOM. PAS. (180 días-Prom.mes)(M/E)(2)	8,73%	6,46%
RES. INTER. NETAS (Mill. de \$us.)	1.099,69	974,07	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N) (3)	10,50%	11,00%
FONDO RAL (Mill. De \$us)	353,61	334,47	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E) (3)	7,00%	7,50%
EMISIÓN MONETARIA (SalDOS en Mill. Bs)	2.004,80	2.059,41	TASA LIBOR (a 6 meses)	6,23%	5,36%
M'3 (Mill. Bs) (1)	25.885,23	27.029,80			

(1) Corresponde al sistema financiero; (2) Promedios mensuales ponderados por el monto efectivo de operaciones realizadas; (3) Tasa de mesa.

EL MERCADO MONETARIO EN BOLIVIA DURANTE EL AÑO 2000

INTRODUCCIÓN

Por la Ley 1670, el mandato principal del Banco Central de Bolivia (BCB) es procurar la estabilidad del poder adquisitivo del Boliviano y, a la vez, la caracterización más importante de su independencia. Todos los otros objetivos están subordinados ante el control de la estabilidad de precios. Para cumplir con su mandato ejecuta la política monetaria y regula la cantidad de dinero, principalmente a través de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y de la compra y venta de divisas. Las OMA son el instrumento más importante para controlar la liquidez de la economía. Consisten en la compra y venta de títulos valor en el mercado monetario, con el propósito de contraer o incrementar la base monetaria y provocar los cambios deseados en el volumen de los medios de pago, en los encajes de los bancos y en las tasas de interés.

El mercado monetario constituye el ámbito natural de aplicación de las decisiones relacionadas con las OMA. Así, un mercado monetario eficiente coadyuva a la correcta aplicación y, en muchos casos, a la transmisión de la política monetaria del BCB a las entidades de intermediación financiera. En este mercado se incluyen las operaciones de corto plazo realizadas en el mercado interbancario y en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), así como las OMA de muy corto plazo efectuadas por el BCB. También afectan sus condiciones los créditos con garantía del encaje legal en títulos (Fondo RAL). La mayoría de las operaciones en el mercado monetario se realizan a plazos inferiores a 30 días. El mercado monetario en Bolivia se caracteriza por el reducido número de sus transacciones, aunque los volúmenes pueden ser importantes, el número limitado de sus participantes, la excesiva dolarización de las operaciones, limitaciones en el intercambio y explotación de la información y su estructura esencialmente bancaria, tanto en sus participantes como en los instrumentos transados.¹

Las operaciones de corto plazo de la BBV (operaciones, por esencia, monetarias) se realizan entre instituciones muy ligadas a los bancos del sistema. De las 12 agencias de bolsa existentes, siete —con el 91% del total de colocaciones en reporto— están ligadas a bancos. Por el lado de los instrumentos, casi el 71% de las operaciones en el año 2000, fueron con Depósitos a Plazo Fijo (DPF) emitidos por bancos.

En el mercado interbancario o de "calls", los bancos negocian sus excedentes o requerimientos transitorios de liquidez con otros bancos.² Los préstamos realizados en este mercado son de corto plazo, generalmente de uno a siete días, y dependen de la política de gestión de tesorería de cada institución.

Las operaciones de reporto —compra o venta de títulos valor, con el compromiso de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo pactado y a un precio definido al inicio de la operación. Este precio incluye un premio a favor del comprador inicial—, desde el punto de vista económico y financiero, son equivalentes a préstamos de corto plazo garantizados con títulos valor. Las operaciones de reporto en la BBV se realizan entre agencias de bolsa.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCB

Para las OMA el Instituto Emisor utiliza, en la actualidad, las Letras y Bonos del Tesoro General de la Nación (TGN) que tiene en su cartera para fines de regulación monetaria. La colocación de estos títulos —con plazos, generalmente, no mayores a un año—, se realiza en subasta pública, para la cual el Banco Central de Bolivia fija la cantidad de los títulos a ser subastados por plazos y monedas, dejando que el mercado determine los precios y, por tanto, las tasas de rendimiento. Excepcionalmente, existen colocaciones que se realizan en mesa de dinero, al precio definido en subasta más una penalización. El Banco Central privilegia las adjudicaciones mediante subasta porque le permiten conocer las expectativas de los agentes y porque es un mecanismo más transparente en su implementación.

Las operaciones de reporto (principal instrumento del BCB para dar liquidez de corto plazo al sistema financiero y disminuir la volatilidad al alza de las tasas del mercado monetario), son préstamos de corto plazo —no exceden los 15 días—, garantizados con títulos públicos, que el BCB da a los bancos. Estas operaciones, no pasan por la BBV, se realizan mediante subastas competitivas y por adjudicación directa a través de la mesa de dinero.

Los reportos constituyen una fuente ágil de financiamiento para atender requerimientos transitorios de liquidez. Este mecanismo no impone a las entidades financieras la necesidad de renunciar definitivamente a la tenencia de los títulos de su cartera. El BCB determina montos diarios y semanales disponibles para estas operaciones y una tasa premio base. Los agentes compiten por estos recursos en subastas diarias. También existe la posibilidad de realizar reportos en mesa de dinero a una tasa penalizada.

CRÉDITOS CON GARANTÍA DEL FONDO RAL

Los créditos con garantía del Fondo RAL son préstamos que el BCB otorga al sistema financiero y cuyo colateral son los activos que mantienen las entidades financieras bajo la forma de encaje en títulos.³ Aunque su tasa es la más elevada del mercado monetario, permite la obtención ágil de liquidez para entidades que no pudieron conseguirla en el mercado interbancario, mediante reportos en la BBV, o a través de los reportos del BCB. Las tasas de interés de estos recursos se constituyen en las tasas techo del mercado monetario.

EL MERCADO MONETARIO EN LA POLÍTICA MONETARIA

Cuando el BCB percibe que existen presiones inflacionarias, contrae su Crédito Interno Neto (CIN) mediante OMA. La contracción de la oferta monetaria resultante produce un ajuste en la demanda agregada y repercute en el nivel de precios. Asimismo, una contracción del CIN, que se traduce en una menor demanda de moneda extranjera, elimina las presiones sobre el tipo de cambio a través del Bolsín y, en última instancia, sobre los precios. Análisis efectuados en el BCB permiten verificar que la tasa de depreciación y la emisión son las variables que mejor explican el comportamiento de los precios al consumidor. Es de añadir que la evolución de los precios de bienes de consumo está muy relacionada con el comportamiento del CIN en moneda nacional (MN).

Simétricamente, cuando es necesario, el BCB otorga recursos al sistema financiero para mantener la liquidez en el mercado de dinero. Así, contribuye a la reactivación de la colocación de recursos del sistema bancario hacia el sector privado. En el año 2000, por ejemplo, y para cumplir con este propósito, el BCB redujo las tasas de interés de los títulos públicos, así como las tasas de interés para sus operaciones de reporto y para sus créditos con garantía del Fondo RAL. Estudios realizados en el BCB muestran que sus tasas son líderes del mercado monetario y que siguiendo la evolución del año 2000, las tasas de interés del mercado interbancario descendieron a niveles inferiores a los de 1999.

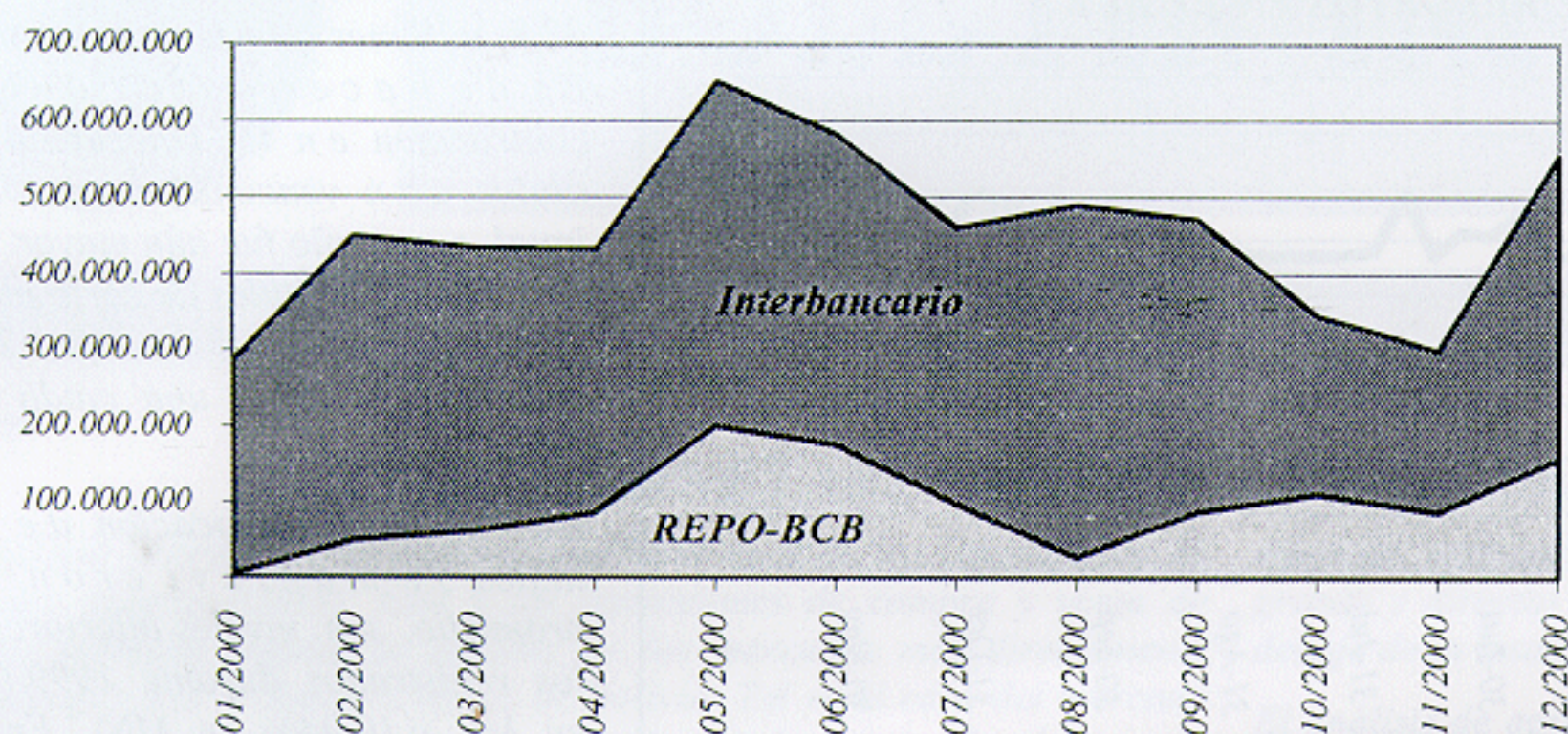
Adicionalmente, el mercado monetario es una fuente de información para el BCB sobre la liquidez de los mercados y las tasas de interés, así como de las expectativas de los agentes financieros, información que luego es incorporada a las decisiones de política monetaria.

EVOLUCIÓN DEL MERCADO MONETARIO EN EL 2000

VOLÚMENES DEL MERCADO MONETARIO

El mercado monetario durante el año 2000 se caracterizó por una elevada liquidez como consecuencia de la contracción de la cartera del sistema bancario y de las previsiones asumidas por el cambio de milenio, lo que generó un volumen importante de recursos excedentarios. Esta situación produjo una notable baja en las tasas de interés del mercado monetario y repercutió en el volumen de sus operaciones.

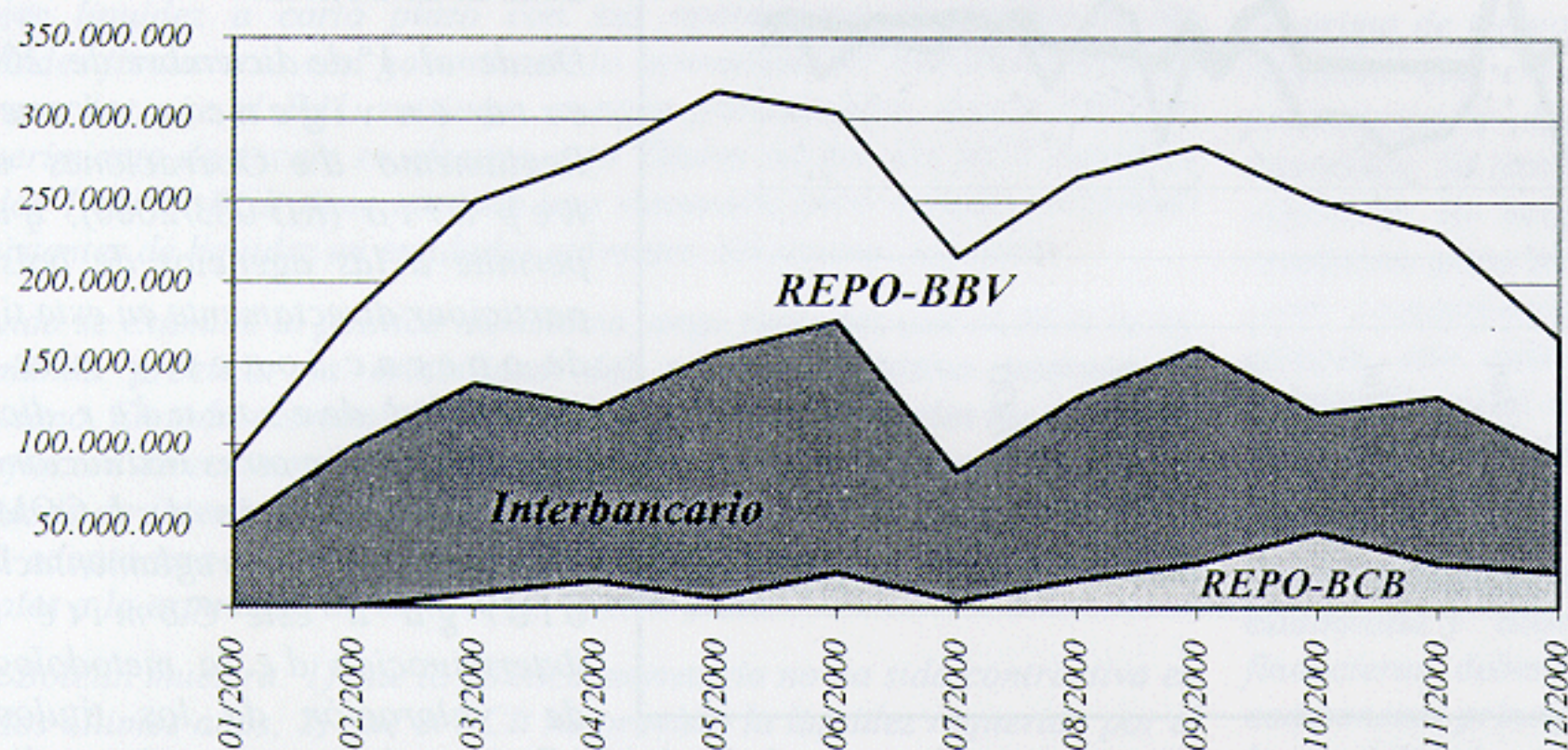
**GRÁFICO 1:
VOLUMEN DE OPERACIONES EN MONEDA NACIONAL**



En MN, se transaron un total de Bs. 4.307 millones en el mercado interbancario y Bs. 1.149 millones en reportos con el BCB. Desafortunadamente, las operaciones de reporto en MN en la BBV son prácticamente inexistentes. En toda la gestión 2000 se realizaron apenas 32 operaciones por un monto de Bs. 17,0 millones. Es importante destacar que el volumen de transacciones en el mercado monetario en MN aumenta en periodos de pago de obligaciones fiscales y fines de semestre (Gráfico 1).

La liquidez del mercado monetario en ME fue mucho más elevada que en MN. Las operaciones interbancarias en ME en el año 2000 alcanzaron un volumen de \$us. 1.260,6 millones, 28% más que lo transado el año anterior, aunque el volumen de transacciones en ME durante los primeros meses del año 2000 fue reducido, debido a la liquidez del mercado por la abundante provisión de fondos que hicieron los bancos para enfrentar el cambio del milenio. En los meses de julio y diciembre también se observó una importante disminución de estas operaciones, reflejo de las menores necesidades de liquidez del sistema bancario (Gráfico 2).

**GRÁFICO 2
VOLUMEN DE OPERACIONES EN MONEDA EXTRANJERA**



En la BBV se negociaron en reportos \$us 1.386,4 millones, constituyéndose en el mercado de financiamiento de corto plazo más dinámico en el año. Cabe remarcar que este volumen es 1,73 veces lo transado en el año 1999, lo que significa una mayor profundización del mercado monetario en el año 2000.

Por otro parte, en el BCB el volumen de reportos ascendió a \$us 197,8 millones. Durante el primer trimestre del año el volumen de operaciones fue pequeño, debido a la ya mencionada abundante liquidez, situación que se fue revirtiendo posteriormente. La mayor parte de las operaciones se realizaron los últimos días de cada mes con marcada estacionalidad.

Los créditos con garantía del Fondo RAL en MN ascendieron a Bs. 275 millones y en ME alcanzaron a \$us 59 millones en el año 2000. El volumen de estas operaciones no fue significativamente importante, traduciendo la liquidez imperante en el sistema y la característica de última instancia de estos recursos.

TASAS DEL MERCADO MONETARIO

Las tasas del mercado monetario mostraron una tendencia a la baja en el año 2000. Esta tendencia apuntada por la política expansiva del BCB que buscó inducir a una disminución en las tasas del sistema, que permita reactivar el sector real de la economía a través de un incremento en la cartera de los bancos. Sin embargo, el comportamiento de las tasas del mercado monetario no se

transmitió sino muy parcialmente a las tasas de las colocaciones bancarias como se esperaba debido probablemente a determinantes microeconómicos de las tasas de interés y sus spreads. Entre estos últimos, se deben destacar la cartera en mora, la percepción (injustificada) de que pueden trasladar sus riesgos al gobierno, sus idiosincrasias en la selección de clientes añadida a una excesiva segmentación de los prestatarios por tipo de riesgo y sus altos costos de intermediación financiera. El mercado monetario, en cambio, es más impersonal con transacciones, en épocas normales, entre entidades de riesgo equivalente.

Las tasas de interés en MN tuvieron un mercado comportamiento decreciente, sobre todo en los primeros meses del año, para luego registrar una evolución más estable durante gran parte de la gestión. El Gráfico 3 muestra que las tasas en MN en el mercado interbancario permanecieron normalmente en niveles inferiores al 10%, salvo en algunos periodos de iliquidez explicados por el pago de impuestos y los requerimientos de fin de año. En promedio, la tasa interbancaria en MN estuvo en 7,61% y en un rango cuya tasa

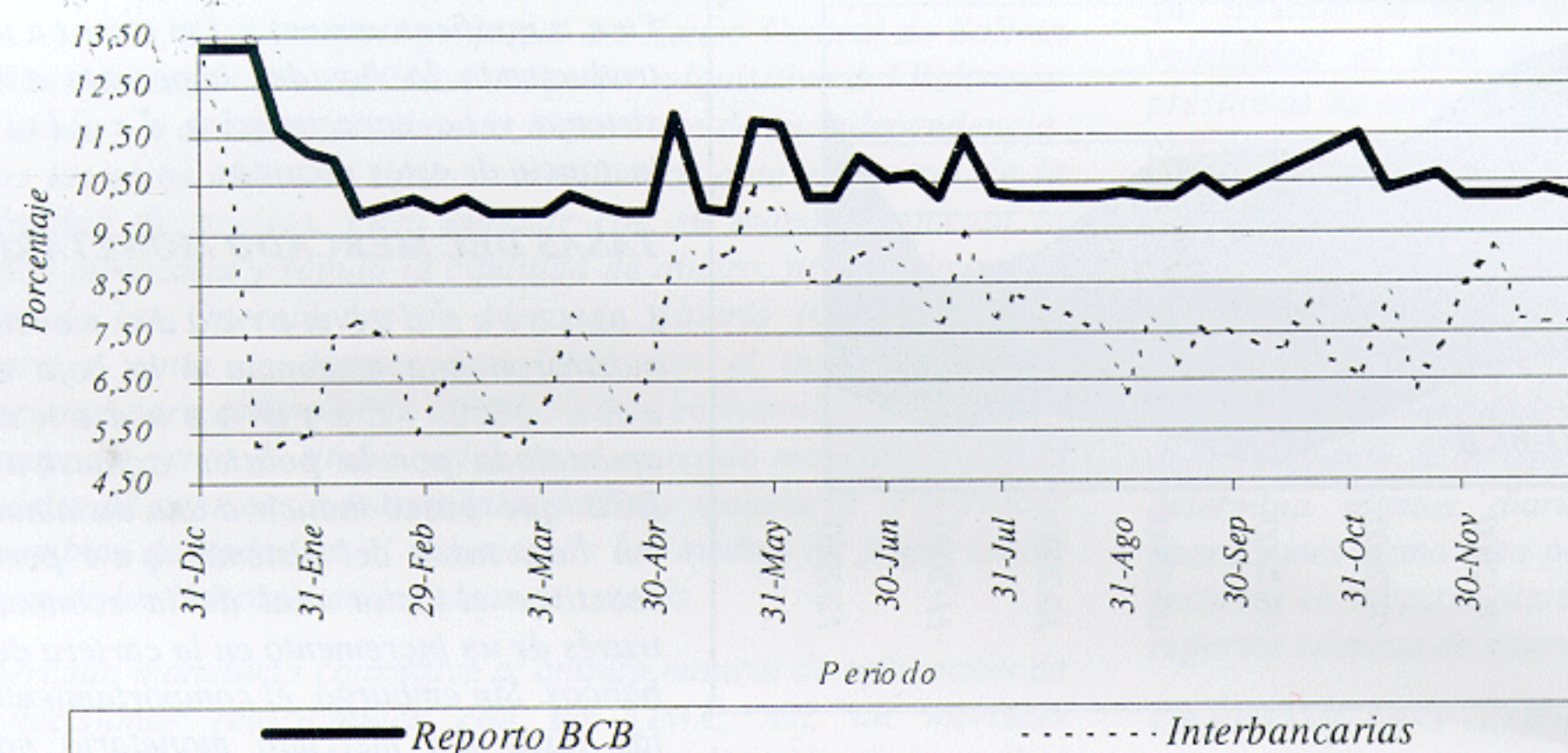
más baja fue de 5,27% y cuya tasa más alta llegó a 10,52%. Cabe destacar que estas tasas en varios momentos del año estuvieron en niveles similares, e incluso menores a sus pares en ME, por la abundante cantidad de Bs. disponible y por la escasa dinámica del sistema financiero por colocar cartera en MN.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA), responsable del manejo y administración de las OMA, sostuvo su política de ajustar las tasas de reporto a las condiciones de liquidez del mercado, manteniéndolas levemente por encima de las otras tasas de financiamiento de corto plazo para que no pierdan su característica de tasa techo del mercado monetario. Esta política hizo que la tasa premio base en MN alcance 9,50% cuando la liquidez era abundante. La modalidad competitiva de

adjudicación de reportos hizo que las tasas fluctuaran levemente por encima de las tasas base del BCB, (Gráfico 3).

Las tasas en ME tuvieron una marcada tendencia a la baja el primer mes del año, recuperándose en los meses siguientes, pero sin llegar a los niveles de 1999. Como se observa en el Gráfico 4, las tasas interbancarias en ME permanecieron, generalmente, en niveles reducidos. No ocurrió lo mismo con las tasas de reporto en la BBV, las cuales desde abril comenzaron a separarse de las interbancarias ubicándose en tendencia por encima de éstas, aunque manteniendo el mismo comportamiento en sus fluctuaciones. Dicha separación puede explicarse por los plazos de las operaciones.

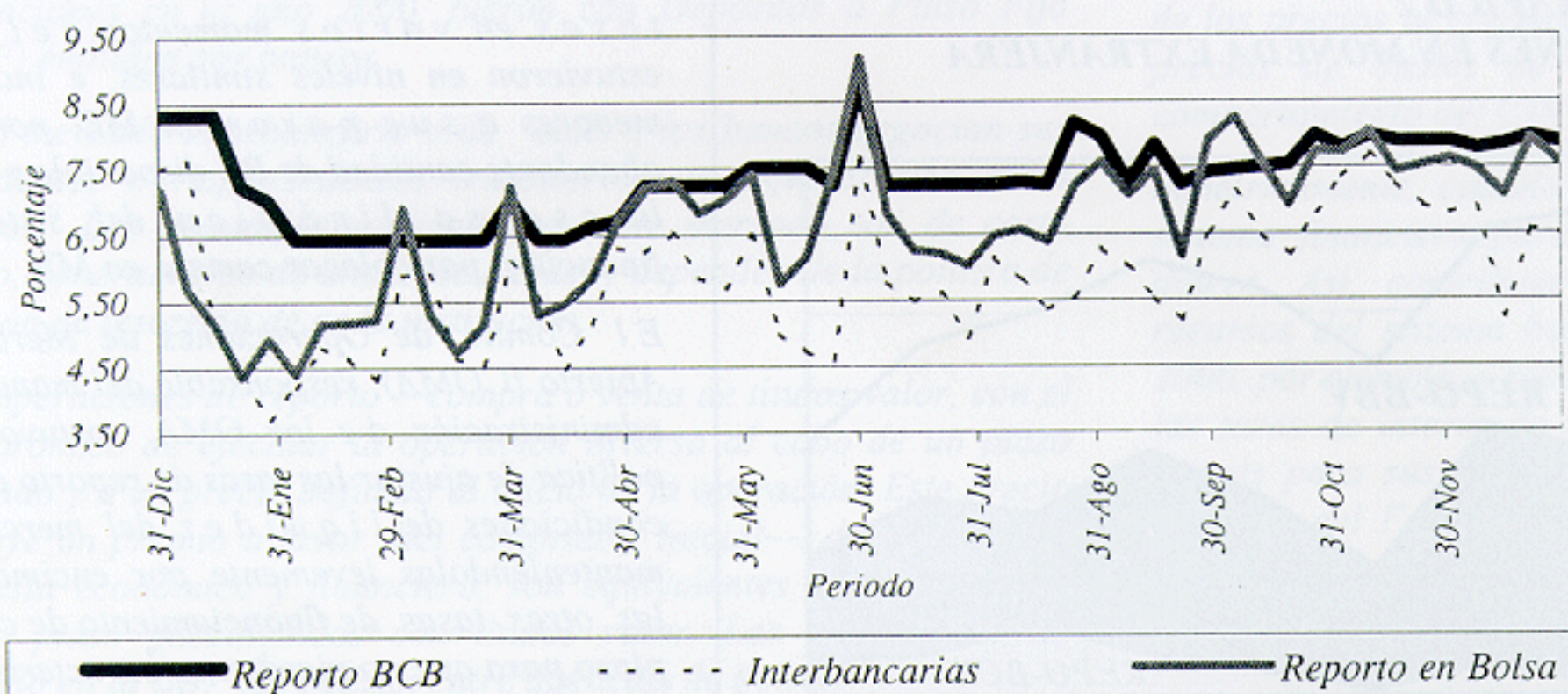
GRÁFICO 3:
TEA PROMEDIO PONDERADAS EN MN POR PLAZO Y MONTO DE OPERACIONES INTERBANCARIAS MENORES A 30 DÍAS Y DE REPORTOS EN EL BCB



Las tasas promedio de las operaciones interbancarias en ME y de reportos en la BBV fueron de 5,81% y 6,62%, respectivamente. Las tasas máximas para estas operaciones fueron de 7,68% y 9,18%, y las tasas mínimas registradas llegaron a 3,73% y 4,37%. La tasa de reporto del BCB en ME se mantuvo como tasa techo.

El BCB determina las tasas de interés que constituyen el límite superior y el límite inferior de las tasas de interés del mercado interbancario y de las operaciones de reporto en la Bolsa de Valores, con el objetivo de reducir sus fluctuaciones y disminuir su volatilidad. Los Gráficos 3 y 4 permiten observar que las tasas de reporto del BCB se mantuvieron, generalmente, muy cerca, pero por encima de las otras tasas del mercado monetario, ratificando su condición de tasas techo indicativas.

GRÁFICO 4:
TEAS PROMEDIO PONDERADAS EN ME POR MONTO Y PLAZO EN OPERACIONES INTERBANCARIAS Y DE REPORTO EN LA BBV MENORES A 30 DÍAS Y REPORTOS EN EL BCB



Es importante destacar que las tasas de interés en el primer tramo de los créditos con garantía del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos son, exactamente, 200 puntos básicos más altas que las tasas de reporto en cada moneda. Para el segundo tramo se establece un castigo adicional de 70 y 60 puntos básicos sobre las del primer tramo en moneda nacional y moneda extranjera, respectivamente.

OPERACIONES DE VENTA DE TÍTULOS VALOR DEL BCB

El Banco Central, desde febrero del 2000, redimió constantemente, en términos netos, sus títulos, manteniendo el mercado monetario lo suficientemente líquido como para acrecentar la disponibilidad de

crédito y facilitar el proceso de recuperación económica. El saldo de títulos del BCB cayó en 39%, de \$us 144,9 millones en 1999 a \$us 88,8 millones a fines de la gestión. Es de hacer notar que la contracción en la colocación de títulos con vencimiento menor o igual a un año fue aún mayor. El saldo de estos títulos de corto plazo se redujo de \$us 91,2 a \$us 29,8 millones, es decir una caída de 67%.

Las tasas de colocación de los títulos se mantuvieron, en promedio, en niveles inferiores a los registrados durante 1999 (7% en ME y 10,94% en MN).⁴ En los últimos meses del año 2000 experimentaron transitoriamente una elevación lo cual, sin embargo, no contrarrestó la marcada

reducción registrada en el primer trimestre.

MEDIDAS DEL BCB EN EL MERCADO MONETARIO

En la gestión 2000, el BCB propuso una serie de innovaciones en la operativa y acceso a las operaciones de reporto, que permitieron dinamizar el uso de las mismas. El COMA determinó establecer una oferta diaria de reportos a ser adjudicada a través de una subasta competitiva. Cuando existe remanente de la oferta diaria, aquellos agentes que no participaron de la subasta tienen la posibilidad de realizar reportos a una tasa premio castigada en función de los resultados de ésta.

Otra importante medida adoptada por el COMA fue la modificación de la oferta diaria disponible en función a la información sobre las necesidades de liquidez, que es posible captar, oportunamente, a partir de la modalidad competitiva de adjudicación de reportos. A partir de febrero se permitió la cancelación anticipada de los reportos realizados con el Banco Central de Bolivia.

Desde el 1º de diciembre de 2000 está en vigencia el nuevo Reglamento de Operaciones de Reporto (RD 083/2000), que permite a las agencias de bolsa participar directamente en este tipo de operaciones y abre la posibilidad de extender dicha facilidad a otras instituciones, previo análisis del COMA. Asimismo, la nueva reglamentación otorga a este Comité la determinación de la metodología de valoración de los títulos a

ser reportados en el Instituto Emisor, lo que permite aplicar mecanismos de cobertura para el Banco Central de Bolivia ante fluctuaciones en los precios de mercado de los títulos reportados.

¹ Las diferencias en tasas entre operaciones realizadas en un mismo día en el mismo mercado pueden ser una señal de la existencia de asimetrías de información en el mismo. Esta aseveración se matiza si se toman en cuenta otros factores como diferentes riesgos de contraparte, cambio en la liquidez intra diaria y el plazo.

² También participan mutuales, cooperativas y fondos financieros en menor medida.

³ Existen dos tramos para estos préstamos. El primero hasta el 40% del Fondo RAL, y el segundo por un 30% adicional.

⁴ Se refiere a las tasas efectivas anualizadas (TEAs).