

# **MONEDA y MERCADO 2010**

Banco Central de Bolivia



# Presentación

Moneda y Mercado (M&M) es uno de los boletines informativos que regularmente envía la Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Bolivia a los agentes del sistema financiero.

Este suplemento anual difiere de los M&M semanales y diarios porque incorpora además de la información estadística, un análisis del comportamiento de las Operaciones de Mercado Abierto y del mercado monetario durante la gestión.



# Índice

I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y LA ECONOMÍA BOLIVIANA .....	7
I.1 CONTEXTO INTERNACIONAL .....	7
I.2 CONTEXTO NACIONAL .....	12
II. LAS OMA DEL BCB Y LAS OPERACIONES CON VALORES PARA FINES DE POLÍTICA FISCAL.....	15
II.1 LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS OMA DEL BCB .....	16
II.2 OPERACIONES CON VALORES EMITIDOS POR EL TGN PARA FINES DE POLÍTICA FISCAL .....	21
II.3. OTRAS OPERACIONES DEL BCB .....	26
II.3.1 OPERACIONES DE REPORTO EN EL BCB .....	26
II.3.2 OPERACIONES DEL FONDO DE REQUERIMIENTO DE ACTIVOS LÍQUIDOS (FONDO RAL).....	27
II.3.3 OTRAS OPERACIONES .....	28
III EL MERCADO INTERBANCARIO Y LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES: EL MERCADO MONETARIO .....	29
III.1 EL MERCADO INTERBANCARIO .....	30
III.2 LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES.....	31





Al primer trimestre de 2010, el crecimiento anualizado del Producto Interno Bruto (PIB) de los Estados Unidos señalaba la recuperación de la recesión más profunda en la época de la post guerra. Empero, a mediados del año, el impulso en la actividad económica se moderó debido a la lenta recuperación de la demanda interna. Para finales de la gestión, se espera un crecimiento de 2,8%.

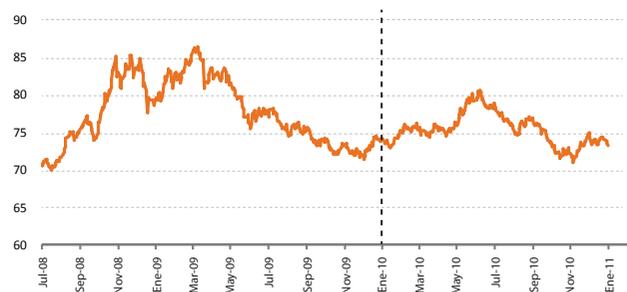
El optimismo por parte de los agentes económicos sobre la recuperación económica y la paulatina normalización de los mercados de crédito motivó a la Reserva Federal (FED) al retiro gradual del estímulo monetario. Por ejemplo, en febrero de 2010 amplió el *spread* entre la tasa de redescuento y la tasa de fondos federales desde 25 puntos básicos (pb) hasta 50pb. Posteriormente, disminuyó el plazo de préstamos al sistema bancario desde 90 días a uno y permitió el cierre de las ventanillas orientadas a facilitar el normal funcionamiento de los distintos mercados de crédito.<sup>2</sup>

No obstante la política de estímulo, el mercado laboral permaneció rígido y la tasa de desempleo se mantuvo por encima del 9% a lo largo de la gestión. Con objeto de apuntalar la reactivación económica y el empleo, el FED amplió el estímulo monetario a través de la compra de títulos del Tesoro norteamericano, medida que depreció el dólar durante la segunda mitad del año frente a sus principales cruces (Gráfico I.2). En el ámbito fiscal, se amplió el seguro de desempleo, la exención tributaria para distintos niveles de ingreso y se disminuyó el impuesto para la seguridad social, creando los incentivos para la creación de puestos de trabajo.

De manera consistente con el comportamiento del mercado laboral, la baja tasa de utilización de la capacidad instalada<sup>3</sup>, la variación anual del índice de precios al consumidor (en torno al 0,1%) y con las expectativas de inflación acotadas, el FED mantuvo su tasa de referencia en mínimos históricos (entre 0% y 0,25%).

Los problemas de solvencia y sostenibilidad fiscal de los países de la periferia de Europa frenaron la recuperación de la Zona del Euro. El crecimiento económico de la región se ralentizó hacia mediados de año y se estima cerró 2010 con una variación anual de

Gráfico I.2. Evolución del USTW\$\*/



FUENTE:

ELABORACION:  
NOTA:

Bloomberg

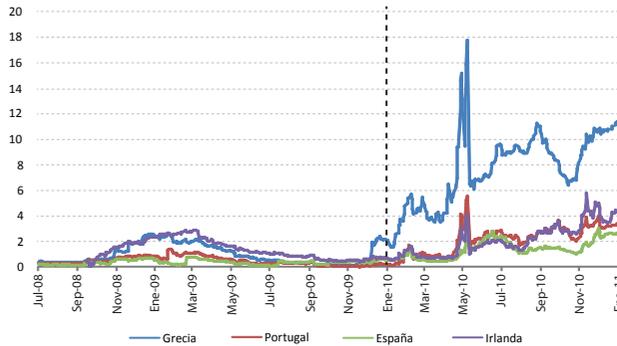
BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

\*/ USTW\$ (U.S. Trade Weighted Major Dollar Index, por sus siglas en inglés). Índice del dólar ponderado por el comercio de Estados Unidos con Australia, Canadá, Japón, Suecia, Suiza, Reino Unido y Zona Euro.

<sup>2</sup> Term Auction Facility (TAF), Term Asset-Backed Securities Loan Portfolio Facility (TALF), Term Commercial Mortgage-Backed Securities, Primary Dealer Credit, Money Market Mutual Fund Credit, Commercial Paper Market y Asset-Backed Securities Market Facilities.

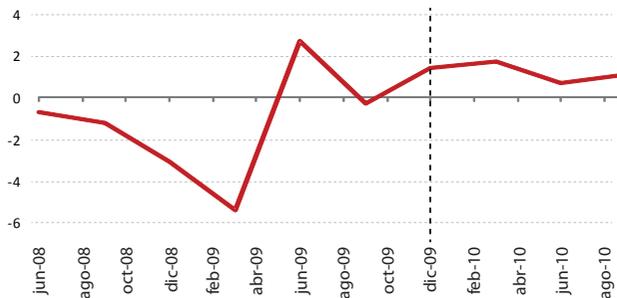
<sup>3</sup> En 2007 ésta fue de 80%, mientras que en 2009 y 2010 se mantuvo alrededor del 70%.

**Gráfico I.3. Spread de la deuda soberana de 2 años respecto a Alemania (Porcentaje)**



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico I.4. Crecimiento del PIB de Japón. Trimestre anualizado (En porcentaje)**



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

1,8%. La actividad económica de Alemania se mantuvo como motor de la región con una tasa esperada de 3,6% en 2010. En contraste, Grecia e Irlanda habrían decrecido en 4,2% y 0.2%, respectivamente.

En una primera instancia, la reducción de la calificación de riesgo crediticio de Grecia (de BBB+ a BBB-, con perspectiva negativa) alimentó el temor de una crisis financiera generalizada en la región. La política de ajuste fiscal implementada por sus autoridades, así como el plan de asistencia a países con problemas para refinanciar su deuda implementado por los ministerios de finanzas de la Zona, la Comisión Europea, los bancos centrales y el FMI, permitieron contener la pérdida de confianza.<sup>4</sup> Empero, hacia finales de la gestión, la aversión al riesgo retornó debido a los problemas en las finanzas públicas de Irlanda, Portugal y España. La calificación de riesgo crediticio del primero se redujo en dos oportunidades (desde AA- hasta BBB+). Por su parte, la calificación de Portugal y España se revisó a la baja de AA a A+ y de AAA a AA+, respectivamente.

Esta situación incrementó el *spread* respecto al bono alemán, considerado el de menor riesgo de la Zona Euro y utilizado como referencia. En el caso de España, la desconfianza en su economía incrementó el *spread* a máximos históricos (Gráfico I.3). Situación similar ocurrió con los bonos de Portugal, cuya tasa de rendimiento fue cinco veces mayor a la que existía a comienzos de año.

En Japón, las tasas de crecimiento anualizadas del PIB reflejan, de igual manera, la ralentización de la actividad económica en el año. Empero, ésta habría repuntado al final de 2010 (4,3%). La desaceleración de mediados de año se debería a la apreciación de su moneda y al consecuente impacto sobre su sector exportador (Gráfico I.4). Sin embargo, el estímulo fiscal y el repunte en el comercio mundial habrían coadyuvado con la recuperación de finales de año. A diferencia de otras economías avanzadas, el riesgo de deflación estuvo presente a lo largo de la gestión.

La actividad económica en las economías emergentes y en desarrollo mantuvo su impulso a lo largo de la gestión e incluso superó las tasas observadas en periodos previos a la crisis. El crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo habría alcanzado 7,1% en

<sup>4</sup> El paquete ascendió a €750 mil millones y consistió en €440 mil millones en garantías de estados de la Eurozona, €60 mil millones para un Fondo de Estabilización de ayuda a las economías en problemas y €250 mil millones aportados por el FMI. Posteriormente, las autoridades crearon un mecanismo adicional con capacidad de €440 mil millones, cuyo objetivo fue emitir deuda en el mercado para proveer apoyo a países miembros.

2010, impulsado por las exportaciones y la fortaleza de la demanda interna. China, por ejemplo, registró tasas de crecimiento superiores a 9% durante los primeros meses, mismas que se moderaron en la segunda mitad del año (Gráfico I.5). El estímulo fiscal y la fuerte expansión del crédito dieron soporte a la demanda interna. Sin embargo, el incremento en los precios motivó a las autoridades de ese país a frenar el impulso monetario.

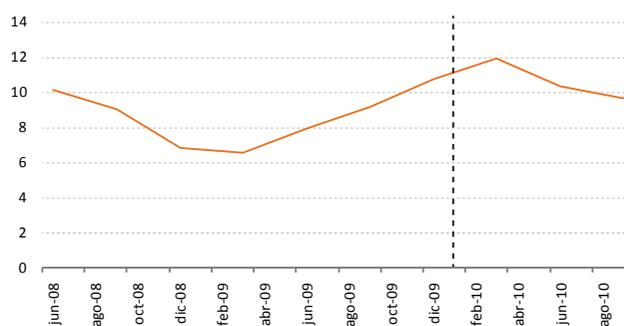
En efecto, el Banco Central de China, además de aplicar una política monetaria contractiva con incrementos en sus tipos de interés, incrementó su encaje legal con el objetivo de reducir la presión sobre el nivel de precios, toda vez que la inflación llegó al 4,6% en diciembre de 2010.<sup>5</sup> En este contexto, la exigencia de reservas de los bancos se incrementó hasta el 19% y se demandó a los bancos comerciales más grandes, un incremento adicional. La fortaleza económica de China, así como su solvencia fiscal y la efectividad de la política monetaria, llevaron a Moody's a revisar al alza su calificación de riesgo desde A1 hasta Aa3.

Las economías latinoamericanas crecieron a tasas cercanas al 7%. En la región, durante los últimos dos años se aplicaron políticas contracíclicas por lo que la percepción de riesgo sobre sus principales economías permaneció estable, en niveles bajos y similares a los que se tuvo previo a la crisis financiera (Gráfico I.6).

La solidez de los fundamentos macroeconómicos de las economías latinoamericanas, junto a la liquidez internacional, ocasionó un aumento de las entradas de capital. Este flujo apreció las monedas y estimuló al alza los mercados de acciones. Las plazas que tuvieron el mejor comportamiento fueron Perú y Chile, las cuales crecieron 55% y 44%, respectivamente (Gráfico I.7). Cabe destacar que, la tendencia hacia la apreciación de las monedas de la región frente al dólar y la valorización de los activos financieros, podrían formar burbujas financieras en los precios de estos instrumentos, las cuales se frenarían en la medida que los bancos centrales de las economías desarrolladas disminuyan la liquidez y los *spreads* de tasas de interés se reduzcan. En este contexto, surgieron especulaciones en torno a una posible "guerra de divisas", marcada por la intervención de los hacedores de política económica de cada país en sus mercados cambiarios para frenar las apreciaciones de sus monedas.

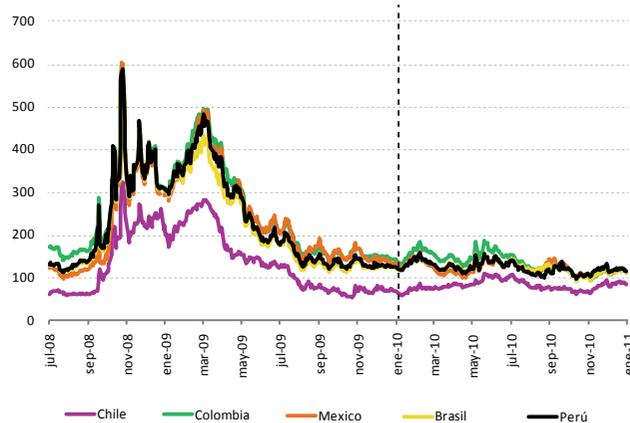
Brasil registró un robusto crecimiento durante el año, el mismo que se estima en 7,5% para finales de 2010. El riesgo de sobrecalentamiento de la economía,

**Gráfico I.5. Crecimiento del PIB de China.**  
Trimestre anualizado  
(En porcentaje)



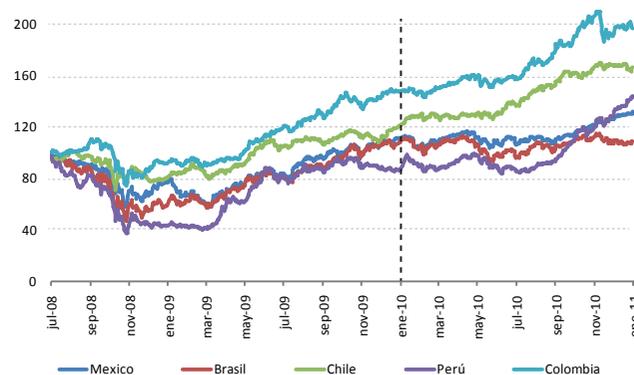
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico I.6. Credit Default Swaps (CDS) a 5 años**  
en países seleccionados de Latinoamérica  
(Puntos básicos)



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico I.7. Índices accionarios de países seleccionados**  
de Latinoamérica



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

<sup>5</sup> En 2009, la tasa de inflación fue de 1,9%.

materializado en una tasa de inflación que se incrementó desde 4,3% en diciembre de 2009 a 5,9% a finales de 2010, motivó a la autoridad monetaria a incrementar la tasa de interés de referencia en 200pb en ese período.

El Banco Central de Brasil intervino el mercado de cambios comprando dólares a lo largo del año y acumulando reservas, para evitar una mayor apreciación del Real, que ganó aproximadamente 4,5% respecto al dólar. Adicionalmente y con el mismo objetivo, las autoridades brasileras recurrieron a impuestos a las inversiones extranjeras en instrumentos de renta fija y en el mercado de futuros, así como la fijación de márgenes de garantía intradía para derivados de divisas.

El crecimiento económico del Perú sería el mayor de la región con tasas de crecimiento superiores al 8%. El impulso provino tanto de la demanda interna como externa, en un contexto de bajas tasas de inflación. En efecto, la variación interanual del índice de precios al consumidor fue de 1,5% en promedio a lo largo de 2010. Esto motivó al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) a mantener fija su tasa de referencia hasta mediados de año, mes a partir del cual ésta se incrementó en 175pb, con objeto de contener las expectativas de inflación.<sup>6</sup> En la gestión, el Nuevo Sol se apreció en 2,8% y se estima que el crecimiento económico habría cerrado el año en 8,4%.

De igual manera, la economía chilena continuó su expansión a lo largo del año y se espera cierre la gestión con 5,4%. El repunte de la actividad económica se debe a la robusta demanda doméstica y el crecimiento del sector externo, debido principalmente al elevado precio del cobre. Pese al importante flujo de capitales y la apreciación del Peso Chileno (7,8%), el Banco Central no intervino el mercado cambiario debido a que el tipo de cambio se encontraba en la proximidad de sus fundamentos de largo plazo, durante gran parte de la gestión.

El consumo privado impulsado por la mayor confianza de los consumidores y el aumento de los ingresos explica el crecimiento de la actividad económica de Argentina estimado en 9% para 2010. Por el lado de la oferta, el repunte se explica por el desempeño favorable del sector industrial. Las presiones inflacionarias fueron razón de alerta para las autoridades, ya que la tasa oficial anualizada de inflación alcanzó 10,9% al cierre de 2010. En el mercado de cambios, la demanda

---

<sup>6</sup> La Tasa de Referencia del BCRP cerró la gestión en 3%.

de divisas en el mercado mayorista y las compras del Banco Central, en el marco de la política de acumulación precautoria de reservas internacionales, explican la depreciación de 4,8% del Peso Argentino.

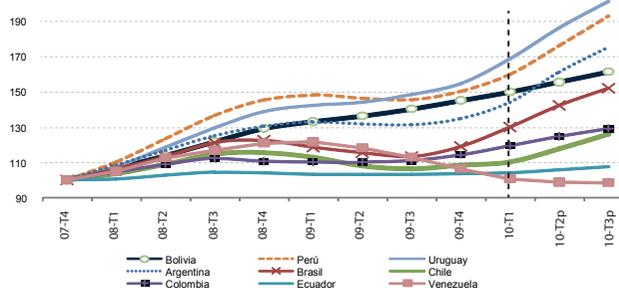
## I.2 CONTEXTO NACIONAL<sup>7</sup>

El PIB creció a una tasa acumulada de 3,8% al tercer trimestre de 2010 y se estima cierre la gestión con una variación anual en torno al 4,2%. Durante este año, la actividad económica continuó creciendo a tasas sostenidas y sin las oscilaciones observadas en las economías de la región (Gráfico I.8), pese a los efectos de la crisis económica y financiera.

La expansión del PIB se explica principalmente por la contribución de la industria manufacturera, el sector del transporte, servicios financieros y las exportaciones de gas a Brasil (Cuadro I.1). Al interior de la industria manufacturera, destaca la producción de cemento impulsada por el crecimiento del sector de la construcción. El desempeño del sector transporte se vio favorecido por el mayor flujo aéreo de pasajeros y de carga, mientras que la contribución de los servicios financieros<sup>8</sup> se originó en el aporte de la producción principal (comisiones y operaciones de cambio) del sistema bancario y la producción imputada (intereses recibidos menos intereses pagados) del sector, en un contexto de mayor intermediación. En efecto, la cartera del sistema financiero creció 19,3% hasta alcanzar los Bs48.993 millones, mientras que los depósitos en 6,9%, cerrando la gestión en Bs61.898 millones. La contribución de las actividades extractivas fue marginal. La baja incidencia del sector agropecuario se debería a factores climáticos adversos, mientras que el retroceso de la minería se explica por el menor aporte de proyectos de gran escala.

Por el lado del gasto, el crecimiento fue impulsado por la demanda interna, apuntalada por la dinámica del consumo e inversión privada y la inversión pública en salud, educación e infraestructura. La demanda externa tuvo una contribución negativa (Cuadro I.2).

**Gráfico I.8. Crecimiento económico de países de Latinoamérica**  
(Índice 2007 T4=100)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: (p) preliminar.

**Cuadro I.1: Crecimiento e incidencias por actividad económica**  
(En porcentajes)

	Crecimiento		Incidencias	
	T3-09p	T3-10p	T3-09p	T3-10p
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>
Impuestos Indirectos	-6,5	4,6	-0,6	0,4
<b>PIB a precios básicos</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	4,2	1,1	0,6	0,2
Petróleo crudo y gas natural	-11,9	10,3	-0,8	0,6
Minerales metálicos y no metálicos	11,1	-3,7	0,7	-0,3
Industria manufacturera	4,6	3,2	0,8	0,5
Electricidad, gas y agua	5,7	6,5	0,1	0,1
Construcción	9,1	8,6	0,2	0,2
Comercio	4,4	4,1	0,4	0,3
Transporte y comunicaciones	5,7	6,8	0,6	0,7
Servicios financieros	4,0	5,0	0,5	0,6
Servicios de la administración pública	5,8	3,5	0,5	0,3
Otros servicios	2,8	3,2	0,2	0,2
Servicios bancarios imputados	5,7	5,7	-0,2	-0,2
PIB act. extractivas	-0,6	2,6	-0,1	0,3
PIB actividades no extractivas	3,4	3,9	3,0	3,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
(p) Cifras preliminares.

**Cuadro I.2: Crecimiento e incidencias por tipo de gasto**  
(En porcentajes)

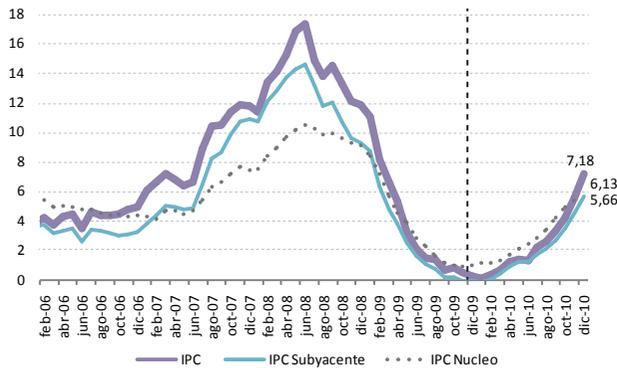
	Crecimiento		Incidencia	
	T3-09p	T3-10p	T3-09p	T3-10p
<b>PIB</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>
<b>Consumo</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>
Público	3,8	3,4	0,4	0,4
Privado	3,3	4,0	2,2	2,8
<b>Inversión</b>	<b>1,2</b>	<b>8,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>
FBKF	-2,3	9,9	-0,3	1,4
<b>Exportaciones netas</b>	<b>2,1</b>	<b>-39,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>
Exportaciones	-14,5	7,4	-5,2	2,2
Importaciones	-15,6	11,1	-5,3	3,1
<b>Demanda interna</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

<sup>7</sup> Informe de Política Monetaria, Enero de 2011

<sup>8</sup> Los servicios financieros son otorgados por el Sistema Bancario, el Sistema Mutual de Ahorro y Préstamo, Cooperativas de Ahorro y Préstamo, Fondos Financieros Privados, Otras instituciones Financieras y Compañías de Seguros. Estas instituciones realizan una producción principal, secundaria e imputada.

**Gráfico I.9. Inflación anual, acumulada y mensual**  
(Porcentajes)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Cuadro I.3: Exportaciones de bienes**  
(En millones de dólares)

DESCRIPCIÓN	Enero - Noviembre			Var. (%)	
	2008	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	ene-nov 10/ ene-nov 09	ene-nov 09/ ene-nov 08
Minerales	1.823,1	1.648,0	2.133,2	29,4	-9,6
Hidrocarburos	3.208,2	1.949,5	2.713,9	39,2	-39,2
Gas natural	2.858,0	1.828,3	2.461,4	34,6	-36,0
No tradicionales	1.125,6	1.101,8	1.238,1	12,4	-2,1
Otros bienes	382,4	282,7	250,5	-11,4	-26,1
Total Exportaciones CIF	6.539,4	4.981,9	6.335,6	27,2	-23,8
Total Exportaciones FOB	6.038,8	4.508,2	5.753,0	27,6	-25,3

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

La inflación –medida a través del Índice de Precios al Consumidor– cerró la gestión con una variación anual de 7,2%. Otras medidas a las que hace seguimiento el BCB, como la inflación subyacente y de núcleo, finalizaron la gestión con variaciones de 5,7% y 6,1%, respectivamente (Gráfico I.9).<sup>9</sup> El incremento de precios del segundo semestre estuvo explicado principalmente por el alza de los precios internacionales (alimentos) y la presencia de factores climáticos adversos que afectaron la oferta de algunos productos agropecuarios. La variación en los precios fue amplificada por prácticas especulativas en la cadena de intermediación que incidieron en las expectativas de inflación. Adicionalmente, la inflación del mes de diciembre (1,8%) estuvo explicada, entre otros, por la nivelación transitoria de los precios de los principales combustibles en el mercado interno.

Durante gran parte de 2010, el tipo de cambio permaneció estable con el objeto de mantener ancladas las expectativas sobre su evolución, en un entorno de incertidumbre a nivel mundial. Esta política contribuyó a moderar la demanda de divisas y las transferencias al exterior. Sin embargo, ante el repunte de la inflación importada en el segundo semestre, originada en el incremento de la inflación y la apreciación de las monedas de nuestros principales socios comerciales, el BCB apreció gradualmente la moneda nacional desde Bs7,07 por dólar para la venta en noviembre hasta Bs7,04 al cierre de 2010. Esta medida permitió importantes avances en el proceso de bolivianización y en la acumulación de Reservas Internacionales del BCB.

Con datos preliminares a noviembre de 2010, el superávit de la cuenta corriente (3,6% del PIB anual estimado) se debió principalmente al crecimiento de las exportaciones en mayor proporción que las importaciones. Las ventas al exterior FOB totalizaron \$us5.753 millones y fueron favorecidas principalmente por mejores precios, siendo el sector de hidrocarburos el que mostró mayor crecimiento, seguido de minerales y productos no tradicionales (Cuadro I.3).

<sup>9</sup> La inflación subyacente excluye mensualmente los diez productos más volátiles y los que son clasificados como artículos estacionales. La inflación de núcleo, los productos perecederos (y algunos no perecederos pero volátiles), regulados indexados y los relacionados con el transporte público.

Para el mismo período, las importaciones CIF alcanzaron \$us4.807 millones, registrando una variación positiva de 19,5% (Cuadro I.4). Aproximadamente 78% del valor importado correspondió a bienes intermedios y de capital, destinados principalmente a la industria y a la agricultura.

En el período enero-noviembre de 2010, en la medida que el valor de las exportaciones superó al de las importaciones, se obtuvo una balanza comercial superavitaria de \$us946 millones. Este saldo positivo fue un 94,5% superior al registrado en el mismo período de 2009. De este modo, la balanza comercial contribuyó a que se obtengan saldos favorables en la cuenta corriente de la balanza de pagos por séptimo año consecutivo, resultado que se reflejó en las reservas internacionales netas, cuyo saldo al 31 de diciembre de 2010 fue de \$us9.730 millones, equivalente a 20 meses de importación.

Información preliminar a diciembre, indica que el Sector Público no Financiero terminó la gestión con un superávit estimado de 2% del PIB.<sup>10</sup> El impulso del precio del gas, las mayores nominaciones de las ventas al Brasil y las mayores recaudaciones tuvieron impacto sobre los ingresos. Por su parte, la expansión del gasto se mantuvo controlada, priorizando aquel orientado a inversión pública y programas de protección social.

**Cuadro I.4: Importaciones de bienes**  
(En millones de dólares)

DESCRIPCIÓN	Enero - Noviembre			Var. (%)	
	2008	2009 <sup>p</sup>	2010 <sup>p</sup>	ene-nov 10/ ene-nov 09	ene-nov 09/ ene-nov 08
Bienes de consumo	1.018,5	799,6	1.000,7	25,2	-21,5
Bienes intermedios	2.380,8	2.063,5	2.445,0	18,5	-13,3
Bienes de capital	1.197,8	1.099,1	1.306,6	18,9	-8,2
Diversos	65,5	59,6	54,4	-8,6	-9,0
<b>Total Importaciones CIF</b>	<b>4.662,7</b>	<b>4.021,7</b>	<b>4.806,8</b>	<b>19,5</b>	<b>-13,7</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
NOTA: (p) Cifras preliminares.

<sup>10</sup> Cifras preliminares.

## II. Las OMA del BCB y las operaciones con valores para fines de política fiscal

*Durante gran parte de 2010, el BCB moderó gradualmente el impulso monetario iniciado hacia finales de 2008 orientado a atenuar los efectos de la crisis internacional sobre la demanda interna. Debido a la aceleración de la inflación y su impacto en las expectativas sobre el nivel de precios, a partir del tercer trimestre adoptó una política contractiva.*

*Favorecido por las condiciones en el mercado local, el TGN orientó sus colocaciones hacia el largo plazo y la moneda nacional. De esta manera, redujo su riesgo de refinanciamiento y el costo de su deuda, impulsando a la vez la profundización del mercado financiero.*

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) del BCB constituyen el instrumento indirecto más importante de la política monetaria. Comprenden la compra y venta (definitiva o en reporto) de valores públicos, con el propósito de expandir o contraer la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía. El ente emisor administra también las emisiones de valores públicos que realiza el Tesoro General de la Nación (TGN) con fines de política fiscal. En una primera instancia, cuando los recursos captados permanecen depositados en el BCB, su efecto sobre la cantidad de dinero es similar al de las OMA. Sin embargo, en la medida que se destinan a financiar el gasto público, la contracción en la cantidad de dinero se revierte y la oferta monetaria queda inalterada. Otra particularidad de estas emisiones es que las mismas se concentran generalmente en el mediano y largo plazo, en contraste con las del BCB que se orientan al corto plazo.

## II.1 LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS OMA DEL BCB

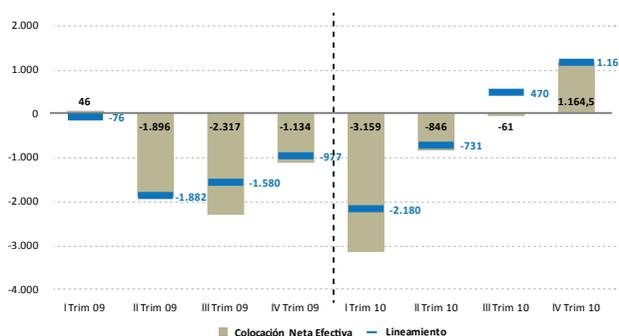
El Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos para las OMA en función a las metas del Programa Monetario y al desempeño estimado de la economía. Con base a éstos y al pronóstico de la liquidez del sistema financiero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) semanalmente establece montos, plazos y denominación de la oferta de valores públicos, así como también las tasas premio base y montos disponibles para operaciones de reporto. El Comité lo conforman autoridades ejecutivas del BCB.<sup>11</sup>

En la gestión 2010, el Programa Monetario aprobado por el Directorio del BCB contempló la moderación gradual del impulso monetario iniciado hacia finales de 2008 orientado a atenuar los efectos de la crisis internacional sobre la demanda interna. El lineamiento anual para las OMA consistió en una inyección neta de recursos menor a la efectuada en 2009, con la particularidad de que en los primeros dos trimestres ésta disminuye, y en los dos últimos se realizan colocaciones netas (Gráfico II.1).<sup>12</sup>

Durante los primeros meses del año, el BCB mantuvo el impulso monetario con objeto de apoyar el crecimiento en ausencia de presiones inflacionarias. En este período, si bien el incremento en la frecuencia de subastas duplicó la oferta de valores, el volumen de vencimientos permitió una inyección de recursos mayor a la del cuarto trimestre de 2009.<sup>13</sup>

Posteriormente, el incremento en la oferta de valores relativo a los vencimientos permitió una inyección de recursos paulatinamente menor entre el segundo y tercer trimestre. La subasta semanal de valores de regulación monetaria en moneda nacional (MN) se amplió gradualmente desde marzo de Bs90 millones a Bs170 millones en agosto. Factores como la recuperación de los precios de los productos básicos de exportación, el incremento mundial de los precios de los alimentos y la elevada liquidez del sistema

**Gráfico II.1. Lineamientos y Colocación Efectiva de OMA**  
(Millones de Bolivianos)



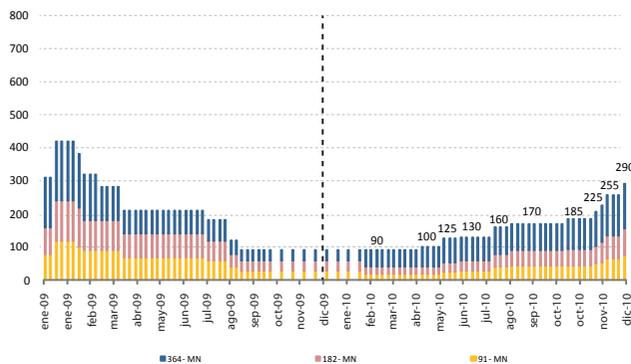
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

11 El Presidente, Gerente General, Asesor Principal de Política Económica, Gerente de Operaciones Monetarias y el Subgerente de Operaciones de Mercado Abierto. Los Directores participan como invitados.

12 La inyección (o redención) neta de recursos implica que los vencimientos de valores son mayores a las colocaciones. La situación contraria (vencimientos menores a las colocaciones) se denomina contracción o colocación neta.

13 Es importante señalar que del 7/10/2009 al 27/01/2010 el COMA determinó una frecuencia bisemanal para la subasta pública de valores de regulación monetaria, lo que implicó una reducción de la oferta mensual durante ese período.

**Gráfico II.2. Oferta de Valores de Regulación Monetaria**  
(Millones de moneda de origen)



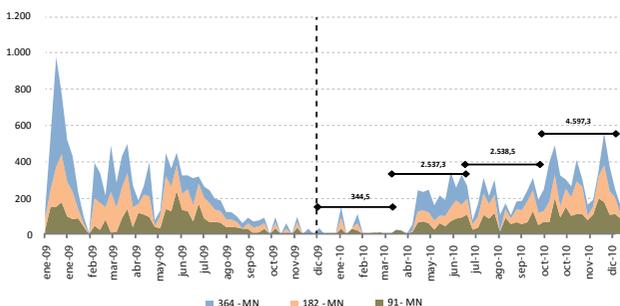
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Cuadro II.1: Variación en la subasta semanal de letras de regulación monetaria**  
(Millones de moneda de origen)

	Moneda Nacional			Variación Trimestral	MN - UFV	ME
	91 días	182 días	364 días		364 días	91 días
<b>I Trim 10</b>	-10	-10	+20	0	-10	0
<b>II Trim 10</b>	+10	+10	+20	+40	-9	0
<b>III Trim 10</b>	+15	+15	+10	+40	0	0
<b>IV Trim 10</b>	+30	+35	+55	+120	0	0
<b>Total 2010</b>	+45	+50	+105	+200	-19	0

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
NOTA: MN-UFV: Moneda nacional indexada a la Unidad de Fomento de Vivienda.  
En cada plazo y denominación se considera la última oferta semanal del trimestre.

**Gráfico II.3. Demanda efectiva de Valores de Regulación Monetaria**  
(Millones de moneda de origen)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

financiero –que podría dar un mayor soporte al robusto crecimiento de la demanda de crédito– determinaron la necesidad de normalizar las condiciones monetarias internas.

Entre agosto y diciembre, la aceleración de la inflación y su impacto en las expectativas sobre la evolución del nivel de precios, indujo al ente emisor a fijar una oferta sistemáticamente mayor a los vencimientos, lo cual le permitió retirar liquidez del sistema financiero. En este período, la subasta semanal de valores se incrementó desde Bs170 millones hasta Bs290 millones (Gráfico II.2)

La oferta de valores a 364 días plazo en MN se incrementó en mayor proporción que la de 91 y 182 días (Cuadro II.1). Esta recomposición permitió al BCB crear las condiciones necesarias para realizar colocaciones netas los siguientes trimestres y estructurar un perfil de vencimientos relativamente uniforme para 2011.

El BCB continuó con la política de reducir la oferta de valores en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) iniciada en 2008. La última subasta de títulos ofertó UFV1 millón, mostrando una caída de UFV19 millones respecto a similar periodo de 2009. El ente emisor mantiene esta oferta simbólica con objeto de señalar el mercado y obtener información sobre las expectativas de inflación presentes en el mercado financiero. La oferta de letras en moneda extranjera (ME) se mantuvo en su mínimo de \$us100 mil, con el propósito de marcar precios en este mercado.

La demanda de valores de regulación monetaria respondió al incremento en la tasas de interés. Durante los primeros meses del año la demanda fue débil, en un contexto de tasas de rendimiento cercanas a cero. Sin embargo, a partir del segundo trimestre, ésta se fortaleció en línea con la decisión del COMA de incrementar gradualmente la oferta de títulos y validar alzas en las tasas de interés. En este sentido, la demanda efectiva creció desde Bs344,5 millones en el primer trimestre hasta Bs4.597,3 millones en el último trimestre del año (Gráfico II.3).

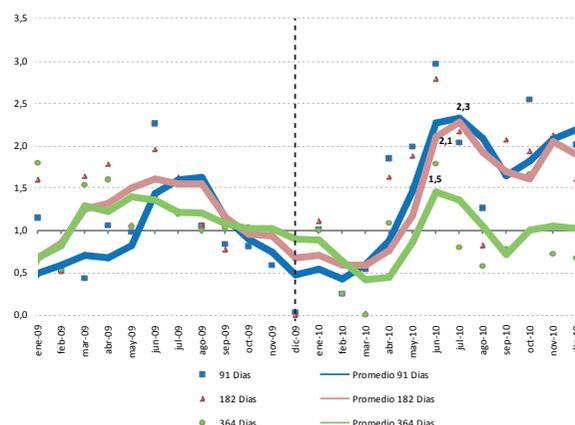
Las letras a 91 días plazo fueron las que tuvieron mayor demanda a lo largo de 2010, con lo que el plazo promedio del saldo de colocaciones netas disminuyó de 116 a 113 semanas. Los bajos rendimientos y la expectativa de futuros incrementos en las tasas en el mercado primario indujeron a los inversionistas institucionales a mantener una posición larga en valores de corto plazo.

El ratio *bid-to-ask* en MN para valores a 91 días plazo se mantuvo en niveles superiores a los de 182 y 364 días (Gráfico II.4). En promedio, la demanda de valores a 91 días fue de hasta 2,3 veces la oferta. Para los títulos a 182 y 364 días plazo, esta relación alcanzó a 2,1 y 1,5 respectivamente.

El apetito por valores en UFV creció durante toda la gestión, llegando su demanda a representar hasta 11,8 veces la oferta en diciembre. Estuvo motivado por el mayor rendimiento nominal ofrecido por el BCB (0,001%) relativo a aquellos encontrados en el mercado de reportos en la Bolsa Boliviana de Valores (-3.93%) y por el mayor retorno esperado a vencimiento, dada la indexación de estos valores a la inflación (Gráfico II.5).<sup>14, 15</sup>

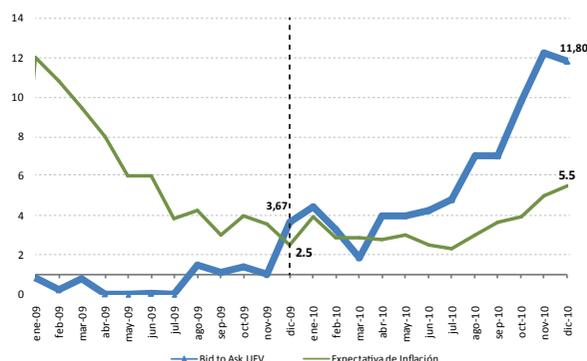
La colocación de valores guardó coherencia con las directrices del Programa Monetario y con los lineamientos trimestrales que establecían un incremento gradual de la oferta de valores. Las adjudicaciones fueron reducidas durante los primeros meses. Empero, a partir del segundo trimestre, se ampliaron de manera continua, con lo que se validaron incrementos graduales en las tasas del mercado primario. El volumen de colocaciones en títulos a 364 días plazo implicó un importante desplazamiento en la cantidad de vencimientos hacia 2011 (Gráfico II.6).

**Gráfico II.4. Ratio de demanda efectiva a Oferta de Valores de Regulación Monetaria en MN**



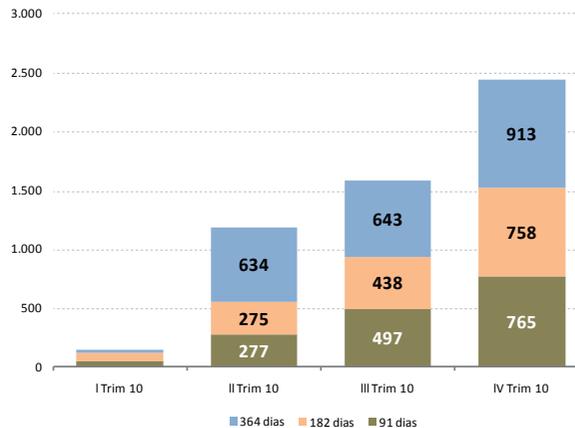
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
 NOTA: El promedio corresponde a una media móvil de tres meses.

**Gráfico II.5. Ratio de demanda efectiva a oferta de valores de regulación monetaria en UFV**



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
 NOTA: A partir de la subasta 26, debido a la gran cantidad demandada y pujas idénticas, se considera como demanda efectiva al número de entidades participantes por subasta.

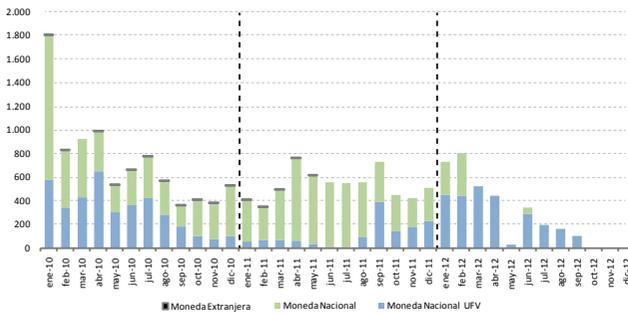
**Gráfico II.6. Colocación bruta de letras de regulación monetaria por plazo (Millones de Bolivianos)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

14 La elevada demanda de las instituciones financieras y la característica competitiva de la subasta, permitieron que el precio en el mercado primario llegase a su máximo permitido (UFV999,99).  
 15 El número de posturas en las subastas 46, 48, 49 y 50 implicó un factor de prorrato menor a 0,5 (0 después del redondeo), por lo que no se efectuó la adjudicación de valores públicos.

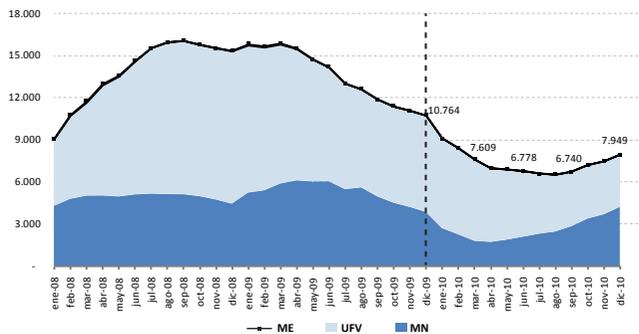
**Gráfico II.7. Vencimientos BCB por Trimestre**  
(Millones de Bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
 NOTA: Se contemplan colocaciones de títulos hasta el 4 de enero de 2011.

El volumen total de vencimientos en 2010 fue Bs8.608 millones, de los cuales una quinta parte (21%) se concentró en el primer mes del año.<sup>16</sup> Por denominación, 57,8% de este flujo correspondió a vencimientos en MN, 41,9% en UFV y tan sólo 0,22% a ME. Los flujos de vencimientos en UFV en 2010 y 2012, reflejan el esfuerzo realizado por el BCB entre 2007 y 2008 para controlar la inflación (Gráfico II.7). Finalmente, destaca también el perfil de vencimientos para la gestión 2011, el mismo que presenta un nivel relativamente uniforme y reducido, que favorece la planificación de la política monetaria en un escenario de contracción de la liquidez.

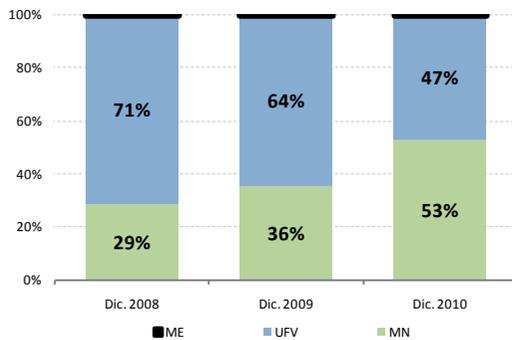
**Gráfico II.8. Saldo de valores de regulación monetaria**  
(Millones de Bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

La evolución del saldo de valores refleja la gradualidad en la reducción del impulso monetario y el posterior cambio de orientación hacia los últimos meses del año. En efecto, el saldo de valores de regulación monetaria que había disminuido en Bs3.155 millones el primer trimestre y Bs831 millones el segundo, se redujo adicionalmente en Bs38 millones el tercer trimestre, alcanzando su mínimo de Bs6.412 millones la segunda semana de agosto. A partir de esta fecha, el saldo de colocaciones netas aumentó sostenidamente para finalizar la gestión con Bs7.949. En términos anuales, la reducción de las colocaciones netas alcanzó Bs2.815 millones, 26% con respecto al saldo de diciembre 2009 (Gráfico II.8).<sup>17</sup>

**Gráfico II.9. Saldo BCB por denominación**  
(Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Debido a la reducción de la oferta de valores en UFV y sus vencimientos, el análisis del saldo por denominación muestra que las colocaciones en MN ganaron espacio durante las últimas gestiones. En efecto, el saldo de colocaciones en esta denominación creció hasta 53% a finales de 2010. En línea con la política de remonetización, el porcentaje de dolarización del saldo de colocaciones netas del BCB se encuentra cercano a cero (0,06%) al final de la gestión 2010 (Gráfico II.9).

16 El plazo promedio de vencimientos para valores del BCB cerró el año en 40 semanas, nivel inferior en 7 semanas al de diciembre de 2009. Este resultado se explica por las adjudicaciones de valores a corto plazo y por el importante flujo de vencimientos de bonos a dos años, colocados hasta el tercer trimestre de 2008.

17 El saldo incluye las colocaciones realizadas a través del mecanismo de Venta Directa.

Tomando en cuenta los valores emitidos por el BCB y las posteriores transacciones realizadas con estos instrumentos en el mercado secundario, al cierre de la gestión 2010 se identifican 60 tenedores de valores públicos, distribuidos entre bancos, mutuales, agencias de bolsa, fondos de inversión, administradoras de fondos de pensiones y otras entidades.

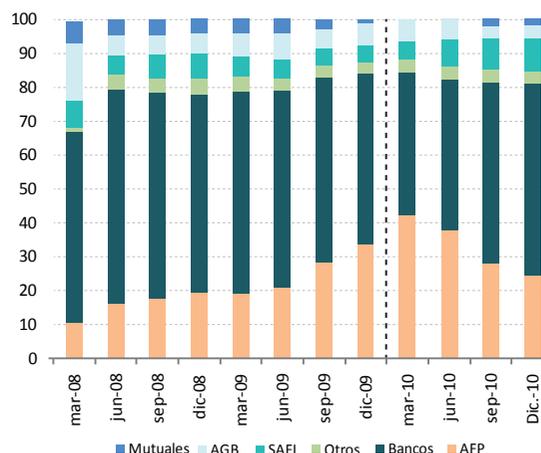
Al igual que en gestiones anteriores, los bancos se constituyeron en los principales tenedores de valores públicos. Cuentan con un 57% del saldo total, mientras que las AFP tienen el 24% de éste. Las agencias de bolsa (cartera propia) redujeron su participación a un 4%, al igual que las mutuales que actualmente poseen un 3% del saldo. Los fondos de inversión, junto con las personas naturales y jurídicas (OMA directas) y otros mantienen el 12% restante (Gráfico II.10).

Durante 2010, la tenencia de valores de regulación monetaria por parte de los Bancos se incrementó de 50% a 57%. Este comportamiento se debió a la mayor demanda de estas instituciones, que motivados por una normalización en las tasas de interés del BCB incrementaron paulatinamente su demanda.

Como corolario, cabe destacar que la gradualidad en la reducción del impulso monetario iniciado a finales de 2008 y el cambio en la orientación de la política monetaria se reflejan también en la variación trimestral del saldo de colocaciones netas. A partir del último trimestre de 2008, el BCB dejó de ser contractivo e inició un periodo en el cual inyectó recursos a la economía con el objeto de impulsar el crédito, la inversión y la demanda agregada. Durante el segundo y tercer trimestre de 2010, modera gradualmente su orientación expansiva. El último trimestre de la gestión el ente emisor asumió una posición contractiva con objeto de atenuar las presiones inflacionarias (Gráfico II.11).

La política monetaria contracíclica modificó la estructura temporal de tasas de interés, aunque, la autoridad monetaria cuidó que el alza en las tasas no entorpezca el crecimiento del crédito. En ese sentido, si bien el BCB incrementó la oferta de sus títulos paulatinamente, la respuesta de las tasas se vio reducida por la liquidez presente en el mercado monetario, la misma que indujo a una mayor puja entre los participantes de la subasta.

**Gráfico II.10. Saldo BCB por tenedor (Porcentaje)**



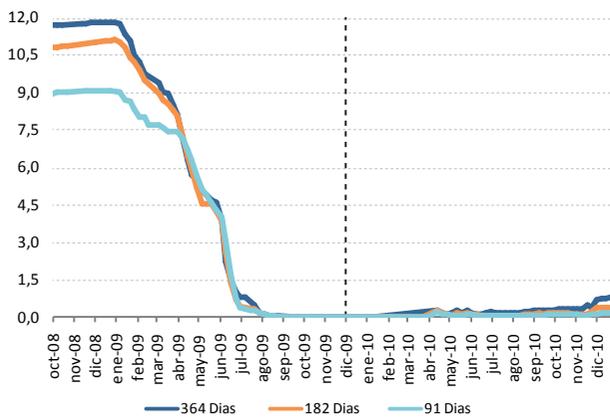
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico II.11. Colocaciones Netas mediante OMA (Tasa de variación Trimestral)**



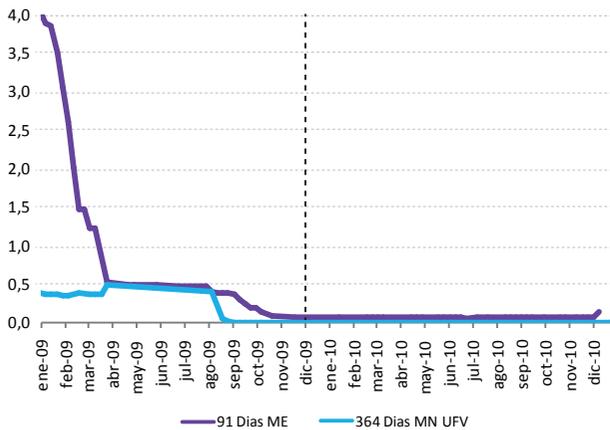
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico II.12. Tasas de adjudicación de valores**  
(MN, Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico II.13. Tasas de adjudicación de valores**  
(ME y MN-UFV, Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

En ese escenario, los rendimientos de las letras de regulación monetaria mostraron incrementos graduales recién al finalizar la gestión. De esa forma, la TEA a 91 días en MN culminó la gestión en 0,15%, mostrando un ascenso de 15pb con relación al nivel observado en diciembre de 2009. De igual manera, la TEA de valores a 182 y 364 días aumentó en 39pb y 80pb, respectivamente (Gráfico II.12).

La tasa de rendimiento en ME, se mantuvo estable con ligeros incrementos, coadyuvando de esta manera con la política de bolivianización de la economía. La tasa de valores en UFV no cambió durante toda la gestión, pese al brusco ascenso en la demanda originada por el mejor rendimiento relativo de los valores del BCB en relación al resto del mercado monetario (Gráfico II.13).

## II.2 OPERACIONES CON VALORES EMITIDOS POR EL TGN PARA FINES DE POLÍTICA FISCAL

En cumplimiento de su función como Agente Financiero del Gobierno, el BCB participa en la emisión, colocación y administración de títulos de deuda pública a solicitud, por cuenta y cargo del TGN.<sup>18</sup> El Consejo de Administración de Valores del Tesoro General de la Nación (CAVT), es la instancia interinstitucional encargada de establecer los lineamientos y condiciones de las operaciones con valores emitidos por el Tesoro para fines de política fiscal que son administrados por el BCB.<sup>19</sup> El Consejo lo conforman representantes del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y del BCB.<sup>20</sup>

18 Ley N° 1670, Ley del Banco Central de Bolivia, artículo 29.

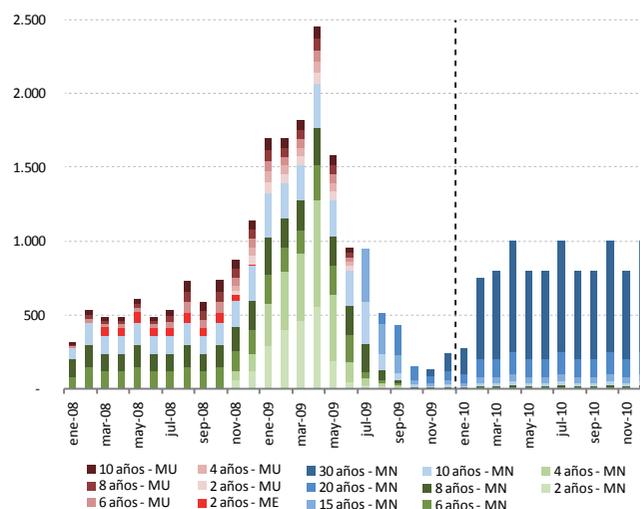
19 El Consejo define la emisión, cantidad ofertada, moneda, plazo, adjudicación y frecuencia de la subasta.

20 El Presidente, el Gerente General, el Gerente de Operaciones Monetarias, el Asesor Principal de Política Económica, el Subgerente de Operaciones de Mercado Abierto y los Directores del BCB representan a la autoridad monetaria. El Viceministro del Tesoro y Crédito Público, el Director General de Crédito Público del TGN y el Director de Deuda Interna de la Dirección General de Crédito Público representan al MEFP.

Con el objetivo de consolidar la profundización del mercado financiero, aumentar la duración de su deuda y reducir su riesgo de refinanciamiento, el TGN orientó su oferta hacia los bonos de más largo plazo en 2010. En efecto, el Tesoro sólo modificó la oferta semanal de bonos a 30 años desde Bs70 millones a Bs150 millones a partir de febrero. De esta manera, la oferta semanal de bonos en MN de 2, 4, 6 y 8 años se mantuvo en Bs5 millones en total, mientras que la oferta a 10, 15, 20 y 30 años, alcanzó un total de Bs195 millones (Gráfico II.14).<sup>21</sup> Cabe recordar que con la finalidad de reducir sus riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés, dejó de emitir bonos en ME y MNUFV.<sup>22, 23</sup>

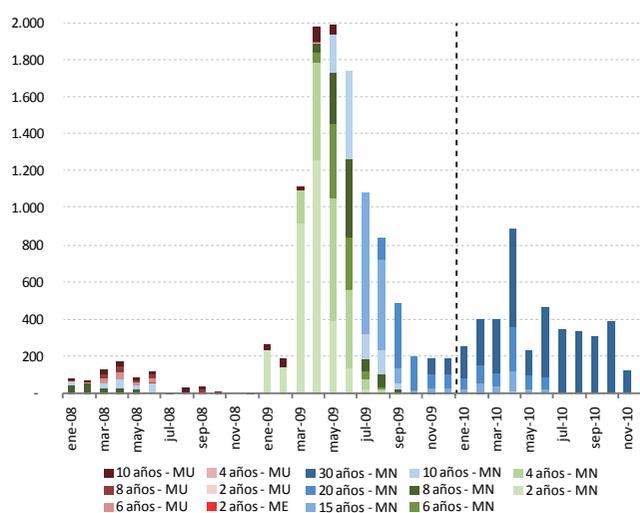
En 2010 la demanda efectiva por bonos del Tesoro de 10 a 30 años plazo representó el 99% de la demanda total de Bs4.297 millones. En 2009, la misma había alcanzado tan sólo un 33% de la demanda total de Bs10.263 millones.<sup>24</sup> La menor demanda total en 2010 respecto a 2009 fue producto de la concentración de la oferta en el largo plazo. Este nicho de mercado se reduce directamente a inversionistas institucionales cuyo perfil de inversión es de largo alcance. En efecto, durante el año, los principales demandantes fueron las AFP y ocasionalmente, las Mutuales. Las menores tasas de los valores públicos también desmotivaron la demanda de otros inversionistas (Bancos, SAFI y otros) en sus plazos de preferencia de 2 a 10 años. La caída de la demanda hacia finales de la gestión obedece a la expectativa de incrementos en las tasas de interés, producto de un mayor nivel de precios esperado (Gráfico II.15).

**Gráfico II.14. Oferta de valores TGN para fines de política fiscal**  
(Millones de Bolivianos)



FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
NOTA: Desde febrero de 2010, la oferta semanal se mantuvo constante, los picos reflejan que en algunos meses existen 5 semanas.

**Gráfico II.15. Demanda efectiva de valores TGN para fines de política fiscal**  
(Millones de Bolivianos)



FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

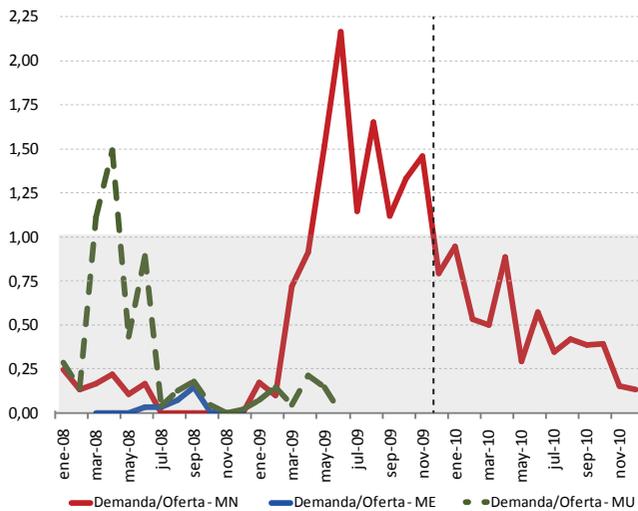
21 Es importante señalar que desde el 7/10/2009 al 27/01/2010 el CAVT determinó una frecuencia bisemanal para la subasta pública de valores del Tesoro, lo que implicó una reducción de la oferta mensual durante ese periodo.

22 El tesoro emitió por última vez en diciembre de 2008, bonos en ME a 2 años y en junio de 2009, realizó la última emisión de bonos en MNUFV a 2, 4, 6, 8 y 10 años.

23 Cabe destacar que para el Tesoro, la deuda pública interna en MNUFV genera un riesgo de tasas de interés, debido a que en esta denominación la tasa de rentabilidad efectiva es variable al ajustarse por el incremento en el nivel de precios de la economía.

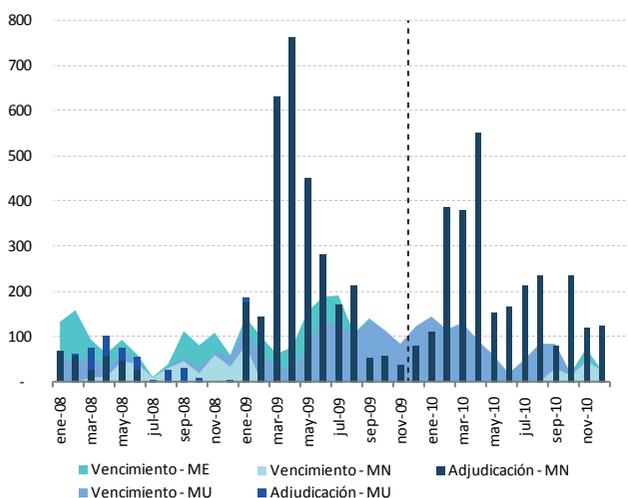
24 La demanda efectiva excluye las posturas repetidas por entidad producto de la puja en la subasta interactiva.

**Gráfico II.16. Ratio de Demanda efectiva a Oferta de valores TGN para fines de política fiscal**



FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico II.17. Adjudicación y vencimiento de valores TGN para fines de política fiscal (Millones de Bolivianos)**



FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Como resultado, la relación demanda efectiva a oferta se mantuvo por debajo de uno y presentó una tendencia decreciente y sostenida a lo largo de 2010. Ello indica que la demanda por valores del Tesoro fue menor a la oferta, comenzando en enero en 0,94 veces y llegando a 0,14 en diciembre (Gráfico II.16). De acuerdo a lo mencionado, la concentración de la oferta en bonos de largo plazo habría reducido la demanda al acotar la participación a los inversionistas institucionales. El perfil de inversión de los agentes es importante debido a que éste determina la demanda potencial para los valores públicos en los distintos plazos.

Los vencimientos de valores del TGN ascendieron a Bs906 millones durante la gestión 2010. Ante este flujo de pagos, el TGN adjudicó Bs2.760 millones en valores denominados en MN, con lo que la colocación neta alcanzó a Bs1.854 millones (Gráfico II.17). El financiamiento del TGN a través de la subasta pública aumentó en Bs275 millones con relación al 2009 (incremento del 17%), aprovechando el declive en las tasas de interés del mercado. Cabe acotar que en 2010 el TGN no emitió valores en forma directa a favor de las AFP, motivando a que las mismas participen del mercado primario competitivo y así aprovechar sus mejores condiciones.<sup>25</sup>

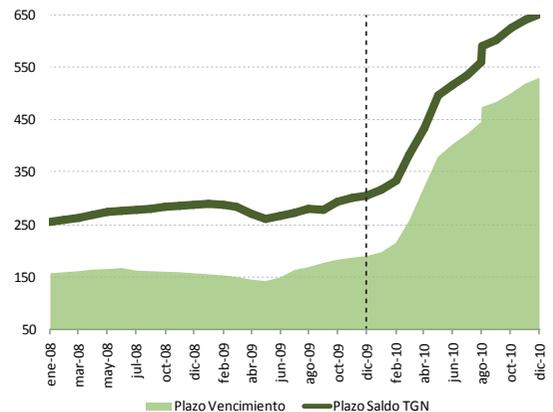
<sup>25</sup> Se debe recordar que en octubre de 2009, el TGN realizó el rescate anticipado de todos los bonos emitidos a favor de las AFP en esa gestión, operación que se realizó mediante el BCB.

Debido a la ampliación en el plazo de la oferta y de las adjudicaciones, la estructura de financiamiento interno mejoró. El plazo a vencimiento de los valores del Tesoro comenzó la gestión en 198 semanas y cerró en 531 semanas. De igual forma, el incremento anual de 335 semanas en el plazo promedio del saldo de colocaciones refleja la reducción del riesgo de refinanciamiento (Gráfico II.18).

El saldo de valores TGN para fines de política fiscal cerró la gestión en Bs9.627 millones. Producto de las adjudicaciones realizadas en la gestión, el 72% del saldo de financiamiento público interno mediante subasta se encuentra denominado en MN y el restante se mantiene en UFV. Es decir, al cierre de la gestión no existen títulos en ME. Esta dinámica fue consistente con la política del Tesoro de reducir los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés para consolidar una estructura de deuda interna adecuada, evitar descalces en el balance fiscal y, al mismo tiempo, profundizar el uso de la MN en el mercado financiero (Gráfico II.19).<sup>26</sup>

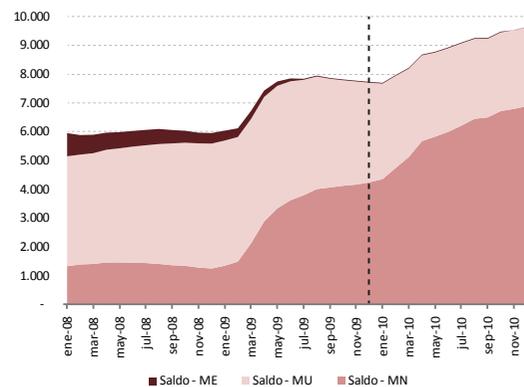
La evolución del saldo por tenedor, es producto del comportamiento de la demanda efectiva por títulos del TGN antes mencionada. Entre diciembre de 2009 y 2010 la participación de las AFP en el saldo de estos valores subió 12 puntos porcentuales (pp), llegando a poseer las mismas el 65% de los valores para fines de política fiscal del mercado. Cabe mencionar que la mayor caída (6,22pp) corresponde a la participación de los bancos al cierre de la gestión (Gráfico II.20).

**Gráfico II.18. Plazo promedio del vencimiento y del saldo de valores TGN para fines de política fiscal (Semanas)**



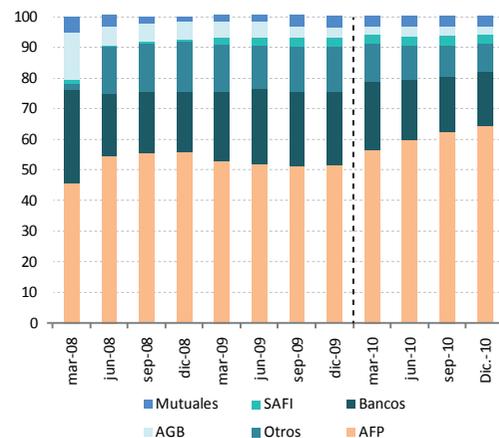
FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico II.19. Saldo de valores TGN para fines de política fiscal (Millones de Bolivianos)**



FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

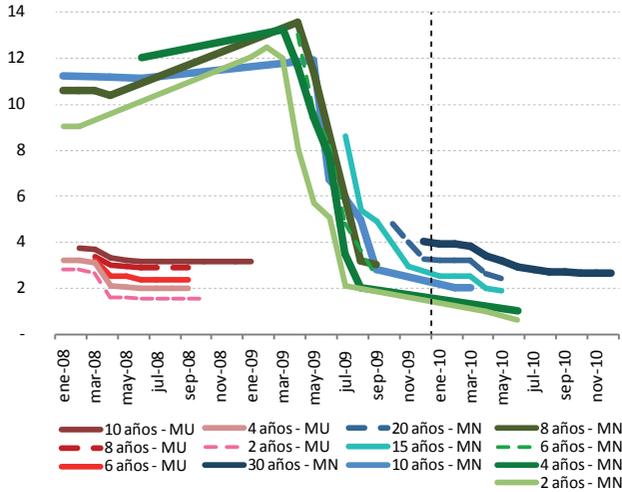
**Gráfico II.20. Saldo de valores para política fiscal por tenedor (Porcentajes)**



FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

<sup>26</sup> Véase los "Lineamientos de Estrategias de Endeudamiento Público", en la página web del MEFP: <http://www.economiayfinanzas.gob.bo/>

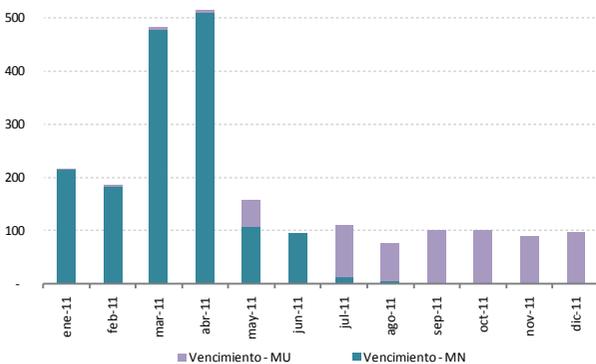
**Gráfico II.21. Tasas de rendimiento de valores TGN para política fiscal (Porcentajes)**



FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

El financiamiento interno del TGN a través de la subasta pública administrada por el BCB presentó mejores condiciones, tanto en plazos como en tasas. El costo efectivo del financiamiento se redujo al caer las tasas de adjudicación de los valores del TGN. La tasa de rendimiento del bono a 30 años en MN a diciembre de 2010 bajó 135pb en términos anuales y la del bono a 2 años en MN cayó 445pb entre junio de 2009 y junio de 2010 (Gráfico II.21). Las tasas de rendimiento nominales o tasas cupones de los bonos del tesoro cayeron en 200pb entre 2009 y 2010.<sup>27</sup> Esta reducción implicaría un menor pago de los flujos de los cupones, incrementando el pago final del principal del bono; ello también favorece a reducir el riesgo de refinanciamiento en el corto plazo contratando menores pagos en el presente a cambio de un pago mayor en el futuro.

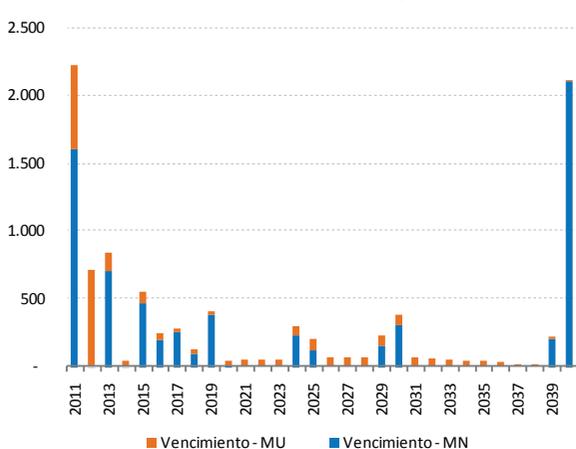
**Gráfico II.22. Vencimientos 2011 de valores TGN para política fiscal (Millones de moneda de origen)**



FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Para 2011, el flujo anual de vencimientos (Bs2.581 millones) se concentran en un 66% en el primer semestre.<sup>28</sup> Empero, si bien el flujo de amortizaciones es menor en el segundo semestre, éstas se encuentran denominadas en UFV y sus pagos futuros dependerán del incremento del índice a raíz del aumento de la inflación (Gráfico II.22).

**Gráfico II.23. Vencimientos futuros de valores TGN para política fiscal (Millones de moneda de origen)**



Fuente: BCB  
Elaboración: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

El perfil de vencimientos de largo plazo del TGN mostraría una importante concentración (Gráfico II.23). Debido a que no es posible conocer el comportamiento de los ciclos económicos a los que la economía puede estar sujeta, una estrategia de endeudamiento posible sería la de mantener un flujo de vencimientos constantes a lo largo del tiempo. Esto posibilitaría programar tanto las necesidades de financiamiento como las amortizaciones desde una perspectiva intergeneracional.<sup>29, 30</sup>

27 Las tasas de rendimiento nominales de los bonos a 2, 4, 6, 8, 10, 15, 20 y 30 años cerraron la gestión en 2%, 2,5%, 2,8%, 3%, 3,2%, 3,6%, 3,8% y 4%, respectivamente.

28 Se utilizó el tipo de cambio de la UFV al cierre de 2010 para obtener los vencimientos totales en millones de bolivianos para el 2011.

29 La concentración conlleva a un riesgo porque las condiciones del futuro son inciertas y podría resultar costoso tener que refinanciar grandes montos de dinero cuando en la economía prevalezcan tasas de interés elevadas.

30 Véase Rodrigo (2010).

## II.3 OTRAS OPERACIONES DEL BCB

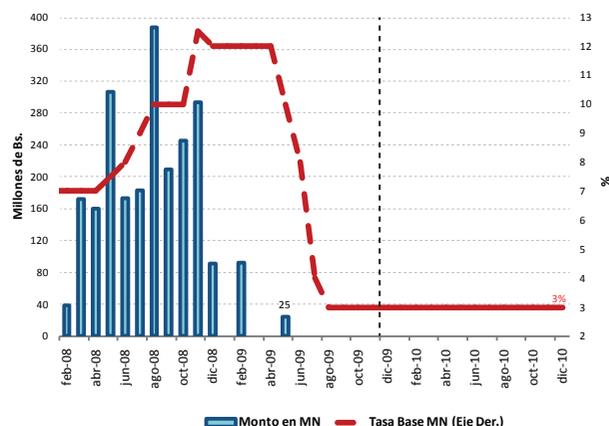
### II.3.1 OPERACIONES DE REPORTO EN EL BCB

Los reportos se constituyen en uno de los instrumentos más importantes del BCB para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Este mecanismo consiste en la compra de valores públicos por parte del BCB a agentes autorizados, con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo pactado. Estas operaciones se efectúan mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de mesa de dinero a tasas penalizadas, con plazos no mayores a 15 días. El COMA determina la tasa base y la oferta diaria de reportos, enviando señales al mercado respecto a la percepción del BCB sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo.

Durante el 2010 el ente emisor no efectuó operaciones de reporto en MN con el sistema financiero, situación que se mantiene desde mayo de 2009. Este escenario obedece al nivel de liquidez prevaleciente en el sistema financiero.<sup>31</sup> Preservando su condición de tasa techo del mercado monetario en MN, la tasa base de reportos del BCB se mantuvo en 3%. La reducción sistemática de esta tasa en 2009, en línea con la evolución de las tasas de adjudicación y la postura de la política monetaria, formó parte de las medidas que implementó la autoridad monetaria para darle estabilidad al mercado monetario y evitar cualquier posibilidad de arbitraje a través de operaciones cambiarias o inversiones en UFV en el sistema financiero (Gráfico II.24).

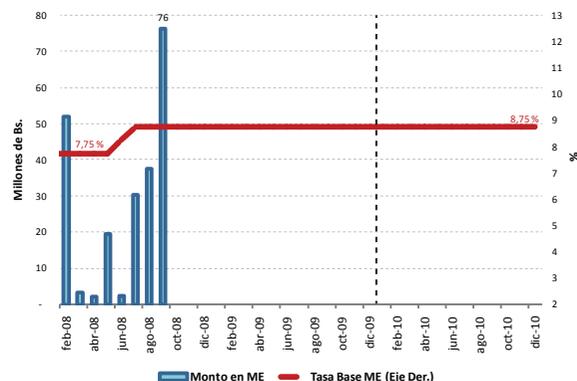
Se debe destacar también que no existió demanda de reportos en ME. Cabe resaltar que, como un factor adicional para la bolivianización del sistema financiero, la autoridad monetaria mantuvo el costo de estas operaciones en 8,75%, estableciendo una prima de liquidez elevada para favorecer las operaciones en MN. Desde fines de 2008 no existe demanda de reportos en ME (Gráfico II.25).

Gráfico II.24. Operaciones de Reporto en MN



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.25. Operaciones de Reporto en ME



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

31 El excedente de liquidez del sistema financiero alcanzó un nivel promedio de Bs8.258 millones en 2010.

### II.3.2 OPERACIONES DEL FONDO DE REQUERIMIENTO DE ACTIVOS LÍQUIDOS (FONDO RAL)

El Fondo RAL es un fondo de inversión cerrado constituido únicamente por los recursos aportados por las entidades financieras mediante el encaje legal en títulos, donde cada participante tiene registrado su aporte de manera individual. Existen tres Fondos constituidos por cada denominación monetaria: Fondo RAL- MN, Fondo RAL-MNUFV y Fondo RAL-ME.

La creación del Fondo RAL ha permitido desarrollar un instrumento ágil de obtención de liquidez para el sistema financiero mediante el otorgamiento de créditos en MN y ME, garantizados por los activos que mantiene la entidad en el Fondo. El objetivo de este instrumento es fundamentalmente el de proporcionar liquidez de corto plazo para requerimientos imprevistos del sistema financiero. De acuerdo con las normas en vigencia, los agentes pueden hacer uso de este instrumento en dos tramos: el primero, en el que la entidad puede solicitar un monto igual o menor al 40% de sus activos en el Fondo; es de acceso automático y con plazo de hasta 7 días renovables.<sup>32</sup> Su tasa de interés es 150pb más alta que la tasa base de reportos para cada denominación.

En el segundo tramo, la entidad puede obtener recursos adicionales equivalentes al 30% de sus activos en el Fondo, requiere de una solicitud justificada y el plazo del crédito no puede extenderse a más de 7 días continuos o 10 días discontinuos durante dos periodos seguidos de cómputo de encaje. Este tramo tiene un costo adicional de 50pb respecto del primer tramo en ambas denominaciones.<sup>33</sup>

Los créditos otorgados por el Fondo RAL en MN (Tramo I) durante la gestión 2010 sumaron Bs18,3 millones, mostrando un incremento de Bs16 millones con relación a la gestión pasada. Este incremento

---

<sup>32</sup> Adicionalmente, es importante destacar que las entidades financieras pueden utilizar hasta el 95% de su Fondo RAL en cada denominación monetaria para determinar su límite de posición multilateral neta deudora, máximo importe deudor que pueden tener durante un ciclo de compensación, en las Cámaras de Compensación en las que participan. El porcentaje del Fondo comprometido en la determinación de este límite no puede ser colateral de ningún otro crédito de liquidez. Este instrumento, se denomina Crédito de Liquidez para la Liquidación de Cámaras.

<sup>33</sup> El diferencial de tasas responde a la imposibilidad del BCB de definir con exactitud y antelación los montos requeridos por los agentes, lo que eventualmente le significaría perder cierto control de la oferta monetaria a través de su ventanilla de liquidez. Por tanto, el mayor costo de acceso tiende a restringir el uso de este mecanismo a sólo situaciones no previstas, induciendo a los agentes a tener un mejor manejo de su tesorería.

se debe a la demanda de recursos líquidos durante la última semana del año para hacer frente a los importantes retiros de depósitos, los mismos que se habrían originado en rumores infundados acerca de la devaluación de la divisa estadounidense y de un posible corralito financiero (Gráfico II.26).

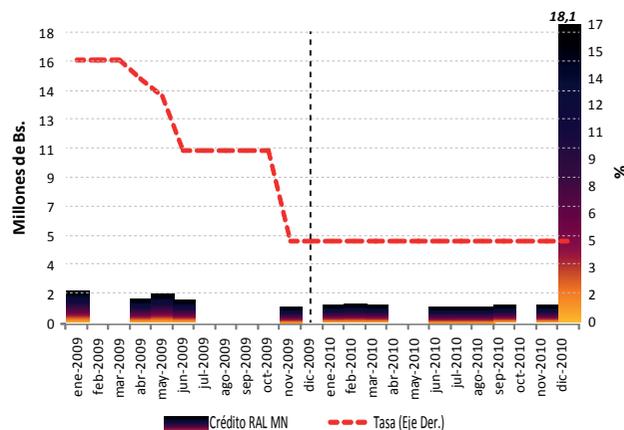
Los créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL en ME fueron la fuente más importante para obtener liquidez del BCB en esta denominación, debido a la inexistencia de colaterales para realizar reportos y al mayor costo relativo de efectuar reportos cruzados. Durante 2010 las entidades recurrieron a esta facilidad en dos ocasiones. La primera, en junio, cuando rumores injustificados sobre la posible quiebra del Banco de Crédito propiciaron requerimientos de liquidez por \$us13 millones por parte de esta entidad. La segunda, en la última semana del año, cuando los rumores descritos en el párrafo anterior originaron una demanda de \$us17,4 millones por parte de algunos bancos, mutuales y fondos financieros. En consecuencia, el flujo anual de recursos demandados a través de esta facilidad en 2010 alcanzó los \$us30,4 millones (Gráfico II.27).

### II.3.3 OTRAS OPERACIONES

El Servicio Restringido de Depósitos en moneda extranjera (SRD-ME) fue diseñado para aceptar depósitos remunerados de las entidades bancarias a través un mecanismo de subasta competitiva, hasta un monto de \$us50 millones y a un plazo máximo de siete días.<sup>34</sup> El Servicio Extendido de Depósitos en Moneda Extranjera (SED-ME) es una facilidad de depósito hasta un monto conjunto de \$us250 millones en depósitos colocados a un plazo máximo de 56 días, y en la que el ente emisor acepta depósitos remunerados de entidades bancarias que mantienen en él cuentas corrientes y de encaje.<sup>35</sup>

Al igual que en la gestión anterior, debido al elevado nivel alcanzado por las reservas internacionales y a su tendencia creciente, no fue necesario el empleo del SED en ME. Del mismo modo, el SRD en ME tampoco fue utilizado porque la posibilidad de salida de capitales al exterior fue desvanecida por los bajos niveles de las tasas de interés internacionales observados, en un contexto mundial que aún sufre los rezagos de la última crisis financiera internacional originada en EEUU y los elevados costos administrativos implícitos.

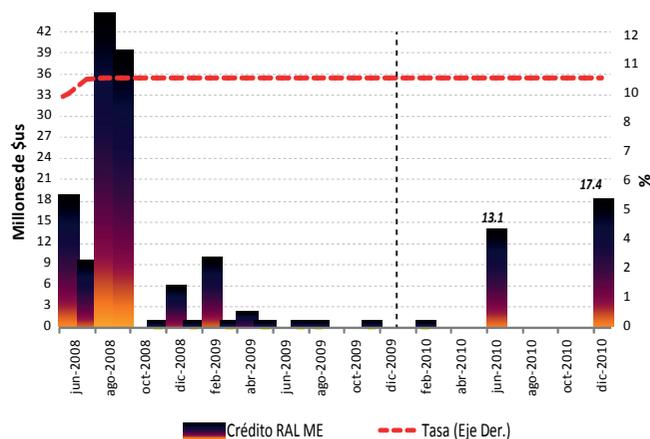
Gráfico II.26. Créditos del Fondo RAL en MN



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.27. Créditos del Fondo RAL en ME



FUENTE: Banco Central de Bolivia

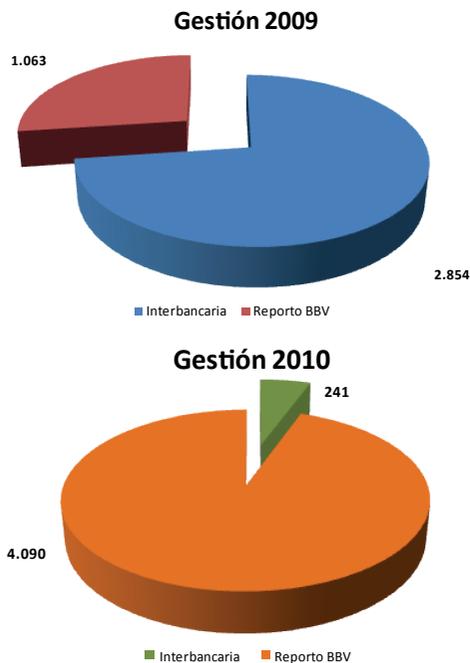
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

34 El COMA del BCB, establece los montos y plazos dentro de estos límites en función a las condiciones de liquidez de la economía.

35 A la vez estos depósitos podrían ser puestos en garantía para acceder a créditos de liquidez del BCB.

### III. El mercado interbancario y la bolsa boliviana de valores: el mercado monetario

**Gráfico III.1. Composición del mercado monetario en MN**  
(Millones de bolivianos)



El BCB incluye en su definición del mercado monetario a las operaciones interbancarias y de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) con plazos menores a 30 días. Considera también a las operaciones de reporto realizadas con el BCB.

El mercado monetario en MN mostró un leve crecimiento respecto al 2009. Sin embargo, destaca el cambio en la composición de sus operaciones. En el año 2009, el 73% (Bs2.854 millones) de las mismas correspondían al mercado interbancario, mientras que en el año 2010 este último concentró tan sólo el 6% (Bs241 millones) del total de operaciones. En contraposición, los reportos en la BBV concentraron más del 90% de las operaciones del mercado monetario en 2010. En efecto, el monto operado (sin incluir cruces) llegó a Bs4.090 millones, 285% mayor al total operado en el 2009. Este comportamiento se debería a la liquidez prevaleciente en el sistema financiero y a mayores operaciones de arbitraje mediante reportos en la BBV (Gráfico III.1).

FUENTE: Bolsa Boliviana de Valores

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

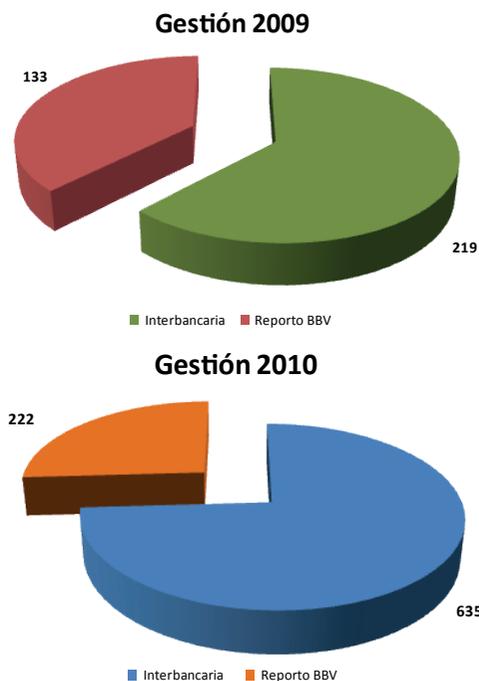
En ME, el mercado monetario no presentó un cambio importante en su composición. Empero, destacó la mayor cantidad de operaciones interbancarias realizadas debido a las necesidades transitorias de liquidez imperantes a finales de 2010. El flujo anual de estas operaciones fue de \$us635 millones, monto tres veces mayor al total operado en la gestión 2009. Es importante mencionar también que las operaciones de reporto en la BBV ascendieron \$us222 millones, monto superior en \$us89 millones respecto al 2009 (Gráfico III.2).

### III.1 EL MERCADO INTERBANCARIO

El mercado interbancario está constituido por todas las operaciones de crédito menores a 30 días entre las instituciones del sistema financiero. Durante 2010, este mercado concentró la mayor cantidad de operaciones del mercado monetario en ME. Una parte importante de éstas se realizaron a finales de 2010, como consecuencia de necesidades transitorias de liquidez de algunas entidades financieras para contrarrestar el retiro de depósitos debido a la incertidumbre generada por rumores. En este escenario, la tasa interbancaria en ME, que fluctuó entorno a 1,01% durante gran parte del año, se incrementó a 1,38% la última semana del mes de diciembre. Las operaciones en MN cayeron de manera importante debido al elevado nivel de liquidez prevaleciente en la economía. La tasa interbancaria en MN subió levemente en 41pb a lo largo de toda la gestión, para cerrar el año en torno al 1%. Las operaciones en UFV fueron prácticamente nulas (Gráfico III.3).

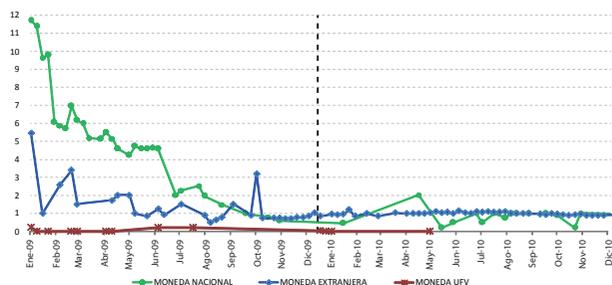
La liquidez del sistema financiero alcanzó a Bs5.376 millones, monto inferior en 34% (Bs2.753 millones) respecto a diciembre de 2009 (Gráfico III.4).<sup>36</sup> Este comportamiento es reflejo del incremento gradual en la oferta y las colocaciones del ente emisor, además del estrechamiento de las condiciones monetarias hacia el último trimestre del año. Sin embargo, pese a ello, los excedentes de encaje de las entidades financieras aún son significativos.

**Gráfico III.2. Composición del mercado monetario en ME**  
(Millones de bolivianos)



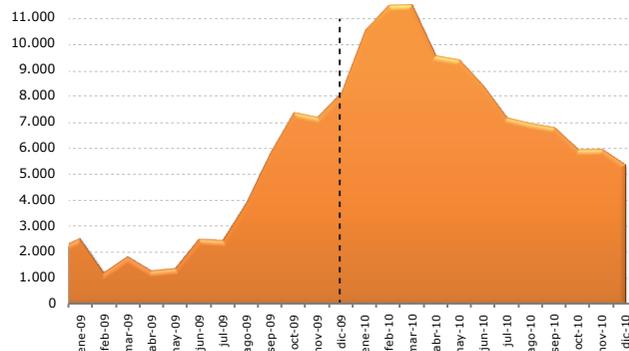
FUENTE: Bolsa Boliviana de Valores  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

**Gráfico III.3. Tasas del mercado interbancario**  
(Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

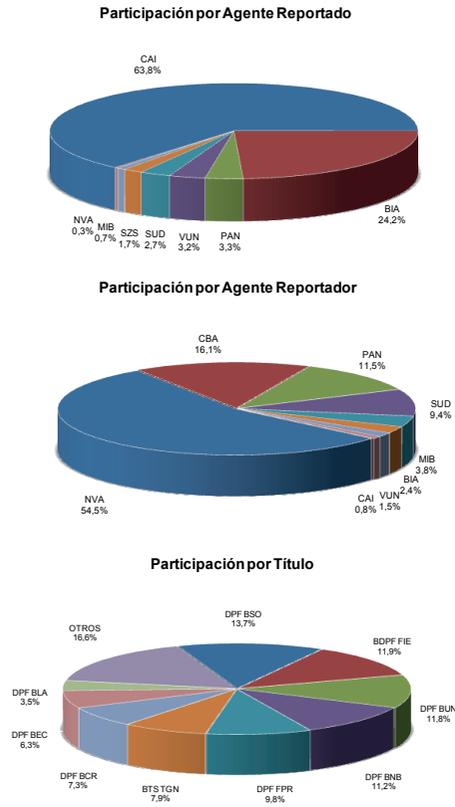
**Gráfico III.4. Excedente de Liquidez del Sistema Financiero**  
(Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

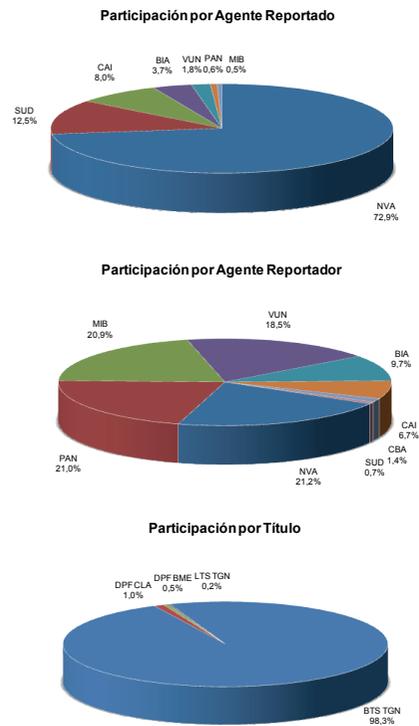
<sup>36</sup> La liquidez o excedente de liquidez, se define como la diferencia entre el encaje requerido en efectivo y el constituido.

**Gráfico III.5. Operaciones de Reporto en MN<sup>37</sup>**  
(Porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico III.6. Operaciones de Reporto en UFV**  
(Porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**III.2 LA BOLSA BOLIVIANA DE VALORES**

Las operaciones de reporto mostraron un mayor dinamismo en la frecuencia y montos tranzados. En MN alcanzaron Bs4.090 millones (no incluye operaciones de cruce), monto superior en 285% al registrado en el año 2009. El incremento responde al escenario de bajas tasas de interés en el mercado monetario, que habría incentivado a los participantes a realizar compras apalancadas de valores con rendimiento relativo mayor y modificar la duración de sus portafolios. Las agencias de bolsa que más requirieron recursos de corto plazo en MN (reportadas) fueron CAI (64%) y BIA (24%), mientras que las principales colocadoras (reportadoras) fueron NVA (54%) y CBA (16%). Los DPF fueron el principal colateral en este mercado (75%), siendo la participación de los bonos emitidos por el TGN de sólo un 8% (Gráficos III.5).

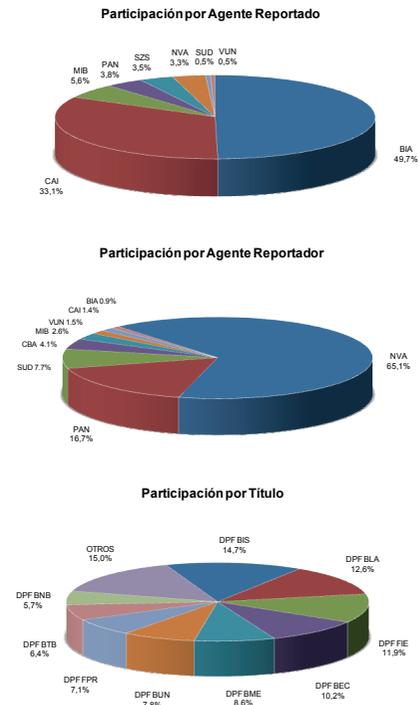
Por su parte, las operaciones de reporto en UFV se mantuvieron en niveles similares a los de la gestión 2009. Las transacciones sumaron UFV325 millones, nivel inferior en UFV7 millones respecto del año anterior. El flujo de estas operaciones se explica por transacciones influenciadas por mayores expectativas de inflación en el mercado. Las agencias de bolsa que captaron mayores recursos en esta denominación fueron NVA (73%) y SUD (12%), mientras que las principales colocadoras fueron NVA (21%) y PAN (21%). Los bonos del TGN fueron utilizados como colaterales en el 98% de las operaciones registradas (Gráficos III.6).

37 CAI: Compañía Americana de Inversiones S.A., BIA: Bisa S.A. Agente de Bolsa, NVA: Nacional de Valores S.A. Agente de Bolsa, CBA: Credibolsa S.A. Agente de Bolsa, SUD: Sudaval Agentes de Bolsa S.A., PAN: Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa, BIS: Banco Bisa S.A., BLA: Banco Los Andes Pro Credit S.A., BFIE: Banco Para el Fomento a Iniciativas Económicas S.A., BEC: Banco Económico S.A, MIB: Agente de Bolsa Mercantil Inversiones Bursátiles S.A., SZS: Santa Cruz Securities S.A. Agencia de Bolsa, VUN: Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa, BSO: Banco Solidario S.A., BUN: Banco Unión S.A., BNB: Banco Nacional de Bolivia S.A., FPR: PRODEM Fondo Financiero Privado S.A., BCR: Banco de Crédito S.A., TGN: Tesoro General de la Nación y BME: Banco Mercantil S.A.

Finalmente, debe mencionarse que las operaciones de reporto en ME alcanzaron \$us222 millones, volumen superior en 67% respecto al 2009. El mayor dinamismo de las operaciones en ME se concentró en el último mes del año, debido a las necesidades de liquidez por parte de los bancos. Las agencias de bolsa con mayores captaciones fueron BIA (50%) y CAI (33%). Las principales colocadoras fueron NVA (65%) y PAN (17%). Los colaterales más utilizados fueron los DPF del BIS, BLA, BFIE y BEC, al garantizar cerca a la mitad de las transacciones (Gráficos III.7).

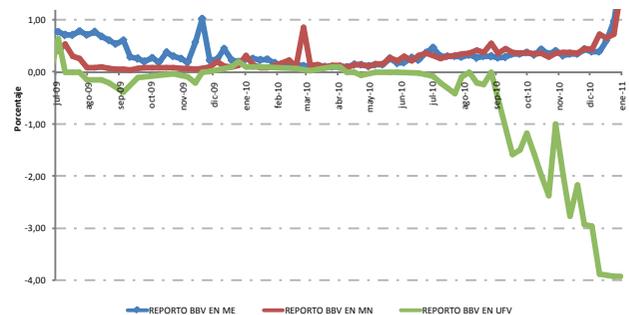
Las tasas de reporto en MN y ME en la BBV, que tuvieron un comportamiento estable la mayor parte del año, se incrementaron el último mes del año. En MN, la tasa cerró la gestión con un ascenso de 140pb respecto a diciembre de 2009. El comportamiento en ME fue similar, situándose la tasa a fines del año en 1,79%. La última semana del año ocasionó un salto de las tasas de reporto en ambas monedas, debido a que el rumor sobre restricciones al retiro de depósitos redujo la liquidez en el mercado financiero. Al finalizar la gestión la tasa de reporto en UFV en la BBV alcanzó el nivel mínimo histórico e inusual de -3,93%. Este nivel, se explica por la mayor variación del índice de la UFV, el mismo que al final de la operación, se traduce en un rendimiento positivo para el inversionista, aún y cuando el precio de vuelta es menor al precio de ida pactado (Gráfico III.8).

**Gráfico III.7 Operaciones de Reporto en ME (Porcentajes)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico III.8 Tasas del mercado monetario (Porcentajes)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto