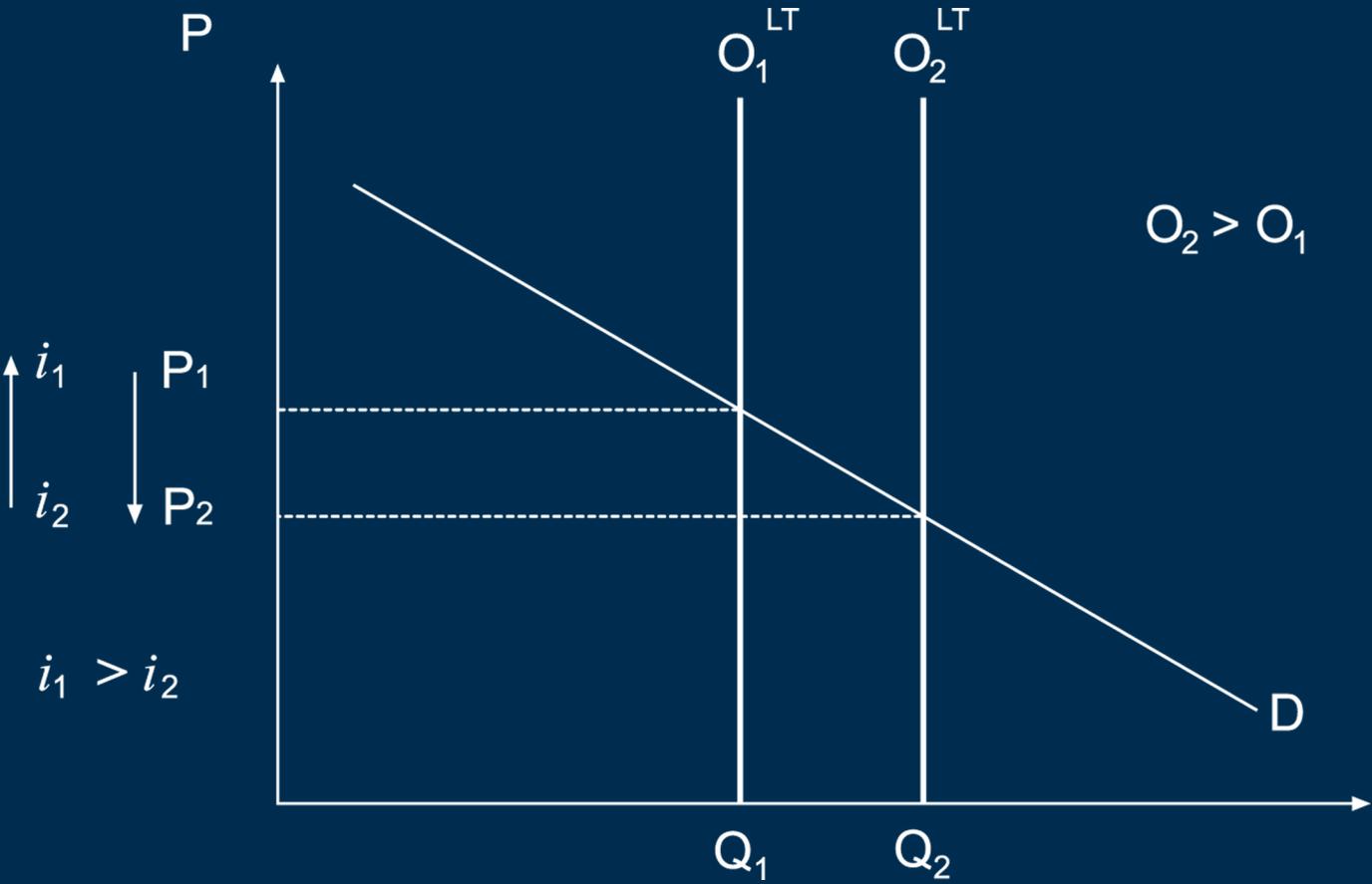


OPERACIONES *de* MERCADO ABIERTO *y* MONETARIO 2015



OPERACIONES *de*
MERCADO ABIERTO *y*
MONETARIO 2015

Operaciones de Mercado Abierto y Monetario 2015

400 copias impresas

Fecha de publicación:

Banco Central de Bolivia

Ayacucho esq. Mercado

Ciudad de La Paz

Estado Plurinacional de Bolivia

Teléfono: 591-2-2409090

Página web: www.bcb.gob.bo

Contenidos Banco Central de Bolivia

Edición: Gerencia de Operaciones Monetarias

Diseño de Impresión: Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional

Impreso en

El contenido de este informe puede ser reproducido respetando los derechos de autoría.
Para preguntas y comentarios, contactar a: soma@bcb.gob.bo

Presentación

Operaciones de Mercado Abierto y Monetario Anual es uno de los boletines informativos que regularmente presenta la Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Bolivia a los agentes del sistema financiero.

Este suplemento anual difiere de los reportes OMA y Monetario semanal y diario porque incorpora además de la información estadística, un análisis del comportamiento de las Operaciones de Mercado Abierto y del Mercado Monetario durante la gestión.

Contenido

I. LAS OMA DEL BCB Y LAS OPERACIONES CON VALORES PARA FINES DE POLÍTICA FISCAL	9
I.1. La Política Monetaria y las OMA del BCB	10
I.2. Otras Operaciones	22
I.2.1. Operaciones de Reporto en el BCB	22
I.2.2. Operaciones del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (FONDO RAL)	23
I.2.3. Servicio Restringido y Extendido de Depósitos en ME	25
I.3. Operaciones con valores emitidos para fines de política fiscal	26
II. VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS A PERSONAS NATURALES	31
III. EL MERCADO MONETARIO	38
III.1. El mercado monetario en MN	39
III.1.1. El mercado interbancario en MN	40
III.1.2. Operaciones de reporto en la BBV en MN	41
III.1.3. La tasa de adjudicación del BCB como indicador líder del Mercado Monetario en MN	45
III.1.4. Mercado monetario en UFV	46
III.2. El mercado monetario en ME	47
III.2.1. El mercado interbancario en ME	48
III.2.2. Operaciones de reporto en la BBV en ME	49
III.3. Profundización del mercado monetario	50
III.3.1. Emisiones en la BBV en MN	50
III.3.2. Emisiones en la BBV en ME	52

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

En cumplimiento al mandato constitucional de “mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social”, la política monetaria del BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, buscó un balance entre su objetivo de controlar la inflación y apuntalar el crecimiento económico.

En ese sentido, la ejecución de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) en 2015 se caracterizó por una posición preponderantemente expansiva. El comportamiento de las colocaciones respondió a un accionar del BCB proclive a la inyección de liquidez para contribuir a apuntalar la demanda interna, validando descensos progresivos en las tasas de interés hasta alcanzar niveles históricamente bajos hacia finales de la gestión.

En este contexto, el BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo, complementó sus medidas de regulación monetaria con la introducción de nuevos instrumentos y mecanismos de regulación de la liquidez, como la creación del Depósito Especial de Regulación Monetaria (DERM), la compra de valores en el mercado bursátil y la emisión de valores de regulación monetaria con opción de rescate anticipado, además de haberse realizado la sexta emisión de CD. Es así que el volumen total de OMA que realizó el BCB en 2015 alcanzó a Bs17.525 millones, cifra menor en Bs3.140 millones respecto al monto de colocación bruta registrado en 2014, dada la postura expansiva asumida por el ente emisor durante gran parte del año.

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) del Banco Central de Bolivia (BCB) constituyen el instrumento

más importante de la política monetaria. Comprenden la compra y venta de valores públicos (definitiva o en reporto), realizadas con el propósito de expandir o contraer la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía. Adicionalmente, la autoridad monetaria administra las emisiones de valores públicos que realiza el Tesoro General de la Nación (TGN) con fines de política fiscal, cuyos efectos sobre la liquidez de la economía son diferentes. Cuando los recursos captados con fines de política fiscal permanecen depositados en el BCB, su efecto sobre la cantidad de dinero es similar al de las OMA. Sin embargo, en la medida en que estos recursos son destinados a financiar el gasto público, su efecto sobre la contracción de la liquidez se revierte. Otra particularidad de las emisiones con fines de política fiscal es su plazo de emisión, que comprende el mediano y largo plazo, a diferencia de los valores públicos emitidos con fines de política monetaria, que son de corto plazo por el objetivo que persiguen.

I.1. La Política Monetaria y las OMA del BCB

El Directorio del BCB determina de forma trimestral los lineamientos para las OMA en el marco del Programa Monetario que considera el desempeño esperado de la economía. Sobre esta base y el pronóstico de liquidez del mercado monetario, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) decide semanalmente la adjudicación de valores de regulación monetaria, las condiciones de la oferta de valores (monto, plazo y denominación, entre otros), el nivel de la tasa premio base y el monto disponible para las operaciones de reporto.

En cumplimiento al mandato constitucional de “mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional para contribuir al desarrollo económico y social”, la política monetaria del BCB en coordinación con el Órgano Ejecutivo buscó un balance entre su objetivo de controlar la inflación y apuntalar el crecimiento económico. La ejecución de OMA en 2015, se caracterizó por la introducción de nuevos instrumentos y mecanismos de regulación de la liquidez que permitieron reforzar las medidas de regulación monetaria que el ente emisor venía implementando

en gestiones pasadas. Es así que el BCB, además de realizar la sexta emisión de Certificados de Depósito (CD), durante el primer trimestre implementó el Depósito Especial de Regulación Monetaria (DERM), un nuevo instrumento de regulación monetaria que permite regular la liquidez a corto plazo. Asimismo, inició la compra de valores públicos en el mercado secundario de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) como forma de adelantar los vencimientos para facilitar la inyección de liquidez; y en el mes de diciembre, ofertó por primera vez valores de regulación monetaria con opción de rescate anticipado a fin de mejorar la capacidad del BCB para responder a necesidades de expansión de liquidez.

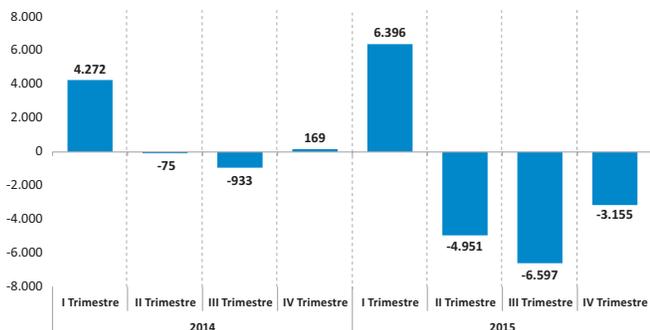
Durante el primer trimestre, a fin de prevenir expansiones estacionales de la liquidez que podrían generar presiones inflacionarias en un contexto de choques de oferta, el BCB mantuvo una orientación coyunturalmente contractiva efectuando retiros de liquidez a través de la colocación de valores públicos en subasta, la sexta emisión de CD, ventas de valores a personas naturales y dos ofertas de DERM, alcanzando una colocación neta de Bs6.396 millones al cierre del trimestre.

En el segundo trimestre, con el propósito de apoyar los incentivos generados por la Ley de Servicios Financieros para dinamizar el crédito, la inversión y contribuir a apuntalar el crecimiento económico para evitar una posible ralentización del mismo, se asumió una orientación expansiva alcanzando una redención neta de valores de Bs4.951 millones, en el que destacan los vencimientos de la tercera y cuarta emisión de CD y de las dos ofertas de DERM que contribuyeron a incrementar la liquidez en montos importantes.

Para el tercer trimestre, se dio continuidad a la orientación expansiva de la política monetaria realizando fuertes inyecciones de liquidez a objeto de contribuir al dinamismo de la actividad económica. Para alcanzar este objetivo, el BCB redujo gradualmente su oferta semanal de valores de regulación monetaria en subasta alcanzando un mínimo de Bs600 millones en el mes de agosto, asimismo se pagaron importantes vencimientos por concepto de la cuarta y sexta emisión

de CD, logrando profundizar la postura expansiva con una redención neta de Bs6.597 millones.

Gráfico I.1: Colocación neta de OMA (Millones de bolivianos)

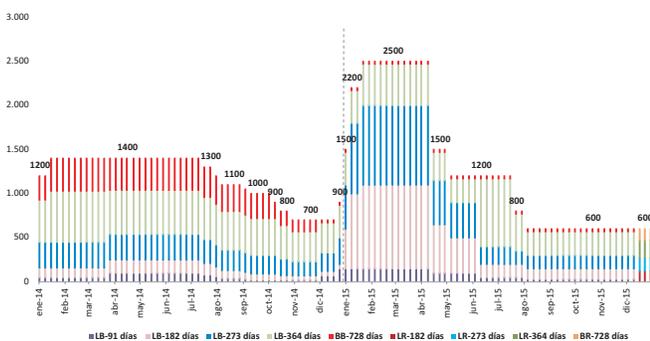


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

En el último trimestre de la gestión, frente a un escenario externo adverso, la postura del ente emisor fue nuevamente expansiva, dirigida a sostener el crecimiento económico con cautela de no generar presiones inflacionarias. En este contexto, las OMA del cuarto trimestre se tradujeron en una redención neta de valores equivalente a una inyección de liquidez por Bs3.155 millones (Gráfico I.1).

Durante la gestión y en base a las directrices aprobadas por el Directorio del BCB, la oferta de valores en subasta tuvo un comportamiento acorde a la orientación de política asumida por el BCB. Es así que durante las primeras semanas del año, la oferta de valores se incrementó desde Bs1.500 millones hasta alcanzar un máximo de Bs2.500 millones, que se mantuvo hasta la segunda semana de abril, privilegiando la oferta en los plazos a 182 y 273 días, a fin de reinyectar liquidez en los meses posteriores.

Gráfico I.2: Oferta de valores de regulación monetaria (Millones de bolivianos)



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

A partir del segundo trimestre, el accionar del BCB marcó una orientación proclive a la inyección de liquidez, en un contexto de presiones inflacionarias acotadas. En este sentido, desde el mes de abril hasta la primera semana de agosto, la oferta de valores del BCB se redujo gradualmente de Bs2.500 millones hasta Bs600 millones, oferta que se mantuvo en este nivel hasta finalizar la gestión (Gráfico I.2).

Cuadro I.1: Oferta de valores de regulación monetaria en la última subasta del trimestre (En cantidad de títulos)

	91 días	182 días	273 días	364 días	728 días	Total
I Trim 14	100.000	150.000	290.000	500.000	360.000	1.400.000
II Trim 14	100.000	150.000	290.000	500.000	360.000	1.400.000
III Trim 14	20.000	70.000	210.000	420.000	280.000	1.000.000
IV Trim 14	150.000	50.000	300.000	370.000	30.000	900.000
I Trim 15	150.000	950.000	900.000	470.000	30.000	2.500.000
II Trim 15	50.000	150.000	200.000	770.000	30.000	1.200.000
III Trim 15	30.000	120.000	150.000	270.000	30.000	600.000
IV Trim 15		120.000	150.000	200.000	130.000	600.000

FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
NOTA: La oferta de la última semana del IV Trimestre 2015 corresponde a valores de regulación monetaria con opción de rescate anticipado.

En el mes de diciembre, se inició la oferta de valores de regulación monetaria con opción de rescate anticipado, con el objetivo de mejorar la capacidad del ente emisor para responder a las necesidades de inyección de liquidez cuando sea necesario. Es así que en el último mes del año, el BCB recompuso la oferta de valores de regulación monetaria ofertando valores con opción de rescate anticipado con una composición por plazos de 182, 273, 364 y 728 días. Estos valores tienen la característica de contar con un periodo de protección de 91 días, posterior a este periodo el BCB puede ejercer la opción de rescate a precio de curva, en cualquier momento durante la vigencia del valor (Cuadro I.1).

El BCB, consecuente con el proceso de bolivianización, priorizó las emisiones en moneda nacional (MN) y mantuvo su decisión de no ofertar valores en moneda extranjera (ME). Cabe recordar que el BCB no realiza colocaciones en ME desde septiembre del 2011, ni en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) desde abril de 2012.

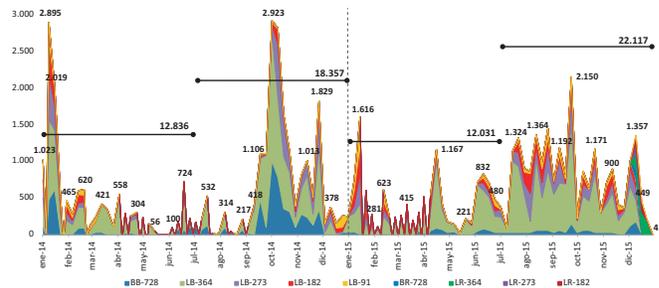
En lo que respecta al volumen demandado de letras y bonos del BCB en subasta y mesa de dinero, este alcanzó a Bs34.148 millones, cifra superior en Bs2.955 millones a la registrada en la gestión 2014 (Bs31.193 millones), este incremento se explica fundamentalmente por el elevado nivel de liquidez en la economía observado durante la segunda mitad del año. Cabe destacar el importante nivel de demanda por valores en subasta en un año en el que se emitieron CD y se constituyeron dos ofertas de DERM.

La demanda de valores durante la gestión 2015, respondió al escenario de liquidez de la economía y estuvo acorde a lo esperado en un contexto de orientación expansiva de la política monetaria durante la mayor parte del año. La demanda se concentró en papeles a 364 y 273 días (60% y 17%, respectivamente), en línea con la mayor oferta de valores del BCB a estos plazos. En el mes de diciembre, más de la mitad de la demanda registrada fue por valores con opción de rescate anticipado a 364 días (Gráfico I.3).

Cabe destacar el importante nivel de demanda observado durante el tercer trimestre del año, periodo en el que se registró la mayor demanda de valores públicos en subasta y mesa de dinero por un monto total de Bs13.412 millones, de los cuales Bs4.900 millones correspondieron al mes de septiembre. Este nivel de demanda estuvo determinado principalmente por el incremento de la liquidez en la economía, en un contexto de orientación expansiva de la política monetaria.

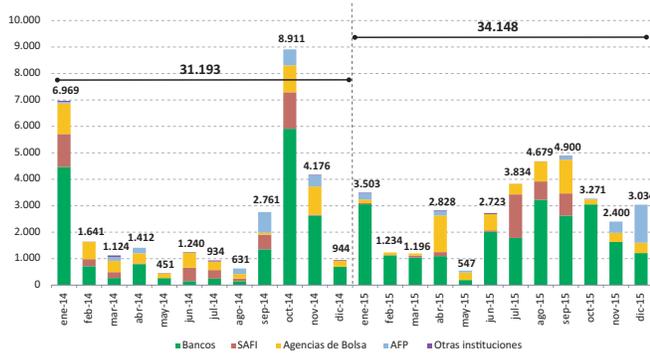
En la gestión, los principales demandantes de valores de regulación monetaria fueron las entidades bancarias, con una demanda total en subasta y mesa de dinero de Bs22.053 millones, monto que representó el 65% de

Gráfico I.3: Demanda de valores de regulación monetaria por plazo (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Incluye montos demandados por valores del BCB en subasta y mesa de dinero.

Gráfico I.4: Demanda de valores de regulación monetaria por grupo institucional (Millones de bolivianos)

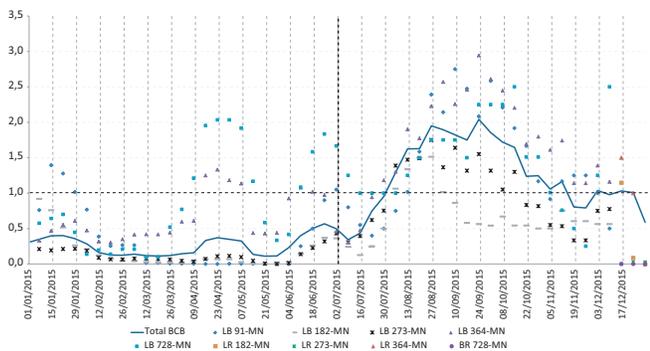


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Los montos demandados están expresados en valor nominal. Incluye montos demandados por valores del BCB en subasta y mesa de dinero. Otras instituciones incluye a las entidades aseguradoras o reaseguradoras y mutuales.

la demanda total de la gestión. Las Agencias de Bolsa demandaron valores por un total de Bs5.951 millones representando el 17%, ligeramente inferior al monto demandado durante la gestión 2014 (Bs6.214 millones). Por otro lado, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) tuvieron una demanda de Bs3.514 millones que representó el 10% del total, inferior en Bs1.158 al monto demandado durante la gestión 2014 (Bs4.672 millones). La participación de las AFP en 2015 fue de Bs2.521 millones, que representó el 7% del monto demandado (Gráfico I.4).

La evolución del ratio de demanda a oferta en subasta (*bid-to-ask*), estuvo determinada por los niveles de liquidez registrados durante la gestión 2015 y por las variaciones en el nivel de oferta del ente emisor. De esta forma, desde principios de la gestión hasta la última semana de julio, el ratio se ubicó por debajo de 1, es decir que la demanda en subasta no superó a la oferta de valores del BCB debido a la mayor oferta semanal registrada en este periodo. A partir de la primera semana de agosto, producto del descenso en el nivel ofertado y por el incremento en la demanda de valores como consecuencia de mayores niveles de liquidez observados en la economía, el ratio pasó a registrar cifras superiores a 1 hasta alcanzar un nivel máximo de 2,04 en la última semana del mes de septiembre, mes en el que se observó el mayor nivel de demanda en subasta de 2015.

Gráfico I.5: Ratio de demanda a oferta de valores de regulación monetaria por plazo¹ (Promedio móvil mensual, millones de bolivianos)



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

Así, el ratio *bid-to-ask* registró sus niveles máximos en septiembre, siendo esto cierto para los plazos de 273 y 364 días, mientras que para los valores a 91 y 182 días, se observaron niveles máximos en el mes de agosto, y los bonos a 728 días registraron su nivel máximo en la primera semana de diciembre.

En el caso de las letras con opción de rescate anticipado, el plazo con mayor ratio *bid-to-ask* fue el de 364 días, seguido por los plazos de 182 y 273 días, en tanto que el bono con opción de rescate anticipado a 728 días registró un ratio nulo, al no haberse observado ninguna postura de demanda en subasta por este instrumento (Gráfico I.5).

¹ Las LB corresponden a Letras del Banco Central de Bolivia, las LR corresponden a Letras con opción a rescate anticipado y los BR a Bonos con opción a rescate anticipado.

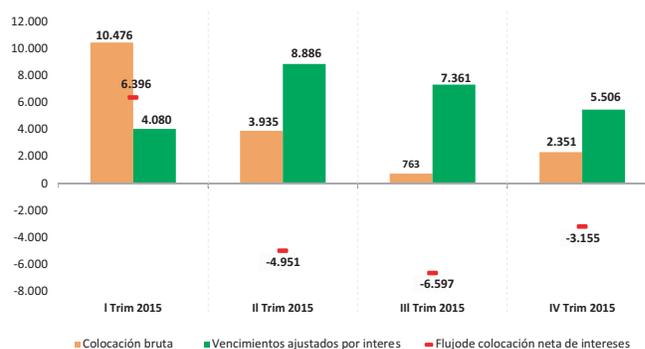
En el primer trimestre, la colocación bruta de valores de regulación monetaria (incluyendo valores de venta directa a personas naturales, CD y las dos ofertas de DERM) fue mayor a los vencimientos² en Bs6.396 millones, en un contexto de política coyunturalmente contractiva observada durante las últimas semanas de 2014 y primeras de 2015. Esta contracción neta de liquidez fue resultado del activo y dinámico accionar del ente emisor que incrementó gradualmente el nivel de oferta en subasta, permitió leves incrementos en la tasas de adjudicación, realizó la sexta emisión de CD, e introdujo la oferta de DERM.

A partir del segundo trimestre hacia finales de la gestión, el comportamiento de las colocaciones respondió a una postura expansiva del ente emisor en un contexto de presiones inflacionarias acotadas. De esta forma, durante los últimos tres trimestres del año la posición del BCB fue expansiva alcanzando un flujo de colocación neta de intereses por Bs14.703 millones (Gráfico I.6).

En este sentido, el volumen total de OMA que realizó el BCB en 2015 alcanzó a Bs17.525 millones³, que representa una disminución de Bs3.140 millones respecto a las colocaciones realizadas en la gestión 2014, como consecuencia de la postura expansiva asumida por el ente emisor durante gran parte del año.

Durante la gestión, el BCB complementó sus instrumentos de OMA con la sexta emisión de CD⁴ dirigida a las entidades que administran fondos del Sistema Integral de Pensiones (AFP y SAFI administradora del Fondo de la Renta Universal de Vejez o FRUV) y Entidades Aseguradoras o Reaseguradoras. Esta emisión tuvo una oferta de Bs4.000 millones, colocándose la totalidad entre los meses de enero y abril con una tasa calculada sobre la TEA de la última subasta adjudicada al plazo de 182 días más un margen definido por el COMA en el rango de 0 y 150 puntos básicos. (Cuadro I.2).

Gráfico I.6: Colocación bruta, vencimientos y colocación neta (Millones de bolivianos)



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

Cuadro I.2: Sexta emisión de Certificados de Depósito

Título	Moneda	Plazo (días)	Cantidad Ofertada ⁽¹⁾	Fechas de Colocación	Cantidad Colocada	Tasa Promedio
CD	MN	182	4.000.000	16/01/2015 al 07/04/2015	3.999.998	1,20% - 2,50%
Total			4.000.000		3.999.998	

(1) Cada título tiene un valor nominal de 1.000 unidades en la moneda de origen.

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

2 Corresponde a vencimientos ajustados por intereses.
3 En valor inicial y considerando la colocación de bonos de venta directa, CD y DERM.
4 Considerando las dos primeras emisiones efectuadas en 2013 y las tres emisiones de 2014.

La colocación de la sexta emisión de CD en los primeros meses del año permitió a la autoridad monetaria trasladar la liquidez excedente de los primeros meses hacia la segunda mitad del año, de forma coherente con la orientación de política asumida por el BCB. De este modo, los CD constituyen un instrumento importante que coadyuva al cumplimiento del objetivo del BCB de controlar el nivel de liquidez de la economía a fin de mantener la estabilidad de precios.

De esta emisión, la mayor colocación fue a favor de la SAFI a cargo de la administración del FRUV con el 47% de la oferta, seguida de AFP Previsión con el 30% y APF Futuro con el 14%. La colocación a las entidades aseguradoras o reaseguradoras alcanzó el 9%, siendo las principales participantes La Boliviana Ciacruz, Latina Seguros, Bisa Seguros y Alianza Vida.

En el primer trimestre del año el BCB implementó la oferta de DERM, un nuevo instrumento de regulación monetaria de corto plazo dirigido a Entidades de Intermediación Financiera (EIF) con licencia de funcionamiento otorgada por la ASFI. La oferta de DERM se introdujo con el objetivo de neutralizar el incremento transitorio en la liquidez en los primeros meses del año para reinyectarla en el segundo trimestre, periodo en el que la coyuntura hizo propicio asumir una orientación expansiva.

Se ofertó un total de Bs4.000 millones, de los que se colocaron Bs2.684 millones. La primera oferta fue puesta a disposición entre el 20 de febrero y el 13 de marzo de 2015 por un monto de Bs2.000 millones, vencimiento fijado para el 6 de abril y un rendimiento de 1,2% anual. La segunda oferta estuvo en vigencia entre el 12 de marzo y el 3 de abril por un monto de Bs2.000 millones, vencimiento fijado para el 10 de junio y rendimiento de 2% anual.

De la constitución de las dos ofertas de DERM, la mayor participación corresponde al Banco Nacional de Bolivia con el 34%, seguido por el Banco Mercantil Santa Cruz con el 13% y Banco Bisa con el 12%; el restante 41% se distribuyó entre otros bancos regulados por la ASFI.

Cuadro I.3: Oferta del Depósito Especial de Regulación Monetaria (Millones de bolivianos)

Oferta	Moneda	Plazo (días)	Monto	Fechas de Colocación	TEA	Colocación
Primera oferta (DERM-1)	MN	45	2.000	20/02/2015 al 13/03/2015	1,20%	1.417
Segunda oferta (DERM-2)	MN	90	2.000	12/03/2015 al 02/04/2015	2,00%	1.267
Total			4.000			2.684

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

En el mes de septiembre, el BCB complementó sus medidas de regulación monetaria con la implementación de un nuevo mecanismo de política, la compra de valores públicos y/o privados en el mercado secundario de la BBV a través de una Agencia de Bolsa. Se trata de una nueva alternativa que coadyuvó con la inyección de liquidez en el mercado.

El COMA determinó realizar la compra de valores públicos emitidos por el BCB. Para este efecto, estableció el periodo para la ejecución de la compra, la cantidad de títulos a adquirir, el plazo restante de los valores, las series específicas y las tasas de rendimiento consistentes con los precios objetivo (precios máximos de compra para cada serie) para la operación de compra de valores en el mercado bursátil a través de la Agencia de Bolsa contratada para el efecto.

La cantidad máxima aprobada fue de 11.689.837 títulos (7.810.330 en letras y 3.879.507 en CD), en un rango de plazos restantes entre 7 y 344 días. En función a las tasas objetivo fijadas por el COMA (0,14% a 91 días; 0,20% a 182 días; 0,24% a 273 días; y, 0,26% a 364 días) se determinó una estructura temporal de tasas mínimas para todos los plazos restantes.

De este modo, las operaciones de compra en el mercado secundario de la BBV dieron inicio el 3 de septiembre de 2015. El volumen de compras de valores públicos alcanzó una cifra total de Bs157 millones por concepto de letras y CD del BCB (Cuadro I.4). A través de este mecanismo, se profundizó el descenso de tasas de valores públicos y privados, estableciéndose un techo para valores públicos y una referencia a la baja para valores privados.

En lo que respecta a la colocación en subasta, ésta estuvo supeditada a la postura determinada por el Directorio del BCB. Esta aseveración se hace evidente a través de la evolución del ratio colocación a demanda.

Durante el primer trimestre, el BCB presentó una postura orientada a retirar liquidez del mercado previniendo expansiones estacionales, en este trimestre se colocó

Cuadro I.4: Compra de valores públicos en el mercado bursátil (Millones de bolivianos)

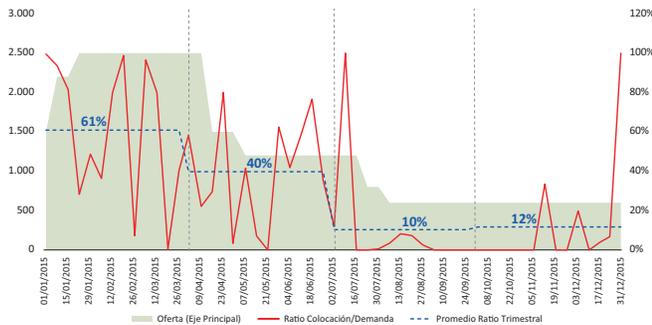
Instrumento	Cantidad de títulos comprados	Plazos	Tasas de operación de compra	Total comprado
Letras del BCB	143.657	De 9 a 36 días	0,06% - 0,17%	143,65
CD del BCB	13.496	De 8 a 10 días	0,10% - 0,14%	13,50
Total	157.153			157,14

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

en promedio el 61% del monto demandado en subasta, permitiendo leves incrementos en las tasas de adjudicación y complementando su accionar con la sexta emisión de CD y la oferta de DERM. El segundo trimestre, en un contexto de presiones inflacionarias reducidas y orientación expansiva de la política monetaria, el BCB colocó alrededor del 40% del monto demandado en subasta.

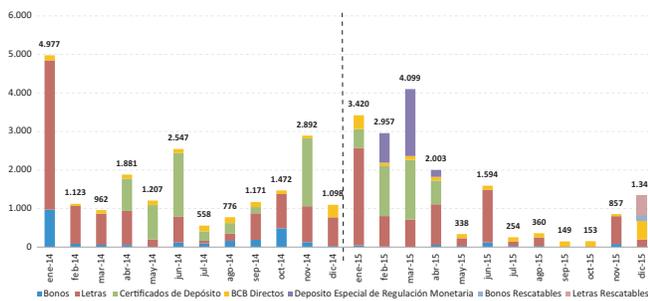
Gráfico I.7: Ratio colocación / demanda, promedio trimestral y oferta de valores en subasta (Millones de bolivianos y porcentaje)



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

En el tercer trimestre, se profundizó la orientación expansiva de política con lo que el ratio de colocación a demanda registró una importante disminución respecto a los trimestres previos, se colocó en promedio el 10% del monto demandado en subasta, en este trimestre se observó la menor colocación de valores de regulación monetaria en el año. Para el cuarto trimestre, el ratio de colocación a demanda se incrementó ligeramente a 12%, durante este trimestre las colocaciones de valores del BCB registraron una reducción significativa en las tasas de interés, llegando a niveles cercanos a cero al cierre de la gestión (Gráfico I.7).

Gráfico I.8: Colocación de valores de regulación monetaria por instrumento (Millones de bolivianos)



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

Con todo, la colocación bruta de valores del BCB en 2015 alcanzó a Bs17.525 millones, los cuales se explican por una colocación de letras por Bs7.901 millones, que representó el 45% de las colocaciones, CD por Bs3.958 millones que implicó un 23% del total colocado, DERM por un monto de Bs2.684 millones, que significó el 15% de las colocaciones, bonos de venta directa por un monto de Bs1.910 millones que obtuvieron un 11% del total, bonos por Bs419 millones con un 2% del total y finalmente letras y bonos con opción de rescate anticipado que sumaron Bs652 millones, representando el 4% del total colocado (Gráfico I.8).

Durante el primer trimestre de la gestión, dada la orientación coyunturalmente contractiva de la política monetaria, la colocación de letras y bonos a través de subasta, la sexta emisión de CD y la constitución de DERM, fueron las principales herramientas utilizadas por el BCB para controlar la liquidez. A partir de abril y una vez concluida la oferta de CD, la colocación de letras y bonos del BCB bajo los mecanismos de subasta y mesa de

dinero fueron los instrumentos utilizados por el BCB para regular la liquidez, con excepción del mes de diciembre, mes en el que se introdujeron las letras y bonos con opción de rescate anticipado, ampliando de esta manera el universo de instrumentos de regulación de la liquidez (Gráfico I.9).

Es importante destacar, que los valores de regulación monetaria con opción de rescate anticipado fueron emitidos con el objetivo de contar con instrumentos flexibles que permitan responder ágilmente a necesidades de inyección de liquidez, en situaciones en las que la coyuntura haga necesaria una política expansiva.

Durante la gestión 2015, los bancos fueron el grupo institucional con mayor porcentaje de colocación, obteniendo el 46% del monto total colocado, seguido por las AFP que obtuvieron el 20% del total, explicado principalmente por la colocación de CD. Las Agencias de Bolsa, las SAFI y las personas particulares, a través de la compra de bonos de venta directa, obtuvieron el 11% del monto colocado, en cada caso. Otras instituciones, donde se engloban las entidades aseguradoras o reaseguradoras, obtuvieron el 1% del monto colocado (Gráfico I.10).

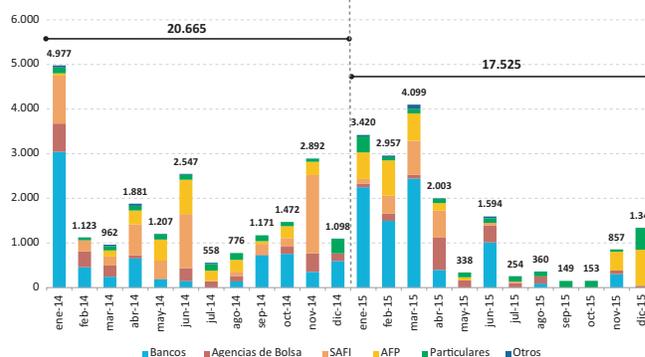
En lo que respecta a los vencimientos, el flujo de vencimientos de la gestión 2015 fue mayor en Bs8.415 millones al observado en la gestión pasada, producto de la postura asumida por el ente emisor en la gestión 2014 y de las colocaciones a corto plazo de CD y DERM realizadas en los primeros meses del año. Este nivel de vencimientos permitió al BCB inyectar importantes volúmenes de liquidez durante 2015, en línea con la postura expansiva asumida por el ente emisor en los últimos tres trimestres. La acumulación de vencimientos se concentró en los meses de abril y junio, destacándose los vencimientos provenientes de las emisiones de CD y las dos ofertas de DERM (Gráfico I.11). Así también, consecuente con la política de mayor utilización de la moneda nacional (MN), los vencimientos durante la gestión estuvieron denominados exclusivamente en esta moneda.

Gráfico I.9: Colocación de valores de regulación monetaria por instrumento (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Los datos de letras en UFV y en ME están expresados en bolivianos al tipo de cambio y UFV del programa monetario.

Gráfico I.10: Colocación de valores de regulación monetaria por grupo institucional (Millones de bolivianos)



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

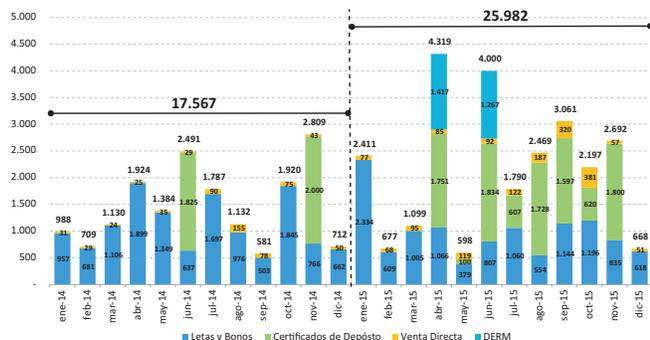
Por su parte, los vencimientos de valores de regulación monetaria para la gestión 2016 alcanzan⁵ a Bs9.754 millones, cifra inferior en Bs16.228 millones a la de 2015. Para la gestión 2017, el nivel de vencimientos alcanzaría a Bs518 millones.

Destacan en la estructura de vencimientos de 2016 los meses de enero, abril y junio, que alcanzan Bs2.028 millones, Bs1.142 millones y Bs1.445 millones, respectivamente. Estos vencimientos corresponden principalmente a la colocación de letras y bonos en subasta y mesa de dinero durante 2015. En lo que se refiere a vencimientos de bonos de venta directa, se destacan los vencimientos del mes de agosto, que provienen de la colocación de los bonos “BCB Navideño” a 245 días plazo durante el mes de diciembre de 2015 (Gráfico I.12).

La orientación de la política monetaria preponderantemente expansiva durante 2015, se evidencia también en la evolución del saldo de valores de regulación monetaria. El saldo de valores del BCB a fines de 2015 alcanzó a Bs10.197 millones,⁶ que representa una importante reducción de Bs8.804 millones con respecto a diciembre de la gestión pasada. La fuerte reducción en el saldo, respondió a los moderados niveles de colocación observados en los últimos meses del año e importantes inyecciones de liquidez provenientes de vencimientos de valores de regulación monetaria colocados en la gestión 2014 y en los primeros meses de 2015.

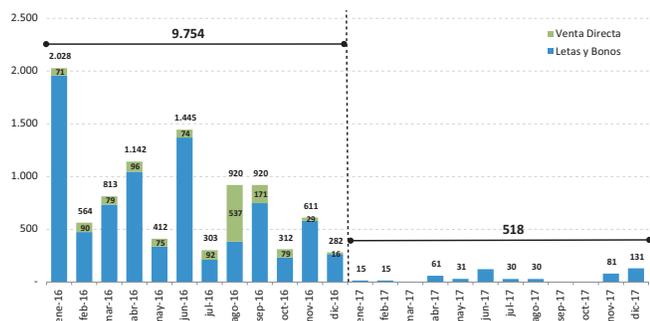
En efecto, en el primer trimestre el saldo se incrementó en Bs6.335 millones, en un contexto de riesgos derivados de un incremento transitorio del nivel de liquidez, choques de oferta y el impulso fiscal por la creciente inversión pública. En los siguientes meses del año, el saldo del BCB reflejó una postura proclive a contribuir al impulso del crecimiento económico con una inyección controlada de liquidez que causó una significativa reducción de Bs15.140 millones, que representa un 60% por debajo del saldo registrado a

Gráfico I.11: Vencimientos de valores de regulación monetaria por instrumento (Millones de bolivianos)



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

Gráfico I.12: Perfil de vencimientos de valores de regulación monetaria por tipo de instrumento (Millones de bolivianos)



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

5 Con información al 31/12/2015.

6 Los valores de saldos incluyen principal y cupones.

finales del primer trimestre de 2015. Este resultado, es el reflejo de la elevada capacidad del ente emisor para realizar políticas expansivas (Gráfico I.13).

Asimismo, destaca la creciente participación de los bonos de venta directa dentro del saldo del BCB, producto del esfuerzo del ente emisor para la colocación de este instrumento, que tiene como objetivo el favorecer el ahorro de los pequeños ahorristas y señalar al alza las tasas pasivas del sistema financiero. A fines de 2015, el saldo de bonos de venta directa alcanzó a Bs1.334 millones.

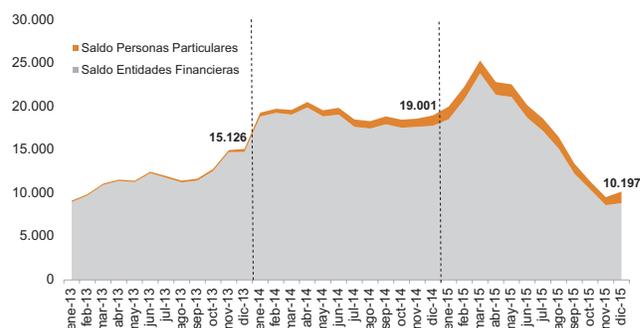
La orientación expansiva de la política monetaria asumida durante gran parte de la gestión, permitió regular el nivel de liquidez, con el objetivo de contribuir a apuntalar la demanda interna para impulsar el crecimiento económico, en un contexto de inflación controlada. Todo ello a través de una redención neta de valores que se tradujo en una expansión de la liquidez durante 2015.

En este contexto, durante los primeros meses del año, la orientación coyunturalmente contractiva del ente emisor, permitió el incremento gradual de las tasas de adjudicación de papeles emitidos con fines de regulación monetaria. Posteriormente, bajo una orientación proclive a la inyección de liquidez, se propiciaron descensos progresivos en las tasas de adjudicación hasta alcanzar niveles históricamente bajos hacia finales de la gestión.

En este sentido, en lo que respecta a letras del BCB, la TEA a 91 días cerró en 0,004%, 41pb por debajo de la última tasa observada en 2014. La TEA a 182 días cerró en 0,002%, que implica una reducción de 49pb. Las TEA a 273 y la de 364 días culminaron la gestión en 0,0013% y 0,001%, con reducciones de 54pb y 72pb, respectivamente. Para los bonos del BCB a 2 años la tasa de rendimiento cerró la gestión en 0,005%, 120pb inferior a la de la gestión pasada.

Asimismo, las tasas de interés de las letras con opción de rescate anticipado con plazos a 182, 273 y 364 días registraron una TEA de 0.002%, 0.0013% y 0.001%,

Gráfico I.13: Saldo de valores de regulación monetaria (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

NOTA: Saldos incluyen principal y cupones.

Incluye saldos de Letras, Bonos, CD, DERM y Bonos de venta directa emitidos por el BCB.

respectivamente y la tasa de rendimiento de bonos con opción de rescate anticipado a 728 días fue de 0.0005% (Gráfico I.14).

I.2. Otras Operaciones

I.2.1. Operaciones de Reporto en el BCB

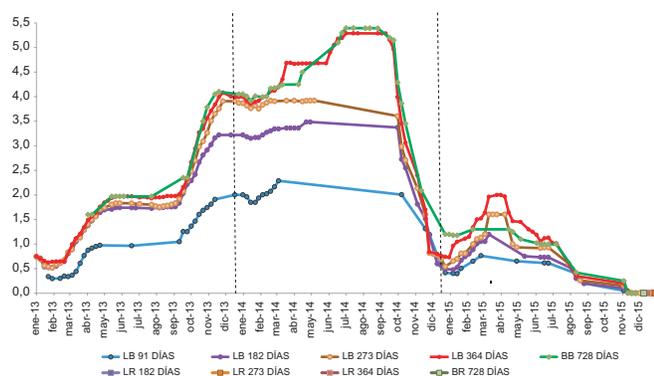
Las operaciones de reporto del BCB constituyen uno de los instrumentos más importantes para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Este mecanismo consiste en la compra de valores públicos por parte del BCB a entidades habilitadas⁷ con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo pactado (no mayor a 15 días). Estas operaciones se efectúan mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de mesa de dinero a tasas penalizadas. El COMA determina la tasa premio base y su oferta diaria, enviando señales al mercado respecto a la percepción del BCB sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo.

Durante la gestión 2015, la tasa base de reporto experimentó un solo cambio hacia la baja, pasando de 3,30% a 2,50%, entre abril y mayo, en línea con el objetivo de “prestamista de última instancia” del BCB y de mantener esta tasa como “tasa techo” del mercado monetario.

Asimismo, la disminución de la tasa base se realizó con el propósito de incentivar el uso de este instrumento en el sistema financiero, en un contexto de altos niveles de liquidez y tasas de adjudicación que tuvieron un comportamiento descendente.

La oferta de reportos en MN se mantuvo constante a lo largo de todo el 2015, con una oferta máxima semanal de Bs3.000 millones y un plazo no mayor a 15 días. La inamovilidad en la oferta tiene relación con el incremento del excedente de liquidez de la gestión 2015, hecho que permitió a las entidades contar con recursos de

Gráfico I.14: Tasas de Adjudicación en subasta y mesa de dinero (Porcentaje)



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

⁷ Son entidades habilitadas para efectuar operaciones de reporto, previo cumplimiento de lo establecido en el capítulo 3 de la R.D.130/2003, las entidades con licencia de funcionamiento otorgada por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) o la Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS).

corto plazo para hacer frente a sus necesidades, sin necesidad de acudir a reportos con el ente emisor.

Bajo el contexto anteriormente mencionado, durante la gestión 2015 se realizaron operaciones de reporto por un valor de Bs511 millones, monto menor en un 95,0% al registrado en el 2014 (Bs10.211 millones). Estas operaciones estuvieron concentradas en los meses de abril (Bs491 millones) y mayo (Bs20 millones).

Cabe destacar que la demanda de reportos con el BCB tuvo una clara relación con el nivel del excedente de liquidez en MN, ya que precisamente en los meses que se tiene menores niveles de excedente de liquidez, se registraron operaciones de reporto en MN (Gráfico I.15).

Por otra parte, en 2015 no se tuvo operaciones de reporto en ME, hecho que se repite desde octubre de 2008. En esta línea es importante mencionar que desde septiembre de 2011, el BCB ya no oferta títulos en ME, lo cual deja a los inversionistas sin la posibilidad de tener colaterales para realizar estas operaciones con el BCB⁸. No obstante, las entidades aún podrían realizar un reporto cruzado, es decir, requerir moneda extranjera a cambio de valores públicos en moneda nacional, aunque esto signifique un costo adicional relacionado al diferencial cambiario.

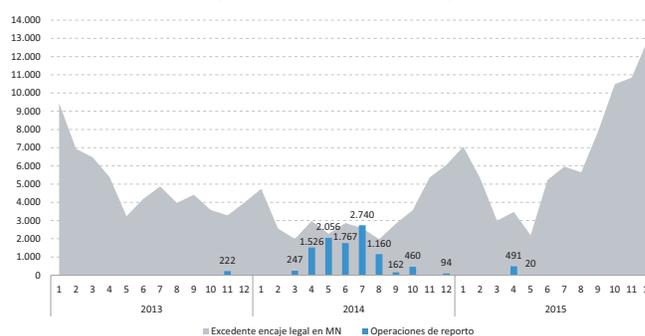
Respecto a la tasa base de reporto en ME, la misma se mantuvo en 4%, con el fin de mantener la estabilidad financiera y permitir que las entidades de intermediación financiera que así lo requieran, puedan conseguir liquidez de corto plazo en ME de forma ágil y a un costo razonable.

1.2.2. Operaciones del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (FONDO RAL)

El Fondo RAL es un fondo de inversión cerrado constituido por los recursos correspondientes al encaje legal en títulos de las entidades financieras. Los fondos constituidos por cada denominación monetaria son: Fondo RAL MN, Fondo RAL MNUFV y Fondo RAL ME.

⁸ El BCB admite únicamente valores públicos como colaterales en operaciones de reporto.

Gráfico I.15: Operaciones de Reporto en MN (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

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 respectivo. El objetivo de este instrumento es 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:

- i. En el primero, 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.⁹ Su tasa de interés es 150pb más alta que la tasa base de reporto para cada denominación.
- ii. 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 al primer tramo.¹⁰

Durante la gestión 2015, los créditos de liquidez en MN ascendieron a Bs15 millones, monto que es un 97,6% menor que el registrado en 2014 (Bs609 millones). Estas operaciones respondieron en su totalidad a operaciones de entidades para cumplir requerimientos de encaje.

9 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.

10 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.

El primer semestre de la gestión, las operaciones alcanzaron Bs11 millones, realizados en su totalidad en el primer tramo a una tasa promedio de 4,8% y un plazo promedio de 7 días. De las 18 operaciones de liquidez realizadas, 17 se concedieron a una cooperativa y 1 a una entidad bancaria con déficit de liquidez.

El segundo semestre, se realizaron operaciones por Bs4 millones, en un total de 17 operaciones, 9 de las cuales fueron efectuadas por tres cooperativas con el fin de promediar su encaje y 8 operaciones realizadas por una mutual. El plazo promedio ponderado de estas operaciones fue 7 días y la tasa ponderada alcanzó el 4,00%. (Gráfico I.16).

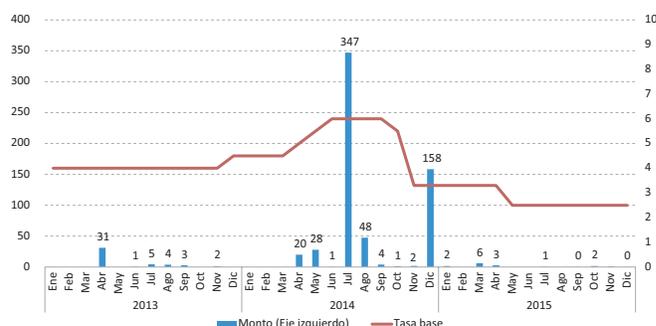
Por su parte, la demanda de créditos de liquidez con garantía al Fondo RAL en ME ascendió a \$us27 millones, monto que es un 73,8% menor al de 2014 (\$us101 millones). En el primer semestre se otorgaron créditos de liquidez por un total de \$us12 millones, con 41 operaciones de una sola cooperativa. El plazo promedio fue de 7 días a una tasa promedio de 5,50%.

En el segundo semestre se realizaron 60 operaciones por un total de \$us14 millones, con un plazo promedio de 7 días y a una tasa de 5,50%. Dos cooperativas realizaron 54 operaciones, 5 fueron realizadas por una mutual y la restante por una entidad bancaria. En todos los casos, los créditos se debieron a la necesidad de hacer frente al encaje legal requerido (Gráfico I.17).

I.2.3. Servicio Restringido y Extendido de Depósitos en ME

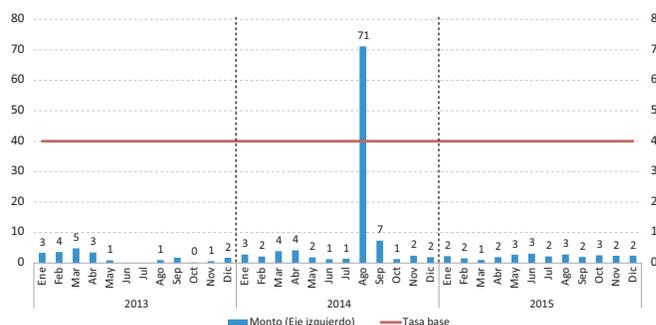
El Servicio Restringido de Depósitos en moneda extranjera (SRD-ME) fue diseñado para aceptar depósitos remunerados de las entidades bancarias, a través de un mecanismo de subasta competitiva hasta un monto de \$us50 millones y un plazo máximo de 7 días. El Servicio Extendido de Depósitos en Moneda Extranjera (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 el que el ente emisor acepta depósitos remunerados de entidades bancarias que mantienen en cuentas corrientes y de encaje.

Gráfico I.16: Créditos de liquidez en MN con garantía al Fondo RAL (Millones de bolivianos y porcentaje)



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

Gráfico I.17: Créditos de liquidez en ME con garantía al Fondo RAL (Millones de dólares, porcentaje)



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

Al igual que en gestiones pasadas, debido al elevado nivel de las reservas internacionales, no fue necesario el empleo del SED-ME. Del mismo modo, el SRD-ME tampoco fue utilizado debido a que no fue necesario establecer una tasa de interés “piso” que desincentive posibles salidas de capitales al exterior.

I.3. Operaciones con valores emitidos 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 valores de deuda pública, por cuenta y cargo del TGN.¹¹ 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.¹² El Consejo está conformado por representantes del BCB y del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).¹³

Durante la gestión 2015, la oferta de valores públicos para fines de política fiscal estuvo condicionada por las necesidades de financiamiento fiscal por parte del Tesoro y destaca el hecho que tuvo un movimiento acorde a la oferta de valores con fines de política monetaria, esto como reflejo de la coordinación entre el BCB y el MEFP. Es así que el TGN mantuvo su oferta en Bs157 millones hasta la primera semana del mes de abril, posteriormente modificó a la baja hasta Bs37 millones, monto que se mantuvo desde junio hasta concluir la gestión.

En este marco, y acorde con su política de endeudamiento de mediano y largo plazo, en el primer trimestre del año la oferta semanal de valores del TGN mantuvo su composición por plazos, vigente desde mediados de diciembre de 2014, con una oferta de

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

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

13 Resolución de Directorio del BCB N° 128/2003.

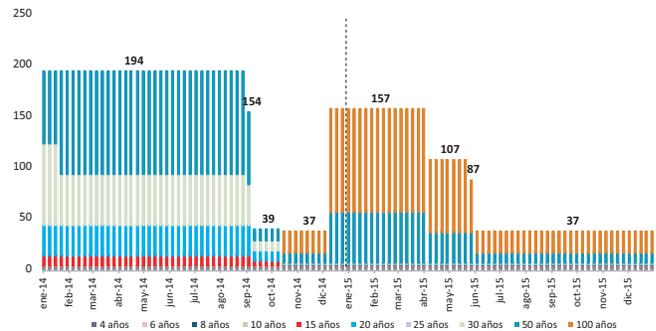
Bs100 millones y Bs50 millones en bonos a 100 y 50 años plazo, respectivamente. A partir de la segunda semana de abril, la oferta en los mismos plazos se redujo a Bs70 millones y Bs30 millones, respectivamente; y a principios del mes de junio, se redujo nuevamente a Bs20 millones y Bs10 millones. La oferta en los plazos menores se mantuvo constante durante toda la gestión en Bs1 millón para cada plazo¹⁴ (Gráfico I.18).

En 2015, la demanda efectiva de valores del TGN en subasta y mesa de dinero fue de Bs2.186 millones, lo que significó una reducción de Bs2.151 respecto al 2014 (Bs4.337 millones). Esta caída en la demanda por papeles del TGN se explica principalmente por dos razones: por un lado, la decisión del CAVT de no aceptar posturas que implicaran incrementos en las tasas de interés a fin de obtener un financiamiento al menor costo; y por otro lado, la restricción impuesta por la ASFI¹⁵ en el mes de junio sobre la negociación de cupones y/o bonos sin cupones, cuyo plazo de vencimiento sea superior a 5 años, lo cual redujo la demanda de los inversores institucionales hacia papeles de largo plazo.

La preferencia de la demanda se concentró en valores a 50 y 100 años plazo. Así, la demanda de valores a 50 años plazo alcanzó el 70% (Bs1.540 millones) de la demanda total y la demanda de valores a 100 años capturó el 29% (Bs630 millones) del monto total demandado en la gestión. Por su parte, la demanda de bonos a menores plazos alcanzó apenas el 1% (Bs16 millones) de total demandado (Gráfico I.19).

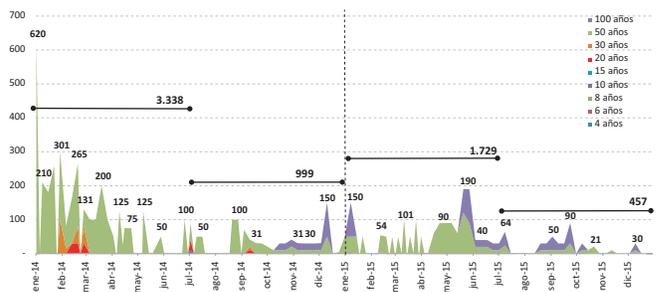
En lo que respecta a la demanda institucional por valores del TGN, destaca la participación de las entidades bancarias que registraron la mayor demanda con un total de Bs1.184 millones, que significó el 54% del monto total demandado. Las AFP demandaron valores por un total de Bs380 millones que representó el 17%, por encima del monto demandado durante la

Gráfico I.18: Oferta de valores para fines de política fiscal (Millones de bolivianos)



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

Gráfico I.19: Demanda bruta de valores para fines de política fiscal (Millones de bolivianos)

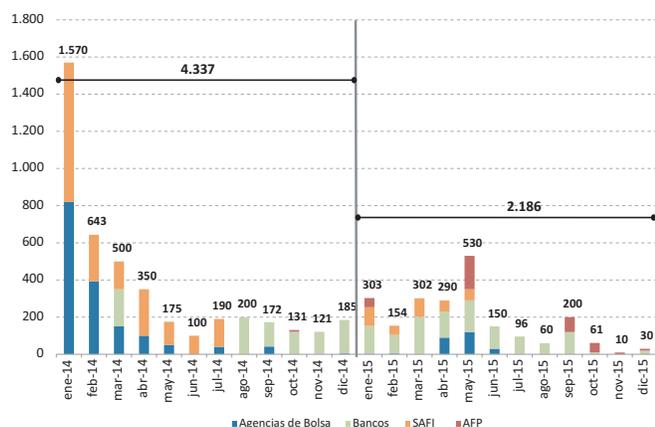


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
NOTA: Incluye montos demandados por valores del TGN en subasta y mesa de dinero.

14 La oferta de valores con fines de financiamiento fiscal se realiza exclusivamente en MN desde junio de 2009.

15 Resolución ASFI/493/2015 de 26 de junio de 2015, que aprueba y pone en vigencia las modificaciones al Reglamento para la transacción de cupones de bonos.

Gráfico I.20: Demanda bruta de valores para fines de política fiscal por grupo institucional (Millones de bolivianos)

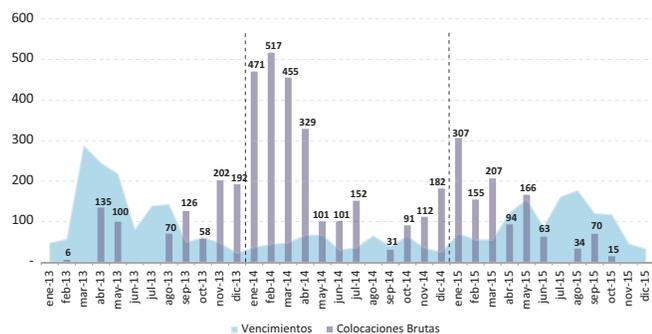


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Incluye montos demandados por valores del TGN en subasta y mesa de dinero.

gestión 2014 (Bs10 millones). Por otro lado, las SAFI y las Agencias de Bolsa registraron una demanda por Bs370 millones y Bs252 millones, obteniendo el 17% y 12% del total, respectivamente; en ambos casos se observaron importantes reducciones respecto a los montos demandados en 2014 (Bs1.775 millones y Bs1.602 millones) (Gráfico I.20).

Durante la gestión 2015 los vencimientos de valores del TGN alcanzaron a Bs1.199 millones¹⁶, mientras que las colocaciones alcanzaron Bs1.111 millones y produjeron una redención neta de Bs88 millones, en línea con los resultados alcanzados por el BCB. Las colocaciones efectuadas se concentraron especialmente en el primer semestre del año, periodo en el cuál la colocación alcanzó Bs992 millones, que significó el 89% del monto total colocado en 2015, esto como consecuencia de la menor demanda de los inversores institucionales por valores de largo plazo después de entrar en vigencia la restricción impuesta por la ASFI a la negociación de cupones de bonos con plazos superiores a 5 años. (Gráfico I.21)

Gráfico I.21: Colocación y vencimiento de valores con fines de política fiscal (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Los valores de colocación están expresados en valor inicial, los bonos del TGN fueron colocados sobre la par. Para la conversión de los vencimientos en UFV se utilizó el tipo de cambio correspondiente a fin de cada mes.

En lo que se refiere a las colocaciones por grupo institucional, las entidades bancarias se adjudicaron el 54% del total equivalente a Bs599 millones. Por su parte, las SAFI y AFP se adjudicaron Bs258 millones y Bs190 millones que representaron el 23% y 17% del monto total de colocaciones, respectivamente. Las Agencias de Bolsa registraron la menor participación en la colocación de valores del TGN con el 6% del monto total, equivalente a Bs64 millones. Las condiciones en las que fueron realizadas estas colocaciones, permitieron refinanciar la deuda del TGN a plazos largos y tasas convenientes, en un contexto de estabilidad y crecimiento económico (Cuadro I.5 y Gráfico I.22).

Cuadro I.5: Colocación de valores con fines de política fiscal por grupo institucional (Millones de bolivianos)

	Agencias de				Total
	AFP	Bolsa	Bancos	SAFI	
2013	215	509	0	167	891
2014	10	867	586	1.080	2.543
2015	190	64	599	258	1.111

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

El perfil de vencimientos futuros de valores del TGN se caracteriza por una distribución de pagos de largo plazo, que se extendió hasta el año 2115, con la emisión de valores a 50 y 100 años. Los

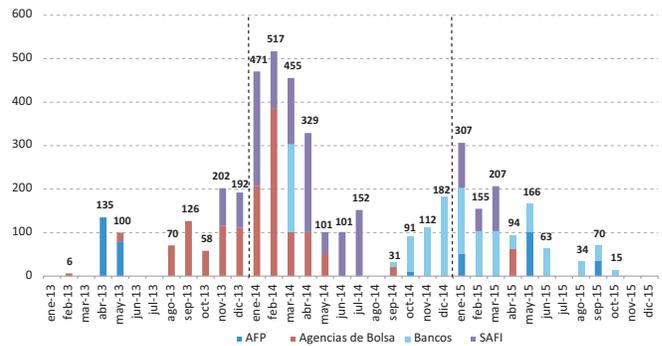
¹⁶ Los vencimientos de capital ascendieron a Bs649 millones, mientras que el pago por concepto de intereses fue de Bs550 millones.

vencimientos de valores con fines de política fiscal están denominados mayoritariamente en MN, siendo que los vencimientos en UFV concluyen en febrero de 2019. Dentro del perfil de vencimientos destaca la distribución uniforme a lo largo del tiempo, con excepción de períodos puntuales, como son 2040-2041, 2063-2065 y 2114-2115, que corresponden a los vencimientos de los valores emitidos a 30, 50 y 100 años plazo. (Gráfico I.23).

Como consecuencia del accionar del CAVT, el saldo de valores del TGN cerró la gestión 2015 en Bs10.379 millones¹⁷, cifra superior en Bs430 millones respecto al cierre de 2014 (Bs9.949 millones), estas variaciones se sustentan fundamentalmente en las colocaciones de bonos a 50 y 100 años plazo. Cabe resaltar el importante incremento en el plazo promedio de los vencimientos del TGN que se incrementaron de 28 años y 40 semanas a 32 años y 51 semanas, como resultado de la colocación de valores a 50 y 100 años plazo. El 99% del saldo de financiamiento público interno esta denominado en MN y el restante 1% en UFV. Esta dinámica fue consistente con la política del TGN de reducir los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés para consolidar una estructura de deuda interna adecuada y, al mismo tiempo, profundizar el uso de la MN en el mercado financiero. Al cierre de la gestión, no existe saldo de valores en ME.¹⁸ (Gráfico I.24).

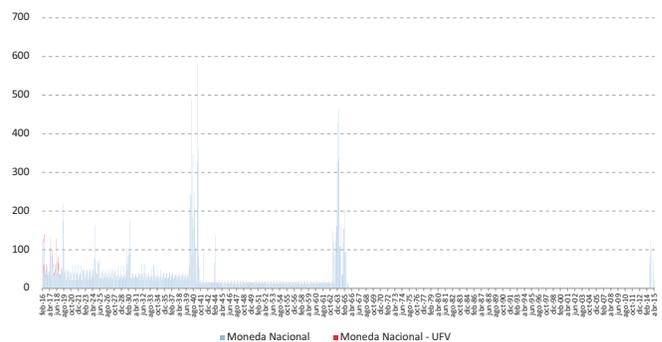
Durante la gestión 2015, se registraron colocaciones a 6, 50 y 100 años plazo. Las tasas de adjudicación en todos los plazos presentaron descensos, reportando una tasa de rendimiento (TR) de 2,75% a 50 años, 120pb por debajo de la última tasa de adjudicación de 2014, y a 100 años plazo, la TR alcanzó 3,90%, 60pb inferior a la tasa adjudicada en 2014. Mientras que los valores a 6 años registraron una tasa de 0,0009%, 140pb menor a la última tasa de adjudicación observada en agosto de 2012. Estas disminuciones, hicieron posible un financiamiento más favorable para el sector fiscal (Gráfico I.25).

Gráfico I.22: Colocación de valores con fines de política fiscal por grupo institucional (Millones de bolivianos)



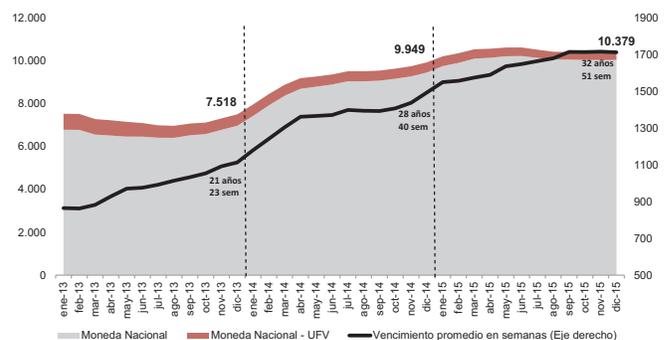
FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Los valores de colocación están expresados en valor inicial. Incluye colocación de valores del TGN en subasta y mesa de dinero.

Gráfico I.23: Perfil de vencimientos de valores del TGN por moneda (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Los vencimientos están valorados al tipo de cambio del programa monetario 2015 (UFV 2,05864). Los vencimientos incluyen principal y cupones.

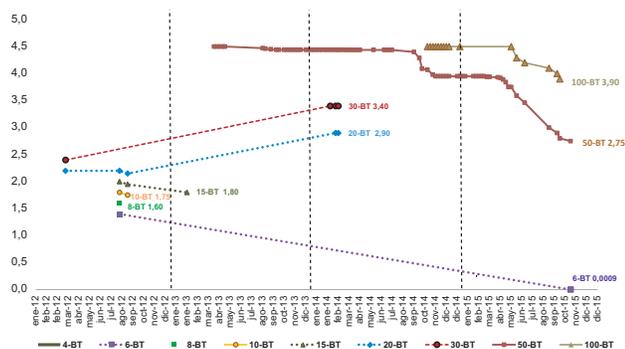
Gráfico I.24: Saldo de valores para fines de política fiscal y vencimiento promedio (Millones de bolivianos y semanas)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Para la conversión de moneda se utilizó el valor de la UFV correspondiente a fin de cada mes.

17 Los valores de saldos no incluyen intereses.
 18 Desde noviembre 2010 no existe saldo en moneda extranjera.

Gráfico I.25: Tasas de rendimiento de valores del TGN (Porcentaje)



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

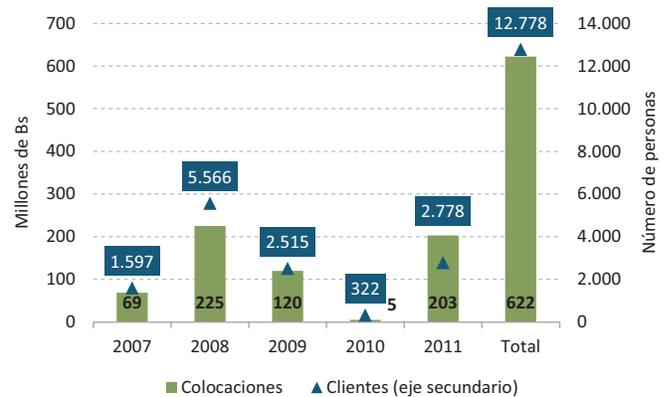
En este sentido, el financiamiento interno del TGN a través de la subasta pública administrada por el BCB, presentó mejores condiciones financieras, comparado con gestiones previas. El costo efectivo del financiamiento se redujo con la caída de las tasas de rendimiento en los plazos de los papeles colocados y se amplió el plazo promedio del financiamiento con la colocación de valores a 50 y 100 años plazo.

II. Venta directa de valores públicos a personas naturales

En 2015, el total de colocaciones de Bonos BCB dirigidos a personas naturales alcanzaron un total de Bs1.910 millones, esto es, un crecimiento de 24% respecto a la gestión previa (Bs1.541 millones). Este nivel de colocaciones representa un máximo histórico, superando incluso la sumatoria de colocaciones registradas entre 2007 y 2013. El crecimiento registrado en el año, a pesar de la reducción del monto máximo de títulos permitidos por persona, muestra el posicionamiento de estos instrumentos y la creciente demanda del público por los valores emitidos por el BCB. Adicionalmente, destacan las facilidades brindadas al público a lo largo de la gestión, entre las que resaltan el pago a través de tarjeta de débito y el Sistema de Venta Directa de Valores por Internet.

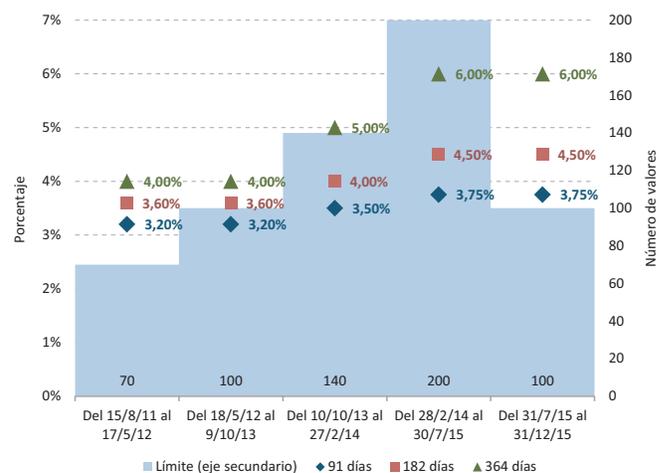
Desde fines del año 2007 y con el objetivo de favorecer el ahorro de los pequeños ahorristas y señalar al alza las tasas pasivas del sistema financiero, el BCB inició la venta directa de Letras del Tesoro a personas naturales y jurídicas. Estos valores fueron emitidos en Moneda Nacional y en Unidades de Fomento a la Vivienda (UVF). Las tasas ofrecidas se definían de acuerdo a las tasas resultantes de la última subasta adjudicada, con una oferta ilimitada, en función de la demanda por parte del público. La venta se realizaba en Mesa de Dinero del BCB en la ciudad de La Paz y a nivel nacional a través del Banco Unión S.A. Las colocaciones de LT a personas naturales y jurídicas alcanzaron un total de Bs622 millones de los cuales Bs387 millones fueron colocados en moneda nacional y los restantes Bs235 millones se colocaron en UVF. En lo que respecta al número de clientes, se llegó a un total de 12.778 desde octubre de 2007 hasta julio de 2011, periodo de oferta de estos instrumentos (Gráfico II.1).

Gráfico II.1: Colocaciones de Letras del Tesoro a personas naturales y jurídicas (Millones de Bolivianos, número de personas)



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

Gráfico II.2: Tasas y límite de venta – Bonos BCB Directo (Porcentaje y número de valores)



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

Posteriormente, en una segunda etapa iniciada en agosto de 2011, se realizó una reingeniería al instrumento de venta directa a fin de mejorar la oferta de valores para personas naturales, dando lugar a un nuevo instrumento: el Bono BCB Directo.

Gráfico II.3: Colocaciones Bonos BCB Directo (Millones de Bolivianos)



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

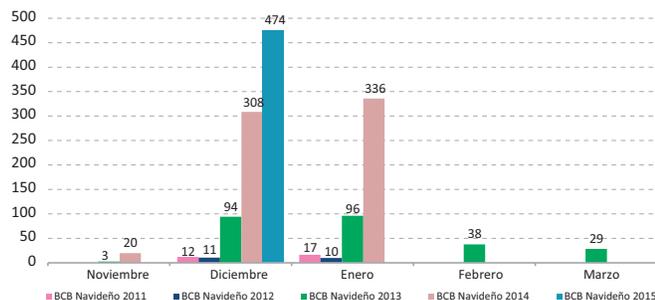
Los Bonos BCB Directo son valores de renta fija a corto plazo, dirigidos exclusivamente a personas naturales, vendidos a rendimiento con un valor unitario de Bs1.000. Las condiciones de este instrumento, en lo que respecta a monto máximo permitido por titular, fueron modificadas en la gestión. A partir del 31 de julio de 2015, el monto máximo permitido por persona descendió de 200 a 100 títulos (Gráfico II.2).

La variación del monto máximo de títulos permitidos por persona se alineó con la dirección de la política monetaria, que fue predominantemente expansiva a lo largo de la gestión. A pesar de esta modificación, las colocaciones de los Bonos BCB Directo en 2015 alcanzaron Bs1.100 millones, cifra 18% mayor a la registrada en 2014 (Bs936 millones), mostrando el posicionamiento de este instrumento y la creciente demanda del público (Gráfico II.3). Así, en 2015 un total de 28.055 clientes adquirieron Bonos BCB Directo, lo que implica un crecimiento de 11% respecto al número de clientes registrados en 2014 (25.272).

Gráfico II.4: Colocaciones Bonos BCB Navideño (Millones de Bolivianos)

Año	Colocación bruta ⁽¹⁾
2011	29
2012	21
2013	260
2014	664
2015 ⁽²⁾	474
Total	1.447

(1) Colocación bruta del Bono BCB Navideño en todas sus versiones.
(2) Colocación bruta al 31/12/2015



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

Además de los Bonos BCB Directo, en 2015 se ofertaron los Bonos BCB Navideño, por quinto año consecutivo, disponibles desde el 4 de diciembre de 2015 hasta el 31 de enero de 2016. Estos son valores de renta fija, cuyo objetivo es retirar liquidez proveniente de ingresos extraordinarios percibidos a fin de año, particularmente del segundo aguinaldo “Esfuerzo por Bolivia”, para reinyectarla en meses posteriores, difiriendo los gastos al inicio de la época de clases y al segundo semestre del año. En línea con el contexto económico vigente, la autoridad monetaria decidió ofertar Bonos BCB Navideño 2015 a los plazos de 63 y 245 días con una tasa de rendimiento de 7% anual, para ambos plazos; se estableció como límite de compra 200 valores por persona, equivalente a Bs200 mil.

Los resultados de la venta de este instrumento sobrepasaron ampliamente los de gestiones anteriores; al 31 de diciembre de 2015 se alcanzó un total de colocaciones por Bs474 millones, rebasando en 54% las colocaciones del BCB Navideño en el mes de diciembre de 2014 (Bs308 millones). En relación a emisiones previas, la colocación de diciembre de 2015 es superior al total colocado en Bonos BCB Navideño 2011 (vendido entre dic-2011 y ene-2012), BCB Navideño 2012 (entre dic-2012 y ene-2013) y BCB Navideño 2013 (entre nov-2013 y mar-2014) (Gráfico II.4).

Así, el total de colocaciones brutas de Bonos BCB en 2015 fue de Bs1.910 millones, esto es, un crecimiento de 24% respecto a la gestión previa (Bs1.541 millones). Es importante notar que las colocaciones de 2015 representan un máximo histórico, superando incluso la sumatoria de colocaciones registradas entre 2007 y 2013 (Gráfico II.5).

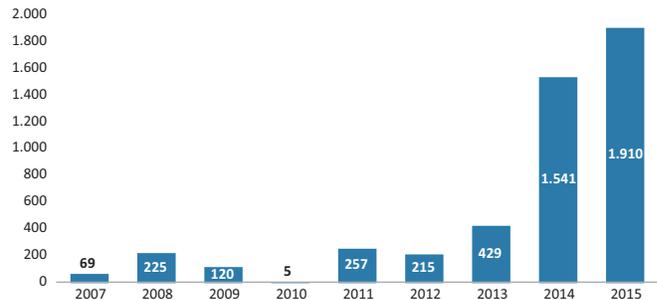
Del total vendido en 2015, 58% corresponde al Bono BCB Directo y 42% al Bono BCB Navideño. Es importante mencionar que la participación del Bono BCB Navideño en 2015 respecto a la colocación de los otros instrumentos (BCB Directo, BCB Plus y BCB Aniversario) fue la más alta en comparación a gestiones anteriores (Gráfico II.6).

Es importante mencionar la diversidad de instrumentos ofertados por el BCB desde 2013, ampliando así las opciones de inversión y ahorro de los clientes del BCB (Gráfico II.7).

Así, durante 2015, un total de 45.318 clientes compraron valores de venta directa del BCB, de los cuales 30% (13.736 personas) fueron clientes nuevos, esto es, personas que adquirieron bonos del BCB por primera vez. En términos absolutos, se registró un crecimiento de 11% respecto a los clientes de la gestión 2014 (40.804 personas). El descenso en la participación de nuevos clientes respecto a 2014 (43%), conjuntamente con el crecimiento en el total de personas que adquirieron sus Bonos, muestra que un gran número de los clientes compran valores en repetidas oportunidades, toda

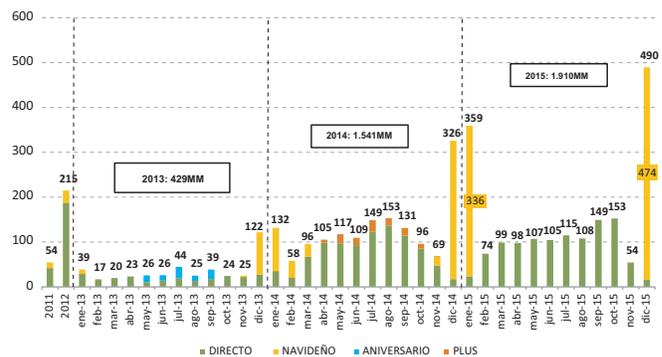
Gráfico II.5: Colocaciones de Valores de Venta Directa, 2007 - 2015 (Millones de Bolivianos)

Año	Letras	Bonos	Total
2007	69		69
2008	225		225
2009	120		120
2010	5		5
2011	203	54	257
2012		215	215
2013		429	429
2014		1.541	1.541
2015		1.910	1.910
TOTAL	622	4.149	4.771



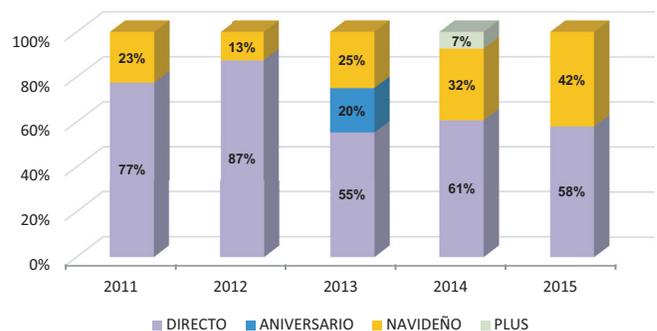
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico II.6: Colocaciones Bonos BCB, según tipo de instrumento (Millones de Bolivianos)



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

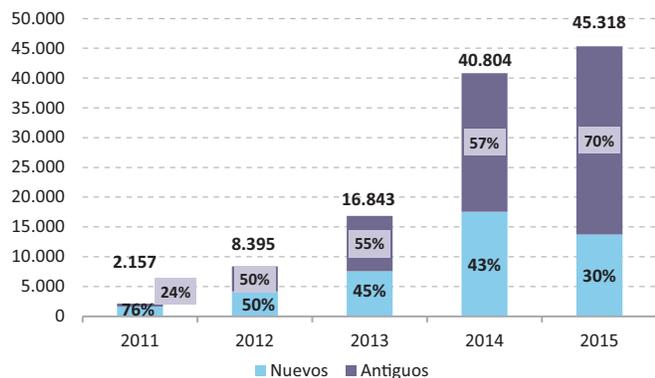
Gráfico II.7: Composición de las colocaciones Bonos BCB (En porcentajes)



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

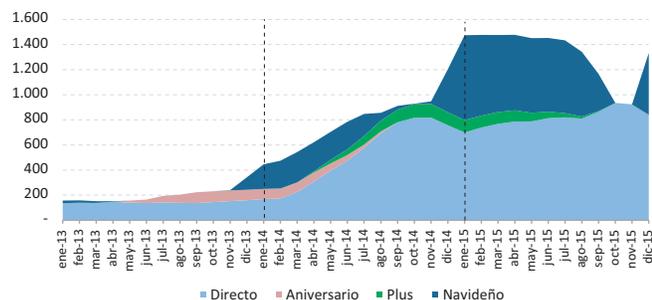
Gráfico II.8: Clientes atendidos y clientes nuevos (Número de personas)

Año	Nuevos	Antiguos	Total
2011	1.632	525	2.157
2012	4.178	4.217	8.395
2013	7.578	9.265	16.843
2014	17.557	23.247	40.804
2015	13.736	31.582	45.318



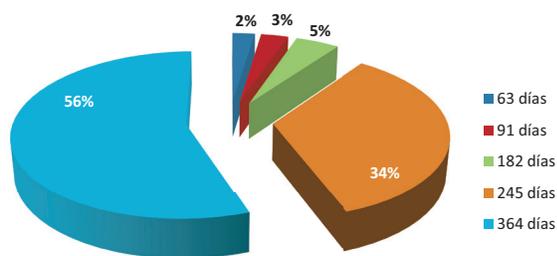
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico II.9: Saldo Bonos BCB (En porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
Nota: Saldos a valor final.

Gráfico II.10: Saldo Bonos BCB, por plazo (En porcentajes)



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

vez que están satisfechos con el rendimiento y las condiciones de la oferta del BCB (Gráfico II.8).

En lo que respecta al saldo, acorde al dinamismo de las colocaciones en el año, el 2015 cerró con un saldo de Bs1.334 millones, 11% más que el dato a diciembre de 2014 (Bs1.203 millones) (Gráfico II.9).

Por plazo, los mayores saldos se concentraron a 364 días (56%, equivalente a Bs741 millones), seguido del plazo a 245 días (34%, equivalente a Bs460 millones). Los plazos menores tuvieron una participación conjunta de 10% (Gráfico II.10).

Otro hecho sobresaliente en la gestión fue la participación mayoritaria del Agente Colocador (AC) en las ventas anuales. De los Bs1.910 millones colocados en la gestión, 80% (Bs1.528 millones) corresponden al AC y el restante 20% (Bs382 millones) a plataforma de atención al cliente del BCB. La trayectoria ascendente de la participación del AC se inició en 2013, gestión en la que el AC efectuó el 62%(Bs268 millones) de las colocaciones de un total de Bs429 millones; en contraste, en 2012 y 2011 el BCB registró la mayor parte de las colocaciones (Gráfico II.11).

De igual modo, de los 45.318 clientes atendidos en la gestión, 80% acudieron a oficinas y/o sucursales del AC y 20% a plataforma de atención al cliente del BCB. De las 36.176 personas atendidas por el AC, 33% fueron nuevos clientes (11.873 personas); en lo que respecta a plataforma de atención al cliente del BCB, de las 9.142 personas atendidas, 20% fueron nuevos clientes (1.863 personas) (Gráfico II.12).

Por otro lado, con el objeto de brindar convenientes opciones de compra a los clientes, en 2015 se mantuvo la opción de pago de valores a través de tarjetas de débito, cheque y débito en cuenta, para los clientes en plataforma de atención al cliente del BCB. Asimismo, se implementó el Sistema de Venta Directa de Valores por Internet. Así, los clientes realizaron compras con medios de pago alternativos al efectivo, especialmente en los meses en los que se oferta el Bono BCB Navideño (enero y diciembre) (Gráfico II.13).

Realizando un análisis según plaza de colocación, el departamento con mayor participación en 2015 fue La Paz (64%), seguido de Cochabamba (13%) y Santa Cruz (8%). Es de mencionar que de las ventas del Departamento de La Paz, 5pp se concentran en la ciudad de El Alto (Gráfico II.14).

Estos datos implican una reducción de 3pp para La Paz, que en 2014 concentró un 67% del total de colocaciones de la gestión; en consecuencia, se observó una mayor participación de otros departamentos destacándose el incremento en las colocaciones en Santa Cruz y Oruro. En el primer caso, la participación se incrementó de 7% en 2014 a 8% en 2015, mientras que en el segundo caso subió de 3% en 2014 a 5% en 2015 (Gráfico II.15).

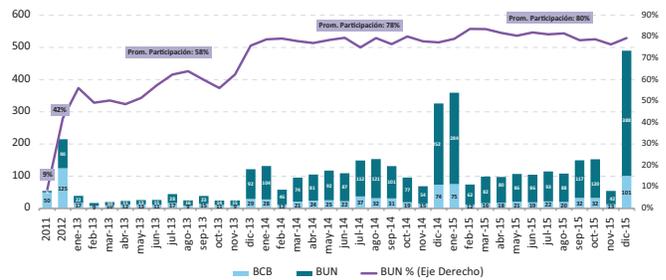
Por departamento, La Paz registró el mayor número de clientes nuevos, alcanzando un total de 7.699, en segundo lugar se encuentra Cochabamba con 2.313 clientes nuevos y finalmente Santa Cruz con 1.105 clientes nuevos (Gráfico II.16).

En lo que respecta al análisis de colocaciones según áreas geográficas, en 2015, el 92% de las colocaciones se dieron en ciudades capitales (incluido El Alto), un 6% en ciudades intermedias, el 1% en ciudades menores y el restante en centros poblados (con un porcentaje pequeño de 0,02%)¹⁹ (Gráfico II.17).

Por departamento y área, destacaron en 2015 por sus colocaciones en ciudades intermedias Potosí (30%) y Tarija (22%). En lo que respecta a ciudades menores, destaca Beni con un 22%. En contraposición, los

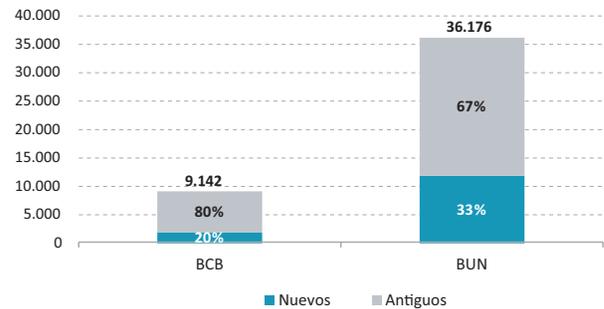
19 Para la conformación de áreas, se clasificó a los municipios en cinco categorías: Ciudad Capital, conformada por las 9 ciudades capitales más El Alto; Ciudad Intermedia, que está conformada por los municipios con más de 20.000 habitantes; Ciudad Menor, con municipios entre 10.001 y 20.000 habitantes; Centro Poblado, representado por municipios entre 2.001 y 10.000 habitantes; y por último Centro Poblado Menor, conformada por municipios que tienen entre 1 y 2.000 habitantes. A lo largo de todo el periodo de estudio no se registraron colocaciones en Centro Poblados Menores, debido a que no existen agencias o sucursales del Agente Colocador en estas localidades. La clasificación de los municipios según número de habitantes corresponde al documento de resultados del Censo Nacional de Población y Vivienda 2001, publicado por el Instituto Nacional de Estadística de Bolivia; los nombres son adaptados a partir de similar documento correspondiente al Censo Nacional de Población y Vivienda 2012.

Gráfico II.11: Colocaciones Bonos BCB, según colocador (Millones de Bolivianos)



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

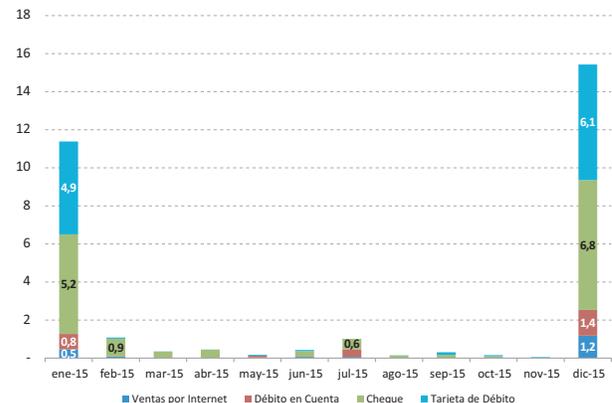
Gráfico II.12: Clientes atendidos y clientes nuevos 2015, según colocador (Número de personas y porcentaje)



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

Gráfico II.13: Colocaciones brutas en plataforma de atención al cliente del BCB, según medio de pago (Miles de Bolivianos)

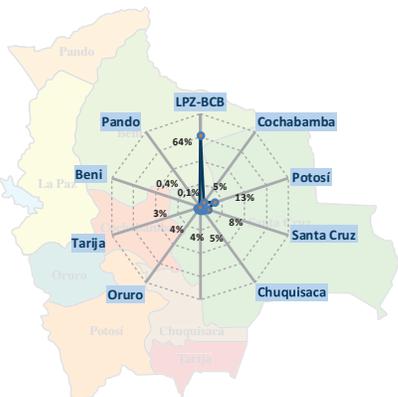
Mes	Ventas por Internet	Débito en Cuenta	Cheque	Efectivo	Tarjeta de Débito	Total
ene-15	460	815	5.229	64.050	4.882	75.436
feb-15	83		945	11.057	61	12.146
mar-15	27		320	15.928	5	16.280
abr-15			448	17.395	8	17.851
may-15	40	100		20.761	44	20.945
jun-15	72		300	18.419	56	18.847
jul-15	69	400	550	20.693		21.712
ago-15			143	19.832	5	19.980
sep-15			174	32.035	140	32.349
oct-15	5		100	32.237	56	32.398
nov-15	27	1.350	6.818	12.771	30	12.828
dic-15	1.184		6.818	85.698	6.073	101.123
Total	1.967	2.665	15.027	350.876	11.360	381.895



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

Gráfico II.14: Colocaciones Bonos B CB, según departamento (Miles de bolivianos y porcentajes)

	Ventas	%
LA PAZ	1.214.082	64%
COCHABAMBA	255.646	13%
SANTA CRUZ	146.835	8%
ORURO	86.217	5%
POTOSÍ	75.023	4%
CHUQUISACA	70.060	4%
TARIJA	53.438	3%
BENI	7.137	0,4%
PANDO	1.453	0,1%
Total	1.909.891	100%



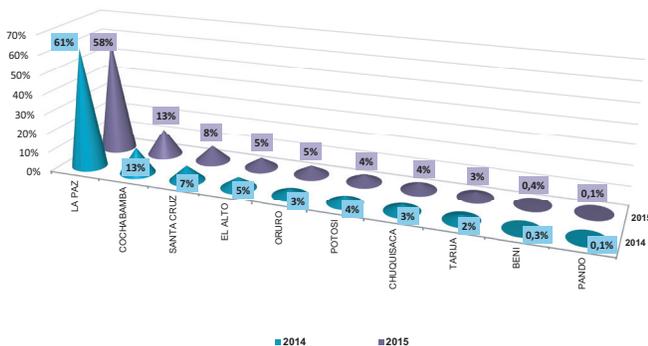
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

departamentos de Pando y La Paz registraron la mayor concentración de ventas en ciudades capitales, con un 100% y 98% de las colocaciones, respectivamente (Gráfico II.18).

Analizando el perfil de los 13.736 nuevos clientes registrados en 2015, la distribución según ocupación presenta una importante dispersión, mostrando el amplio alcance de los instrumentos del BCB. Así, los tres grupos ocupacionales con mayor participación son profesionales, con un 15,5% (incluye licenciados, ingenieros, arquitectos y profesionales en salud); técnicos de nivel medio (14,1%) y comerciantes y vendedores (12,5%) (Gráfico II.19).

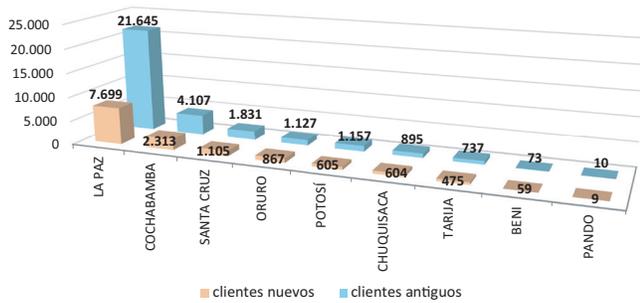
En lo que respecta a la distribución según género, el 56% de los nuevos clientes que adquirieron valores de venta directa del BCB en 2015 fueron mujeres (7.637) y el restante 44% fueron hombres (6.099) (Gráfico II.20).

Gráfico II.15: Participación en las colocaciones de Bonos BCB según plaza, gestiones 2014 - 2015 (Porcentaje)



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

Gráfico II.16: Clientes antiguos y clientes nuevos, según departamento (Número de personas)



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

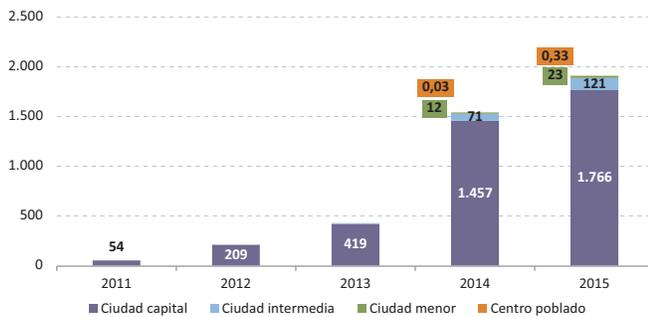
Gráfico II.19: Distribución de clientes, según ocupación (Porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
Nota: La categoría Otros incluye trabajadores religiosos, mensajeros, pagadores y cobradores, trabajadoras del hogar, pintores, carpinteros y electricistas.

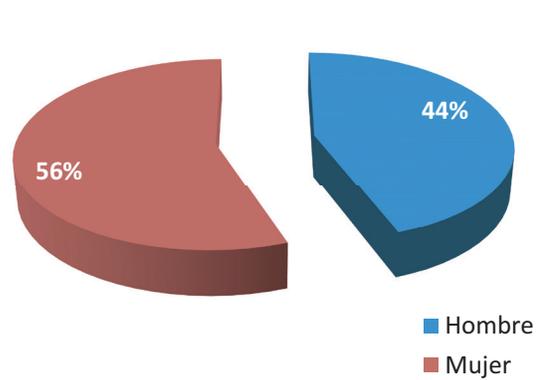
Gráfico II.17: Colocaciones y participación, según área (Millones de bolivianos y porcentaje)

	Ciudad capital	Ciudad intermedia	Ciudad menor	Centro poblado
2011	99,78%	0,17%	0,06%	
2012	97,45%	1,73%	0,82%	
2013	97,64%	1,87%	0,49%	
2014	94,56%	4,63%	0,81%	0,002%
2015	92,49%	6,32%	1,18%	0,017%



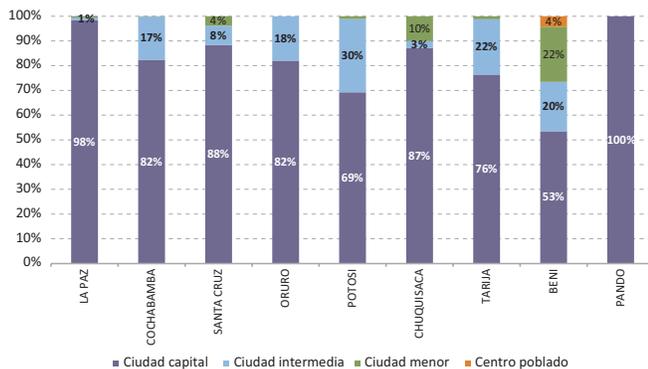
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico II.20: Distribución de clientes, según género (Porcentajes)



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

Gráfico II.18: Participación de las colocaciones, según área (Porcentajes)



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

III. El mercado monetario

En 2015, en un contexto de expansión de la liquidez durante gran parte del año, el volumen de recursos negociados en el mercado monetario en MN registró una disminución de 19,2% respecto a 2014, que reflejó una reducción del volumen operado en el mercado interbancario en 18,1% y un leve aumento de las operaciones de reporto en 11,4%. Respecto a las operaciones de reporto del BCB con el sistema financiero, las mismas fueron mínimas y manifestaron las condiciones flexibles proporcionadas por el incremento de la liquidez. Por su parte, el volumen negociado en el mercado monetario en ME experimentó una contracción del 67,9% respecto a la gestión anterior debido a un inusitado aumento de la liquidez en esta denominación relacionado inicialmente con expectativas de depreciación de la moneda local en un entorno de alta depreciación en la región, y posteriormente, con transferencias de fondos al exterior motivadas por operaciones de comercio exterior y financieras. La profundidad del mercado monetario en general continuó consolidándose con la diversificación de las emisiones en la BBV en MN y ME y las mayores operaciones de compra/venta realizadas.

El mercado monetario está constituido por el conjunto de transacciones financieras de corto plazo efectuadas en el mercado interbancario y en el mercado de reporto de la BBV, incluidas las operaciones de reporto realizadas por el BCB con el sistema financiero. Las operaciones interbancarias se realizan a un plazo de hasta 30 días y tienen como propósito atender las necesidades temporales de liquidez de las entidades bancarias derivadas de la cobertura de retiros de depósitos, requerimientos de encaje legal y pagos estacionales de impuestos, pudiendo

destinarse además a otros fines relacionados a la administración de pasivos y activos financieros de los participantes y/o de clientes institucionales. Por su parte, las operaciones de reporto en la BBV se realizan a un plazo de hasta 45 días y tienen como objetivo rentabilizar recursos a corto plazo, así como fondear las operaciones de las agencias de bolsa y/o de inversionistas institucionales. Las operaciones de reporto del BCB tienen como plazo máximo 15 días y están orientadas a estabilizar el mercado monetario.

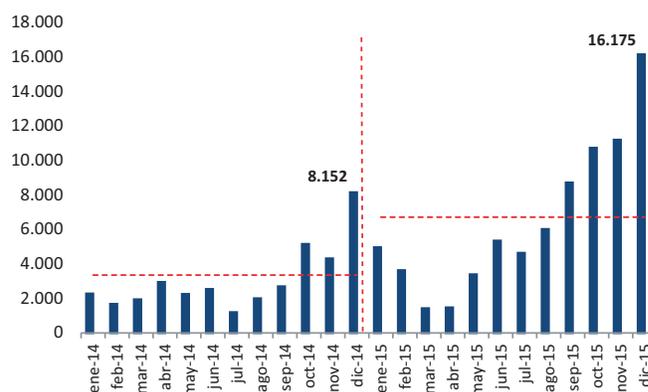
Las operaciones del mercado monetario muestran una relación estrecha con la colocación de valores públicos realizada por el BCB, así como con el comportamiento del mercado de valores de la BBV.

III.1. El mercado monetario en MN

La evolución de las condiciones de liquidez del sistema financiero contextualiza el comportamiento del mercado monetario, por esta razón, es conveniente partir desde esta perspectiva. Durante el primer trimestre de 2015 se aplicó transitoriamente una política monetaria contractiva reforzando la colocación de valores mediante subasta pública con la emisión de instrumentos de corto plazo, CD y DERM. Posteriormente, se adoptó una orientación de política monetaria expansiva encaminada a estimular la actividad económica. Esta orientación sumada al estímulo fiscal adoptado por el Órgano Ejecutivo determinaron que la liquidez en MN alcance niveles históricamente elevados, Bs6.725 millones en promedio para 2015 (frente a un promedio de Bs3.356 millones en 2014) y Bs16.175 millones al cierre de la gestión (98% más alto que el cierre de 2014) (Gráfico III.1).

En los últimos meses del año la política expansiva fue complementada con la implementación de dos nuevos instrumentos monetarios: i) la compra de valores del BCB en el mercado secundario por medio de una Agencia de Bolsa, cuyas condiciones de operación, monto y tasas de rendimiento -coherentes con los precios objetivo-, fueron definidos semanalmente por el COMA; y, ii) la colocación de valores con opción de

Gráfico III.1: Excedente de Encaje Legal en MN del Sistema Financiero Consolidado²⁰
(Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

²⁰ Se utilizaron los promedios mensuales.

Gráfico III.2: Excedente de Encaje Legal en MN del Sistema Financiero Consolidado (Millones de bolivianos)



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

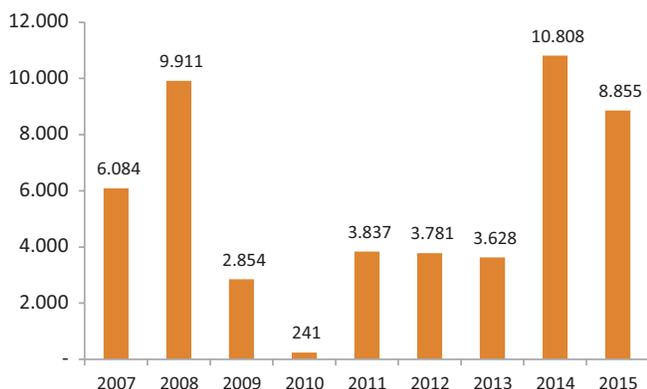
rescate anticipado (Letras BCB rescatables y Bonos BCB rescatables) que proporcionan al ente emisor el derecho a recomprar sus valores en situaciones en las que la coyuntura haga necesaria una política expansiva.

Como en otras ocasiones, el comportamiento de la liquidez en MN estuvo influenciado también por el pago de salarios, así como por el pago de obligaciones tributarias estacionales relacionadas al impuesto a las utilidades de las empresas pagaderas en los meses de enero, abril, julio y octubre (Gráfico III.2).

III.1.1. El mercado interbancario en MN

Las operaciones interbancarias están constituidas por la captación/colocación de fondos entre entidades de intermediación financiera con plazo de emisión menor o igual a treinta días calendario. El objeto de estas operaciones es satisfacer necesidades de liquidez de carácter transitorio como las que se derivan de la cobertura de retiros no programados de depósitos, requerimientos de encaje legal y pagos estacionales de impuestos. Asimismo, las operaciones financieras propias y/o de clientes institucionales (agencias de bolsa, sociedades administradoras de fondos de inversión y administradoras de fondos de pensiones) también motivan estas operaciones.

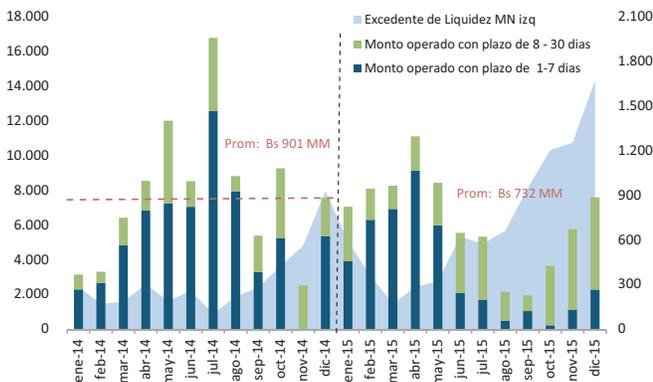
Gráfico III.3: Monto de Operaciones Interbancarias en MN (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Entidades de intermediación financiera.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

En 2015, el volumen de operaciones interbancarias en MN alcanzó Bs8.855 millones, monto inferior en 18,1% al registrado en 2014 (Gráfico III.3). El comportamiento de las operaciones interbancarias estuvo estrechamente ligado a la evolución de las condiciones de liquidez del sistema. Mientras la liquidez fue moderada en los primeros meses del año, se hicieron patentes las necesidades de recursos de corto plazo para enfrentar retiros no programados de fondos de clientes, requerimientos de encaje legal y obligaciones relacionadas al pago del Impuesto a las Utilidades de las Empresas (IUE) correspondiente a empresas del sector de bancos, seguros, comercio y servicios (efectuadas en los meses de abril y mayo). El Gráfico III.4 muestra que en promedio un 74% del conjunto de operaciones efectuadas entre enero y mayo de 2015 fueron realizadas a plazos menores o iguales a 7 días.

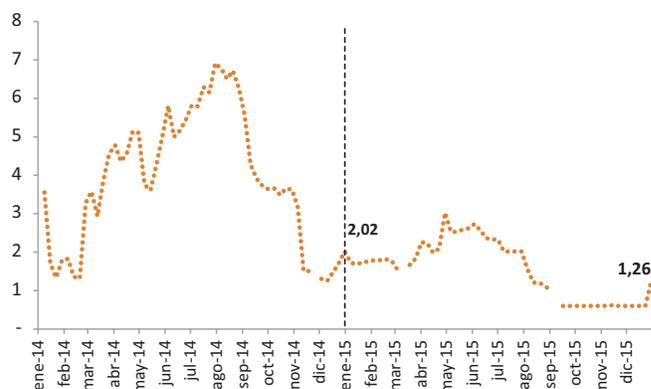
Gráfico III.4: Monto y Plazo de las Operaciones Interbancarias en MN (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Entidades de intermediación financiera.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Hacia adelante, cuando la expansión de la liquidez se hace inminente y escasea la disponibilidad de valores públicos y privados, las operaciones interbancarias disminuyen notoriamente y la tasa negociada tiende a disminuir desde un pico alcanzado en mayo, 3,0%, hasta un nivel históricamente bajo de 0,60% en el último trimestre del año (Gráfico III.5). Destaca en este escenario un cambio importante en el plazo negociado. En promedio, entre junio y diciembre de 2015, un 72% de las operaciones interbancarias se pactaron a plazos entre 8 y 30 días señalizando que las motivaciones fueron distintas a la sola cobertura de necesidades transitorias de liquidez. Entre junio y septiembre las motivaciones estuvieron asociadas a la necesidad de fondear inversiones financieras de los participantes, mientras que en el último trimestre estuvieron motivadas por el recambio de pasivos financieros, apoyo a la colocación de cartera crediticia y fondeo de inversiones financieras. Como se verá más adelante, la emisión de valores privados en la BBV se reactivó en los últimos meses del año.

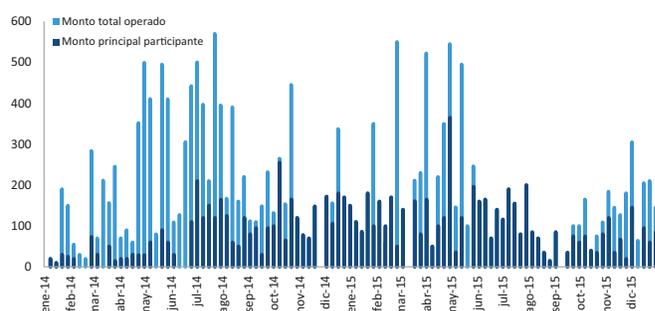
Gráfico III.5: Tasa pactada en el Mercado Interbancario en MN y excedente de Encaje en MN (Porcentaje)



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

Una característica particular del mercado interbancario es la alta participación relativa de una de las entidades financieras captadoras de fondos. La participación de ésta alcanzó 58,1% en 2015 (35,4% en 2014) y logró captar fondos interbancarios por Bs104.6 millones semanales en promedio (frente a un promedio semanal total de Bs169.7 millones en 2015) (Gráfico III.6). Entre 2014 y 2015 este participante mostró un crecimiento importante de sus inversiones financieras, temporarias y permanentes, así como de su cartera crediticia, las cuales no fueron posibles fondearlas en su totalidad con las obligaciones con el público, tal como ocurrió para el conjunto del sistema bancario (Gráfico III.7). Este hecho fue uno de los principales motivadores para la participación de esta entidad en el mercado interbancario en MN.

Gráfico III.6: Participación del Principal Captador de fondos en el Mercado Interbancario en MN (Millones de Bolivianos)

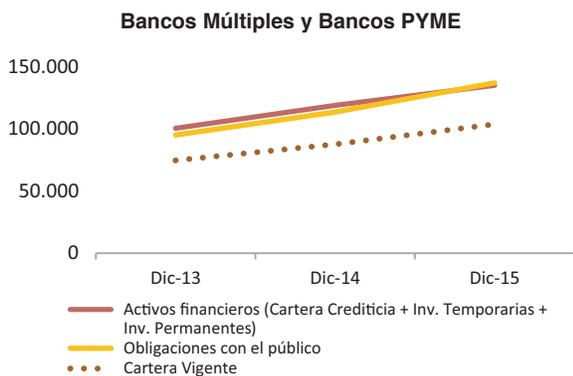
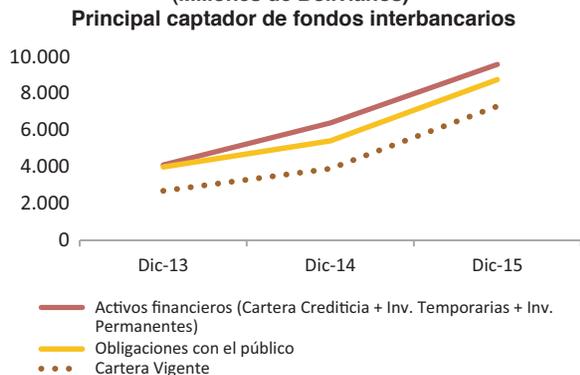


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

III.1.2. Operaciones de reporto en la BBV en MN

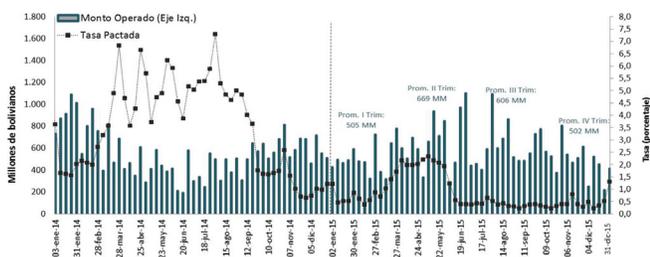
Durante 2015, las operaciones de reporto realizadas en la BBV mantuvieron la tendencia creciente de los últimos siete años registrando un monto total de Bs27.776 millones, 11,4% mayor al registrado en 2014 (Bs24.939 millones). Este incremento, no obstante, mostró oscilaciones al alza y la baja relacionados

Gráfico III.7: Activos y pasivos financieros del principal captador de fondos en el Mercado Interbancario en MN (Millones de Bolivianos)



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

Gráfico III.8: Operaciones de reporto en la BBV en MN (Millones de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

en gran parte con la implementación de diferentes medidas de regulación monetaria. Las oportunidades de rentabilidad brindadas por las transacciones de compra/venta definitiva de valores de la BBV, realizadas en el mercado primario y secundario, también incidieron sobre el volumen de operaciones de reportos negociados (Gráfico III.8).

En los primeros meses del año, la orientación de la política monetaria transitoriamente contractiva se tradujo en un repunte de la tasa de adjudicación de valores públicos con plazos iguales o menores a 364 días (pasó de 0,73% a comienzos de año a 2,0% a comienzos de abril) y en la introducción de instrumentos de corto plazo colocados a plazos y tasas de interés atractivas: CD’s colocados a 182 días y a una tasa TEA que creció desde 1,5% a 2,3% y DERM 1 y 2 con plazos de 45 y 90 días y TEA de 1,2% y 2,0%, respectivamente. Dado el bajo nivel de las tasas de reporto a comienzos de año, el diferencial de tasas propició un escenario favorable para que los inversionistas tiendan a fondearse en el mercado de reportos de la BBV para realizar inversiones en valores públicos. La presión al alza sobre las tasas de reporto fue constante y sólo concluyó cuando la política monetaria cambió de orientación (Gráfico III.9 y Gráfico III.10).

Como se esperaba en un contexto de ajuste de las tasas de adjudicación al alza, que repercuten sobre el costo del dinero, en los primeros meses del año se registró una escasa emisión de valores privados en la BBV. Las tasas de rendimiento de compra/venta definitiva de valores en el mercado secundario registraron también niveles bajos.

Entre fines de abril y comienzo de mayo las operaciones de reporto aumentaron notablemente como resultado de la necesidad de fondos de empresas del sector bancario, seguros, comercio y servicios relacionados con el pago del impuesto anual a las utilidades. En este periodo, la tasa de reporto de la BBV alcanzó su nivel máximo, 2,6%.

El retorno de la orientación de la política monetaria hacia una postura decididamente expansiva a partir

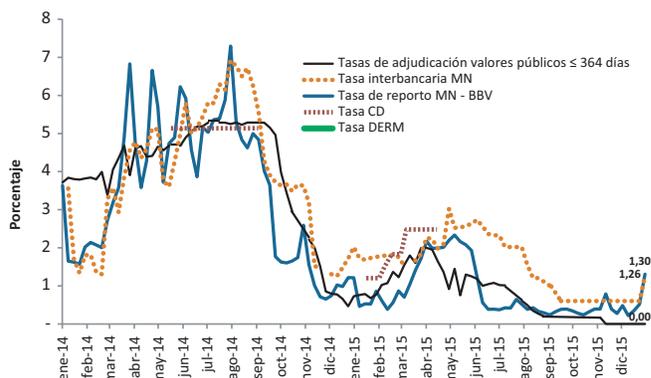
del segundo trimestre de la gestión, en aras de apoyar el dinamismo de la actividad económica interna, significó el fin del diferencial favorable de tasas de adjudicación de valores públicos frente a las tasas de reporto negociadas en la BBV. Mientras que las tasas de adjudicación descendieron gradualmente hasta alcanzar niveles próximos a cero a fin de año, las tasas de reporto descendieron rápidamente hasta alcanzar niveles también históricamente bajos, 0,4% en promedio semanal durante casi todo el segundo semestre de la gestión 2015. Sólo las necesidades estacionales de liquidez de fin de año provocaron un sobresalto transitorio en la tasa de reporto que cerró la gestión en 1,31%.

La importante disminución de la adjudicación de valores públicos emitidos por el BCB fue compensada parcialmente por un repunte tímido en la emisión y colocación de valores privados en la BBV a mediados de 2015, que finalmente aumentó sustancialmente en los últimos dos meses del año²¹. En este contexto, durante gran parte del segundo semestre las operaciones de reporto tuvieron como principal motivador la cobertura de vencimientos.

Por otro lado, el plazo pactado en las operaciones de reporto es otra característica que también refleja el comportamiento de los inversionistas. Durante los primeros cuatro meses del año el plazo se mantuvo elevado y con tendencia a aumentar, ello habría reflejado la expectativa de que las tasas de reporto aumentarían hacia adelante. Habría reflejado también la necesidad de aproximarse en lo posible al calce de plazos que exigía la posibilidad de beneficiarse del diferencial de rendimientos ofrecidos por los valores públicos, cuyos plazos -en promedio- son superiores a los de reporto.

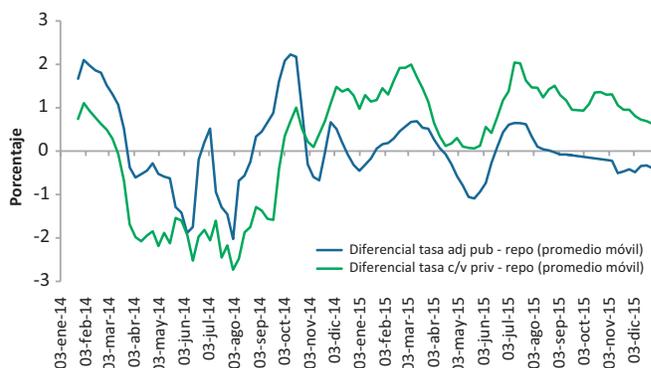
A mediados de año, los plazos se mantuvieron elevados esta vez motivados por la emisión de valores privados en la BBV y las oportunidades de rentabilizar operaciones de compra/venta definitiva de valores. Sin embargo, entre agosto y noviembre, se observó una disminución

Gráfico III.9: Tasas de interés en el mercado monetario en MN (Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia, Bolsa Boliviana de Valores y Entidades de Intermediación Financiera.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.10: Diferencial de tasas en el mercado monetario en MN (Porcentaje)

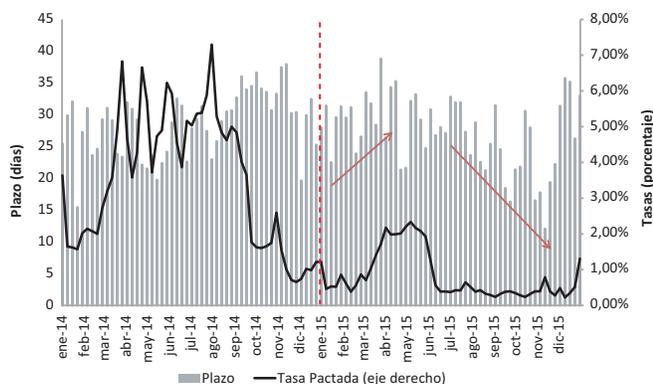


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
NOTA: Tasa de adjudicación de valores públicos con plazo menor o igual a 364 días en MN. Tasa de rendimiento de compra/venta para valores privados con plazo restante menor o igual a 364 días en MN. Tasa de reporto en MN.

21 Ver el acápite III.3.1.

del plazo pactado que podría atribuirse a la expectativa de que las tasas negociadas podrían disminuir aún más dada la inusitada expansión de la liquidez en MN. A fin de año, el sustancial incremento de las emisiones de valores privados en la BBV explicaría el repunte del plazo promedio pactado (Gráfico III.11).

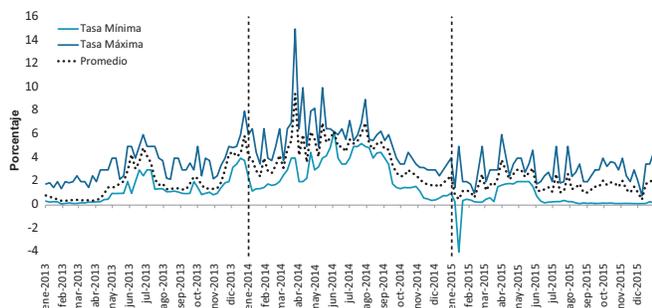
Gráfico III.11: Plazo y tasa de las operaciones de reporto en MN en la BBV (Días y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Respecto a la volatilidad de las tasas de reporto de la BBV, ésta disminuyó de manera importante comparada con la observada durante 2014, explicada en parte por la modificación al Reglamento para la transacción de cupones de bonos de ASFI que estableció que sólo podrían ser desprendidos cupones y/o principal, cuyos plazos de vencimiento sean iguales o inferiores a cinco años²². Si se analiza el comportamiento del diferencial entre las tasas de reporto máximas y mínimas negociadas en la BBV, como una medida alternativa de volatilidad, se observa que para el segundo semestre de 2015 las tasas máximas no acompañaron la importante disminución de las tasas mínimas. Esto podría explicarse a partir de la creciente negociación de valores privados, en este periodo, cuya calidad crediticia es menor comparada con la de los valores públicos, por lo cual es razonable esperar que las tasas premio exigidas sean altas. Otra explicación complementaria señalaría que el decreciente plazo pactado en reportos habría empujado a mantener alta la tasa premio exigida para “compensar y adecuar” el flujo de ingresos deseados por los reportadores (proveedores de fondos) (Gráfico III.12).

Gráfico III.12: Diferencia entre la tasa de reporto en MN máxima y mínima (Porcentaje)



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

Por otra parte, la creciente participación de los valores privados comparada con la de los valores públicos en la negociación de reportos de la BBV, se interpreta la misma como una señal positiva de que este mercado está alcanzado importantes grados de profundidad y menor dependencia de las condiciones de subasta pública de valores públicos del BCB. Mientras que en el quinquenio 2005-2009 los valores privados representaron en promedio sólo un 8% del total transado, en el periodo 2010-2015 llegaron a representar en promedio un 63% (Gráfico III.13).

²² Circular ASFI 310/2015, Modificaciones al Reglamento para la transacción de cupones de bonos, de fecha 17/08/2015.

Con relación a las operaciones de reporto en MN ofrecidos por el BCB al sistema financiero, el contexto general de liquidez imperante determinó que en 2015 apenas se negocien operaciones por un valor total de Bs511 millones (95% inferior al registrado en 2014), entre fines de abril y comienzos de mayo. Estas operaciones estuvieron motivadas puntualmente por la necesidad de fondos experimentados por empresas del sector bancario, seguros, comercio y servicios asociados al pago del IUE (Gráfico III.14).

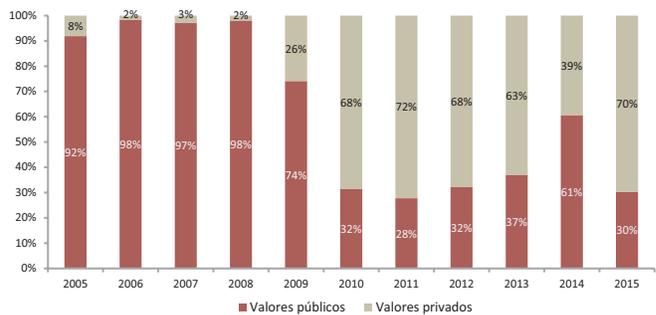
En aquella oportunidad, la tasa base en MN se modificó a la baja (de 3,3% a 2,5%) en atención a estabilizar el mercado monetario y a propiciar que la tasa se constituya en un “techo” del mercado monetario, coherente con la orientación expansiva de la política monetaria y la disminución de las tasas de subasta. La oferta semanal de recursos a ser canalizados mediante este mecanismo se mantuvo en Bs3.000 millones.

En resumen, el volumen de operaciones del mercado monetario en MN en 2015, registró una disminución de 19,2% respecto a 2014, con fuertes contrastes en su composición. Mientras que las operaciones de reporto negociadas en la BBV experimentaron un crecimiento (11,4%), se contrajeron fuertemente tanto las operaciones interbancarias (18,1%), como las operaciones de reporto del BCB con el sistema financiero (95,0%) (Gráfico III.15).

III.1.3. La tasa de adjudicación del BCB como indicador líder del Mercado Monetario en MN

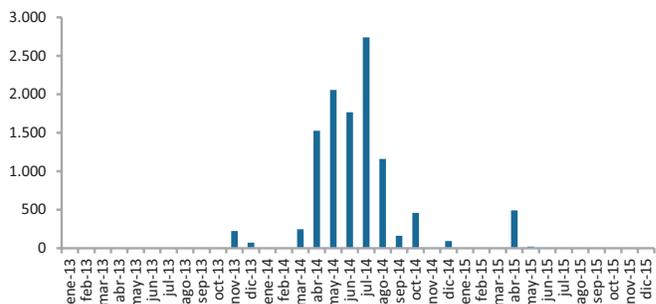
En su rol de ejecutor de la política monetaria y dada la estructura de plazos y tasas que define para las OMA, la tasa de adjudicación de valores públicos establecida por la autoridad monetaria se mantuvo como indicador líder de la tasa de operaciones de compra y venta de la BBV. En el caso de las operaciones con plazos menores a 728 días, las cuales corresponden a la oferta de títulos públicos de corto plazo con fines de política monetaria y la relación establecida con sus similares negociados en la BBV, se observó una tendencia creciente de la tasa de adjudicación en subasta hasta mediados del mes de abril, a partir del cual este indicador líder inició un descenso sostenido.

Gráfico III.13: Profundización del mercado de reportos de la BBV (Porcentaje)



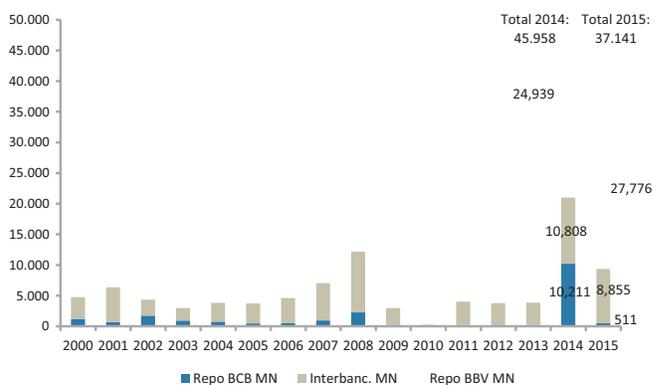
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.14: Operaciones de reporto con el BCB en MN (Millones de bolivianos)



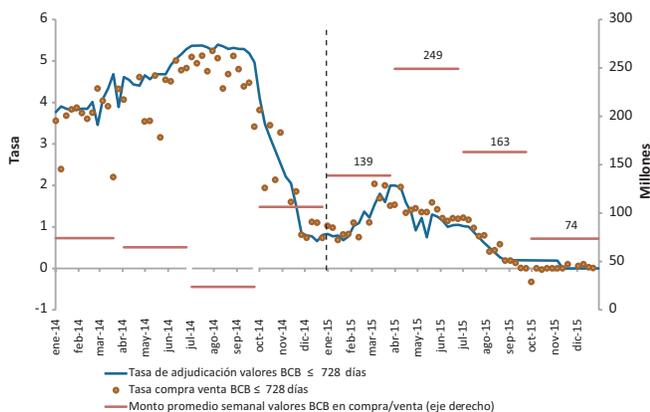
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.15: Monto operado en el Mercado Monetario en MN (Millones de bolivianos)



FUENTE: Bolsa Boliviana de Valores y Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.16: Tasa de adjudicación BCB y Tasas de Compra Venta BBV en MN Operaciones menores a 728 días (Porcentaje y millones de bolivianos)



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

El aumento transitorio de esta tasa y su posterior reversión fue transferida a la tasa de operaciones de compra y venta de valores públicos de la BBV y promovió además cambios en los montos transados. A inicios de año cuando aún las tasas de adjudicación se mantenían bajas, se registró una negociación importante de valores del BCB en el mercado secundario, la misma que luego se ralentizó gradualmente a medida que se afirmaron las expectativas de alza de la tasa de adjudicación en los siguientes tres meses. Una vez que se revirtió la variación de la tasa de adjudicación y se consolidó la expectativa de que la postura de política monetaria sería ampliamente expansiva (principalmente cuando vence el Depósito Especial de Regulación Monetaria-2 a comienzos de junio y se comunica que no se tiene prevista su renovación), los inversionistas incrementaron la negociación de valores públicos en el mercado secundario tanto por la necesidad de contar con un mínimo de títulos públicos en sus portafolios de inversión, como por la expectativa de que las tasas continuarían su descenso. En el último trimestre del año, los niveles cercanos a cero de la tasa de adjudicación desincentivaron la negociación de estos valores. Cabe señalar también que el mecanismo de compra de valores del BCB en el mercado secundario de la BBV, por medio de una agencia de bolsa, efectuado entre septiembre y octubre de 2015, alentó una mayor disminución de la tasa de negociación de estos valores. Una vez que la medida dejó de estar vigente, las tasas de negociación se recuperaron moderadamente.

El promedio semanal del volumen operado durante la gestión 2015 alcanzó a Bs158 millones, frente a Bs67 millones semanales operados en la gestión 2014 (Gráfico III.16).

III.1.4. Mercado monetario en UFV²³

Las únicas operaciones en UFV aún vigentes están relacionadas a las operaciones de reportos realizadas en la BBV. Durante 2015, el volumen total de operaciones fue similar a la magnitud de operaciones registradas en 2014 que entonces ya reflejaba una

²³ No se realizan operaciones interbancarias en UFV desde mayo de 2010.

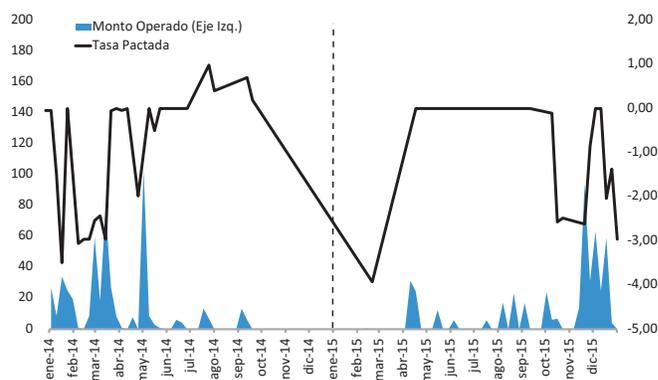
tendencia decreciente, explicada por la decisión de la autoridad monetaria de suspender la oferta de valores públicos en esta denominación a partir del mes de abril de 2012, lo cual redujo la cantidad de instrumentos disponibles en el mercado. Se registró un total de UFV465 millones, 5% menos que en la gestión anterior, con una importante concentración de negociaciones en los meses de noviembre y diciembre, entre sólo dos participantes (Gráfico III.17).

III.2. El mercado monetario en ME

El excedente de liquidez en ME registró un aumento sustancial en 2015 alcanzando un promedio mensual de \$us363 millones, frente a \$us164 millones en la gestión anterior. Este incremento habría estado relacionado inicialmente con expectativas de depreciación de la moneda local respecto al dólar estadounidense en un entorno de alta depreciación experimentada por los países vecinos desde el último cuatrimestre de 2014 hasta comienzos de 2015. Posteriormente, la posición en ME de las entidades financieras aumentó en correspondencia a las crecientes transferencias de fondos al exterior motivadas por operaciones de comercio exterior, principalmente, e inversiones en el extranjero, secundariamente (Gráfico III.18).

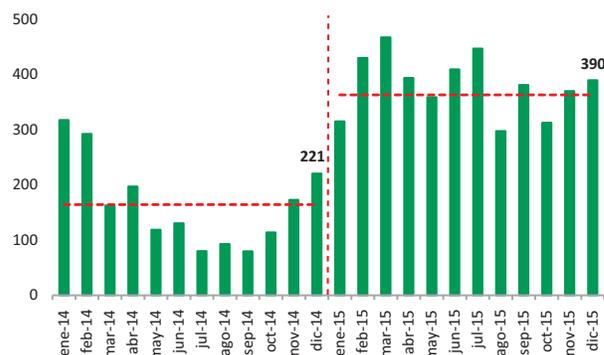
Respecto a este último punto, durante 2015 las transferencias de fondos al exterior efectuadas a través del BCB aumentaron en comparación a las registradas hace uno y dos años atrás, alcanzando un total de \$us1.494,9 millones (Gráfico III.19). Este incremento se debió a que en un entorno de disminución del ingreso de divisas por exportaciones, continuó la salida de divisas por importaciones públicas y privadas necesarias para apoyar el ritmo de crecimiento de la actividad económica interna. Por otra parte, reflejó también la decisión de los agentes económicos por invertir en el extranjero ante la expectativa, latente entonces, de incrementos en la tasa de interés internacional (efectivizado en diciembre de 2015), incluida la expectativa de apreciación del dólar respecto a las monedas latinoamericanas. En particular, dadas la decreciente disponibilidad de valores públicos en el mercado local y el incremento de la tasa de rendimiento en los mercados financieros

Gráfico III.17: Mercado de reporto en UFV (Millones de UFV y porcentaje)



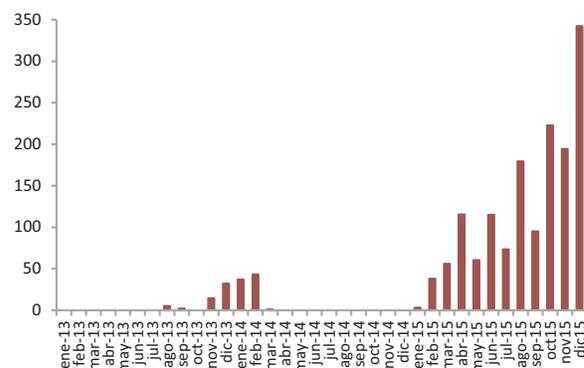
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.18: Excedente de Encaje Legal en ME del Sistema Financiero Consolidado²⁴ (Millones de dólares)



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

Gráfico III.19: Transferencia de fondos al exterior efectuados a través del BCB (Millones de dólares)



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

²⁴ Se utilizaron datos a fin de mes.

Cuadro III.1: Inversiones en el extranjero de inversionistas institucionales locales (Millones de dólares)

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Fondos del Sistema Integral de Pensiones	0.0	119.3	252.0	289.2	291.8	298.4	308.7	410.1
SAFI - Fondos de Inversión Abiertos	39.2	60.6	51.9	46.1	46.2	47.1	46.9	46.9
SAFI - Fondos de Inversión Cerrados	12.1	20.7	26.9	44.9	45.4	45.6	79.6	84.2
Seguros Personales	0.0	35.7	56.5	81.6	89.0	134.4	136.3	152.3
Seguros Generales	0.0	1.3	2.2	2.3	2.3	2.3	3.5	7.5
	51.3	237.6	389.4	464.0	474.6	527.8	574.9	700.9

Notas: Dic. 2011 corresponde a Ene. 2012 para todos los casos (información disponible a esta fecha)

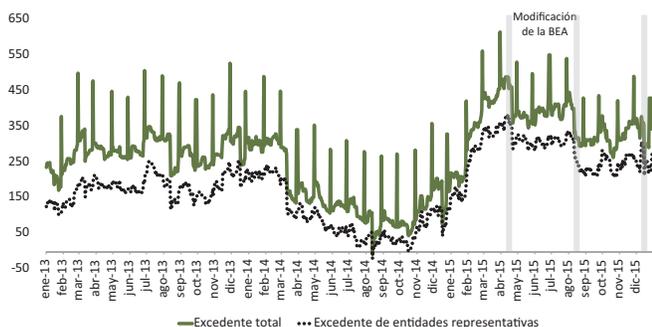
FUENTE: ASFI y APS.

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

internacionales, los inversionistas institucionales locales dinamizaron sus inversiones en valores del extranjero²⁵ (Cuadro III.1).

Por otra parte, al igual que en gestiones anteriores, las modificaciones a la Base de Encaje Adicional (BEA), vigentes desde abril de 2012, determinaron un ajuste hacia la baja de los niveles de excedente de encaje en ME en los meses de abril, agosto y diciembre (Gráfico III.20). Se destaca que las cinco entidades financieras más representativas no sólo explican alrededor del 60% del excedente de liquidez en ME, sino que además fueron las que registraron gran parte del incremento de la liquidez.

Gráfico III.20: Excedente de Encaje Legal en ME del Sistema Financiero Consolidado (Millones de dólares)



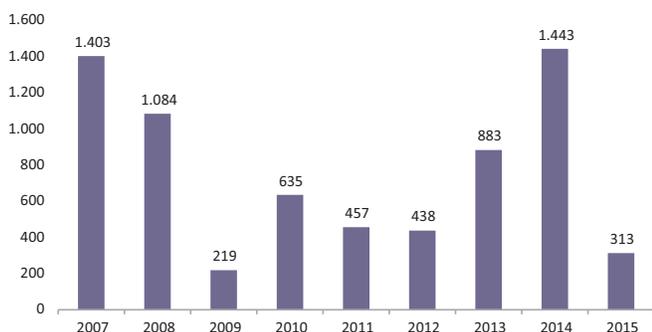
FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

III.2.1. El mercado interbancario en ME

En este contexto, las operaciones interbancarias disminuyeron notablemente registrando un monto total de \$us313 millones, inferior en 78,2% al registrado en 2014. Es importante destacar que un 72% de las operaciones interbancarias fueron realizadas por las entidades financieras “no representativas”. Las motivaciones estuvieron centradas en atender retiros no programados de fondos de clientes corporativos. El importante volumen de liquidez existente derivó también en que la Modificación al Reglamento de Encaje Legal en ME no haya alentado mayores operaciones interbancarias en ME, tal como lo hizo en 2014, excepto en el mes de diciembre (Gráfico III.21).

Gráfico III.21: Monto de Operaciones Interbancarias en ME (Millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

El repunte de las operaciones interbancarias a fin de año estuvo asociado al incentivo por invertir en la emisión de valores privados en ME en la BBV.²⁶

²⁵ Las inversiones se habrían destinado a la compra de bonos soberanos internacionales emitidos por el Tesoro General del Estado entre octubre de 2012 y agosto de 2013, por un total de \$us1.000 millones, a plazos de 10 años y tasas cupón de 4,875% y 5,95%, respectivamente. Se conoce que al 26 de febrero de 2016 el rendimiento de estos valores en el mercado internacional se encuentran en 3,754% y 3,965%, respectivamente (Fuente: Bloomberg). Durante la gestión 2015 también se observaron incrementos en las tasas de política de Brasil (de 11,75% a 14,25%) y Colombia (de 4,50% a 5,50%), entre otros países, aunque cada uno de ellos con sus propias medidas de control de capitales.

²⁶ Emisión de pagarés bursátiles GRAVETAL I por \$us20 millones a un plazo de 0,7 años y una tasa de emisión de 2,0%; y, emisión de bonos de largo plazo MERINCO por \$us0,7 millones a un plazo de 6 años y una tasa de emisión de 3,0%.

En este escenario de amplia liquidez, la tasa interbancaria tendió a disminuir sostenidamente hasta alcanzar un mínimo de 0,65% en el último trimestre del año. A fin de año, debido a un requerimiento interbancario excepcional la tasa aumentó transitoriamente hasta 1,02%, cerrando la gestión en, 96 p.b. por debajo del registrado a comienzos de año (Gráfico III.22).

Respecto a la volatilidad de la tasa interbancaria en ME, en general ésta no presentó casos inusuales, excepto en algunos periodos puntuales asociados en cierta medida a la modificación de la BEA en ME. (Gráfico III.23).

III.2.2. Operaciones de reporto en la BBV en ME

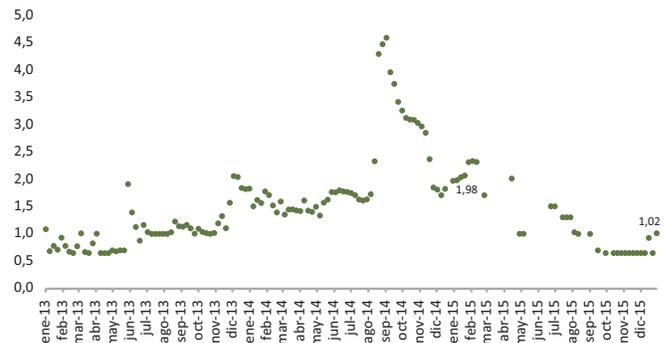
En 2015 las operaciones de reporto en ME efectuadas en la BBV registraron por segundo año consecutivo una disminución del volumen negociado que alcanzó a \$us266 millones, monto menor en \$us100 millones al registrado en 2014. Esta disminución está relacionada al incremento de la liquidez, mencionado anteriormente, así como a una menor posición en activos denominados en esta moneda por parte de las entidades financieras que gradualmente disminuye el número de renovaciones y colaterales para cubrir operaciones en ME (Gráfico III.24).

Las operaciones de reporto en ME estuvieron motivadas por la cobertura de requerimientos de encaje adicional en ME y pagos de vencimientos. La escasa emisión de valores privados en ME en la BBV durante 2015 no alentó la negociación de reportos, excepto al final de la gestión.

En correspondencia con la disminución del volumen negociado, la tasa de reporto tendió a disminuir sostenidamente hasta alcanzar niveles históricamente mínimos a mediados de año y permanecer en ellos durante todo el segundo semestre (0,29% en promedio). A fin de año, la necesidad perentoria de fondos de uno de los participantes elevó la tasa transitoriamente a 1,51% (Gráfico III.25).

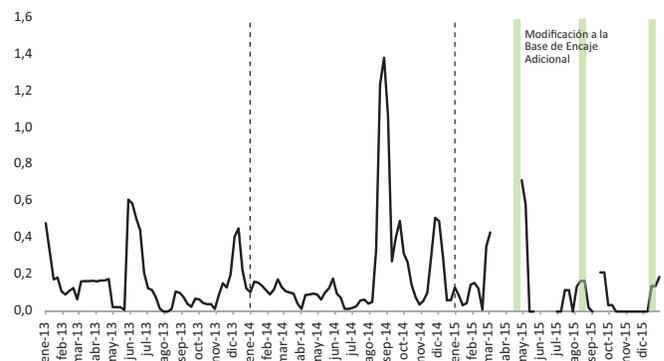
En resumen, en 2015 el mercado monetario en ME registró un volumen operado de \$us579 millones, 67,9% menor al total operado en 2014 (\$us1.806

Gráfico III.22: Tasa del mercado interbancario en ME (Porcentaje)



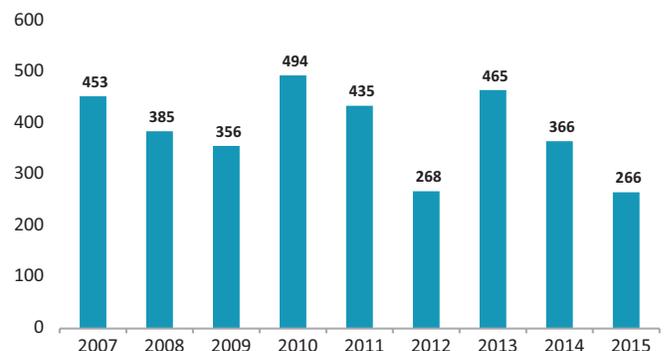
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.23: Volatilidad de la tasa Interbancaria en ME (Porcentajes)



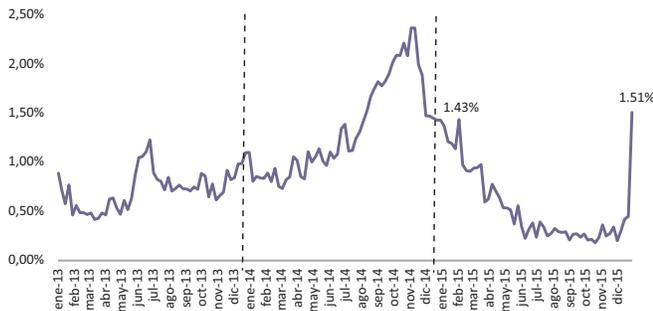
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.24: Mercado de reporto en ME (Millones de dólares)



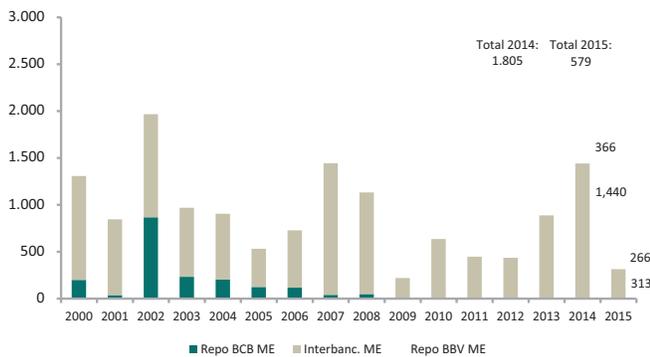
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.25: Tasa de reporto en ME (Porcentaje)



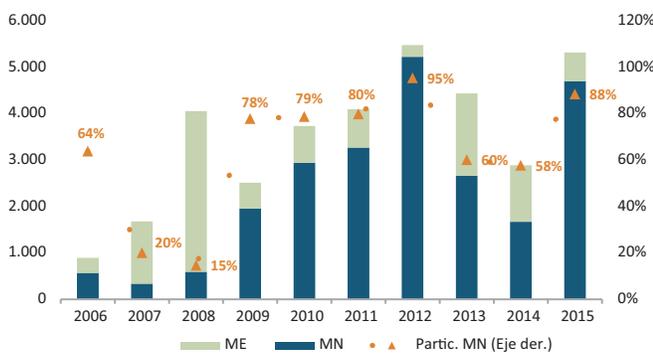
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.26: Monto operado en el Mercado Monetario en ME (Millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico III.27: Emisiones en la BBV (Millones de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

millones). La disminución de las operaciones de reporto efectuadas en la BBV (27,3%) reforzó la fuerte reducción experimentada por las operaciones interbancarias (78,2%).

Finalmente, cabe señalar que a pesar de que el BCB oferta diariamente reportos en MN y ME, no efectuó operaciones de reporto en ME desde octubre de 2008, en un contexto marcado por el proceso de bolivianización en el cual está encaminada la política monetaria (Gráfico III.26).

III.3. Profundización del mercado monetario

El desenvolvimiento del mercado monetario está estrechamente relacionado con el grado de estímulo proporcionado por la subasta de valores públicos del BCB y TGN y con la dinámica de los mercados primario y secundario de compra/venta de valores privados de la BBV. En este último caso, destaca el crecimiento sostenido de la emisión de valores en MN que impulsó volúmenes crecientes de operaciones de compra/venta y reporto en la BBV, debido a la mayor disponibilidad y diversificación de colaterales a ser negociados.

Las emisiones de valores de renta fija y de renta variable en la BBV durante 2015 alcanzaron un total de Bs.5.313 millones, un 83,9% mayor a las registradas en 2014, destacando un fuerte repunte en la participación relativa de las emisiones en MN (88,4%) frente a ME (11,6%) (Gráfico III.27).

III.3.1. Emisiones en la BBV en MN

Durante los primeros cuatro meses de 2015, las emisiones de valores en MN en la BBV fueron escasas debido a las crecientes y atractivas tasas de adjudicación de valores públicos, de riesgo nulo, que estimularon un efecto desplazamiento en la demanda de los inversionistas hacia estos instrumentos.

A partir del mes de mayo, la creciente liquidez y disminución sostenida de las tasas de adjudicación de valores públicos y de las tasas del mercado monetario, marcaron un repunte gradual de la emisión de valores en MN en la BBV hasta alcanzar un inusitado impulso en el último trimestre de la gestión.

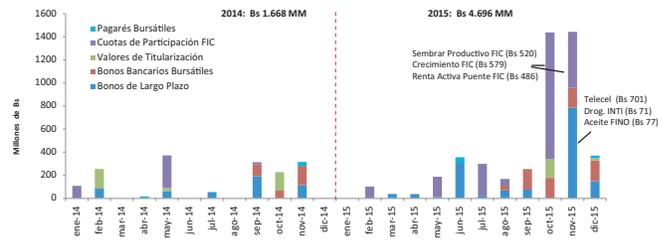
Las cuotas de participación (49%) y los bonos de largo plazo (33%) fueron los principales instrumentos emitidos y colocados en la BBV, las primeras orientadas al financiamiento de actividades productivas a través de la compra de valores de oferta pública y privada, además de la inversión financiera en valores locales y del extranjero, y los segundos, al financiamiento de capital de inversión y de trabajo, incluido el recambio de pasivos. Destacaron las siguientes emisiones de cuotas de participación: Sembrar Productivo FIC por Bs520 millones, Crecimiento FIC por Bs579 millones y Renta Activa Puente por Bs486 millones, así como la de los bonos de largo plazo: Telecel por Bs701 millones, IOL (Fino) por Bs77 millones y Droguería Inti por Bs71 millones. La emisión de bonos bancarios bursátiles (17%) fue también importante por su encauzamiento al financiamiento de la cartera crediticia y el fortalecimiento patrimonial (cuando se trató de bonos bancarios subordinados). Finalmente, la emisión de pagarés bursátiles (1,5%) se orientó a financiar capital de trabajo y recambiar pasivos de corto plazo (Gráfico III.28).

En este marco, es importante anotar que la postura expansiva de la política monetaria se transmitió también hacia más bajas tasas de emisión de valores privados y aún más bajas tasas efectivas de colocación, según cada rango de plazos y calificación de riesgo (Cuadro III.2).

Otro indicio de la profundización del mercado monetario es la evolución y el tamaño de las operaciones de compra/venta en el mercado secundario de la BBV. Durante 2015 el volumen alcanzó a Bs35.846 millones, 28,4% más que en 2014 (Bs27.928 millones), del cual, las operaciones en MN constituyeron el 95,8%. Las operaciones en ME y UFV representaron sólo el 2,0% y 2,3%, respectivamente (Gráfico III.29).

A lo largo del primer semestre de 2015, las tasas de rendimiento de las operaciones de compra/venta promediaron 2,59% y se ubicaron 135pb por encima del promedio de las tasas de reporto en MN. Este diferencial de tasas motivó no solamente a un repunte de las operaciones de reporto sino también alentó la

Gráfico III.28: Emisiones en la BBV en MN (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Cuadro III.2: Tasas de emisión y colocación en la BBV de valores seleccionados, según calificación de riesgo y plazo (Porcentaje)

Valores	Calificación	Fecha Emisión/Colocación	Plazo (días)	Tasa de emisión (%)	Tasa de colocación (%)	
BONOS DE LARGO PLAZO (MN)	AAA	BISA Leasing IV - Em.1	Jun.	2,880	5,25	4,29
		BISA Leasing IV - Em.2	Sep.	1,880	4,50	2,37
	Ferroviaria Oriental - Em.5	Jun.	2,160	4,75	2,42	
			1,440	5,50	5,38	
	Telecel II - Em.1	Oct.	1,800	6,00	5,79	
			2,160	6,50	6,38	
	Inti V - Em.1	AA2	Dic.	3,240	6,75	6,75
				1,753	4,05	2,90
	IASA III - Em.5	Dic.	2,833	4,85	4,94	
			2,160	4,75	3,82	
BME - Em.1	AAA	Feb.	2,520	5,00	4,25	
			2,880	5,25	4,44	
BONOS BANCARIOS BURSÁTILES (MN)	AAA	Oct.	3,240	5,50	5,34	
			3,600	5,75	5,74	
PAGARÉS BURSÁTILES (MN)	N1	Dic.	2,160	5,50	3,00	
			1,080	2,50	1,85	
PAGARÉS BURSÁTILES (ME)	N1	Dic.	1,440	2,75	2,48	
			1,080	2,50	1,73	
Subordinados BCP - Em.2	AA1	Sep.	1,080	2,50	1,73	
			2,520	3,50	3,09	
Subordinados BISA - Em.1	AA3	Ago.	1,080	2,50	1,73	
			2,520	3,50	3,09	
Subordinados BEC II - Em.3	N1	Jun.	2,520	5,25	4,92	
			2,880	4,95	4,19	
IASA - Em.7	N1	Dic.	2,520	6,00	3,83	
			290	3,00	2,70	
TOYOSA - Em.1	N1	Dic.	310	4,00	1,85	
			230	3,00	1,46	
IASA - Em.5	N1	Jun.	290	3,00	0,24	
			240	2,00	0,47	
IASA - Em.8	N1	Dic.	270	2,00	0,44	

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

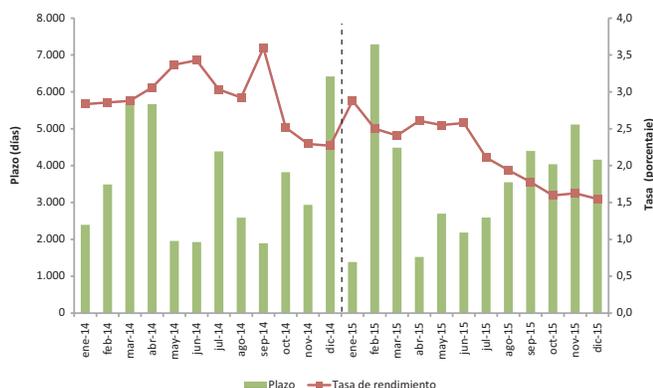
Gráfico III.29: Operaciones de compra / venta de valores en el mercado secundario de la BBV en MN y tasa de rendimiento (Millones de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

negociación de importantes volúmenes de operaciones de compra/venta de valores en el mercado secundario de la BBV. A medida que las tasas de rendimiento disminuyeron sostenidamente en el segundo semestre de 2015, debido en gran parte a la fuerte disminución de las tasas de adjudicación de valores públicos que actúan como líderes del mercado monetario y de valores, los volúmenes de compra venta también se resintieron.

Gráfico III.30: Plazo y tasa de rendimiento de las operaciones de compra / venta de valores en el mercado secundario de la BBV en MN (Días y porcentaje)



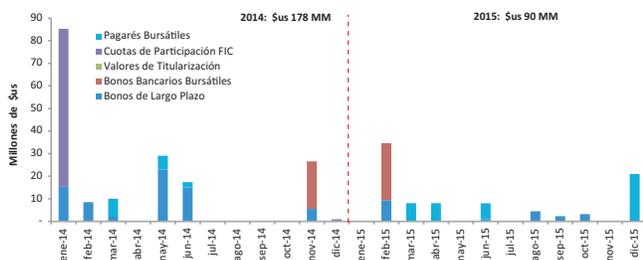
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

El plazo fluctuante de las operaciones de compra/venta de valores reflejó el cambio de las posturas de política monetaria. En los primeros meses del año, el plazo restante de los valores negociados fue relativamente alto en un contexto de contracción transitoria de la liquidez en MN e importante adjudicación de valores públicos. En el segundo semestre, cuando la adjudicación de valores públicos se redujo, los plazos disminuyeron y reflejaron una mayor participación de valores privados en la negociación (Gráfico III.30).

III.3.2. Emisiones en la BBV en ME

En tono con la consolidación del proceso de bolivianización del sistema financiero, durante 2015 la emisión de valores privados en ME disminuyó en 49,5% respecto a 2014 y estuvo concentrada en el primer semestre dadas las condiciones favorables de elevada liquidez en ME prevalecientes en este periodo. La emisión de bonos bancarios bursátiles destinados al crecimiento de la cartera crediticia fueron los más importantes a inicios de la gestión y la de bonos de largo plazo y pagarés bursátiles lo fueron más adelante (Gráfico III.31).

Gráfico III.31: Emisiones en la BBV en ME (Millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Destacaron las emisiones de bonos bancarios bursátiles Banco Mercantil-Emisión 1 por \$us25 millones, pagarés bursátiles Gravetal I-Emisión 1 por \$us20 millones, pagarés bursátiles IASA-Emisión 5 por \$us8 millones, bonos de largo plazo Prolega I por \$us9 millones y bonos de largo plazo Equipetrol-Emisión 1 por \$us4 millones.