

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA
Gerencia de Operaciones Monetarias
Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto



**Operaciones de Mercado
Abierto del
Banco Central de Bolivia**

Marzo, 2011

INDICE

PRESENTACIÓN	7
PARTE I: EL ENTORNO Y EL PROCESO DE TOMA DE DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	9
1. LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA	9
1.1 EL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA: OBJETO Y FUNCIONES	9
1.2 POLÍTICA MONETARIA, RÉGIMEN CAMBIARIO, POLÍTICA FISCAL Y SISTEMA DE PAGOS	10
1.2.1 POLÍTICA MONETARIA	10
1.2.2 POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA CAMBIARIA	11
1.2.3 POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA FISCAL	13
1.2.4 POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA DE PAGOS	14
2. PROCESO DE TOMA DE DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	15
2.1 PROGRAMACIÓN MONETARIA	16
2.2 EL DIRECTORIO	17
2.3 EL COMITÉ DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	18

2.4	LA GERENCIA DE OPERACIONES MONETARIAS	19
3.	INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA	20
3.1	POLÍTICA DE ENCAJE LEGAL	20
3.1.1	DETERMINACIÓN DE LA POSICIÓN DE EXCEDENTE O DEFICIENCIA DE ENCAJE	22
3.1.2	EL FONDO DE REQUERIMIENTO DE ACTIVOS LÍQUIDOS (FONDO RAL)	23
3.2	CRÉDITOS CON GARANTÍA DEL FONDO RAL	26
3.3	OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	27
	PARTE II: LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	28
4.	INTRODUCCIÓN A LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	28
4.1	EL MERCADO MONETARIO	28
4.2	LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	30
5.	VALORES UTILIZADOS	35
5.1	LETRAS DE TESORERÍA (LT)	35
5.2	BONOS DEL TESORO (BT)	37
5.3	OTROS VALORES	38
5.3.1	CERTIFICADOS DE DEPÓSITO (CD)	38

5.3.2	CERTIFICADOS DE DEVOLUCIÓN DE DEPÓSITOS (CDD)	39
5.3.3	BONOS BCB	39
5.3.4	BONOS DEL TESORO EMITIDOS A FAVOR DE LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP)	40
6.	OPERACIONES REALIZADAS	40
6.1	COMPRA Y VENTA DE VALORES	40
6.2	REPORTOS	41
6.3	OTRAS OPERACIONES	42
6.3.1	SWAPS DE MONEDAS	42
6.3.2	REPORTOS REVERSOS	42
6.3.3	SERVICIO RESTRINGIDO DE DEPÓSITOS EN ME	43
6.3.4	SERVICIO EXTENDIDO DE DEPÓSITOS (SED) EN ME	43
7.	MECANISMOS DE LAS OMA	44
7.1	SUBASTA PÚBLICA	44
7.1.1	MODALIDADES DE LA SUBASTA	44
7.1.2	AGENTES AUTORIZADOS	46
7.1.3	PROVISIÓN DE FONDOS	46
7.1.4	VENTA EFECTIVA	47
7.2	OPERACIONES EN MESA DE DINERO	47

7.2.1	VENTA DE VALORES EN MDD	48
7.2.2	REDENCIONES ANTICIPADAS O COMPRA DE VALORES EN MDD	49
7.2.3	REPORTOS EN MDD	50
7.3	VENTA DIRECTA DE VALORES	52
7.3.1	OFERTA	52
7.3.2	AGENTES AUTORIZADOS	53
7.3.3	VENTA EFECTIVA	53
7.4	VENTA DIRECTA A TRAVÉS DE CREADORES DE MERCADO	54
7.4.1	OFERTA	55
7.4.2	AGENTES AUTORIZADOS	55
8.	TEMAS RELEVANTES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS OMA	55
8.1	DESARROLLO DEL MERCADO SECUNDARIO	55
8.2	MAYOR USO DE LA MONEDA NACIONAL	56
8.2.1	EFFECTOS DE LA DOLARIZACIÓN	57
8.2.2	MEDIDAS A FAVOR DEL USO DE LA MONEDA NACIONAL	60

8.3. CREDIBILIDAD	62
8.4. INFORMACIÓN CONFIABLE Y OPORTUNA	63
8.5. RELACIÓN CON EL TESORO GENERAL DE LA NACIÓN	63
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	65
ANEXO: FORMULARIO	69

PRESENTACIÓN

El Banco Central de Bolivia (BCB) tiene el agrado de presentar la tercera edición del documento de introducción a las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) que efectúa el ente emisor, elaborada por el personal de la Gerencia de Operaciones Monetarias.

Las OMA son el principal instrumento de política monetaria del BCB, por lo que se considera importante la difusión de sus características a los agentes financieros y al público en general. El mejor conocimiento de este instrumento, además de facilitar su uso a los agentes, permitirá una mejor implementación de las decisiones de política monetaria del BCB.

El documento se encuentra dividido en dos partes:

- La primera, denominada “El Entorno y el Proceso de Toma de Decisiones de Política Monetaria”, contiene una breve descripción del diseño de la política monetaria que ejecuta el BCB y del proceso de toma de decisiones concerniente a OMA, incluyendo la presentación de los órganos de decisión al interior del ente emisor y de los instrumentos a su disposición para afectar la oferta de dinero de alto poder.
- La segunda, “La Implementación de las Operaciones de Mercado Abierto”, describe de manera detallada los canales de transmisión, instrumentos, operaciones y mecanismos que utiliza el BCB en la ejecución de las OMA.

Esperamos que el presente documento sea de utilidad para los usuarios de los servicios del BCB y, de manera general, para los profesionales e interesados en el tema de la formulación y ejecución de la política monetaria.

PARTE I

EL ENTORNO Y EL PROCESO DE TOMA DE DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

1. LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Esta sección describe el diseño de la política monetaria que ejecuta el Banco Central de Bolivia (BCB), y la relación de ésta con la política cambiaria, fiscal y con el sistema de pagos.

1.1 EL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA: OBJETO Y FUNCIONES

El Banco Central de Bolivia (BCB) es una institución de derecho público, con personalidad jurídica y patrimonio propio.¹ En el marco de la política económica del Estado, es función del BCB mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda, para contribuir al desarrollo económico y social.

El BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, determina los objetivos de la política monetaria y cambiaria del país.² En este marco, el BCB regula la cantidad de dinero y el volumen del crédito en la economía de acuerdo con su programa monetario. Al efecto, emite, coloca, adquiere títulos valores y realiza otras Operaciones de Mercado Abierto (OMA). En síntesis, utiliza las OMA como su principal instrumento para mantener la inflación baja y estable.

En coordinación con la política económica determinada por el Órgano Ejecutivo, además de las señaladas por ley, son atribuciones del BCB:³

- Determinar y ejecutar la política monetaria.
- Ejecutar la política cambiaria.

1 Artículo 327 de la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia.

2 Artículo 326 de la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia.

3 Artículo 328 de la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia.

- Regular el sistema de pagos.
- Autorizar la emisión de la moneda.
- Administrar las reservas internacionales.

1.2 POLÍTICA MONETARIA, RÉGIMEN CAMBIARIO, POLÍTICA FISCAL Y SISTEMA DE PAGOS

1.2.1 POLÍTICA MONETARIA

La conducción de la política monetaria requiere el establecimiento de un objetivo a ser alcanzado, generalmente la estabilidad de precios, para lo cual la autoridad monetaria cuenta con instrumentos que modifican las condiciones financieras en el mercado monetario.⁴ Los bancos centrales no pueden controlar la inflación directamente, por lo que tratan de hacerlo indirectamente a través de metas intermedias y operativas que afectan las tasas de interés o la cantidad de dinero y del crédito en la economía.

Las variables seleccionadas como metas intermedias deben tener un efecto predecible y estable en el objetivo final (inflación), mientras que las metas operativas como las tasas de interés del mercado monetario o las reservas bancarias, que son más sensibles a los instrumentos de política monetaria, deben conducir a las metas intermedias.

En el caso boliviano, el BCB utiliza como instrumentos las OMA, el encaje legal y los créditos con garantía del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL). Estos instrumentos, permiten alcanzar la meta operativa e intermedia y, a través de ellas, el objetivo de inflación. El BCB adopta una estrategia de metas intermedias de cantidad, fijando límites a la expansión del Crédito Interno Neto (CIN). Debido a que generalmente no se tiene control directo sobre esta meta intermedia, se utiliza como meta operativa la liquidez del sistema financiero, definida como su exceso de reservas en el banco central.

4 El BCB incluye en su definición de operaciones del mercado monetario las operaciones interbancarias y de reporto en la Bolsa Boliviana de Valores con plazos menores a 30 días. Incorpora también las operaciones de reporto en el ente emisor.

El marco analítico de la política monetaria del BCB es conocido como enfoque monetario de la balanza de pagos. El BCB busca controlar la evolución del CIN por el efecto que tiene en las variaciones de la emisión así como en las reservas internacionales netas. La reducción excesiva de estas últimas podría originar presiones sobre el tipo de cambio y una importante expansión de la emisión generaría presiones inflacionarias.

Existen dos “escuelas” del pensamiento macroeconómico que sostienen que la política monetaria tiene diferentes efectos en la economía. Para los monetaristas, la oferta monetaria debe adecuarse al crecimiento real de la economía, debido a que el crecimiento excesivo del dinero sería la causa de la inflación en el largo plazo. En cambio, la escuela keynesiana piensa que la política monetaria tiene influencia sobre el sector real de la economía y que las variaciones de la oferta monetaria podrían mejorar o empeorar el nivel de producción y de bienestar de la economía, al menos en el corto plazo. Por lo general, los bancos centrales consideran los efectos de largo plazo de la oferta monetaria y coinciden en que el objetivo principal es el control de la inflación.

1.2.2 POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA CAMBIARIA

Desde mediados de la década de los ochenta, el valor del tipo de cambio oficial y único se establece a través del Bolsín del BCB. Inicialmente éste funcionó como un verdadero mecanismo de subasta de divisas para la determinación del tipo de cambio (es decir, el tipo de cambio era determinado principalmente por las fuerzas del mercado), pero con el tiempo el sistema evolucionó hacia un mecanismo de tipo de cambio deslizante (*crawling peg*) con algunas particularidades.

En general, el *crawling peg* es un régimen cambiario intermedio entre aquel totalmente fijo y el flexible, en el que el BCB deprecia o aprecia la moneda gradualmente en intervalos de tiempo no predeterminados, que dependen principalmente del comportamiento de los precios internos, del desenvolvimiento de la competitividad de la economía y de la evolución del Bolsín. Este mecanismo permite mantener relativamente estables los indicadores de competitividad relevantes para exportadores e importadores. Fundamentalmente, se pretende mantener estable y competitivo el tipo de cambio real multilateral.

El tipo de cambio real multilateral es una extensión del tipo de cambio real bilateral calculado sobre la base de la paridad del poder de compra.⁵ Esto es:

$$TCR_t = \frac{TCN_t * IPC_t^e}{IPC_t^n}$$

donde TCR se define como el tipo de cambio real bilateral, TCN es el tipo de cambio nominal, IPC^n es el nivel de precios al interior de la economía e IPC^e muestra los precios internos de la otra economía.

Como en general los países tienen comercio con varias economías, tal cual es el caso de Bolivia, la medida de competitividad debe considerar los tipos de cambio y las inflaciones de todos los países con los que se comercia, o al menos de los más importantes. En este sentido, lo que se hace es calcular un tipo de cambio real multilateral como el producto de los tipos de cambio reales bilaterales con los principales socios comerciales, ponderados por su participación comercial porcentual.⁶ De esta manera, el tipo de cambio real multilateral está definido como:

$$TCR_{(Multilateral)} = \prod_{i=1}^N TCR_i^{(X_i)}$$

donde X_i es la ponderación que se aplica al tipo de cambio bilateral con cada país, dado el volumen relativo de su comercio con Bolivia, y N es el número de países considerados en el cálculo. Estos últimos deben tener una participación porcentual en el comercio total con Bolivia superior a 0,5%.

La influencia de la política cambiaria sobre la política monetaria se produce porque una variación del tipo de cambio tiene, entre otras cosas, efectos sobre la inflación. Estos pueden ser directos (a través

5 El supuesto de esta teoría es que los bienes son homogéneos entre países y no existen costos de transacción, por lo que el precio de un bien importado, expresado en la moneda nacional, debe ser igual al precio de su similar producido en la economía local.

6 Actualmente los países que se incluyen para el cálculo del tipo de cambio real multilateral son Argentina, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, Estados Unidos, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, Suecia, Suiza, República Bolivariana de Venezuela y la Zona del Euro.

del aumento general del nivel de precios por el incremento del precio de las importaciones o por la indexación de algunos precios internos al tipo de cambio) e indirectos (a través de un cambio en los precios relativos y en las expectativas de los agentes). En ese sentido, una devaluación acelerada puede generar un incremento del ritmo de inflación, afectando el objetivo final de la política monetaria.

Estos efectos, por tanto, son considerados al momento de determinar las variaciones del tipo de cambio, por lo que se puede afirmar que el BCB determina el tipo de cambio *nominal* tratando de minimizar las desviaciones del tipo de cambio *real* respecto a su nivel *objetivo* y tomando en cuenta los efectos del tipo de cambio nominal sobre la inflación.

Por otro lado, la política monetaria afecta también la evolución del tipo de cambio. La aplicación de sus instrumentos, especialmente de las OMA, para expandir o contraer la liquidez en la economía, produce cambios en las tasas de interés que inciden en las transferencias de capital desde y hacia el país, induciendo a variaciones del tipo de cambio nominal.

Es importante destacar que en el país existen comisiones para las transferencias de fondos hacia y desde el exterior. Estas comisiones limitan la volatilidad de los flujos de capital, principalmente los de carácter especulativo.⁷

1.2.3 POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA FISCAL

El gasto público afecta la liquidez del sistema y, por tanto, exige una respuesta de la política monetaria y de las OMA dentro de su programación diaria y semanal habitual, en función a sus objetivos y metas intermedias. Este efecto es mayor si existen desviaciones en los ingresos y egresos del TGN, o principalmente en la ejecución presupuestaria de los gobiernos sub-nacionales.

7 En la gestión 2010, las comisiones para transferencias al y del exterior son del 1% y 0,6%, respectivamente.

Para ilustrar esto, considérese la definición de base monetaria:

$$RIN + CBSF + CNSPNF + Otros = BM = C + R$$

De forma simplificada, la base monetaria **BM** se constituye de las reservas internacionales netas **RIN**, el crédito bruto al sector privado **CBSF**, el crédito neto al sector público (crédito bruto menos depósitos en el BCB) **CNSPNF** y el neto de otros activos y pasivos del BCB **Otros**. A su vez, esto es igual al circulante **C** (total de efectivo en manos del público) más las reservas en efectivo del sistema financiero **R**.

La base monetaria puede modificarse a consecuencia de la política fiscal por un aumento del crédito neto al sector público, ya sea a través de un crédito del BCB al TGN o por la disminución de los depósitos del Sector Público en el BCB. En ambos casos, si se desea neutralizar el efecto sobre la base monetaria, el BCB debe aplicar medidas orientadas a disminuir el crédito al sector privado compensando así la expansión producida por la política fiscal.

Por otro lado, el financiamiento de este gasto mediante la emisión de deuda pública, además de la recomposición de la base monetaria, incrementa la tasa de interés del mercado, afectando así las condiciones de rentabilidad de la inversión privada y desplazando la misma, tanto por un mayor costo como por la posibilidad de obtener buenos rendimientos financiando al estado y con menor riesgo relativo a otras inversiones (efecto *crowding out*).

De manera análoga, el BCB debe considerar los efectos de su política monetaria sobre las condiciones del mercado y la disponibilidad de recursos, que en su momento pueden afectar las condiciones de financiamiento del TGN, tanto en tasa como en volumen.

1.2.4 POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA DE PAGOS

Los Sistemas de Pagos son el conjunto de normas, instrumentos, procedimientos y sistemas de transferencias de fondos que aseguran la circulación del dinero y permiten realizar la liquidación de las transacciones. Sistemas de Pago seguros y eficientes son necesarios para garantizar la estabilidad y solidez del sistema financiero, así como para facilitar la ejecución de la política monetaria y las transacciones en la economía.

Las acciones de los bancos centrales para alcanzar el o los objetivos de la política monetaria se ejecutan en el sistema de pagos. Los bancos centrales controlan la liquidez o las tasas de interés de corto plazo a través de su capacidad para influir en el balance entre la oferta y la demanda de recursos en el mercado monetario. Un sistema de pagos seguro y eficiente es una precondition para la consolidación del mercado interbancario y de otros mercados de crédito de corto plazo utilizados en las transacciones de mercado de la política monetaria. Ambos, los sistemas de pagos y los mercados monetarios, aseguran la influencia de corto plazo de las acciones de política monetaria en los mercados financieros y la actividad económica.

Adicionalmente, para la política monetaria es importante el desarrollo del sistema de pagos que afecta la velocidad de circulación del dinero e influye en la demanda global de dinero, lo cual debe ser analizado y considerado por el banco central al momento de establecer y definir su estrategia de política monetaria.

En resumen, un sistema de pagos es importante para la ejecución de la política monetaria porque:

- Mejora su canal de transmisión.
- Con su funcionamiento seguro y eficiente, contribuye a la estabilidad financiera, impulsando el desarrollo de los mercados monetarios.
- Permite movilizar el dinero de forma segura y oportuna para materializar las transacciones de actividades productivas (eficiencia económica).

2. PROCESO DE TOMA DE DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El proceso de decisión de la política monetaria se realiza de la siguiente manera:

- Anualmente, el BCB diseña el Programa Monetario que es la base para la realización de la política monetaria, el mismo que determina las metas a ser alcanzadas en la gestión.

- Cada trimestre, el Directorio del BCB determina los lineamientos de la política monetaria y de las OMA dentro del marco del Programa Monetario.
- Regularmente, se reúne el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) para el análisis de la situación en el mercado y la revisión e implementación de los lineamientos del Directorio.
- Diariamente, la Gerencia de Operaciones Monetarias (GOM) a través de la Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA) ejecuta y monitorea las OMA.

A continuación, se realiza una descripción detallada de los aspectos nombrados.

2.1 PROGRAMACIÓN MONETARIA

El BCB elabora un Programa Monetario anual que determina, sobre la base de supuestos acerca del comportamiento de la economía (en particular, del comportamiento del Sector Público reflejado en el programa fiscal), su objetivo de inflación y las metas intermedias que permitirían alcanzar ese objetivo.

A partir de los objetivos se deriva un conjunto de políticas, compatible con los mismos. Los objetivos, las metas y el conjunto de políticas tienen que ser consistentes a su vez con un conjunto interdependiente de identidades contables macroeconómicas.

La programación monetaria se resume en los siguientes pasos:

- Especificar objetivos cuantificables para la inflación y las RIN.
- Proyectar valores para las variables exógenas (producto real, entradas y salidas de capital, precios de intercambio comercial con el exterior, etc.).
- Derivar las variables endógenas del modelo (incluye el crecimiento del PIB nominal y del tipo de cambio).
- Determinar el crecimiento permisible de la oferta monetaria, del crédito interno y del financiamiento doméstico al sector gubernamental.

Este modelo es una base que determina los límites compatibles con los objetivos, por lo que el BCB tiene que analizar la evolución del mercado monetario, con el fin de introducir medidas correctivas cuando existan desviaciones con relación a lo programado.

Cabe acotar que el Programa Monetario forma parte de un conjunto de medidas de política económica más amplio denominado Programa Financiero. Este último contiene un conjunto de medidas de política económica coordinadas, especialmente en los sectores monetario, fiscal y de balanza de pagos, dirigidas principalmente a alcanzar una posición sostenible de balanza de pagos en el mediano plazo, en un contexto de estabilidad de precios, tasas satisfactorias de crecimiento económico y de un sistema de pagos multilateral sin restricciones.

En Bolivia, desde el año 2006 no se establece un Programa Financiero con el Fondo Monetario Internacional debido a la eficiencia y manejo responsable de las políticas monetaria, fiscal y cambiaria. En efecto, el “Programa Fiscal – Financiero” es producto de la coordinación entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y el BCB, quienes establecen los objetivos y metas de la política fiscal (manejo responsable del ingreso y gasto público, fortaleciendo la inversión pública), de la política monetaria (mantener una inflación baja y estable) y de la política cambiaria (consolidar el proceso de estabilización de la inflación, promoviendo la bolivianización).

2.2 EL DIRECTORIO

El Directorio del BCB está conformado por el Presidente del BCB y cinco Directores, los cuales son designados por el Presidente del Estado sobre la base de ternas presentadas por la Asamblea Legislativa Plurinacional. Los miembros del Directorio durarán en sus funciones cinco años sin posibilidad de reelección.⁸ Se debe resaltar que la inclusión de estos aspectos en la Constitución Política del Estado permite al Ente Emisor contar con la institucionalidad necesaria para el cumplimiento de su mandato.

8 Artículo 329 de la Constitución Política del Estado Plurinacional de Bolivia.

Semestralmente, en función a la información presentada por la GOM y los informes elaborados por la Asesoría de Política Económica (APEC),⁹ el Directorio evalúa los resultados de las OMA realizadas el semestre anterior, en particular su impacto en el programa monetario.

Sobre la base de esta información, y considerando expectativas e hipótesis sobre la evolución de la economía, en particular acerca del comportamiento del sector público (endeudamiento público), el Directorio determina los lineamientos para las OMA correspondientes al siguiente trimestre, los cuales son expresados en términos de redenciones o colocaciones netas de valores emitidos por el BCB.

Además de estos lineamientos, el Directorio determina las normas concernientes a las OMA relativas a:

- Atribuciones y funciones del COMA.
- Mecanismos y modalidad de las OMA.
- Relación con los participantes de las OMA.
- Otras normas relativas a OMA.

2.3 EL COMITÉ DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

El COMA es responsable de implementar las OMA, siguiendo y analizando los lineamientos del Directorio, y de formular recomendaciones para fortalecer la aplicación de la política monetaria. Sus miembros son el Presidente del BCB, el Gerente General, el Asesor Principal de Política Económica, el Gerente de Operaciones Monetarias y el Subgerente de Operaciones de Mercado Abierto, que actúa como Secretario.¹⁰

El COMA se reúne de forma regular, actualmente con una periodicidad semanal,¹¹ los días miércoles (día de la subasta semanal de valores) a horas 11:45 a.m. y, sobre la base de la información concerniente a:

9 La Gerencia de Auditoría Interna presenta semestralmente un informe sobre OMA que involucra temas de control.

10 Los Directores del BCB pueden participar con carácter informativo (R.D. N° 129/2003).

11 En octubre de 2009, el Directorio otorgó al COMA la potestad de determinar la periodicidad de sus sesiones (R.D. N° 120/2009), la misma que en el período comprendido entre el 7 de octubre de 2009 y el 27 de enero de 2010 fue bisemanal.

- Las OMA realizadas durante la semana (operaciones en subastas y Mesa de Dinero – MDD).
- El pronóstico de liquidez semanal.
- El movimiento del mercado monetario: interbancario y de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV).
- El sondeo de información relevante.
- El flujo de capitales desde y hacia el exterior.
- La variación en los depósitos y cartera del sistema financiero.
- La variación de las tasas de interés de corto y largo plazo.
- La variación de las tasas internacionales de referencia.
- El movimiento del tipo de cambio y el nivel de precios.
- La variación de la cantidad de billetes y monedas en manos del público.
- La información del contexto internacional, enfatizando los movimientos en las bolsas, en los mercados cambiarios y de bonos soberanos.

Toma las siguientes decisiones:

- Adjudicación de Valores resultante de la subasta pública.
- Oferta de Valores por plazo y monedas para la siguiente subasta.
- Condiciones para la oferta de valores en MDD.
- Tasa base y montos disponibles para efectuar reportos.
- Tasas para los créditos con garantía del Fondo RAL.
- Otras decisiones respecto a OMA en el marco de sus atribuciones.

Cabe remarcar que para la toma de decisiones adecuadas de política monetaria, es de gran importancia la calidad y oportunidad de la información.

2.4 LA GERENCIA DE OPERACIONES MONETARIAS

La GOM propone y participa de la toma de decisiones en el COMA a través de la presencia de dos de sus miembros. Las decisiones de este Comité son ejecutadas diariamente por la GOM a través de

la SOMA. Esta Subgerencia es también responsable de la provisión de información al Directorio del BCB y al COMA sobre el mercado monetario, las OMA realizadas y otra información relacionada.

Adicionalmente, la SOMA informa al sistema financiero de las decisiones del COMA mediante los reportes denominados Moneda y Mercado (M&M) semanal y diario. Este último, contiene información sobre las operaciones y condiciones de reporto en el BCB, algunos indicadores macroeconómicos, las tasas de interés de los créditos con garantía del Fondo RAL, la liquidez y las tasas de interés del mercado monetario, así como algunas tasas de interés y tipos de cambio internacionales relevantes.

El reporte M&M semanal se envía al día siguiente de la subasta de valores, incluyendo los resultados de la misma, la oferta de la próxima subasta, la evolución de los saldos de valores públicos, los vencimientos y la colocación directa de bonos del tesoro a las AFP.

3. INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

Esta sección describe los instrumentos a disposición del BCB para afectar la oferta de dinero de alto poder (base monetaria) en la economía. Cabe resaltar que únicamente las OMA se utilizan de manera regular.

3.1 POLÍTICA DE ENCAJE LEGAL

Los requerimientos de encaje legal obligatorio inciden en la disponibilidad de recursos del sistema y, por ende, en el nivel de liquidez y en el volumen del crédito. Sin embargo, el BCB no utiliza las variaciones de requerimiento de encaje legal como instrumento activo de control de la oferta monetaria, constituyéndose en un instrumento prudencial. De todas maneras, las reglas de encaje forman parte del entorno en el que se implementan las OMA, por lo que es necesaria su consideración.

La política actual de encaje responde a los siguientes objetivos:

- Contar con un fondo prudencial, que mantenga saldos líquidos dirigidos a cubrir retiros no previstos de depósitos o, eventualmente, el costo parcial de la liquidación de una entidad financiera.
- Permitir al BCB disponer de un sistema de previsión y alerta temprana sobre los requerimientos de liquidez de las instituciones financieras.
- Otorgar, a través de los Fondos RAL, una remuneración de mercado a las entidades financieras por los recursos constituidos como encaje legal, permitiendo así una disminución de los costos de intermediación del sistema financiero y, por tanto, propiciando una reducción del *spread* bancario.
- Mejorar la posición de RIN del Sistema Financiero.¹²
- Impulsar el mayor uso de la MN en la economía, aplicando encajes adicionales a los depósitos en moneda extranjera (ME).

El sistema de encaje establece la obligación para que los agentes financieros mantengan como reservas el 12% del total de sus depósitos en MN y moneda nacional indexada a la Unidad de Fomento de Vivienda (MNUFV)¹³, así como el 21,5% de sus depósitos en ME y moneda nacional con mantenimiento de valor respecto al dólar estadounidense (MVDOL).¹⁴

Para MN y MNUFV, el 2% debe constituirse en efectivo en el BCB (hasta 5% de este porcentaje puede mantenerse en las cajas de los bancos) y el 10% restante se constituye en la cuenta del Fondo RAL MN. En ME y MVDOL, el 13,5% debe constituirse en efectivo en el BCB

12 Esto se debe a que el encaje en ME, al estar invertido en el exterior, se constituye en una cuenta de activos externos que aumenta los activos brutos del sistema y su posición de reservas.

13 La UFV es un índice diario, calculado con base en la inflación por el BCB. Sirve de referencia para operaciones financieras en moneda nacional con mantenimiento de valor respecto a la evolución de los precios internos. Sustituye al dólar como indexador de estas operaciones y es útil para los agentes económicos porque mantiene el poder de compra de su dinero y protege de la inflación el valor de sus depósitos, créditos y contratos.

14 Los depósitos a plazo fijo en MN o en MNUFV a plazos mayores a 360 días no requieren del mantenimiento de reservas en efectivo o encaje en títulos. Asimismo, los depósitos en ME a plazos superiores a 360 días no encajan en efectivo y aquellos mayores a 720 días están exentos adicionalmente del encaje en títulos.

(40% de este porcentaje *debe* permanecer en las cajas de los bancos en cualquier plaza, bajo la denominación de “Fondos en Custodia”) y el 8% restante en la cuenta del Fondo RAL ME.¹⁵ Los recursos de ambos fondos se invierten en portafolios de valores definidos.

Además, las entidades financieras deberán constituir un encaje legal adicional en títulos en ME y MVDOL de 45% sobre la Base de Encaje Adicional (BEA). La BEA corresponde a la diferencia entre las obligaciones sujetas a encaje adicional en ME y MVDOL a la fecha de cálculo y las registradas al 30 de septiembre de 2008 (fecha base).¹⁶

Finalmente, para incentivar el uso de MN en los créditos otorgados por el Sistema Financiero, las entidades pueden deducir del encaje requerido en MN y MNUFV el incremento de su cartera bruta en estas denominaciones con relación al saldo registrado al 30 de junio de 2009. En una primera instancia, esta deducción puede realizarse hasta el equivalente al 100% del encaje requerido en efectivo y, posteriormente, hasta el equivalente al 40% del encaje requerido en títulos.¹⁷

3.1.1 DETERMINACIÓN DE LA POSICIÓN DE EXCEDENTE O DEFICIENCIA DE ENCAJE

La deficiencia o excedente del encaje del sistema financiero representa uno de los indicadores más importantes de la liquidez del mismo. La posición de una entidad en cuanto a su excedente o deficiencia de encaje se determina de la siguiente forma:

- Se establece un periodo bisemanal de encaje a lo largo del cual las entidades pueden en un determinado día tener deficiencias o excedentes, pero al final deben haber estado, en promedio, encajadas.

15 La deficiencia de encaje en Fondos en Custodia en esta denominación no podrá ser compensada con excedentes de encaje en el BCB o en títulos.

16 Se excluyen las obligaciones en ME y MVDOL con un plazo de vencimiento mayor a 2 años y los pasivos de corto plazo con el exterior, contratados exclusivamente para operaciones de comercio exterior con calce exacto entre activo y pasivo.

17 Véase el Reglamento de Encaje Legal para las Entidades de Intermediación Financiera (R.D. N° 070/2009).

- El periodo bisemanal de encaje requerido comienza el lunes y termina el domingo de la siguiente semana (14 días después), mientras que el periodo de constitución de encaje comienza 9 días más tarde, el martes, y termina en lunes, también 14 días después.

$$\text{Excedente (Deficiencia)}_{(\text{Periodo})} = \sum_{T=9}^{22} \text{constituido}_T - \sum_{T=1}^{14} \text{requerido}_T$$

- El requerido de cada día se compara con el constituido nueve días más tarde, para establecer si existe deficiencia o excedente de encaje. Esto es:

$$\begin{aligned} \text{Excedente(Deficiencia)}_T &= \text{constituido}_{T+8} - \text{requerido}_T \\ T &= 1,2,3,\dots,14 \end{aligned}$$

- Las entidades deben constituir, en promedio, montos superiores o iguales a los requerimientos de encaje, caso contrario la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) aplica una multa calculada sobre el monto de la deficiencia. Asimismo, la actual modalidad permite que una deficiencia sobre los requerimientos de encaje en valores pueda compensarse con un excedente de los requerimientos de encaje en efectivo, pero no lo contrario.

3.1.2 EL FONDO DE REQUERIMIENTO DE ACTIVOS LÍQUIDOS (FONDO RAL)

El Fondo RAL es un fondo de inversión constituido por el 10% o el 8% de los requerimientos de encaje legal de las entidades. En realidad existen tres fondos, uno en MN, otro en ME y el restante en MNUFV. Las entidades aportan a ellos en función de sus depósitos en cada moneda o denominación.¹⁸

¹⁸ Los requerimientos de depósitos en MVDOL se invierten en el Fondo RAL ME.

El Fondo es una bolsa común que invierte estos recursos en un portafolio de valores definidos cuyo rendimiento se distribuye proporcionalmente entre los participantes del mismo (entidades financieras sujetas a encaje).

De acuerdo a lo establecido en el Reglamento de Encaje, el manejo del Fondo RAL en ME se otorga a entidades especializadas en administración delegada. Actualmente estas entidades son: *Allianz Global Investors* y *Amundi Asset Management*. Los lineamientos de inversión para la administración del Fondo RAL en ME indican que los recursos podrán invertirse en:

- Moneda.- Dólares estadounidenses.
- Países.- Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, Holanda, Italia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza.
- Instrumentos.-
 - Soberanos
 - Títulos de renta fija gubernamentales.
 - Títulos de agencias de gobierno.
 - Supranacionales
 - Títulos de renta fija.
 - Corporativos bancarios
 - Certificados de depósitos.
 - Papeles comerciales bancarios.
 - Bonos.
 - Corporativos no bancarios
 - Papeles comerciales.
 - Bonos.
- Riesgos.- Se autorizan inversiones en emisores o en emisiones que cuenten con una calificación de riesgo crediticio de corto plazo igual o superior a F-1 y de largo plazo A, de acuerdo a la agencia calificadora de riesgo *Fitch Information Inc.* o sus equivalentes en *Standard & Poor's* y *Moody's*.

- Concentración.-

Sector/Emisor	Límite (% portafolio)
Agencias Gubernamentales	30%
Entidades Supranacionales	30%
Corporaciones Bancarias	30%
Por Corporación Bancaria	5%
Corporaciones no Bancarias	10%
Por Corporación No Bancaria	3%

- Restricciones.- Las inversiones se realizan únicamente bajo la modalidad de entrega contra pago (*delivery versus payment*) y en títulos de deuda no subordinada. No se permiten inversiones en obligaciones con interés variable.¹⁹

El Fondo RAL en MN y el Fondo RAL en MNUFV son administrados por la Gerencia de Entidades Financieras del BCB (podrían serlo también por administradores delegados) y sus inversiones se restringen a la compra de valores públicos soberanos nacionales emitidos en ambas denominaciones.

Los rendimientos nominales de los fondos en los últimos doce meses, son difundidos semanalmente en el reporte de M&M semanal, publicado en la *web* del BCB. A diciembre de 2010, el rendimiento del Fondo RAL en MN fue de 0,16%, mientras que el del Fondo en ME alcanzó a 0,51%.

Los retiros o aportes al Fondo se realizan únicamente los días martes, permitiendo la posibilidad de dos ajustes dentro de cada periodo de encaje, los cuales son realizados por el BCB. Los movimientos se hacen para mantener equilibrado el encaje constituido con el requerido durante el periodo de encaje.

A un principio se permitía que los agentes puedan sobre-encajarse a fin de compensar eventuales deficiencias y así mantener balanceado su encaje. Sin embargo, algunas entidades utilizaron el Fondo como

¹⁹ Véase los Lineamientos de Inversión para la Administración del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos en Moneda Extranjera (R.D. N° 141/2009).

alternativa de inversión en el manejo de su tesorería, lo que obligó al BCB a modificar el procedimiento de tal forma que las entidades no puedan tener un nivel de encaje constituido mayor al necesario para compensar sus requerimientos.

3.2 CRÉDITOS CON GARANTÍA DEL FONDO RAL

La creación del Fondo RAL ha permitido desarrollar un instrumento ágil de obtención de liquidez para el sistema financiero, mediante el otorgamiento de créditos garantizados por los activos que mantiene la entidad en el Fondo. Los objetivos de este instrumento son fundamentalmente dos:

- Proporcionar liquidez de corto plazo para atender requerimientos no previstos.
- Permitir al BCB conocer los requerimientos de liquidez de corto plazo de los bancos.

De acuerdo con las normas en vigencia, los agentes pueden hacer uso de este instrumento en dos tramos bajo las siguientes condiciones:²⁰

El primer tramo, en el que la entidad puede solicitar un monto igual o menor al 40% de sus activos en el Fondo, es de acceso automático, irrestricto, con plazo de hasta 7 días y renovable. Generalmente es utilizado para la cobertura de posiciones netas deudoras resultantes de la cámara de compensación de cheques, pero puede ser utilizado por la entidad para cualquier otro fin a simple solicitud de la misma.

El acceso al segundo tramo, en que 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.

²⁰ 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 RAL 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.

Las tasas de interés cobradas por el BCB por los créditos con garantía del Fondo RAL se fijan semanalmente por el COMA en directa relación con las tasas de reporto del BCB, siendo actualmente las primeras mayores a las segundas. En este sentido, las tasas de interés en el primer tramo de los créditos con garantía del Fondo RAL son 150 puntos básicos más altas que las tasas base de reporto en cada moneda, mientras que para el segundo tramo se establece una tasa adicional de 50 puntos básicos en ambas monedas.

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 situaciones no previstas, induciendo a los agentes a tener un mejor manejo de su tesorería y a recurrir inicialmente a otras fuentes de financiamiento como el mercado interbancario o la BBV.

Adicionalmente, las entidades que ya agotaron estos dos tramos pueden solicitar créditos de liquidez al BCB, cuya aprobación es definida por el Directorio y se instrumentan a través de operaciones de reporto a un plazo máximo de 90 días, renovables. Estas operaciones podrían realizarse con valores del TGN o del BCB, o con otros valores de diferentes emisores públicos o privados, en cuyo caso las entidades solicitantes no deben encontrarse en proceso de regularización por acciones establecidas en la Ley de Bancos y Entidades Financieras y deberán presentar información relativa a su plan de negocios, flujo de fondos proyectado, estados financieros actualizados, entre otros.

3.3 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Las OMA constituyen el instrumento indirecto más importante de la política monetaria boliviana. Comprenden la compra y venta (definitiva o en reporto) de valores públicos, con el propósito de expandir o contraer la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía. Éstas serán desarrolladas ampliamente en lo que resta de este documento.

PARTE II

LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

4. INTRODUCCIÓN A LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

4.1 EL MERCADO MONETARIO

El mercado monetario es el ámbito natural de la implementación de las decisiones de política monetaria del BCB y, en particular, de las OMA.

En el mercado monetario boliviano se incluyen básicamente las operaciones de corto plazo efectuadas en el mercado interbancario, en la BBV y algunas OMA realizadas por el BCB. Aunque son consideradas como de corto plazo las operaciones que tengan un plazo a vencimiento inferior a un año, en los hechos, la gran mayoría de las operaciones del mercado monetario son efectuadas a plazos inferiores a 30 días.

En el mercado monetario se realizan principalmente operaciones ligadas al manejo de tesorería de los bancos (esto es, administración de la liquidez de corto plazo destinada, por ejemplo, a cubrir requerimientos de encaje legal, inversiones de corto plazo de excedentes temporales, cobertura de retiros de clientes), operaciones de las agencias de bolsa y de las sociedades administradoras de fondos de inversión (inversiones o requerimientos de liquidez de corto plazo, modificaciones en su cartera propia u operaciones en nombre de sus clientes, entre los cuales están los bancos asociados) y las OMA de corto plazo del BCB, con objetivos de política monetaria.²¹

En Bolivia, el mercado monetario se caracterizó por el reducido monto de sus transacciones, el número limitado de participantes, la dolarización de las operaciones, dificultades en el intercambio y/o explotación de

²¹ El TGN efectuó operaciones de endeudamiento con plazos menores a un año. Sin embargo, para reducir su riesgo de refinanciamiento, sus operaciones actualmente se concentran en plazos más largos, llegando incluso a colocar bonos en MN a treinta años.

información y por su estructura, principalmente bancaria tanto en sus participantes como en los instrumentos transados. Sin embargo, en los últimos años mostró un mayor dinamismo, tanto en la frecuencia de sus transacciones, montos negociados y en el mayor uso de instrumentos en MN. Lo anterior es consistente con las medidas de bolivianización impulsadas por el ente emisor.

A diciembre de 2010, las operaciones en el mercado interbancario en MN ascendieron a Bs240 millones, mientras que el volumen de operaciones de reporto en la BBV fue de Bs4.090 millones.²²

Es importante destacar que las diferencias en tasas de operaciones registradas en el día en el mismo mercado pueden ser síntomas de la existencia de asimetrías de información entre los participantes. Sin embargo, otros factores como diferentes riesgos de contraparte, cambios en la liquidez intra-día o el plazo de las operaciones pueden también explicar esta situación.

En lo que respecta a las operaciones de reporto con el BCB, el sistema financiero no efectuó éstas desde el segundo semestre de 2009, producto de la liquidez en el sistema financiero y de que la tasa base del BCB se mantuvo por encima de la tasa interbancaria y de la tasa de reporto en Bolsa. Esta medida fue orientada a profundizar el mercado monetario y evitar arbitraje de tasas, direccionando el uso de este mecanismo únicamente a necesidades transitorias de liquidez, una vez agotadas las posibilidades de fondeo en el mercado interbancario y la BBV.

Las OMA del BCB afectan directa y significativamente la liquidez disponible en el mercado monetario, influyendo de esta manera sobre las tasas de interés del mismo. Los cambios en el volumen de liquidez y en las tasas de interés, así como el anuncio de estas modificaciones, inician un proceso complejo que termina afectando, entre otros muchos factores, el nivel de precios de la economía. Este tema se tratará con mayor detalle en el siguiente punto concerniente a los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

²² Operaciones sin incluir cruces. Se debe resaltar que la BBV se encuentra fuertemente ligada a los bancos del sistema. En efecto, de las nueve agencias de bolsa existentes, cinco están ligadas a bancos.

Por último, cabe mencionar que un mercado monetario desarrollado es una condición importante para la adecuada transmisión de las señales de política monetaria y para la correcta implementación de las OMA del BCB. Por este motivo, el BCB busca, bajo el marco de las normas en vigencia, adoptar las medidas y políticas que favorezcan al desarrollo de este mercado.

4.2 LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Como se mencionó en el punto anterior, el primer paso para la implementación de la política monetaria se da en el mercado monetario. Las operaciones efectuadas en este mercado inician un proceso complejo que termina influenciando el nivel de precios de la economía (objetivo último de la política monetaria), así como el nivel del producto y otras variables macroeconómicas.

A continuación se presenta una breve recapitulación de los mecanismos de transmisión que considera la teoría económica, analizando sucintamente su aplicación al caso boliviano.

- **Canal de las tasas de interés.** Cuando el banco central decide aplicar una política contractiva, reduce la oferta de dinero en la economía, ya sea mediante operaciones de mercado abierto (colocación de valores) o limitando sus créditos, ocasionando un incremento de las tasas de interés. El incremento en el costo del dinero, se traduce en una caída de la inversión y en una reducción del consumo, factores que determinan la contracción de la demanda agregada y del producto y, consecuentemente, la caída del nivel de precios.

Estudios en Bolivia muestran que las tasas de interés del mercado monetario explican el comportamiento de las tasas de interés pasivas del sistema financiero.²³ Empero, la respuesta reducida de las tasas para préstamos ante variaciones de las tasas monetarias, muestra que la política monetaria tendría menor efecto sobre la producción y los precios. Posibles explicaciones estarían relacionadas con el comportamiento oligopólico del sistema financiero, aspecto que impone una serie de determinantes microeconómicos sobre las tasas de interés

y sus *spreads*, entre los que destacan la cartera en mora, la liquidez y los costos administrativos. En este marco, análisis recientes sugieren que con la implementación de un corredor de tasas de interés este canal se fortalecería, en la medida que la tasa de interés de política se hace más estable y predecible.²⁴

- **Canal del crédito.** La contracción de la oferta monetaria conduce también a la caída de las reservas bancarias y de los depósitos bancarios. Esta menor disponibilidad de fondos prestables se refleja en una menor colocación de cartera, lo cual implica una caída de la inversión, el consumo y el producto, afectando la evolución de los precios.

Trabajos realizados en el BCB indican que el mecanismo de transmisión del crédito es pertinente para Bolivia. A través del canal del crédito, la política monetaria podría modificar la trayectoria del consumo y del producto. Asimismo, cambios en la oferta monetaria o en el volumen de crédito que los bancos pueden canalizar a sus clientes influyen en la tasa de depreciación y en la emisión, que son las variables que mejor explican el comportamiento de los precios según el análisis econométrico desarrollado.²⁵

- **Canal de la riqueza.** El incremento de las tasas de interés, produce una disminución del valor de los activos financieros (acciones, bonos), reales (bienes raíces) y otros activos de los hogares y empresas. Esta caída es provocada por la disminución del valor actual de sus ingresos futuros y esperados, así como por un aumento de su riesgo (en particular de los activos financieros), lo que genera una disminución de la demanda agregada.

El canal de la riqueza requiere de un mercado de capitales desarrollado, donde los precios de las acciones o de los bonos incorporen expectativas del comportamiento futuro de los sectores de la economía y sean sensibles a las variaciones de las tasas de interés de otros activos, y

23 Véase Rodrigo, *et al.* 2010.

24 Véase Cernadas, *et al.* 2009.

25 Véase Orellana, 2000

en el cual gran parte de la población mantenga su riqueza en forma de activos financieros. En Bolivia, el mercado de capitales se encuentra en proceso de desarrollo por lo que este canal sería poco efectivo.

Por otro lado, los bienes raíces son ampliamente aceptados como colateral en el sistema financiero, por lo que incrementos en su precio podrían motivar el crédito al sector de la construcción y el gasto residencial, afectando la actividad económica y el nivel de precios. Empero, no existe información sistemática de estos precios para efectuar los estudios correspondientes.

- **Canal del tipo de cambio.** En una economía con tipo de cambio flexible,²⁶ un incremento en la tasa de interés hace a los depósitos domésticos más atractivos que las colocaciones en otros países, lo cual provoca una afluencia de recursos externos que conduce a la apreciación de la moneda nacional. Un tipo de cambio apreciado afecta la competitividad del sector transable de la economía y produce una caída de las exportaciones netas y del producto. El menor ingreso disponible se traduce en una contracción de la demanda agregada, seguida de una disminución del nivel de precios internos.

En Bolivia, el efecto de la política monetaria sobre las variaciones del tipo de cambio nominal sería bastante reducido en el corto plazo y disperso en el tiempo. Esto se debe al mecanismo de ajuste gradual del tipo de cambio (*crawling peg*) y, especialmente, a la poca integración de los mercados financieros nacionales con los mercados internacionales. Esta situación impediría que las determinaciones de política monetaria tengan un efecto directo sobre las exportaciones e importaciones, al menos en el corto plazo.

La evidencia empírica muestra que en el caso boliviano, la evolución del tipo de cambio tiene un efecto importante sobre la inflación. En los últimos años, la apreciación cambiaria habría sido un factor determinante en el control de la inflación.²⁷

26 Teóricamente, en economías con tipo de cambio fijo, la política monetaria no tiene ningún efecto si existe libre movilidad de capitales.

27 Véase Cernadas, et al. 2010

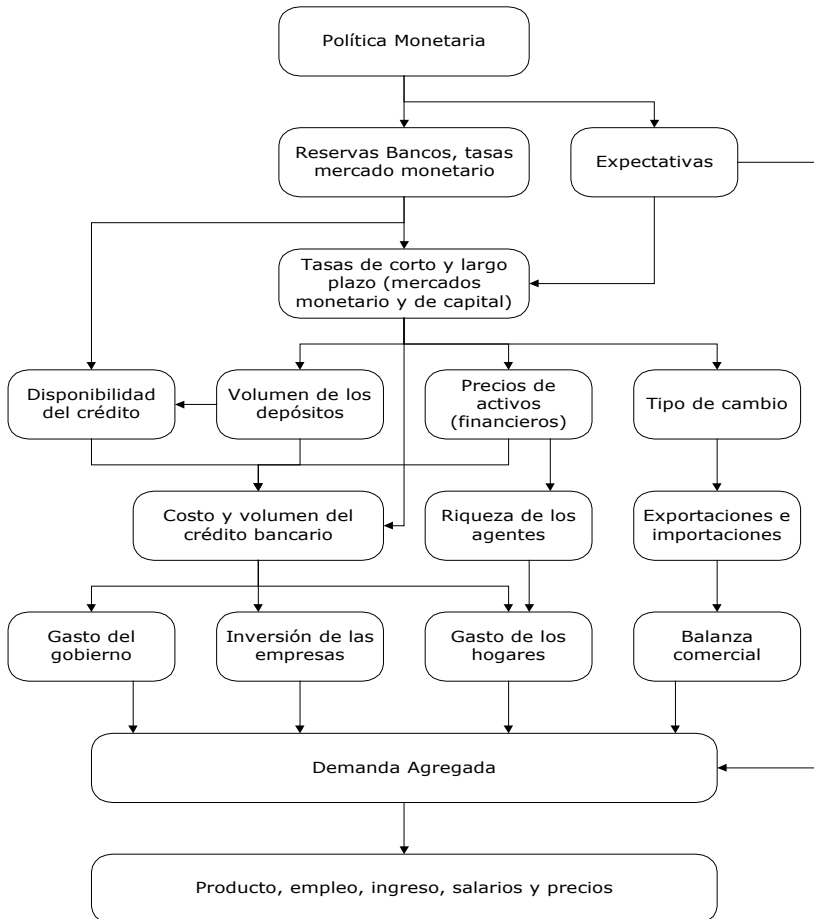
- **Rol de las expectativas.** El anuncio **creíble** de las medidas de política monetaria adoptadas por el banco central puede, además de los canales detallados arriba, afectar *directamente* el comportamiento de los agentes económicos (hogares y empresas, principalmente) en sus decisiones de inversión, consumo y trabajo, así como en la fijación de algunos precios clave, como los salarios, influyendo de esta manera sobre la demanda agregada, el producto, el empleo y los precios. Asimismo, es importante destacar que la formación de expectativas obedece también al accionar de otros actores como el gobierno o el sector externo.

No existen estudios empíricos detallados sobre el rol de las expectativas formadas en función a los anuncios del BCB. Empero, para que las decisiones del BCB tengan un efecto significativo y directo en el comportamiento de los agentes a través de sus expectativas, se requiere que la autoridad monetaria efectúe regularmente anuncios públicos amplios, creíbles y fácilmente verificables de sus objetivos de inflación. En este sentido, el BCB publica semestralmente desde enero de 2006 el Informe de Política Monetaria, en el cual analiza la evolución de los precios y las perspectivas de la inflación, y comunica las decisiones de política económica para alcanzar la meta de inflación.²⁸

Cabe hacer notar que, en el caso de una política monetaria expansiva, como por ejemplo la cancelación o compra de valores públicos que incrementen la liquidez en la economía, se tendrán, *ceteris paribus*, las consecuencias inversas a las descritas en los diferentes canales. Sin embargo, es importante recordar que en el largo plazo la política monetaria afecta principalmente a los precios. Las variables reales sólo son eventualmente afectadas en el corto plazo.

28 La Encuesta de Expectativas Económicas aplicada por el BCB sugiere que los agentes económicos forman sus pronósticos sobre el futuro haciendo una extrapolación del pasado, aspecto que se conoce como "expectativas adaptativas". La expectativa de los agentes sobre la inflación del siguiente período se formaría con base a la inflación observada en el pasado.

El siguiente esquema resume los canales mencionados:



5. VALORES UTILIZADOS

Esta sección describe el origen y las características de los valores utilizados por el BCB para sus OMA.

5.1 LETRAS DE TESORERÍA (LT)

Las LT son valores nominativos de renta fija, redimibles al vencimiento a su valor nominal y vendidos a descuento. Se emiten en MN, a plazos de 91, 182 y 364 días; en MNUFV a 364 días plazo y en ME al plazo de 91 días. Su emisión está normada por el “Reglamento de Operaciones para fines de Regulación Monetaria con Valores emitidos por el TGN o el BCB” y por el “Reglamento de Operaciones con Valores emitidos por el TGN para fines de Política Fiscal”.²⁹

Las LT, dependiendo del propósito de su emisión, se denominan LT “C” (TGN) o LT “D” (BCB). Las primeras son utilizadas con fines de política fiscal, es decir, para financiar requerimientos de liquidez de corto plazo del TGN. Se emitieron desde 1993 en virtud al Decreto Supremo N° 23380 y la responsabilidad de su pago recaía exclusivamente en el TGN.³⁰

Las LT “D” son colocadas por el BCB desde abril de 1999 y tienen como objetivo regular la liquidez en la economía. Son resultado del Convenio Interinstitucional suscrito entre el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (antes Ministerio de Hacienda) y el BCB, el 6 de enero de 1999. Éste da origen a la Cuenta de Regulación Monetaria (CRM) que facilita el registro y control de dichas emisiones. El procedimiento acordado establece formalmente una venta de LT por parte del TGN al BCB, quien simultáneamente las vende al público y deposita el efectivo recibido en la CRM. Si bien esta cuenta pertenece al TGN, éste no tiene potestad para utilizar los recursos de la misma. Al vencimiento de los valores, la CRM es debitada y el BCB cubre el costo (interés) para cancelar a los tenedores.

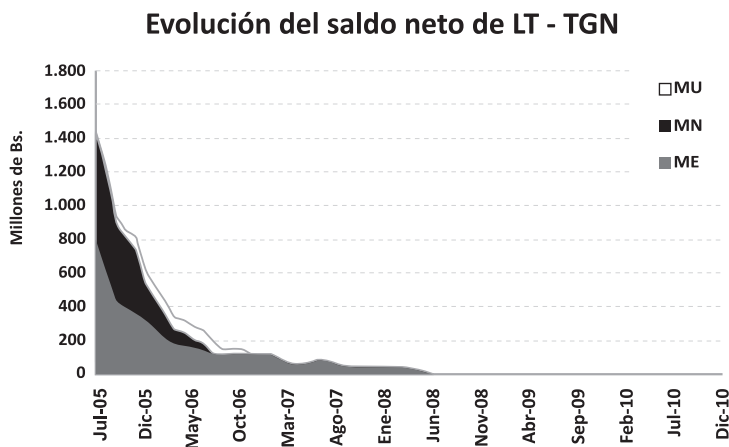
²⁹ Aprobadas por las R.D. N° 129/2003 y 128/2003, respectivamente.

³⁰ Desde el año 2007 el TGN dejó de colocar letras del tesoro, concentrando sus colocaciones a plazos mayores a un año.

Antes de abril de 1999, el BCB emitía para regulación monetaria LT B y LT C' en ME y MN, respectivamente. Sin embargo, la emisión de éstas se discontinuó a partir de abril de 1999, no existiendo a la fecha saldos vigentes. Esta emisión estaba respaldada por LT B en ME emitidas en 1993 por el TGN a favor del BCB.³¹

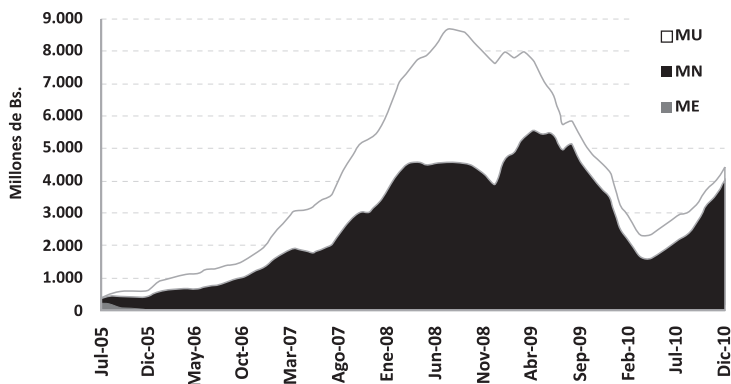
El BCB, prefiere utilizar valores del tesoro como instrumentos de política monetaria y no utilizar los suyos, con el fin de evitar fraccionar un mercado de valores relativamente pequeño con dos grupos diferentes de títulos públicos.

La evolución del saldo neto de colocaciones en LT, desde 2005 hasta el 31 de diciembre de 2010, se distribuía de la siguiente forma:



31 Como consecuencia del D.S. 23380, se emitieron LT denominadas B a favor del BCB por \$us200.000.000. El TGN ha cancelado una parte de estos títulos y, a septiembre de 2010, se ha fusionando el saldo (Bs1.446.198.288,08) en una sola letra denominada en bolivianos con cero tasa de interés. Adicionalmente, existe otra emisión de LT con un plazo de 100 años por un valor inicial de \$us540.450.066,44. Esta emisión, denominada LT A, fue cancelada parcialmente y a finales de septiembre de 2010, su saldo vigente es de Bs5.933.342.936,25.- con cero tasa de interés.

Evolución del saldo neto de LT - BCB



5.2 BONOS DEL TESORO (BT)

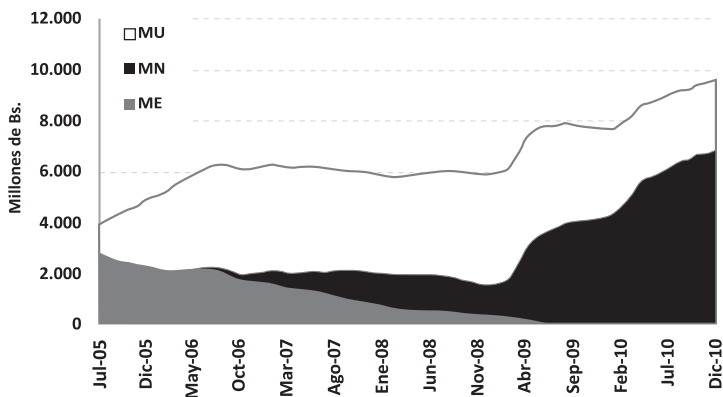
Los BT son valores a rendimiento, nominativos, emitidos con una tasa de rendimiento nominal preestablecida (tasa cupón), con pagos semestrales de cupones. El precio de venta con respecto a la par determina el rendimiento efectivo. Estos instrumentos se emiten actualmente en MN.³² Los plazos habituales de emisión de estos instrumentos son 2, 4, 6, 8, 10, 15, 20 y 30 años.³³

A partir del 28 de enero del 2000 se emiten regularmente BT C con fines de financiamiento fiscal de más largo plazo. Asimismo, con cargo a la CRM, eventualmente se emiten BT D con el propósito de regular la liquidez en el mediano plazo y atenuar presiones inflacionarias. Por ejemplo, entre 2007 y 2008 el BCB emitió bonos a 2 y 4 años plazo, y desde febrero de 2010, bonos a 2 años plazo. La evolución del saldo de colocaciones netas de Bonos se exhibe a continuación:

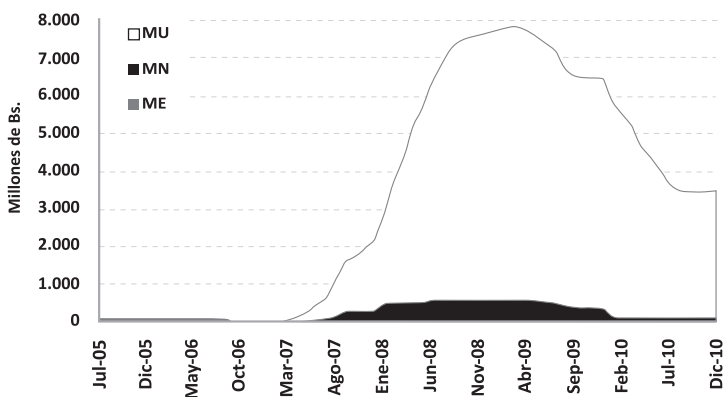
32 Anteriormente se emitieron bonos en ME y MNUFV. Los bonos en MNUFV compitieron con sus pares en ME, respondiendo al objetivo de constituirse en una alternativa de inversión a largo plazo con rendimientos reales positivos y atractivos. Sin embargo, en la medida que se ha acrecentado la confianza en el boliviano, a partir del segundo semestre de 2007 y fines de 2008, dejaron de emitirse bonos en ME y MNUFV, respectivamente. En los últimos dos años, el TGN ha podido financiarse únicamente en MN, llegando incluso a colocar papeles a 30 años.

33 Las tasas de rendimiento nominales son actualmente de 2%, 2,5%, 2,8%, 3%, 3,2%, 3,6%, 3,8% y 4%, respectivamente.

Evolución del saldo neto de BT - TGN



Evolución del saldo neto de BT - BCB



5.3 OTROS VALORES

5.3.1 CERTIFICADOS DE DEPÓSITO (CD)

Los CD son valores nominativos de renta fija y corto plazo, redimibles al vencimiento y vendidos a descuento. Estos valores, que pueden ser indexados, podrían ser emitidos en MN o en ME a plazos específicos determinados por el COMA.

Los CD se constituyeron en el primer instrumento utilizado por el BCB para sus OMA. Su emisión se remonta a 1987, en diferentes plazos y monedas. Sin embargo, con la colocación de las LT, la emisión de CD dejó de ser regular restringiéndose al plazo de 28 días. El COMA realizó emisiones esporádicas de este instrumento hasta 1999, habiéndose efectuado la última en ME en junio de ese año.

5.3.2 CERTIFICADOS DE DEVOLUCIÓN DE DEPÓSITOS (CDD)

Son valores negociables de oferta pública, a la orden y de contenido crediticio. Fueron emitidos por el BCB para garantizar la devolución de los depósitos a los cuenta habientes de las entidades financieras en liquidación.³⁴ Cabe destacar que en noviembre de ese año, para hacer más líquidos y negociables estos valores, se determinó que los mismos puedan ser reportados en la MDD del BCB. Asimismo, se estableció que el BCB pueda realizar subastas de compras de CDD vigentes, como parte de las OMA, opción que nunca fue utilizada.³⁵

5.3.3 BONOS BCB

Son valores a la orden emitidos por el BCB el 1° de septiembre de 1999 por un monto de \$us47.591.575,05, a un plazo de 5 años y con pago de interés anual a la tasa variable más alta entre 8,72% y el promedio de la tasa efectiva anual de adjudicación en subasta de LT en ME a 91 días. Fueron emitidos originalmente a favor del Banco de Crédito de Bolivia, como colaterales de la absorción del Banco Boliviano Americano.³⁶ Al igual que los CDD, los bonos BCB podían ser reportados en la MDD del BCB y eran negociables en el mercado. El total de estos Bonos se encuentra cancelado.

34 En diciembre de 1994 se emitieron CDD en el proceso de liquidación de los Bancos Sur y Cochabamba.

35 Actualmente, sólo se encuentra pendiente de cobro una pequeña fracción de CDD emitidos en abril de 1998 por la liquidación del Banco BIDESSA (\$us417,61).

36 De acuerdo a la resolución que aprueba la Emisión de Bonos para honrar la fianza otorgada al Banco de Crédito de Bolivia S.A. (R.D. N° 075/1999).

5.3.4 BONOS DEL TESORO EMITIDOS A FAVOR DE LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP)

Son valores a rendimiento, con pagos anuales de cupones, emitidos a la par y con una tasa de rendimiento efectiva preestablecida. Fueron colocados por el TGN directamente a las AFP, para financiar el costo de la reforma del sistema de pensiones a partir de 1997. En principio, y hasta el año 2002, eran emitidos en MVDOL a un plazo de 15 años con interés anual de 8%. Posteriormente, a partir del 2003, se colocaron en MNUFV a plazos de 9 y 15 años y a tasas de interés anual de 5% y 4,5%, respectivamente, emisión que cesó en agosto de 2007 como consecuencia de la considerable mejora en la posición fiscal.³⁷ El BCB acepta la utilización de estos BT para realizar operaciones de reporto.

6. OPERACIONES REALIZADAS

Esta sección describe el principio y los objetivos de las operaciones efectuadas por el BCB en el marco de sus OMA. El proceso administrativo de estas operaciones se encuentra explicado con mayor detalle en el punto 7.

6.1 COMPRA Y VENTA DE VALORES

La colocación de valores es el instrumento principal del BCB para afectar la liquidez del sistema financiero e influir sobre las tasas de interés del mercado, según los objetivos de política monetaria que se persigan.³⁸

Así, por ejemplo, si el BCB coloca una cantidad de valores mayor a la cantidad que vence, la liquidez del sistema se contrae, provocando *ceteris paribus* un alza de las tasas de interés de corto plazo en el

37 Entre enero y agosto de 2009, se emitieron papeles en MN a 15 años con un interés de 10% y 7,5%. Esta emisión fue cancelada anticipadamente debido a la significativa mejora en la posición fiscal y porque estos instrumentos cuentan actualmente con la cláusula de redención anticipada. La operación se realizó a la par del valor nominal de todas las series de los bonos emitidos durante 2009.

38 La colocación de títulos para el TGN administrada por el BCB, tiene un efecto monetario diferente debido a que los recursos que se captan sirven normalmente para cubrir gastos del sector público, por lo que suelen volver rápidamente al sistema financiero, afectando por poco tiempo su liquidez.

mercado. Sucede lo contrario si coloca una cantidad de valores menor a la cantidad de valores que vence o si se cancela anticipadamente un valor.³⁹

Existen cuatro mecanismos de venta de valores: subasta pública (modalidades competitiva y no competitiva), venta por MDD, venta directa a personas naturales y jurídicas y venta a través de creadores de mercado. Sin embargo, la colocación de valores mediante la subasta pública competitiva permite al BCB captar información importante sobre el estado del mercado y sus expectativas, por lo que el COMA privilegia este mecanismo.

Por otro lado, la emisión de valores públicos en varias monedas y en plazos diferentes provee al mercado secundario instrumentos financieros adecuados para efectuar sus operaciones. En efecto, los valores colocados por el BCB son empleados frecuentemente en las operaciones de la BBV.

6.2 REPORTOS

Las operaciones de reporto son el principal instrumento del BCB para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Consisten en la compra de valores por parte del BCB (*reportador*) a agentes autorizados (*reportado*), normalmente a una fracción de su precio de curva (precio de ida), con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo y a un precio definidos al inicio de la operación (precio de vuelta). El BCB efectúa estas operaciones por plazos no mayores a 15 días, mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de MDD a tasas penalizadas.

Las operaciones de reporto pueden ser comparadas a un préstamo del BCB garantizado con valores públicos, utilizadas por éste para disminuir la volatilidad al alza de las tasas del mercado monetario. El mecanismo de subasta permite obtener también información de gran utilidad sobre la liquidez del mercado día a día.

39 De los títulos vigentes, sólo pueden cancelarse anticipadamente las LT y BT "C" y "D".

Los reportos representan una fuente ágil de financiamiento temporal para las entidades financieras, sin la necesidad de deshacerse definitivamente de los valores de su cartera. Es importante destacar la posibilidad de cancelar anticipadamente estas operaciones bajo ciertas condiciones y de realizar también reportos cruzados, es decir, el BCB preste dinero en una moneda con garantía de valores en otra moneda.

6.3 OTRAS OPERACIONES

6.3.1 SWAPS DE MONEDAS

El BCB permite efectuar también operaciones de cobertura cambiaria, como son los *swaps* de monedas. Éstos consisten en la compra (venta) de divisas con el compromiso de reventa (recompra) a un tipo de cambio pactado al momento de la operación. El tipo de cambio pactado podría ser propuesto por el solicitante a través de una subasta, o definido por el COMA en caso de que la modalidad de adjudicación sea mediante solicitudes directas de las entidades financieras autorizadas.

Las operaciones de *swaps* de monedas se encuentran vigentes a partir del 24 de marzo de 1998, sin embargo el BCB no recurrió aún a estos instrumentos. Los plazos de estas operaciones, así como su frecuencia, las cantidades ofertadas, los tipos de cambio referenciales y otras características son determinados por el COMA dentro de los límites establecidos por el Directorio del BCB.

Actualmente no existe oferta para las operaciones de *swaps*. Empero, el COMA podría analizar la posibilidad de reanudar la misma para coadyuvar a la remonetización de la economía, en la medida que este instrumento permite alinear las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria del tipo de cambio.

6.3.2 REPORTOS REVERSOS

Las operaciones de reporte reverso consisten en la venta de valores a un agente financiero (*reportador*) por parte del BCB (*reportado*), con el compromiso de recompra de los mismos en un plazo y a un precio determinados al inicio de la operación.

El objetivo de los reportos reversos es el de proveer al sistema financiero una alternativa ágil de colocación de recursos excedentarios por plazos muy cortos, que permita disminuir la volatilidad a la baja de las tasas del mercado monetario. Cabe destacar que para ME, el Servicio Restringido de Depósitos (SRD) en el BCB cumple con esta función.

6.3.3 SERVICIO RESTRINGIDO DE DEPÓSITOS EN ME

El SRD en ME constituye un mecanismo para fijar un piso a las tasas del mercado interbancario y reducir la salida potencial de recursos al exterior en situaciones de liquidez. Permite a los bancos realizar depósitos remunerados en el ente emisor hasta un monto de \$us50 millones y por un plazo no mayor a siete días. El COMA establece los montos y plazos dentro de estos límites, además de aplicar un mecanismo de subasta competitiva para la constitución de los depósitos. El acceso a la subasta está limitado a las entidades cuyo encaje constituido en ME represente un porcentaje, determinado por este Comité, por encima del encaje legal requerido.

6.3.4 SERVICIO EXTENDIDO DE DEPÓSITOS (SED) EN ME

El SED en ME es un mecanismo competitivo para fortalecer las reservas internacionales del BCB y estabilizar las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario. Permite a la banca depositar en el BCB recursos provenientes del exterior hasta un monto de \$us250 millones y por un plazo máximo de 56 días, aunque el plazo habitual ofertado fue de 28 días. El COMA establece los montos y plazos dentro de estos límites, además de definir el mecanismo de adjudicación para la constitución de los depósitos y determinar sus condiciones de redención anticipada.⁴⁰

⁴⁰ Es importante destacar que los recursos constituidos en el SED no pagan costo de transferencia y pueden ser utilizados como garantía para créditos de liquidez. Es atribución del COMA definir la tasa aplicable para estos créditos en función a la tasa de reporto.

7. MECANISMOS DE LAS OMA

Esta sección describe con detalle las OMA efectuadas por el BCB a través de subastas públicas, MDD, venta directa a personas naturales y jurídicas y venta a través de creadores de mercado, contemplando en particular los aspectos operativos y administrativos.

7.1 SUBASTA PÚBLICA

El BCB efectúa regularmente la subasta pública de valores. Previamente a la realización de la subasta, con al menos un día de anticipación, pero en general el viernes anterior a la subasta, el BCB publica en un medio de prensa escrito y envía por medios electrónicos a los agentes financieros los montos, plazos y monedas de los valores ofertados para la subasta a efectuarse el día miércoles siguiente a la publicación.

7.1.1 MODALIDADES DE LA SUBASTA

La subasta pública de venta de valores presenta dos modalidades:

7.1.1.1 MODALIDAD COMPETITIVA

Bajo este mecanismo, los agentes participantes ingresan sus posturas a través del Sistema de Subasta Electrónica (SSE)⁴¹, especificando el monto y precio para las diferentes monedas y plazos ofertados. El COMA define semanalmente el horario de apertura y cierre de las subastas electrónicas.

41 El BCB desarrolló el SSE, que permite a las entidades financieras el envío seguro de sus posturas. Esta modalidad supone una subasta interactiva, permitiendo al participante conocer y visualizar las posturas de los demás demandantes automáticamente, en línea y en tiempo real, para mejorar la suya si lo desea, dentro de los horarios que determine el COMA. Esta modalidad de subasta reduce los problemas de información imperfecta e incompleta entre los participantes, permitiendo una estimación más exacta del valor de mercado de los valores y disminuyendo la probabilidad de incurrir en la "maldición del ganador".

El COMA efectúa la adjudicación el mismo día a las mejores posturas de precio en orden descendente hasta agotar la oferta. En caso de empate en los precios propuestos en el margen, se adjudica a prorrata el saldo disponible. Sin embargo, el COMA puede rechazar parte o el total de las posturas si las condiciones de precio no son aceptables.

La decisión de rechazo o adjudicación es comunicada mediante el SSE inmediatamente después de la reunión del COMA a todos los agentes participantes y otras entidades vinculadas, como la BBV. La venta efectiva se efectúa dos días después, esto es, el día viernes siguiente a la adjudicación. Esto implica que el beneficiario debe disponer de los fondos necesarios para efectivizar la operación ese día. Si el día de la venta el adjudicatario no dispone de recursos suficientes para efectuar el pago de los valores públicos, el BCB consolida a su favor,⁴² por concepto de multa, el 2% del valor nominal de los mismos, sin perjuicio de otras sanciones que pudiera determinar el COMA.

Si el día viernes coincide con un feriado, la adjudicación se efectúa el jueves. Si tanto el viernes como el jueves son feriados, la adjudicación se efectúa normalmente el lunes siguiente.

7.1.1.2 MODALIDAD NO COMPETITIVA

En la subasta competitiva son los participantes los que proponen el precio de los valores en función a la información disponible y sus expectativas, siendo los precios más altos los de mayor probabilidad de ser adjudicados. Si el precio en el mercado secundario se revela inferior al precio de adjudicación en subasta, el ganador de la misma sufre una pérdida, situación que se denomina “maldición del ganador”.

42 A favor del TGN, si se tratan de Títulos “C”.

Para disminuir la posibilidad de esta pérdida existen al menos dos mecanismos alternativos a la modalidad competitiva. Uno de ellos es la subasta a precio uniforme, donde la adjudicación se efectúa aplicando a todos los participantes adjudicados el precio más bajo aceptado o el precio más alto rechazado.

El otro mecanismo es la subasta bajo la modalidad no competitiva. En esta modalidad el agente efectúa su solicitud de compra de valores, indicando el monto, pero no su precio. La adjudicación es realizada al precio promedio ponderado obtenido en la subasta competitiva. Adicionalmente, esta modalidad asegura la adjudicación de al menos una fracción de los valores demandados.

La oferta total de valores en esta modalidad podrá ser como máximo el 50% del monto total ofertado en cada moneda y plazo. Es necesario que se efectúe la subasta competitiva y que en ella se registren precios de referencia para que la modalidad no competitiva pueda realizarse. El monto máximo solicitado bajo esta modalidad por cada participante no puede ser superior a \$us1 millón para valores en ME y a Bs1 millón para valores en MN, en cada plazo. Si la demanda total superara la oferta total, se efectuaría el prorrateo correspondiente.

7.1.2 AGENTES AUTORIZADOS

Pueden participar directamente en las subastas de valores públicos del BCB las entidades financieras con licencia de la ASFI o de la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Pensiones (AP), previa autorización del COMA. Actualmente intervienen directamente en las subastas los Bancos, Mutuales, Agencias de Bolsa, AFP y las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI). Las personas particulares y otras instituciones privadas lo pueden hacer únicamente por medio de estas entidades.

7.1.3 PROVISIÓN DE FONDOS

Para participar en la subasta de valores, las entidades autorizadas deben efectuar la provisión previa de fondos en una de las siguientes formas:

- En caso de tratarse de entidades que mantienen cuentas en el BCB, es posible efectuar la autorización escrita para el débito de su cuenta corriente y de encaje legal, para sus propias operaciones o en favor de otras entidades financieras autorizadas en caso de adjudicación. Esta autorización puede efectuarse una sola vez con carácter indefinido.
- En caso de tratarse de entidades que no mantienen cuentas en el BCB o que mantienen cuentas en el BCB pero no desean utilizar el mecanismo anterior, es posible participar en la subasta mediante un depósito en las cajas del ente emisor en la cuenta Acreedores Diversos Mercado Abierto - Provisión Títulos Públicos. El depósito requerido es el equivalente al 2% del valor nominal de los valores públicos demandados.⁴³ Una copia de la boleta de abono debe ser entregada al BCB.

7.1.4 VENTA EFECTIVA

La SOMA publica regularmente el día viernes los resultados agregados de la subasta, sin especificar la razón social de los adjudicatarios, conjuntamente a la convocatoria a la próxima subasta. La venta efectiva se realiza este mismo día, para lo cual se debitan las cuentas que mantienen los agentes financieros en el BCB. Una vez efectuado el débito, el BCB envía el detalle de los valores colocados de forma desmaterializada a la Entidad de Depósito de Valores (EDV)⁴⁴, para que realice la anotación en cuenta respectiva.

7.2 OPERACIONES EN MESA DE DINERO

A través de la MDD, el BCB realiza tres tipos de operación: venta de valores, redenciones anticipadas o compras de valores y reportos. La MDD es también un canal privilegiado para el intercambio de información entre el sistema financiero y el BCB.⁴⁵

⁴³ Este depósito para valores en ME no puede realizarse en efectivo.

⁴⁴ La EDV es la entidad a cargo de la custodia de los valores, así como el registro, compensación y liquidación de operaciones que con ellos se realiza.

⁴⁵ El SSE tiene entre sus funcionalidades la venta de valores en MDD. Mediante este sistema, el participante envía sus solicitudes de compra electrónicamente para su procesamiento automático en el BCB.

7.2.1 VENTA DE VALORES EN MDD

7.2.1.1 OFERTA EN MDD

El COMA puede determinar una oferta de valores en la MDD válida a partir del día viernes (día de adjudicación de los valores en subasta) hasta el martes siguiente. Esta oferta es publicada en un medio escrito los días viernes con los resultados de la subasta, además de ser comunicada electrónicamente a todos los agentes financieros a través del reporte M&M semanal. En dicha oferta se detallan plazos, monedas y montos de los valores disponibles en ese período, así como las tasas y precios de los mismos.

El precio de venta en MDD es normalmente mayor al de la subasta porque el BCB busca incentivar las adjudicaciones a través de la modalidad competitiva de la subasta, para de esta forma captar información relevante sobre las condiciones del mercado. El monto ofertado en MDD suele ser el remanente no colocado de la subasta.

7.2.1.2 AGENTES AUTORIZADOS

Pueden adquirir valores en la MDD del BCB los mismos agentes autorizados para participar en subasta.

7.2.1.3 PROVISIÓN DE FONDOS Y VENTA EFECTIVA EN MDD

Las ventas de valores en MDD se realizan a través del SSE contra provisión de fondos por el total de la venta, en el mismo día de la operación, ya sea mediante autorización de débito de las cuentas que mantienen los agentes en el BCB o a través de un depósito en la cuenta de Acreedores Diversos mencionada anteriormente. Se aplica el principio de primero llegado, primero servido.

7.2.2 REDENCIONES ANTICIPADAS O COMPRA DE VALORES EN MDD

El COMA determina las condiciones (principalmente las tasas de valoración, que incluyen un importante descuento) para realizar compras o redenciones anticipadas, además de definir los valores públicos que pueden ser comprados o redimidos en la MDD en cualquier momento antes de su vencimiento. Sin embargo, el precio pagado por el BCB para estas operaciones es el precio más bajo del mercado, por lo que son alternativas muy poco utilizadas.

En efecto, el precio de compra o de redención anticipada se calcula utilizando como tasa de descuento la resultante de la suma de la tasa del segundo tramo de créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL (la más alta de las tasas cobradas por la ventanilla de liquidez del BCB) más un *spread* adicional (*haircut*) que varía según la moneda o denominación, el mismo que es definido por el COMA.

Una vez definidos los términos para efectuar la venta del valor el agente debe remitir a la SOMA una nota de solicitud que indique la cuenta a abonar. El título desmaterializado, debe ser traspasado a la cartera del BCB a través del Sistema de Registro de Transferencias Extrabursátiles (SIRTEX) de la EDV.⁴⁶

Si el valor fue emitido por el BCB (valores D), se procede a retirar el título del saldo vigente del BCB y a efectuar el abono del monto acordado en la cuenta indicada por el agente (**redención anticipada BCB**). Si el valor fue emitido para fines fiscales (valores C), se otorga al TGN la opción en el día de recomprarlo en las mismas condiciones. Si éste acepta, el valor es retirado de su saldo vigente y se debita su cuenta, abonándose los recursos correspondientes en la cuenta del agente (**redención anticipada TGN**). Empero, si el TGN no acepta la recompra, el valor pasa a ser parte de las inversiones temporarias del BCB y se mantiene vigente hasta su vencimiento como propiedad del ente emisor (**compra BCB**).

⁴⁶ Si es un valor físico, debe presentarse el original correctamente endosado. A pesar de que actualmente el 100% de los valores se encuentran desmaterializados, existe la posibilidad de rematerialización de títulos para su negociación en el exterior.

7.2.3 REPORTOS EN MDD

7.2.3.1 OFERTA

El COMA determina regularmente las condiciones (oferta diaria, oferta semanal y tasa premio base en cada moneda) para los reportos en MDD. Los reportos deben tener un plazo de entre 1 y 15 días. No se permiten vencimientos en fines de semana o feriados. El plazo remanente del valor debe ser igual o superior al plazo del reporto.

7.2.3.2 AGENTES AUTORIZADOS

Las entidades financieras que mantienen cuentas corrientes y de encaje o cuentas de encaje en el BCB (esto es, los bancos, mutuales, y fondos financieros privados) están autorizadas a realizar operaciones de reporto con el BCB. Las agencias de bolsa y otros agentes autorizados por el COMA pueden efectuar operaciones de reporto a través de una entidad financiera con cuenta corriente y de encaje en el BCB, para lo cual deben entregar al ente emisor una comunicación suscrita por ésta que autorice cualquier abono o débito relacionados con la operación de reporto solicitada. Esta autorización puede tener carácter indefinido.

7.2.3.3 VALORES PERMITIDOS Y VALORACIÓN

Para realizar operaciones de reporto con el BCB pueden utilizarse los valores públicos vigentes descritos en el punto 5, vale decir LT, BT y los BT emitidos a favor de las AFP. La valoración o el precio de compra en reporto de estos valores se calcula utilizando una tasa de descuento que incluye un “*haircut*” o margen adicional determinado por el COMA, como mecanismo de cobertura que disminuye el riesgo de pérdida para el BCB por fluctuaciones en su precio de mercado.

Es importante destacar que la valoración de los títulos en MVDOL es similar a la de los títulos en ME. Empero, una vez obtenido su precio (valor descontado) en dólares, para calcular el valor de ida y efectuar el reporto en MN se lo convierte a bolivianos al tipo de cambio de compra. Por otra parte, si bien los valores en MNUFV tienen su propia tasa de

valoración, las operaciones de reporto con ellos se realizan también en MN, para lo cual su precio en MNUFV se transforma a bolivianos utilizando el valor de la UFV del día de la operación.

7.2.3.4 PROCEDIMIENTO DE ADJUDICACIÓN DE REPORTOS

Los reportos pueden adjudicarse a través de dos modalidades: subasta diaria y adjudicación directa. La oferta diaria determinada por el COMA se aplica conjuntamente a ambas modalidades.

La subasta de reportos se realiza diariamente hasta el medio día (12:00 p.m.). Todas las solicitudes recibidas a través del SSE contienen una propuesta de tasa premio que debe ser igual o mayor a la tasa base establecida por el COMA, además del monto demandado.⁴⁷

Son adjudicadas las propuestas con las tasas premio más altas hasta agotar la oferta disponible. Las operaciones se procesan en el día. En caso de empate en tasas premio, se prorratea el saldo disponible.

Los títulos reportados por los agentes beneficiarios deben ser registrados en el SSE y traspasados a la cartera del BCB a través del SIRTEX de la EDV. De lo contrario, la operación no se realiza y se les aplica un castigo de un día de intereses sobre el valor de ida solicitado considerando la tasa premio adjudicada, sin perjuicio de otras sanciones que el COMA pueda establecer.

La adjudicación directa se realiza en la MDD entre las 12:01 p.m. y las 3:00 p.m. mediante el SSE, es decir, luego de la subasta y hasta el cierre de la MDD. En esta modalidad, la tasa premio es igual a la tasa más alta aceptada en la subasta diaria más 50 puntos básicos (de no haber subasta se suman los 50 puntos básicos a la tasa base aprobada por el COMA). La operación se realiza inmediatamente bajo el principio de primero llegado, primero servido, siempre y cuando existan en MDD saldos disponibles de la subasta diaria de reportos.

⁴⁷ El SSE permite también realizar la subasta de reportos bajo las mismas modalidades y características de seguridad de la subasta de valores públicos.

7.2.3.5 CANCELACIÓN ANTICIPADA DE REPORTOS

Está autorizada la cancelación anticipada de operaciones de reporto, a sola solicitud del interesado, bajo el procedimiento siguiente: se realiza el cobro de los intereses por el tiempo efectivamente transcurrido del reporto, además de un castigo adicional equivalente a una tasa de 1,5% sobre el valor de ida considerando el número de días restantes hasta el vencimiento original de la operación.

7.3 VENTA DIRECTA DE VALORES

Con el objetivo de fortalecer la señalización a las tasas de interés del mercado monetario e incentivar el ahorro financiero de pequeños y medianos ahorristas, en octubre de 2007 el BCB implementó el mecanismo de venta directa de valores públicos. Las características de esta modalidad se detallan a continuación:

7.3.1 OFERTA

La oferta de valores bajo este mecanismo es definida por el COMA, quién determina los montos mínimos y máximos a colocarse. Actualmente, los montos mínimos de compra son de Bs2.000 y UFV2.000, equivalentes a dos títulos en cualquier denominación.

Los plazos ofertados se derivan de la subasta pública. De esta manera, en MN se ofertan valores a 91, 182 y 364 días, mientras que en MNUFV se ofertan valores a 364 días. Adicionalmente, a partir de mayo de 2008, el COMA autorizó la oferta de valores a 28 y 56 días en MN y, en junio del mismo año, la oferta a 182 días en MNUFV.

La venta se realiza en MDD los días viernes, lunes y martes de acuerdo a los precios de curva que resulten de la última subasta adjudicada o al precio establecido por el COMA. Para los valores de plazos cortos no ofertados en subasta, el precio de venta es calculado a partir de la curva de rendimiento resultante de la subasta.⁴⁸

48 Actualmente, la extrapolación de precios se realiza mediante la metodología de Svensson (1994).

7.3.2 AGENTES AUTORIZADOS

Pueden acceder a esta modalidad todas las personas naturales y jurídicas, con excepción de las entidades financieras con licencia de funcionamiento otorgada por la ASFI o la AP y los funcionarios públicos del BCB.

7.3.3 VENTA EFECTIVA

Las personas naturales y/o jurídicas que desean participar de esta modalidad, obtienen información de las condiciones actuales para la venta directa de valores a través de la página *web* o la Mesa de Ayuda del BCB.

La compra de estos títulos se realiza bajo las siguientes modalidades:

- **Pago con efectivo:** La persona se presenta en cajas del BCB, especifica el tipo y la cantidad de títulos que desea comprar, realiza el depósito en bolivianos y recibe un comprobante. En MDD se registra su información personal y se le entrega una constancia de los valores adquiridos.
- **Pago con cheque de un banco comercial:** La persona se presenta en cajas del BCB un día hábil previo a la fecha en que desea comprar los títulos. Entrega un cheque por el monto exacto en bolivianos para la compra de los títulos y recibe un comprobante de depósito de cheque ajeno, sujeto a confirmación de fondos. El día hábil siguiente, si el cheque fue aceptado, se registra su información personal en MDD y se le entrega una constancia de los valores adquiridos. Si el cheque fue rechazado, se comunica a la persona, y si ésta desea puede realizar una nueva operación garantizando la provisión de fondos.
- **Pago con nota de autorización de débito de una entidad financiera con cuenta corriente o de encaje en el BCB:** La persona se presenta en MDD con una carta de su entidad financiera, que autorice el débito automático del monto

correspondiente a la cantidad de títulos que quiera comprar. Se verifica la nota y se procede a registrar su información personal para entregarle una constancia de los valores adquiridos.

En todos los casos se entregan constancias, ya que la emisión de los valores es desmaterializada y registrada en la EDV. El costo por mantenimiento del registro es asumido por el BCB.

La cancelación de valores se realiza al vencimiento o de manera anticipada a simple solicitud de la persona.⁴⁹ De acuerdo al requerimiento del poseedor de los valores, el pago se puede realizar en efectivo o mediante abono directo al beneficiario a través de una entidad financiera.

7.4 VENTA DIRECTA A TRAVÉS DE CREADORES DE MERCADO

La venta de valores públicos mediante Creadores de Mercado es un mecanismo a través del cual las entidades **autorizadas** reciben valores del BCB a precios (o tasas) de mercado, para revenderlos con una comisión a un precio mayor (tasa menor). Pueden ser Creadores de Mercado todos los intermediarios autorizados con licencia de funcionamiento de la ASFI, facultados a negociar con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

El COMA otorga la calidad de Creador de Mercado de acuerdo a la comisión o diferencial propuesto por la entidad financiera (la diferencia entre su tasa y la determinada por el COMA para venta directa) y su cobertura mediante agencias y sucursales a nivel nacional. Es importante destacar que el diferencial máximo para valores en MN es de 0,35% y de 0,30% para valores en MNUFV.⁵⁰

49 Al igual que la cancelación anticipada de valores, esta opción es penalizada con el descuento de intereses e incluso capital, en función de la tasa de valoración definida por el COMA.

50 Véase el Reglamento para la Venta de Valores Públicos emitidos por el BCB mediante Creadores de Mercado (R.D. N° 131/2007).

7.4.1 OFERTA

La oferta de valores bajo este mecanismo es similar a la de venta directa de valores públicos por el BCB. Empero, únicamente se venden valores de plazos más cortos cuando su tasa es positiva, una vez descontada la comisión para el Creador de Mercado.

7.4.2 AGENTES AUTORIZADOS

Pueden acceder a esta modalidad todas las personas naturales y jurídicas con excepción de las entidades financieras con licencia de funcionamiento otorgada por la ASFI o la AP.

8. TEMAS RELEVANTES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS OMA

8.1 DESARROLLO DEL MERCADO SECUNDARIO

El mercado monetario en Bolivia es relativamente pequeño y poco profundo, además de concentrar sus operaciones en el muy corto plazo (30 días o menos) y reflejar principalmente las decisiones de la banca. Sin embargo, en los últimos años se observa un crecimiento importante en el mercado monetario en MN, caracterizado por mayores volúmenes transados y una menor variabilidad en las tasas de interés, reflejo del mayor uso del boliviano.

Por otra parte, el mercado de capitales (donde se negocian acciones y bonos de largo plazo, valores de titularización de deuda, entre otros) se ha venido desarrollando y bolivianizando en el último quinquenio. Entre 2005 y 2009 el volumen de operaciones⁵¹ en la BBV creció de \$us1.374 millones a \$us2.783 millones, período en el cual el porcentaje de las operaciones en MN se incrementó de 16% a 58%. Adicionalmente, se han emprendido varios proyectos con el objeto de lograr una mayor expansión del mercado de valores, entre los que destacan:

51 Comprende las operaciones de compra-venta y reporto.

- La promoción e incorporación de la Pequeña y Mediana Empresa al mercado de capitales de Bolivia, lo cual permitió que éstas se financien colocando pagarés en la Mesa de Negociación de la BBV, a costos más bajos.
- El desarrollo del Mercado Electrónico Bursátil, que es un sistema electrónico de negociación bursátil, que permitirá a las Agencias de Bolsa transar instrumentos financieros a distancia o de manera remota en un ambiente ágil, transparente, equitativo y seguro.
- El Proyecto de Desarrollo Mercado de Carbono, el cual posibilitará el reconocimiento de los certificados de carbono como título-valor, para su negociación en la Bolsa.

El desarrollo del mercado monetario, del mercado de capitales y del mercado bancario (tasas de interés activas y pasivas) permitirá una mejor propagación de las señales de política monetaria del BCB, fortaleciendo a su vez, el desarrollo de los canales de transmisión antes señalados.

Adicionalmente, es importante destacar la mayor y más diversificada participación de las entidades financieras en las OMA del BCB, en los últimos años. En efecto, los bancos, las mutuales más grandes, las agencias de bolsa, las SAFI y las AFP participan regularmente de las subastas del BCB, por lo que la tasa de subasta refleja las condiciones de liquidez del sistema financiero.

8.2. MAYOR USO DE LA MONEDA NACIONAL

Como consecuencia del proceso inflacionario que experimentó el país entre 1982 y 1985, la MN fue sustituida por el dólar americano en sus funciones de medio de pago, pero principalmente, como reserva de valor.⁵²

52 Por ejemplo, en abril de 2002, 94% de los depósitos del sistema financiero se encontraban en dólares.

Medidas como la apreciación y posterior estabilidad del tipo de cambio, la ampliación del diferencial cambiario entre el tipo de cambio de compra y de venta, el incremento del Encaje Legal para depósitos en dólares y la introducción del Impuesto a las Transacciones Financieras en dólares (ITF), indujeron a la población a internalizar el costo de operar en ME y permitieron el mayor uso de la MN, incluso como reserva de valor.⁵³ De esta manera, a diciembre de 2010 aproximadamente 56% de los depósitos y de la cartera del sistema financiero están en moneda nacional.

Las OMA coadyuvaron de manera importante a este proceso. Es así que, a diciembre de 2010, aproximadamente 53% del saldo vigente de valores emitidos por el BCB se encuentra en MN, 46% en MNUFV y, tan sólo, el 0,03% en ME.

Si bien se ha dado un impulso significativo al uso de la MN, persisten aún un importante porcentaje de depósitos en ME y la fijación de precios en ME de activos de mayor valor (casas, departamentos o vehículos), factores que imponen ciertas restricciones a los canales de transmisión mencionados y en consecuencia a la conducción de la política monetaria.

8.2.1 EFECTOS DE LA DOLARIZACIÓN

Entre las principales consecuencias de la dolarización se encuentra la restricción en el manejo de la política monetaria por parte del Banco Central.⁵⁴ En efecto, al formar los dólares parte de la liquidez total de la economía, y puesto que el BCB no puede controlar directamente la cantidad de circulante en esta moneda, su margen de influencia sobre la cantidad de crédito disponible en la economía, se ve restringido.

53 Se debe destacar también la implementación de medidas complementarias como la creación de instrumentos que protegen contra la inflación y el incremento de las provisiones por el crédito en ME a prestatarios que reciben sus ingresos en bolivianos.

54 Además de reducir sus ingresos por señoreaje y de limitar su rol de prestamista de última instancia. Los ingresos por señoreaje están relacionados con el monopolio que tiene la autoridad monetaria para emitir moneda y, el rol de prestamista de última instancia, con la función del banco central de proveer liquidez para asegurar la estabilidad del sistema financiero.

Asimismo, debido a la dolarización de la cartera crediticia, una depreciación de la MN ocasiona un aumento en el riesgo crediticio y en la mora, principalmente de aquellos deudores que pertenecen al sector no transable de la economía y que reciben sus ingresos en bolivianos. Esta situación, sumada al efecto transmisión de la depreciación del boliviano a la inflación, debido a que todavía algunos precios de la economía están indexados al dólar, también reducen los grados de libertad de la política monetaria y cambiaria del BCB.

Otra consecuencia de la dolarización, relacionada esta vez a su aplicación práctica, es que las OMA deben considerar en su información, sus estimaciones y decisiones, el nivel de liquidez en dólares americanos. La estimación de la liquidez en ME, instrumento esencial para la toma de decisiones de política monetaria, genera dificultades que no se presentan en el caso de la MN. Si bien algunos datos utilizados en el pronóstico de liquidez pueden ser obtenidos de igual manera en MN como en ME (principalmente créditos al sector financiero y al sector público no financiero, así como los depósitos de ambos sectores), existen rubros en ME que presentan dificultades particulares para su estimación. Entre estos, se puede mencionar:

- La variación de reservas, en particular su componente de transferencias de divisas del y hacia el exterior.
- El nivel de “emisión” (o circulante) en ME, que es difícil de determinar al no ser el BCB el emisor de esta moneda y al no registrarse en el BCB todas las transferencias de divisas del y hacia el exterior, además de aquellos flujos informales de divisas que existen en la economía.

A pesar de estas dificultades, es posible utilizar la información de las tasas en ME del mercado monetario (interbancarias, reportos en bolsa) o del mercado bancario (tasas activas y pasivas) para tener una estimación del nivel y de las variaciones de la liquidez del sistema financiero en dólares.

Adicionalmente, cabe hacer notar que aunque el BCB no tiene el control total sobre la liquidez en dólares de la economía, sí puede afectar su disponibilidad y su costo a través de sus distintos instrumentos en ME, en particular en el corto plazo y en el mercado monetario mediante sus OMA.

Esta situación, que podría derivar en el uso intensivo de valores en ME en un entorno altamente dolarizado, implica que las OMA tendrían un efecto directo en el nivel de RIN. La experiencia ha demostrado que en algunos casos, aun no siendo su rol, las OMA han sido utilizadas para controlar el nivel de reservas, supeditando a este fin su objetivo principal de control de la liquidez.

Es importante destacar que la MN y la ME no pueden considerarse perfectamente sustitutas. Se observa habitualmente que cuando existe iliquidez en una de las monedas, ésta no necesariamente es cubierta con la transformación del excedente en la otra moneda, generándose una divergencia en las tasas de interés del mercado monetario en ambas monedas que no responde a los fundamentos de la paridad de tasas de interés.⁵⁵ Las razones para este comportamiento serían:

- El Reglamento de Posición de Cambios del BCB, el cual exige que si los bancos captan recursos en MN tienen que generar cartera u otros activos en la misma moneda con ciertos márgenes. Entonces, si un banco está calzado en MN y necesita liquidez en dólares americanos, no puede vender sus activos en bolivianos para compensar esta iliquidez en ME y viceversa.
- La brecha cambiaria. La diferencia entre el tipo de cambio de compra y el tipo de cambio de venta, de diez centavos, aumenta el costo de pasar de una moneda a otra temporalmente. Este efecto tiene mayor peso relativo en las operaciones a corto plazo.

En síntesis, cabe hacer notar que, debido a los significativos avances en la bolivianización de la economía, la política monetaria tiene actualmente más grados de libertad para el control de la inflación.

⁵⁵ En ocasiones, se observa por ejemplo que la tasa en ME se mantiene durante varias semanas por encima de la tasa en MN, sin que exista apreciación de la MN.

8.2.2 MEDIDAS A FAVOR DEL USO DE LA MONEDA NACIONAL

Debido a las limitaciones que genera la dolarización en el desarrollo de sus funciones, el BCB –en coordinación con el Órgano Ejecutivo– busca permanentemente crear instrumentos y medidas de mercado que favorezcan el uso de la MN en la economía, sin crear restricciones que afecten la estabilidad del sistema financiero y el normal funcionamiento del sistema de pagos, tales como la prohibición de cuentas en dólares o medidas similares.

En el caso de las OMA, aunque tiene una función específica no directamente relacionada con la remonetización de la economía, se han implementado medidas que favorecen este objetivo:

- **Valores denominados en MNUFV.** Se trata de valores en bolivianos indexados (capital e interés) a la inflación o con mantenimiento de valor respecto a la evolución de los precios internos, lo que protege el poder adquisitivo del inversionista incentivando el uso de estos instrumentos. La introducción de estos valores ha permitido prácticamente eliminar el grado de dolarización de las colocaciones de valores públicos, en particular en valores de largo plazo, y ha generado un incremento de las captaciones y colocaciones bancarias en moneda nacional.
- **Profundización del mercado monetario.** Mediante una mayor oferta relativa de valores en bolivianos o en UFV, tratando de modificar la estructura de la deuda pública interna e incrementar las operaciones de las entidades financieras en MN. Asimismo, se ha buscado profundizar el mercado de valores en MN ofreciendo mejores rendimientos en bolivianos o en UFV, además de establecer menores tasas premio base para los reportos en esta moneda en el BCB.

Adicionalmente a estas medidas relacionadas con OMA, existen otras que contribuyeron a bolivianizar la economía nacional. A continuación se describe brevemente cada una de ellas:

- **Ampliación del diferencial entre el tipo de cambio de compra y de venta.** Esta medida tuvo como objetivo promover un mercado privado de divisas más profundo y desincentivar el uso de la ME como reserva temporal de valor. La medida originó un costo para los agentes que compran dólares y luego los venden para cubrir sus obligaciones en MN, fortaleciendo la función del boliviano como medio de pago.
- **Apreciación del tipo de cambio.** A partir de 2005, pero con mayor énfasis en 2007, la pérdida de valor del dólar respecto del boliviano contrarrestó las presiones inflacionarias de origen externo y permitió una mayor utilización de la MN como reserva de valor. La apreciación del boliviano estuvo relacionada con el importante superávit en cuenta corriente que ha venido registrando el país en los últimos años.⁵⁶
- **Incremento del encaje legal para depósitos en ME.** Con el objetivo de incentivar una mayor intermediación financiera en MN, el BCB incrementó las tasas de encaje requerido en títulos e introdujo un encaje adicional para los depósitos en ME y MVDOL, además de establecer un mecanismo de compensación para incentivar el crecimiento de los depósitos en MN. Estas modificaciones fueron descritas con detalle en la sección 3.1.
- **Impuesto a las Transacciones Financieras.** Este impuesto, que grava con una tasa de 1,5 por mil a los depósitos y retiros en cajas de ahorro en ME con saldo mayor a dos mil dólares y a la constitución y redención de depósitos a plazo fijo en ME menores a un año, tuvo una incidencia importante en la migración del ahorro en ME hacia la MN.

56 La estabilidad del tipo de cambio, observada entre octubre de 2008 y noviembre 2010, contribuyó a desvanecer las expectativas de depreciación originadas en la crisis internacional, apuntalando y fortaleciendo el proceso de bolivianización.

8.3 CREDIBILIDAD

El activo intangible más importante de un Banco Central es su credibilidad. El impacto de las decisiones de política monetaria que toma el ente emisor se ve profundamente afectado por la credibilidad que tienen éstas en los agentes económicos.

La forma más importante que tiene un Banco Central para incrementar su credibilidad es cumplir los anuncios de política. Los anuncios de política se refieren a declaraciones públicas que efectúa el Banco Central de manera regular, amplia y transparente sobre una variable objetivo que pueda ser fácilmente “fiscalizable” por los agentes económicos. Estas variables objetivo pueden ser metas directas de inflación o, como en el caso de Bolivia, metas intermedias sobre ciertas variables monetarias como la emisión, el crédito interno neto y las RIN.

Mantener el compromiso de los objetivos anunciados incrementa la credibilidad del Banco Central. Sin embargo, los objetivos de política deben ajustarse ante factores coyunturales (cambios en el entorno económico interno o en la coyuntura externa), los mismos que deben ser comunicados a los agentes económicos de manera oportuna para mantener su confianza.

En esta línea, un número creciente de bancos centrales empezó a publicar regularmente el Informe de Política Monetaria (IPM). Sus principales objetivos son analizar la evolución de los precios y las perspectivas de la inflación, y comunicar las decisiones de política económica para alcanzar la meta de inflación.

El IPM tiene varias cualidades.

- Incrementa la transparencia en la conducción de las políticas destinadas a controlar la inflación.
- Mejora el proceso de rendición de cuentas a la sociedad respecto del objetivo último de sus políticas: la estabilidad de los precios.

- Limita las sorpresas en la conducción de la política monetaria y generan mayor confianza en los agentes económicos, en la medida en que el rumbo de la política es más predecible. De esta manera, incrementa la credibilidad del Banco Central.

El BCB publica el primer Informe de Política Monetaria a partir del primer semestre de 2006 con una periodicidad semestral (enero, julio).⁵⁷

8.4 INFORMACIÓN CONFIABLE Y OPORTUNA

La toma de decisiones pertinentes en materia de política monetaria requiere de información precisa, confiable y oportuna sobre un grupo amplio de variables, principalmente del sector real de la economía, que son consideradas por el BCB en su análisis macroeconómico.

Además de la información sobre agregados monetarios y otras variables, cuyos datos son generados por el propio BCB (reservas, base monetaria, factores de expansión y contracción del dinero, cuentas del sector público y financiero, entre otros) que tienen en general disponibilidad rápida y son confiables, es importante para la autoridad monetaria contar con información relacionada a desempleo, salarios reales, gastos de inversión de las empresas e indicadores de producción sectorial. Esta información en el caso boliviano suele tener retrasos, lo que dificulta la evaluación por parte del BCB de los efectos de las decisiones de política monetaria asumidas.

8.5 RELACIÓN CON EL TESORO GENERAL DE LA NACIÓN

Además de las colocaciones para regulación monetaria, en su calidad de Agente Financiero del Gobierno, el BCB administra también las emisiones de valores públicos que realiza el TGN para financiamiento fiscal. Si bien conceptualmente las OMA y las operaciones de financiamiento fiscal son diferentes,⁵⁸ ambas se realizan y procesan

57 El mismo se encuentra disponible en su página web (www.bcb.gob.bo/publicaciones/ Informe_de_Política_Monetaria).

58 Los efectos de estas operaciones en la oferta monetaria son diferentes. Las OMA modifican la cantidad de dinero disponible en la economía, mientras que las colocaciones del TGN, en la medida que financian el gasto público, no influyen en la oferta monetaria.

de manera simultánea, lo cual podría interferir en el rol de señalización de la política monetaria. Al efectuar las colocaciones conjuntamente, los agentes podrían no percibir la orientación de la política del BCB (expansiva, contractiva o neutra).

Para avanzar en este tema y permitir mayor fluidez en los canales de transmisión de la política monetaria, además de una mejor evaluación del accionar de la autoridad monetaria por parte de los agentes financieros, se definió cierta especialización en los plazos de colocación. La oferta y las colocaciones a mediano y largo plazo las efectúa el TGN para facilitar la administración de la deuda interna y de sus flujos de caja. Por otro lado, el BCB se concentra en la definición de la oferta de instrumentos de corto plazo, en línea con la orientación de regulación monetaria de sus operaciones.

Adicionalmente, para que se conozca y se realice una mejor evaluación de la orientación de la política monetaria, se presenta al mercado en el reporte M&M semanal, la información de vencimientos y la oferta de valores desagregada por emisor. De esta manera, el mensaje de política es claro porque el mercado conoce si el BCB está colocando o redimiendo en términos netos, independientemente de las decisiones del TGN.

Posteriormente se podría analizar el establecimiento de subastas diferenciadas para política monetaria y para financiamiento fiscal, revisando incluso la periodicidad de las operaciones. Generalmente, la intervención del Banco Central en el mercado es más frecuente mientras que las colocaciones del Tesoro están programadas en fechas preestablecidas según las necesidades de financiamiento del presupuesto anual. Incluso, podría evaluarse la participación del Tesoro en el mercado primario con plazos largos y la intervención del BCB, preponderantemente en el mercado secundario o, excepcionalmente, en el primario con valores emitidos a plazos cortos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Akhtar, M.A. (1997). *Understanding Open Market Operations*, Federal Reserve Bank of New York, Public Information Department, New York, U.S.A.

Capra, M. (1999). “Subastas de Títulos Públicos en Bolivia”, Banco Central de Bolivia, *Revista de Análisis*, Vol 2, N° 2, pp. 121-155.

Cernadas, L. F., L. Rodrigo, H. Rodríguez, V. Fernández, V. Paz y R. Aldazosa, (2009). “Instrumentación de la política monetaria por medio de un corredor de tasas de interés”, Banco Central de Bolivia, *Revista de Análisis*, Vol 12, pp. 81-146.

Cernadas, L. F. y R. Aldazosa, (2010). “Estimación de una función de reacción para la política monetaria en Bolivia”, Documento de Trabajo Banco Central de Bolivia s.n., noviembre.

Díaz, O. (2007). “Estructura de mercado del sistema bancario boliviano”, Banco Central de Bolivia, *Revista de Análisis*, Vol 11, pp. 7-44.

Dornbusch, R. y S. Fischer, (1985). *Macroeconomía*, Tercera Edición, Editorial Mc. Graw Hill, México DF, México.

Fischer, S. “Devaluation and Inflation” en Dornbusch, R. (Eds) *The Open Economy: Tools for Policy Makers in Developing Countries* (1993). Oxford University Press, U.S.A., pp. 80-107.

Friedman, B. M. (1999). “The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with only a Signal Corps?”, Working Paper National Bureau of Economic Research 7420, Cambridge, s.m.

Gray, S. y N. Talbot, (2006). *Operaciones Monetarias, Ensayo*, Centro de Estudios Monetarios para Latinoamérica (CEMLA), México DF, México.

Iturriaga, M. (1991). *Implementación de un Programa Monetario*, Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía, Programa Interamericano de Macroeconomía Aplicada, Santiago, Chile.

Krishna, V. (2002). *Auction Theory*, Academic Press, Elsevier Science, New York, U.S.A.

Lehwing, T. (1989). *Programa Monetario: Un Enfoque Práctico Aplicado al Caso Boliviano*, Banco Central de Bolivia, La Paz, Bolivia.

Massad, C. (1998). "La Política Monetaria en Chile", Banco Central de Chile, *Revista Economía Chilena*, Vol 1, N° 1, pp. 7-27.

Mayes, D. G. y J. Toporowski (Eds) *Open Market Operatios and Financial Markets* (2007). Routledge, Taylor & Francis Group, England y U.S.A.

Monge, O. (1999). "Introducción a la Programación Financiera", Banco Central de Costa Rica, Mimeo.

Orellana, W., O. Lora, R. Mendoza y R. Boyán, (2000). "La Política Monetaria y sus Mecanismos de Transmisión", Banco Central de Bolivia, *Revista de Análisis*, Vol 3 N° 1, pp. 81-123.

Orellana, W. y G. Forgues, (2001). "Algunas consideraciones sobre el Sistema de Pagos en Bolivia", Banco Central de Bolivia, *Revista de Análisis*, Vol 4 N° 2, pp. 57-98.

Orellana, W., B. Fernández y V. Fernández, (2006). "Subasta electrónica interactiva y subasta a sobre cerrado: Un análisis comparativo de los resultados en Bolivia", Banco Central de Bolivia, *Revista de Análisis*, Vol 9, pp 65-113.

Rodrigo, L., R. Aldazosa y H. Rodríguez, (2010). "Respuesta de las entidades de intermediación financiera a acciones del BCB", Documento de Trabajo Banco Central de Bolivia s.n., junio.

Sachs, J. y F. Larrain, (1994). *Macroeconomía en la Economía Global*, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A., México DF, México.

Schwartz, M. (1998). "Consideraciones sobre la Instrumentación Práctica de la Política Monetaria", Documento de Investigación Banco de México, Dirección General de Investigación Económica 9804, octubre.

Svensson, L. (1994). "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994", Working Paper NBER 4871, septiembre.

ANEXO: FORMULARIO

A.1. SÍMBOLOS Y ABREVIACIONES

Algunos pueden usar o ser utilizados como subíndices o superíndices.

Símbolo	Significado
C	Cupón
CT	Cantidad de Títulos
PL	Plazo (en días)
PU	Precio Unitario
HC	Haircut
TC^C	Tipo de Cambio de Compra (en Bs por \$us)
TC^{CE}	Tipo de Cambio de Compra Efectivo (en Bs por \$us)
TC^{CP}	Tipo de Cambio de Compra Pactado (en Bs por \$us)
TC^V	Tipo de Cambio de Venta (en Bs por \$us)
TC^{VE}	Tipo de Cambio de Venta Efectivo (en Bs por \$us)
TC^{VP}	Tipo de Cambio de Venta Pactado (en Bs por \$us)
TD	Tasa de Descuento (en decimales)
TEA	Tasa de Rendimiento Efectiva Anualizada (en decimales)
TP	Tasa Premio de Reporto (en decimales)
TRN	Tasa de Rendimiento Nominal o tasa cupón del Bono (en decimales)
TR	Tasa de Rendimiento (en decimales)
TV	Tasa de valoración de valores para Reporto
VN	Valor Nominal
VR^I	Valor de Ida del Reporto
VR^{IU}	Valor de Ida Unitario del Reporto
VR^V	Valor de Vuelta del Reporto
VR^{VU}	Valor de Vuelta Unitario del Reporto

Los cálculos intermedios deben ser redondeados al cuarto decimal, excepto los precios unitarios que llevan solo dos decimales, mientras que el resultado final debe ser redondeado al segundo decimal.

A.2. DETALLE DE LAS FÓRMULAS

Se detallan las fórmulas utilizadas en las OMA. Para algunas operaciones que no figuran explícitamente (cancelaciones anticipadas, por ejemplo), se aplican las mismas fórmulas.

A.2.1. FÓRMULAS GENERALES

Estas fórmulas son las aplicables para la evaluación de valores, tanto a descuento (CD y LT) como a rendimiento. No es posible derivar la fórmula de la tasa de rendimiento para una inversión en BT. Sin embargo, el cálculo de esta tasa no es complicado utilizando herramientas de uso común, como las hojas electrónicas, o las calculadoras financieras.

A.2.1.1 PRECIO UNITARIO

A.2.1.1.a

$$PU = VN * \left[1 - TD \frac{PL}{360} \right]$$

A.2.1.1.b

$$PU = \frac{VN}{(1 + TEA) \frac{PL}{360}}$$

A.2.1.2 TASA DE DESCUENTO

$$TD = \frac{VN - PU}{VN} * \frac{360}{PL}$$

A.2.1.3 TASA DE RENDIMIENTO

A.2.1.3.a

$$TR = \frac{TD}{1 - TD \frac{PL}{360}}$$

A.2.1.3.b

$$TR = \frac{VN - PU}{PU} * \frac{360}{PL}$$

A.2.1.4 TASA EFECTIVA ANUALIZADA (TEA)

A.2.1.4.a

$$TEA = \left[\frac{1}{1 - TD \frac{PL}{360}} \right]^{\frac{360}{PL}} - 1$$

A.2.1.4.b

$$TEA = \left[\frac{VN}{PU} \right]^{\frac{360}{PL}} - 1$$

A.2.1.4.c

$$TEA = \left[1 + TR \frac{PL}{360} \right]^{\frac{360}{PL}} - 1$$

A.2.1.5 PRECIO UNITARIO EQUIVALENTE AL PLAZO DESEADO

$$PU_2 = PU_1 \frac{PL_2}{PL_1} * VN \left(1 - \frac{PL_2}{PL_1} \right)$$

Los Precios Unitarios PU_1 y PU_2 son equivalentes en el sentido que ambos aseguran la misma TEA.

A.2.1.6 TASA DE RENDIMIENTO EQUIVALENTE AL PLAZO DESEADO

$$TR_2 = \frac{\left[1 + TR_1 \frac{PL_1}{360} \right]^{\frac{PL_2}{PL_1}} - 1}{PL_2} * 360$$

Las Tasas de Rendimiento TR_1 y TR_2 son equivalentes en el sentido que ambas aseguran la misma TEA.

A.2.1.7 TASA DE DESCUENTO EQUIVALENTE AL PLAZO DESEADO

$$TD_2 = \frac{1 - \left[1 - TD_1 \frac{PL_1}{360} \right]^{\frac{PL_2}{PL_1}}}{PL_2} * 360$$

Las Tasas de Descuento TD_1 y TD_2 son equivalentes en el sentido que ambas aseguran la misma TEA.

A.2.1.8 VALOR NOMINAL DEL CUPÓN DE UN BONO

$$C = VN * TRN * \frac{PL}{360}$$

A.2.1.9 PRECIO UNITARIO PARA BONOS DEL TESORO

$$PU = \frac{C_a}{\left(1 + TR \frac{PL_r}{360} \right)} + \sum_{t=a+1}^T \left(\frac{C_t}{\left(1 + TR \frac{PL_r}{360} \right) \left(1 + TR \frac{PL_c}{360} \right)^{t-a}} \right) + \frac{VN}{\left(1 + TR \frac{PL_r}{360} \right) \left(1 + TR \frac{PL_c}{360} \right)^{T-a}}$$

Donde:

$$C_a = VN * TRN * \frac{PL_r}{360}$$

T = Número total de cupones vigentes

t = Número del cupón correspondiente

a = Número del cupón vigente con vencimiento más próximo

PL_r = Plazo en días a la fecha del vencimiento del cupón más próximo

PL_c = Plazo del cupón

C_a = Cupón vigente con vencimiento más próximo

C_t = Cupón período t

Adicionalmente, para facilidades en el cálculo, puede emplearse la siguiente fórmula resumida a través de la implementación de anualidades:

$$PU = \frac{C}{TR \frac{PL_c}{360}} \left(1 - \frac{1}{\left(1 + TR \frac{PL_r}{360}\right) \left(1 + TR \frac{PL_c}{360}\right)^{T-a}} \right) + \frac{VN}{\left(1 + TR \frac{PL_r}{360}\right) \left(1 + TR \frac{PL_c}{360}\right)^{T-a}}$$

A.2.1.10 TEA_{BS} A PARTIR DE TEA_{SUS}

Debido al uso del dólar, es de gran utilidad poder expresar en esta denominación, la rentabilidad de una operación en MN (o viceversa) que permita comparar dos inversiones alternativas en monedas diferentes.

$$TEA_{BS} = \left[\left(\frac{TC_2^V}{TC_1^C} \right)^{\frac{360}{PL}} * (1 + TEA_{SUS}) \right] - 1$$

Para transformar otra variable en una moneda a otra cualquiera en la otra moneda, se recomienda primero transformar la variable correspondiente a TEA y aplicar la fórmula ilustrada.

A.2.2. FÓRMULAS PARA OPERACIONES DE REPORTO

El costo de una operación de reporto está dada simplemente por la tasa premio. Sin embargo, previamente es necesario el cálculo del precio (que denominamos valor de reporto de ida) del valor en función a sus condiciones de emisión y al *haircut* definido por el COMA. La modalidad de cálculo es diferente según se trate de un valor a descuento (LT, CD) o de un valor a rendimiento (BT).

A.2.2.1 TASA DE VALORACIÓN

$$TV = TP + HC$$

A.2.2.2 VALOR DE REPORTO DE IDA UNITARIO

A.2.2.2.a Valores a descuento

$$VR^{IU} = \frac{VN}{\left(1 + TEA\right)^{\frac{PL_2}{360}}}$$

PL_2 indica los días de vida que le quedan al valor hasta su vencimiento. La TEA se calcula con la formula A.2.1.4.c., usando la Tasa de Valoración (TV) en lugar de la tasa de rendimiento (TR) y considerando el plazo de siete días.

A.2.2.2.b Valores a rendimiento

$$VR^{IU} = \frac{C_a}{\left(1 + TV \frac{PL_r}{360}\right)} + \sum_{t=a+1}^T \left(\frac{C_t}{\left(1 + TV \frac{PL_r}{360}\right) * \left(1 + TV \frac{PL_c}{360}\right)^{t-a}} \right) + \frac{VN}{\left(1 + TV \frac{PL_r}{360}\right) \left(1 + TV \frac{PL_c}{360}\right)^{T-a}}$$

Si no se desea reportar los cupones, considerar únicamente la parte del valor nominal del macrotítulo (VN). En caso contrario, dejar de lado el valor nominal del macrotítulo (VN) y considerar únicamente los cupones vigentes que se deseen reportar (ver fórmula A.2.1.9).

A.2.2.3 VALOR DE REPORTO DE IDA

$$VR^I = VR^{IU} * CT$$

A.2.2.4 VALOR DE REPORTO DE VUELTA UNITARIO

$$VR^{VU} = VR^{IU} \left[1 + TP \frac{PL}{360} \right]$$

A.2.2.5 VALOR DE REPORTO DE VUELTA

$$VR^V = VR^{VU} * CT$$

A.2.2.6 IMPORTE DEL PREMIO

$$Premio = VR^V - VR^I$$

A.2.3. FÓRMULAS PARA OPERACIONES DE SWAPS DE MONEDAS

Conceptualmente, los *swaps* de monedas no representan directamente una inversión, como el caso de las compras de valores, sino una operación de cobertura cambiaria. Sin embargo, la diferencia entre el tipo de cambio de recompra y el tipo de cambio efectivo al momento de concluir la operación puede generar ganancias (o pérdidas) cuya rentabilidad puede calcularse.

A.2.3.1 RENDIMIENTO DE UN SWAP DIRECTO

$$TR = \left[\frac{TC^{VE}}{TC^{VP}} - 1 \right] * \frac{360}{PL}$$

A.2.3.2 RENDIMIENTO DE UN SWAP REVERSO

$$TR = \left[\frac{TC^{CP}}{TC^{CE}} - 1 \right] * \frac{360}{PL}$$