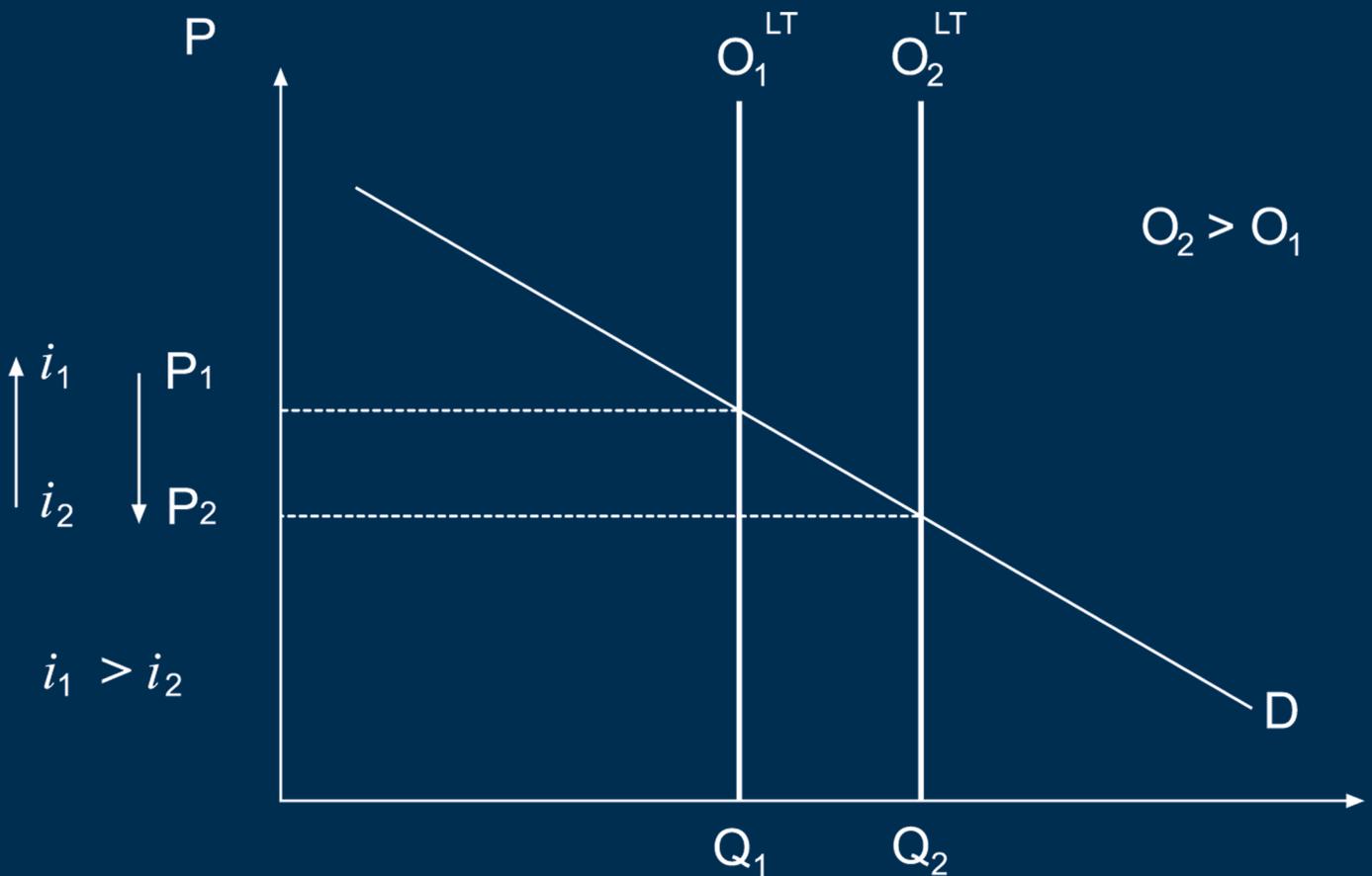


OPERACIONES *de* MERCADO ABIERTO *y* MONETARIO 2012



BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

OPERACIONES *de*
MERCADO ABIERTO *y*
MONETARIO 2012

Operaciones de Mercado Abierto y Monetario 2012

150 copias impresas

Fecha de publicación: Mayo 2013

Banco Central de Bolivia

Ayacucho esq. Mercado

Ciudad de La Paz

Estado Plurinacional de Bolivia

Teléfono: 591-2-2409090

Página web: www.bcb.gob.bo

Contenidos Banco Central de Bolivia

Edición: Gerencia de Operaciones Monetarias

Diseño de Impresión: Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional

Impreso en Impresiones Quality S.R.L.

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

Presentación

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

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

Contenido

I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y LA ECONOMÍA BOLIVIANA	9
I.1 Contexto Internacional.....	9
I.2 Contexto Nacional.....	18
II. LAS OMA DEL BCB Y LAS OPERACIONES CON VALORES PARA FINES DE POLÍTICA FISCAL	21
II.1 La Política Monetaria y las OMA del BCB.....	22
RECUADRO: Venta directa de valores públicos a personas naturales.....	30
II.2 Operaciones con valores emitidos para fines de política fiscal.....	34
II.3 Otras Operaciones.....	36
II.3.1 Operaciones de Reporto en el BCB.....	36
II.3.2 Operaciones del Fondo de requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL).....	38
II.3.3 Servicio restringido y extendido de depósitos en ME.....	39
III. EL MERCADO MONETARIO	41
III.1 El mercado interbancario.....	43
III.2 Operaciones de reporto en la BBV.....	45
III.3 La Tasa de adjudicación del BCB como indicador líder del Mercado Monetario.....	47

I. El contexto internacional y la economía boliviana

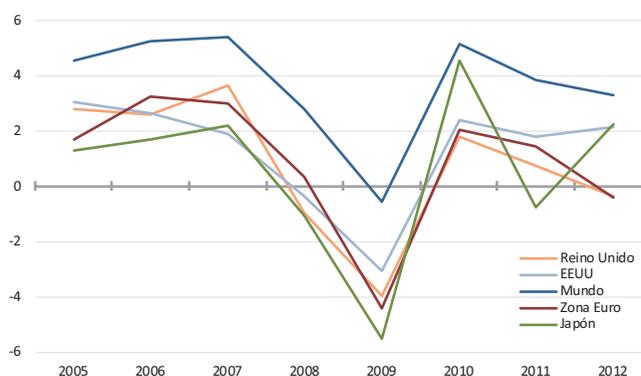
La tasa de crecimiento de la economía mundial en 2012 fue de 3,2% explicada principalmente por la crisis de la Zona Euro, la lenta recuperación de Estados Unidos y la desaceleración de China. Sin embargo, a pesar del entorno de incertidumbre y el deterioro de los indicadores económicos de los países más desarrollados, los mercados internacionales mostraron un desempeño positivo durante la gestión debido a las medidas de política monetaria expansivas adoptadas por los bancos centrales, que generaron expectativas optimistas respecto a la recuperación de la economía.

I.1 Contexto Internacional

Durante el 2012, la tasa de crecimiento de la economía mundial fue 3,2%, frente al 3,9% del 2011 (Gráfico I.1), debido a los efectos de la crisis de deuda soberana de la Zona Euro, que empujó a gran parte de la región hacia la recesión, a la desaceleración de la mayor economía asiática y a la lenta recuperación de EEUU. Esto, también habría repercutido en el desempeño económico de Latinoamérica, cuyas mayores economías mostraron signos de desaceleración. En este escenario, para el 2013, se tiene proyectado un crecimiento de 3,5% como resultado del impulso de las economías emergentes.

A lo largo de la gestión, la economía estadounidense mostró leves signos de recuperación¹ que fueron opacados a finales del año por la incertidumbre generada ante la falta de consenso sobre las medidas para evitar el “abismo fiscal” que, de no haber sido evitado, podría haber sumido a la economía mundial nuevamente en la recesión. Por lo señalado, se

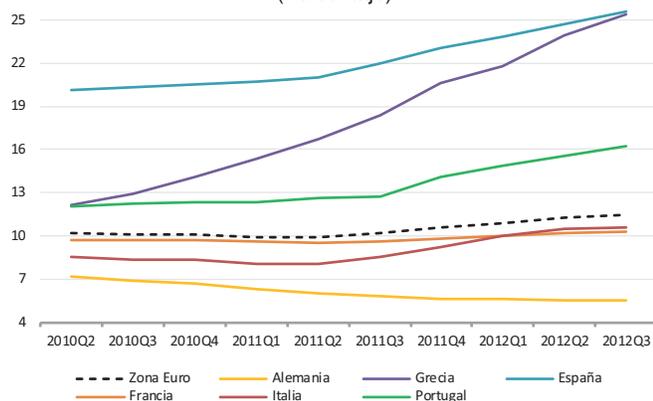
Gráfico I.1 Tasa de crecimiento del PIB de economías seleccionadas (Porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI) – Octubre 2012
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

¹ Impulso del sector manufacturero, creación de empleos por parte del sector privado, incremento en la construcción de viviendas.

Gráfico I.2 Tasa de desempleo Zona Euro, economías seleccionadas
(Porcentaje)



FUENTE: Eurostat

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

registró un leve crecimiento de 2,3%, una tasa de inflación de 1,7% y una tasa de desempleo de 7,8%. En este contexto, la FED optó por aplicar una política monetaria expansiva a través de la ampliación del plazo y el incremento del monto de su programa de alivio cuantitativo en varias oportunidades, cerrando el año con una cifra de \$us85.000 millones mensuales, con el objetivo de dar impulso a la economía y reducir el desempleo. Asimismo, sus anuncios de política monetaria se orientaron a anclar las expectativas para reducir la volatilidad de los mercados, al condicionar el mantenimiento de la tasa de política monetaria en un nivel bajo (entre 0% y 0,25%) (Gráfico I.3) y la continuidad del alivio monetario, al logro de una meta explícita de desempleo (6,5%), mientras la tasa de inflación no supere el 2,5%.

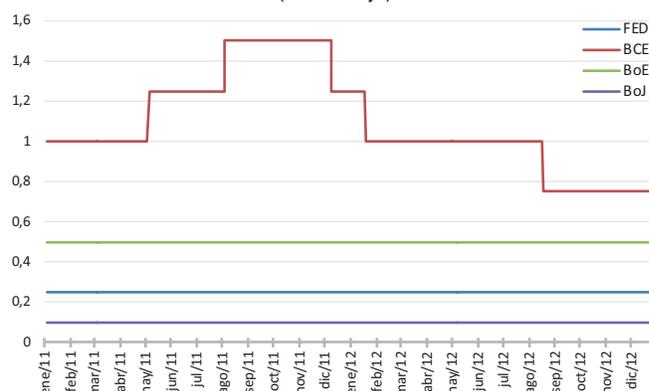
En Europa, el panorama estuvo marcado por las altas tasas de desempleo, altos niveles de endeudamiento y la profundización de la recesión. Las tasas de desempleo alcanzaron máximos históricos en España, con 26,6% a noviembre y Grecia, con 26,8% en octubre (Gráfico I.2); la actividad económica de la Zona Euro experimentó un decrecimiento de 0,4% y los niveles de endeudamiento de economías como España, Italia, Portugal, Chipre y Grecia llegaron a niveles tan altos que tuvieron que solicitar paquetes de rescate del BCE, el FMI y la Comisión Europea a cambio de la aplicación de estrictas medidas de austeridad. En consecuencia, el BCE aplicó una política monetaria expansiva a través de la reducción de su tasa de política monetaria en 25pb hasta un mínimo histórico de 0,75% (Gráfico I.3), la inyección de liquidez a través de operaciones de refinanciamiento a tres años (*Longer-term refinancing operations, LTRO*) y el lanzamiento del Programa de Operaciones Monetarias Directas (*Outright Monetary Transactions, OTM*) consistente en la compra ilimitada de bonos de los países miembros con problemas de financiación a través de los mercados secundarios, previa solicitud y aceptación de las condiciones que imponga la autoridad monetaria. A pesar de que el OTM no fue utilizado hasta el cierre de la gestión, la disposición del BCE de apoyar a los países en dificultades tuvo impacto positivo en las expectativas y

logró la reducción de las primas de riesgo y por ende, de los rendimientos de los bonos a 10 años de países como España e Italia. Debido a la profunda crisis en la que aún se encuentra inmersa Europa, el FMI revisó a la baja su previsión de crecimiento del PIB para la Zona Euro, proyectando una desaceleración de 0,2% para el 2013.

Por su parte, el Banco de Inglaterra, con el fin de impulsar la demanda interna también optó por aplicar una política monetaria expansiva, a través del incremento del monto de su programa de compra de deuda en dos oportunidades (por £50.000 cada vez) hasta alcanzar el monto de £375.000 millones al final del 2012. Por otra parte, en junio de 2012 activó un programa de inyección de liquidez al sistema financiero a través de operaciones de repo con una amplia gama de colaterales (*Extended Collateral Term Repo Facility*) y en julio, junto con el gobierno, lanzó un programa de incentivo dirigido a los bancos para que canalicen sus créditos hacia las familias y las empresas no financieras (*Funding for Lending Scheme*). Respecto a su tasa de interés de política monetaria, la misma se mantuvo inalterada durante toda la gestión en su mínimo histórico de 0,5% (Gráfico I.3). En este escenario, el PIB de Inglaterra tuvo un crecimiento interanual nulo durante el tercer trimestre y la inflación se situó en 2,7% interanual a diciembre, por encima de la meta del BoE (2%).

El Banco de Japón, como parte de su lucha contra la deflación y la recesión, aplicó medidas de política monetaria expansivas, manteniendo su tasa de política monetaria en su mínimo histórico de 0,1% durante toda la gestión (Gráfico I.3) y realizando incrementos en el monto de su Programa de compra de activos financieros en 5 oportunidades hasta llegar a ¥101 trillones desde los ¥35billones con los que inició en octubre de 2010; asimismo, introdujo el Programa de estímulo a los créditos bancarios² en octubre. Sin embargo, estas medidas no tuvieron el efecto deseado puesto que el crecimiento de la economía durante el tercer trimestre

Gráfico I.3 Tasas de política monetaria de economías seleccionadas (Porcentaje)

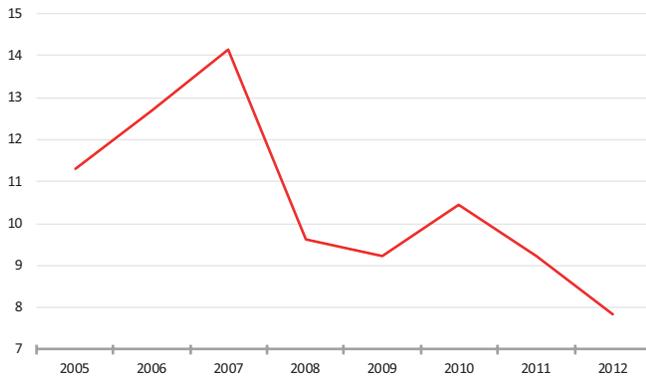


FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

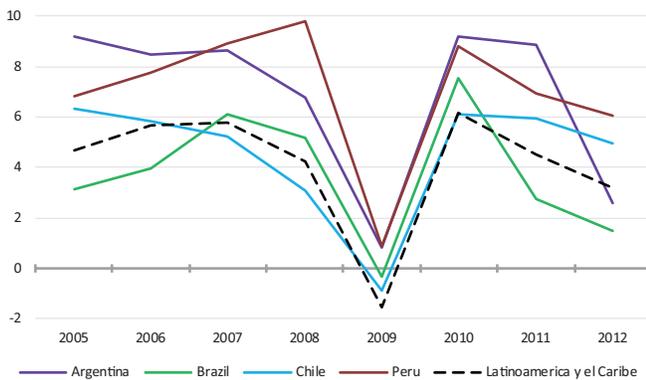
² El Programa contempla la otorgación de créditos del BoJ a las instituciones financieras sin límite en el monto a la tasa de política monetaria vigente al momento desembolso por un plazo de 1 a 4 años a cambio de una garantía, con el fin de estimular los créditos del sistema financiero.

Gráfico I.4 Tasa de crecimiento del PIB de China
(Porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI) – Octubre 2012
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico I.5 Tasa de crecimiento del PIB de economías seleccionadas - Latinoamérica
(Porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI) – Octubre 2012
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

de la gestión fue de 0,5% en términos interanuales y la inflación a noviembre fue del -0,20%, situándose lejos de la meta establecida por la autoridad monetaria (1%).

Por su parte, el Banco Popular de China redujo sus tasas de interés de referencia para depósitos (50pb) hasta 3% y préstamos en (56pb) hasta 6%, así como el ratio de requerimiento de reservas desde 21% hasta 20% para impulsar la otorgación de créditos que alimenten la demanda interna y a través de ella lograr un apuntalamiento del crecimiento de la economía. Estas medidas dieron como resultado un incremento interanual de 13,8% de la masa monetaria³, totalizando ¥97 billones en circulación⁴; así como el aumento de la cantidad de nuevos préstamos en un 10%, alcanzando una cifra de ¥8,3 billones, factores que repercutieron positivamente en el PIB, que tuvo un crecimiento de 7,9%⁵ interanual durante el cuarto trimestre (Gráfico I.4), por encima de la meta fijada por el gobierno (7,5%). De la misma manera, la inflación se incrementó, finalizando el año en 2,5%⁶.

Durante 2012, las economías latinoamericanas sufrieron las repercusiones de la crisis europea y la desaceleración china, que afectaron sus exportaciones debido a la disminución de la demanda global por materias primas. Por otra parte, los programas de alivio cuantitativo lanzados por los bancos centrales influyeron en los mercados cambiarios, y alimentando las presiones inflacionarias. Sin embargo, en la mayoría de los países de la región, la fortaleza de la demanda interna mantuvo el ritmo de crecimiento del PIB, que llegó al 3% (Gráfico I.5).

En este escenario, Brasil, cuya economía había registrado tasas de crecimiento cada vez menores desde el nivel máximo alcanzado en 2010, comenzó una lenta recuperación a partir del segundo trimestre del 2012. En consecuencia, durante la gestión, el Banco Central de Brasil aplicó una política monetaria expansiva a través de la reducción de su tasa de política monetaria en 7 oportunidades, desde un nivel

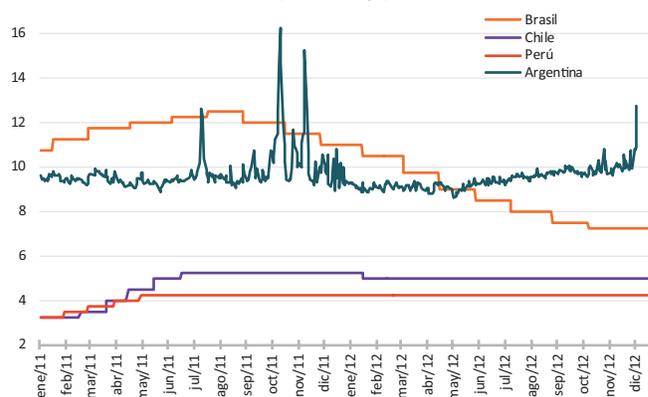
3 La masa monetaria comprende el total del dinero en circulación, incluyendo efectivo en billetes y monedas así como depósitos bancarios.
4 Banco Popular de China.
5 Oficina Nacional de Estadística de China.
6 Oficina Nacional de Estadística de China.

inicial de 11% hasta el actual mínimo histórico de 7,25% (Gráfico I.6), que junto con la aplicación de una política fiscal contracíclica a través de la reducción de impuestos para el sector automotriz, inversiones en el sector manufacturero, minero y de energía buscaron dar impulso a la recuperación de la economía a través del robustecimiento de la demanda interna, logrando un ligero repunte de la actividad económica, llegando a un crecimiento interanual al tercer trimestre de 0.9%. El recorte de tasas aplicado por la autoridad monetaria fue interrumpido en noviembre debido a las presiones inflacionarias que experimentó la economía, con un incremento de 5,84% interanual a diciembre, dentro del rango meta establecido de 4,5% más/menos dos puntos porcentuales.

Argentina fue otro de los países de la región más afectados por el negativo entorno internacional, terminando la gestión con una de las inflaciones más altas de la región (10,6% a noviembre) en contraste con el modesto crecimiento del PIB, del orden del 0,7%. En este contexto, el Banco de la República Argentina orientó su política monetaria de manera expansiva para impulsar el crédito hacia los sectores productivos a través de instrumentos como la “Línea de créditos para la inversión productiva”⁷ y la aplicación del “Programa de Financiamiento Productivo Bicentenario”⁸. En el ámbito cambiario, se profundizaron las restricciones a la compra de divisas con fines de atesoramiento para evitar la fuga de capitales y canalizarlas hacia el cumplimiento de las obligaciones de deuda del país.

En lo que respecta a Perú, el Banco de la Reserva de Perú mantuvo inalterada su tasa de política monetaria en 4,25% durante toda la gestión (Gráfico I.6) debido a que la economía siguió una tendencia de crecimiento cercana a su potencial, alcanzando el 6,05% en octubre⁹ y a que, a pesar de que existieron presiones inflacionarias durante gran parte de la gestión, las mismas fueron explicadas por factores de oferta, por

Gráfico I.6. Tasas de política monetaria de economías latinoamericanas
(Porcentaje)



FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

7 Establece que las 20 entidades financieras más grandes y las que son agentes financieros del sector público deberán destinar mínimamente el 5% de sus depósitos en moneda nacional a créditos al sector productivo con una tasa de interés máxima de 15,01% y a un plazo mayor a 3 años.

8 Orientado a mejorar la oferta de crédito a la inversión y a la actividad productiva.

9 Fondo Monetario Internacional.

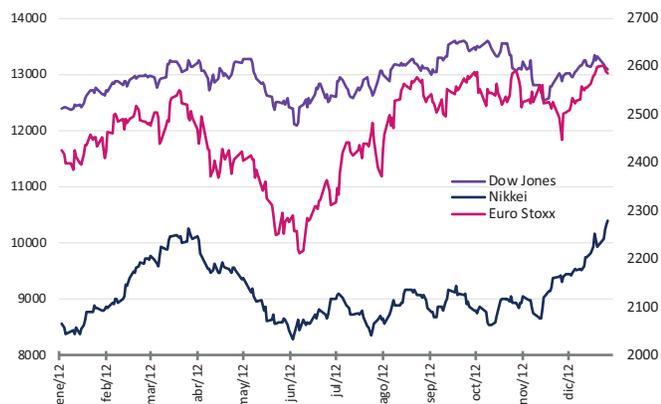
Cuadro I.1 Índices Bursátiles

Región	Índice	Variación al	
		31-Dic-12	31-dic-11 (%)
EEUU	Dow Jones	13.104	7
	S&P 500	1.426	13
	Nasdaq	3.020	16
Europa	Euro Stoxx	2.636	14
	Dax	7.612	29
	FTSE 100	5.898	6
Asia	Shanghai	2.269	3
	Nikkei	10.395	23
Latinoamérica	Bovespa	60.952	7
	Merval	2.854	16

FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico I.7 Índices Bursátiles



FUENTE: Bloomberg

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

lo que la inflación cerró el año en uno de los niveles más bajos de la región (2,65%) y dentro del rango meta establecido de 1% a 3%. Por otra parte, con el fin de mantener el crecimiento del crédito, se aumentó el requerimiento de encaje medio¹⁰ en 180pb hasta 18,7% en moneda nacional y 40,7% en moneda extranjera.

Uno de los países de la región menos afectados por la recesión internacional fue Chile, cuyo Banco Central recortó la tasa de política monetaria en 25pb por una sola vez, en enero, hasta un nivel de 5%, para luego mantenerla constante durante el resto de la gestión (Gráfico I.6) en vista de que los indicadores macroeconómicos internos fueron evolucionando de acuerdo a lo esperado para finalmente alcanzar un crecimiento del PIB de 5,5% interanual en noviembre y una inflación de 1,5% al cierre de la gestión, muy por debajo de la meta del 3%¹¹.

A pesar del escenario de incertidumbre que vivió la economía mundial a lo largo del 2012, los mercados bursátiles internacionales cerraron la gestión con variaciones positivas (Cuadro I.1) registrando un deterioro en su desempeño a medio año, debido a la incertidumbre política de Grecia ante las elecciones del 17 de junio y los temores por su posible salida de la Zona Euro, además de la agudización de la crisis financiera y la recesión en España. Sin embargo, a partir de julio, las bolsas internacionales comenzaron a recuperarse al conocerse el compromiso del BCE de tomar las medidas que sean necesarias para salvar la Zona Euro de un eventual colapso a través del lanzamiento del programa de compra de bonos “Transacciones Monetarias Directas” (Gráfico I.7). Hacia finales de octubre y durante el mes de noviembre, el mercado de acciones volvió a mostrar caídas, en este caso, debido a las repercusiones del huracán Sandy¹² y a la preocupación por la posibilidad de que Estados Unidos ingrese al “abismo fiscal” que eventualmente pudo conducir a la economía mundial

¹⁰ La tasa que se aplica al saldo de obligaciones de las entidades financieras.

¹¹ El rango meta de inflación es del 2% al 4% con una meta operacional del 3% que es la que guía la política monetaria en el mediano plazo. Banco Central de Chile.

¹² Afectó al Caribe y la costa este de Estados Unidos, causando pérdidas estimadas de \$us50.000 a \$us100.000 millones.

a una nueva recesión; no obstante, en diciembre las bolsas internacionales volvieron a repuntar gracias al optimismo respecto al rumbo de las negociaciones en el Congreso norteamericano para evitar el abismo fiscal (Gráfico I.7).

En un escenario internacional deteriorado y con un alto grado de incertidumbre, los esfuerzos de los bancos centrales por estimular la economía a través de la aplicación de medidas de política monetaria de carácter expansivo sirvieron para infundir confianza en la recuperación económica, por lo que, si bien existió una mayor demanda por activos seguros, la caída de los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años plazo no fue tan significativa (Cuadro I.2).

En este sentido, los bonos soberanos alemanes fueron los que experimentaron la mayor disminución en sus rendimientos, alcanzando un mínimo de 1,17% en julio debido a que el país germano resistió el contagio de la crisis de la Zona Euro (Gráfico I.8).

En Latinoamérica, las tasas de rendimiento de los bonos soberanos a 10 años experimentaron importantes reducciones debido a que, si bien se sintieron algunos efectos de la crisis de los países desarrollados, en general, el desempeño de las economías de la región fue positivo, por lo que los inversionistas depositaron su confianza en estos instrumentos públicos (Cuadro I.3). También se debe considerar que los rendimientos de los bonos de las economías emergentes están por encima de los rendimientos de instrumentos equivalentes de las economías más desarrolladas, lo cual es un incentivo adicional para su adquisición.

En este sentido, los bonos soberanos de Chile fueron los que registraron las tasas de rendimiento más bajas entre los países de la región, seguidos por Perú y Bolivia, que incursionó en los mercados internacionales en el mes de octubre, colocando bonos soberanos a 10 años plazo por \$us500 millones a una tasa de rendimiento de 4,875% (Gráfico I.9).

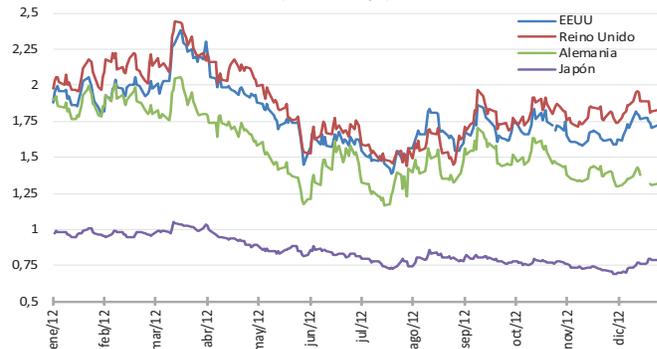
En línea con el comportamiento de los mercados bursátiles y de bonos soberanos, en el mercado de divisas, el Índice Dólar DXY comenzó a apreciarse en mayo, debido a su mayor demanda como activo de

Cuadro I.2 Rendimiento de Bonos a 10 años - economías seleccionadas

Bono	Rendimiento al 31-Dic-12 (%)	Variación al 31-Dic-11 (puntos básicos)
EEUU	1,76	-12
Reino Unido	1,83	-15
Alemania	1,32	-51
Japón	0,79	-20

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

Gráfico I.8 Rendimiento de Bonos a 10 años - economías seleccionadas (Porcentaje)



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

Cuadro I.3 Rendimiento de Bonos a 10 años - Latinoamérica

Bono	Rendimiento al 31-Dic-12 (%)	Variación al 31-Dic-11 (puntos básicos)
Venezuela	9,42	-341
Bolivia	5,05	n.d.
Perú	4,09	-267
Brasil	9,17	-344
Chile	3,81	-118

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

Gráfico I.9 Rendimiento de Bonos a 10 años – Latinoamérica (Porcentaje)



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

Grafico I.10 Índice del Dólar DXY ^{1/}



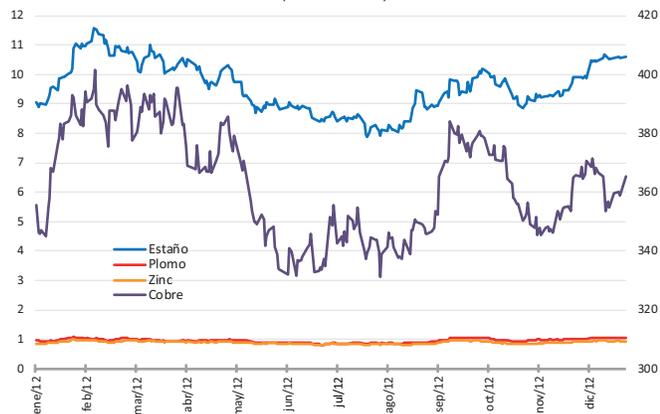
FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: ^{1/}El índice dólar DXY mide el desempeño del dólar americano frente a las siguientes monedas: euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, franco suizo, corona sueca. Una caída del índice significa un dólar más débil.

Cuadro I.4 Tipo de Cambio, Economías seleccionadas

Moneda	Moneda/\$us al 31-Dic-12	Variación al 31-Dic-11 (%)
Euro	0,8	-1,6
Libra	0,6	-4,4
Franco Suizo	0,9	-2,4
Corona Sueca	6,5	-5,6
Dólar Canadiense	1,0	-2,9
Dólar Australiano	1,0	-1,8
Yen	86,8	12,8
Yuan	6,2	-1,0
Real	2,1	9,9
Peso Argentino	4,9	14,3
Peso Chileno	479,2	-7,8
Sol	2,6	-5,4
Peso Colombiano	1.767,0	-8,8
Boliviano	6,96	0,0

FUENTE: Bloomberg
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: (-) Apreciación

Gráfico I.11 Precio de los metales industriales (En \$us/LF)



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

refugio ante el débil panorama externo, alcanzando un nivel máximo a finales de julio, para luego dar inicio a una etapa de depreciación debido a las medidas de alivio cuantitativo aplicadas por la FED (Grafico I.10).

En lo que respecta a Latinoamérica, las grandes inyecciones de liquidez efectuadas por los bancos centrales como la FED, el BCE y el BoJ, junto con las bajas tasas de rendimiento de las economías desarrolladas y los atractivos rendimientos de los países emergentes propiciaron un gran flujo de divisas hacia la región, afectando a las monedas locales, que experimentaron importantes apreciaciones, como es el caso de Chile, Perú y Colombia (Cuadro I.4).

En el caso de Chile, el Banco Central decidió no actuar frente a la apreciación de su moneda, que tuvo un avance del 7,8% al cierre de la gestión. En contraste, tanto el Banco de la Reserva de Perú como el Banco de la República de Colombia efectuaron intervenciones en el mercado cambiario para contener la apreciación de sus monedas a través de la compra de divisas por \$us13.855 millones y \$us4.844 millones, respectivamente.

Por su parte, el Banco Central de Brasil intervino en el mercado cambiario a través de la compra de divisas por \$us11.000 millones en el mercado de futuros y por \$us7.000 millones en el mercado spot para evitar que el real rompa la barrera de los 2 reales/\$us.

En lo que se refiere a Argentina, durante el tercer trimestre, el Banco de la República efectuó compras netas de divisas por \$us575 millones para acumular reservas internacionales, lo cual, junto con las restricciones de acceso al mercado cambiario¹³, dio como resultado la depreciación del peso en 14,3% al cierre de la gestión y la profundización del mercado informal.

13 Las restricciones al mercado cambiario iniciaron el 28 de octubre de 2011 y se fueron profundizando hasta prohibir las operaciones inmobiliarias y el ahorro en moneda extranjera, así como la implementación de requisitos y aprobación por parte de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) para la adquisición de dólares para fines de turismo en el exterior.

En el mercado de materias primas, los precios de los metales industriales operaron en altos niveles de precios a lo largo de la gestión, con leves oscilaciones, logrando incrementos de 22% en el caso del estaño, 13% en el caso del zinc y 11% en el caso del plomo; el precio del cobre fue el que sufrió mayores variaciones debido a la desaceleración de China y a la menor demanda por parte de los países europeos, por lo que terminó el año con un incremento menor, del 5% (Gráfico I.11 y Cuadro I.5). Los precios internacionales de los minerales contribuyeron a la bonanza económica experimentada por los países latinoamericanos, debido a que gran parte de sus exportaciones corresponden a este rubro.

Por otro lado, en el mercado de los granos, el factor climático, caracterizado por la gran sequía que afectó a Estados Unidos, Rusia y Sudamérica ocasionaron malas cosechas de maíz, trigo y soya, lo que presionó los precios al alza. (Cuadro I.5).

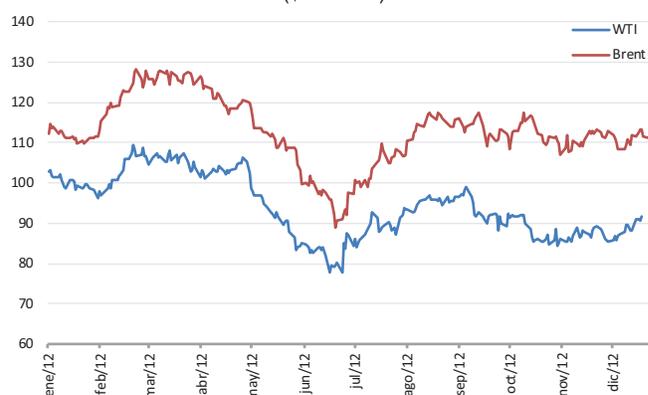
En el mercado del crudo, los precios del petróleo Brent cerraron la gestión al alza debido al temor de un menor suministro debido a las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, pero la preocupación por la debilidad de la demanda de los principales consumidores del combustible, producto de la desaceleración económica mundial, contrarrestó el alza del precio que solamente tuvo un incremento del 4%. En lo que se refiere al precio del *West Texas Intermediate* (WTI), el mismo experimentó una variación negativa del 7% debido a la menor demanda (Gráfico I.12).

Cuadro I.5. Precio de Materias Primas

Producto	Precio al 31-Dic-12	Variación al 31-Dic-11 (%)
Oro \$/OT	1.675	7
Plata \$/OT	30	9
Cobre \$/LF	3,7	5
Estaño \$/LF	11	22
Zinc \$/LF	0,9	13
Plomo \$/LF	1,1	11
Petróleo WTI \$/Barril	91,8	-7
Petróleo Brent \$/Barril	113	4
Gas Natural \$/MMBTU	3,6	18
Gasolina \$/litro	0,7	11
Maíz \$/TM	275	16
Trigo \$/TM	286	19
Soya \$/TM	521	15
Azúcar \$/TM	430,2	-16

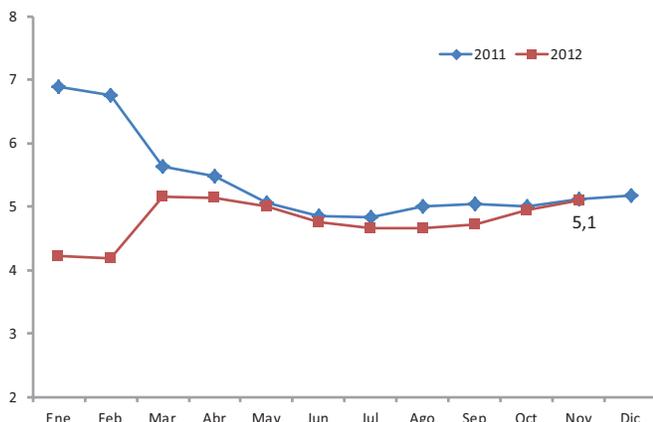
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico I.12 Petróleo Brent y WTI (\$us/Barril)



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

Gráfico I.13 Variación acumulada del Índice Global de Actividad Económica
(En porcentajes)



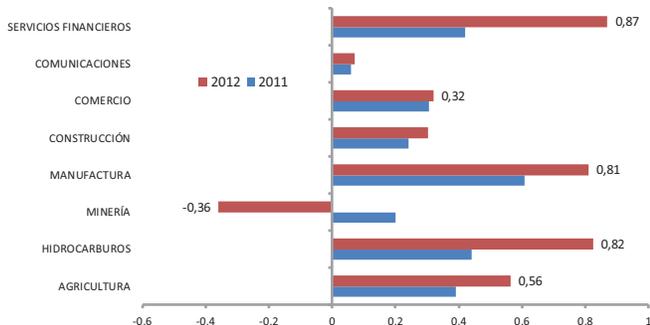
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

I.2 Contexto Nacional

A noviembre de 2012, el desempeño de la actividad global, medido por el Índice General de Actividad Económica (IGAE), fue de 5,1%, cifra similar a la observada en el mismo periodo de la gestión precedente (Gráfico I.13).

A nivel sectorial, la contribución al crecimiento de la actividad global estuvo liderada por las actividades de Servicios Financieros (0,87pb), Hidrocarburos (0,82pb) y Agropecuario (0,56pb), gracias a la expansión de los depósitos y créditos en el primer caso y a la exportación de gas natural hacia Argentina y Brasil en el segundo. De la misma manera, se observó la contracción del sector minero (0,36pb) debido a la disminución de la Ley de Mineral y la readecuación de operaciones en la minería mediana, que repercutió en la producción de concentrados de plomo, plata y zinc (Gráfico I.14).

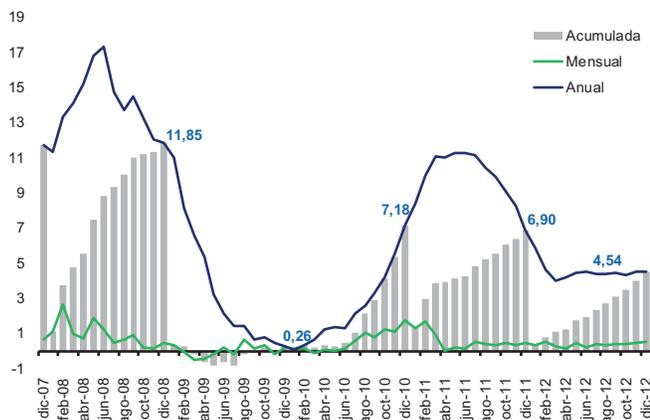
Gráfico I.14 Incidencia acumulada a noviembre de actividades en el IGAE
(En puntos básicos)



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

La inflación interanual cerró 2012 en 4,5%; habiendo mostrado un comportamiento constante a lo largo de la gestión (Gráfico I.15). Esta situación se explica a través de los ajustes en los precios relativos de servicios, la estabilidad de los precios de alimentos, las reducidas presiones inflacionarias provenientes del exterior y la estabilidad de las expectativas inflacionarias del público.

Gráfico I.15 Inflación anual, acumulada y mensual
(En porcentajes)



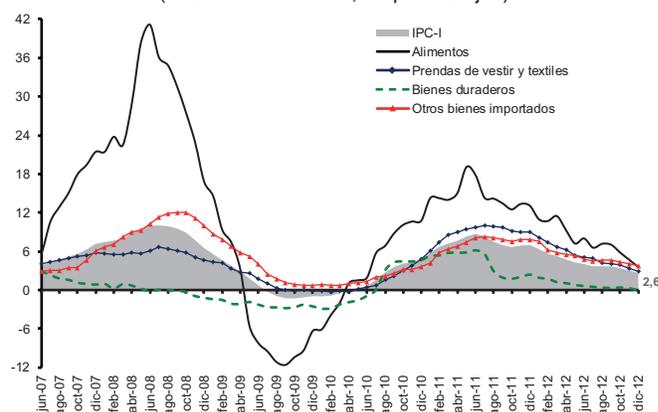
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Por otra parte, el IPC-Importado, que refleja las variaciones de los bienes provenientes de nuestros socios comerciales, mostró un descenso sistemático de las tasas de variación interanual, gracias a las bajas presiones de origen externo, cerrando la gestión en 2,6% (Gráfico I.16).

En la gestión 2012, la Balanza de Pagos tuvo un superávit de \$us1.712 millones, debido al superávit de Cuenta Corriente de \$us2.012 millones, que representó el 7,4% del PIB anual estimado para 2012 (Cuadro I.6). En consecuencia, las Reservas Internacionales Netas (RIN) se incrementaron, alcanzando \$us13.927 millones, que representa el 51% del PIB.

El superávit en Cuenta Corriente se debió al saldo positivo de la Balanza Comercial y a las remesas familiares. La Balanza Comercial, tuvo un superávit de \$us2.838 millones a diciembre, casi cuatro veces mayor al observado en similar periodo de 2011(Cuadro I.7).

Gráfico I.16 Evolución de los componentes importados del IPC por subgrupos
(Variación interanual, en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

Cuadro I.6 Resumen de la Balanza de Pagos
(Flujos en millones de \$us)

	2010 ^P	2011 ^P	2012 ^P
I. CUENTA CORRIENTE	766	329	2.001
1. Balanza Comercial	812	684	2.838
Exportaciones FOB	6.402	8.348	11.107
Importaciones CIF	5.590	7.664	8.269
2. Servicios	-263	-369	-473
3. Renta (neta)	-864	-1.161	-1.629
4. Transferencias	1.081	1.175	1.266
II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	917	977	534
1. Sector Público	263	537	651
2. Sector Privado	653	440	-117
Inversión extranjera directa (neta)	672	859	1.060
Inversión de cartera (neta)	90	186	-360
III. ERRORES Y OMISIONES	-759	854	-824
IV. BALANCE GLOBAL(I+II+III)	923	2.160	1.712
V. TOTAL FINANCIAMIENTO	-923	-2.160	-1.712
RIN BCB (aumento= negativo) ¹	-923	-2.160	-1.712
Items pro memoria:			
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	3,9	1,4	7,4
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	4,6	4,0	2,0
Saldo de reservas brutas (RB) BCB	9.730,2	12.019	13.927
RB en meses de importaciones ²	18	16	17

FUENTE: Banco Central de Bolivia - Instituto Nacional de Estadística
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
NOTA: 1 RIN = Reservas Internacionales Netas. Se considera tipo de cambio fijo para el DEG y precio fijo del oro. No incluye la asignación de DEG realizada en 2009, por no tratarse de una transacción de acuerdo al V Manual de Balanza de Pagos.
2 RB = Reservas Internacional Brutas del BCB. Las importaciones incluyen bienes y servicios del periodo.
(p) Cifras preliminares.

Cuadro I.7 Balanza Comercial
(En millones de \$us)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2010	2011 ^P	2012 ^P	2010/2011	2011/2012
BALANZA COMERCIAL	811,6	683,8	2.837,8	-16	315
Exportaciones FOB	6.401,9	8.348,0	11.107,1	30	33
Importaciones CIF ajustado	5.590,2	7.664,2	8.269,2	37	8

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

Cuadro I.8 Exportaciones de bienes
(En millones de \$us)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2010 ^p	2011 ^p	2012 ^p	2010/2011	2011/2012
Minerales	2.396	3.422	3.679	42,9	7,5
Hidrocarburos	2.987	4.114	5.792	37,7	40,8
Gas natural	2.798	3.885	5.479	38,9	41,0
No tradicionales	1.397	1.389	2.034	-0,6	46,4
Otros bienes	272	258	319	-5,2	23,6
Total Exportaciones CIF	7.052	9.183	11.824	30,2	28,8
Total Exportaciones FOB	6.402	8.348	11.107	30,4	33,0

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

Las exportaciones de bienes FOB alcanzaron \$us11.107 millones, 33% superiores a las registradas en similar periodo de la gestión 2011, debido al incremento de las exportaciones de hidrocarburos (principalmente gas natural) y productos no tradicionales (Cuadro I.8).

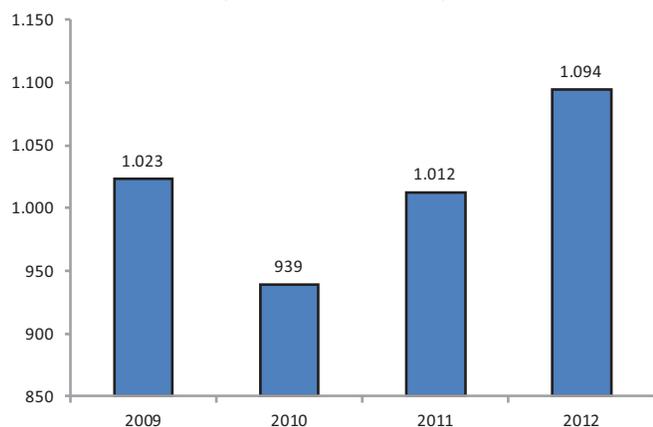
Las importaciones CIF alcanzaron \$us8.269 millones, 7,9% mayores a las registradas la gestión anterior y compuestas principalmente por bienes intermedios, que tuvieron un incremento de 10,2% y por bienes de capital (Cuadro I.9).

Cuadro I.9 Importaciones de bienes
(En millones de \$us)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2010 ^p	2011 ^p	2012 ^p	2010/2011	2011/2012
Bienes de consumo	1.201	1.714	1.752	42,7	2,3
Bienes intermedios	2.803	3.746	4.127	33,7	10,2
Bienes de capital	1.545	2.184	2.330	41,4	6,7
Diversos	56	29	72	-48,3	148,8
Total Importaciones CIF	5.604	7.673	8.281	36,9	7,9
Total Importaciones CIF ajustado ¹	5.590	7.664	8.269	37,1	7,9

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica
 (p) Cifras preliminares
 1 CIF ajustado por alquiler de aeronaves y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores.

Al cierre de 2012, las remesas ascendieron a \$us1.094 millones, monto superior en 8% al registrado en diciembre de 2011 y el más alto desde la gestión 2009 (Gráfico I.17).

Gráfico I.17 Remesas de trabajadores en el exterior
(En millones de dólares)

FUENTE: Sistema bancario nacional, empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes.
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica

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

Producto de la orientación de la política monetaria, el saldo de valores de regulación monetaria disminuyó ligeramente (9%) respecto a la gestión anterior. En el primer semestre, la reducción de la oferta y los niveles de liquidez motivaron excesos de demanda, que fueron aprovechados para estructurar un volumen uniforme de vencimientos en el segundo semestre y para reducir el rendimiento de las tasas de adjudicación, mismas que se mantuvieron estables en la segunda parte del año, apuntalando el crecimiento del crédito (la autoridad monetaria precauteló que esto no incida de manera negativa sobre el nivel de precios). El BCB suspendió la oferta de títulos en MNUFV, priorizando las emisiones en MN.

Las OMA del BCB constituyen el instrumento indirecto más importante de la política monetaria. Comprenden la compra y venta de valores públicos (definitiva o en reporto) con el propósito de expandir o contraer la liquidez¹⁴ y el volumen de los medios de pago en la economía. Además la autoridad monetaria administra las emisiones de valores públicos que realiza el Tesoro General de la Nación (TGN) con fines de política fiscal, aunque los efectos de estas operaciones sobre la liquidez de la economía son diferentes. En principio, cuando los recursos captados permanecen depositados en el BCB, su efecto sobre la cantidad de dinero es similar al de las OMA. Sin embargo, en la medida que se destinan a financiar gasto público, la contracción en la cantidad de dinero se revierte y la oferta monetaria queda inalterada. Otra particularidad de estas emisiones es que se orientan en el mediano y largo plazo en contraste con las del BCB, que son de corto plazo.

¹⁴ En el ámbito de la política monetaria, la liquidez se define como la diferencia entre el encaje constituido y el requerido.

II.1 La Política Monetaria y las OMA del BCB

El Directorio del BCB determina trimestralmente los lineamientos para las OMA en el marco del Programa Monetario y el desempeño esperado de la economía. Sobre esta base y el pronóstico de liquidez del sistema financiero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) semanalmente toma decisiones sobre la adjudicación de valores de regulación monetaria, condiciones de su oferta (monto, plazo y denominación, entre otros), así como también sobre el nivel de la tasa premio base y monto disponible para operaciones de reporto.

En cumplimiento del mandato constitucional de *“mantener la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional, para contribuir al desarrollo económico y social”*, la política monetaria se caracterizó por su prudencia y orientación contracíclica. En ese sentido, la ejecución de OMA se puede dividir en dos periodos, primer y segundo semestre.

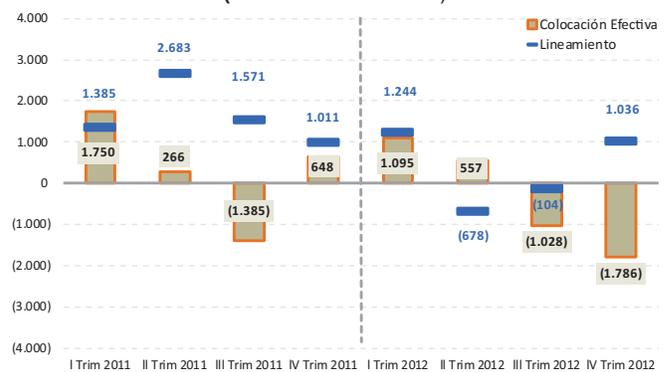
El primer y segundo trimestre del año estuvieron marcados por un contexto internacional de bajo crecimiento económico afectado por la crisis de deuda soberana europea, una magra recuperación en Estados Unidos, el repliegue de la demanda externa en China y un deterioro en las economías emergentes. En este sentido, el lineamiento de OMA para el primer trimestre estableció colocaciones netas de OMA de Bs1.244 millones, que de ser necesario serían revertidos en los próximos trimestres del año, coadyuvando a apuntalar el crecimiento económico en caso de presentarse externalidades negativas provenientes de una posible desaceleración mundial. La inyección neta de recursos alcanzo Bs1.095 millones, cifra muy cercana a la determinada por el lineamiento. Por otro lado, en el segundo trimestre continuó el contexto externo de desaceleración internacional que motivó a que el ente emisor defina en sus lineamientos que la política monetaria debería seguir una tendencia expansiva, aunque esta debía ser moderada, debido a presiones inflacionarias de origen interno. Así, se determinó una redención neta de Bs678 millones. Sin embargo, al finalizar el trimestre las colocaciones netas alcanzaron

Bs720,9 millones. Ello se debió a la decisión del COMA de no efectuar disminuciones en la oferta de valores de regulación monetaria, puesto que el sistema financiero presentó un fuerte crecimiento de la liquidez y además primaron ligeros repuntes en el comportamiento de la inflación, por lo que el ente emisor realizó reajustes en su lineamiento de política.

En el segundo semestre, el deterioro del contexto internacional y la desaceleración de algunos sectores de la economía interna, determinaron que el BCB asuma una posición expansiva. Así, para el tercer trimestre el lineamiento de política monetaria marcó una orientación expansiva (Bs104 millones), que se tradujo en una redención neta de Bs1.028 millones. Para ello, se mantuvo prácticamente constante la oferta semanal de títulos de regulación monetaria (Bs340 millones), y con el objetivo de apuntalar el crecimiento del crédito al sector privado sin generar presiones inflacionarias se mantuvieron estables las tasas de adjudicación. Sin embargo, para el cuarto trimestre, considerando que el sector público sería fuertemente expansivo, el lineamiento de política planteó una orientación contractiva para absorber, adicionalmente, el exceso coyuntural de liquidez típico de fin de año (Bs1.036 millones). Sin embargo, ante la desaceleración de los sectores de minería y transporte (unido a un menor gasto fiscal), la autoridad monetaria continuó aplicando medidas de política monetaria expansiva que apuntalaron el dinamismo del crédito. En ese sentido, el último trimestre de la gestión se registró una inyección neta de Bs1.786 millones. (Gráfico II.1.).

En este contexto y con base a las directrices aprobadas por el Directorio del BCB, la oferta semanal de valores se redujo sistemáticamente a lo largo del primer semestre desde Bs625 hasta Bs350 millones, variación que fue acompañada por un cambio en su composición. En efecto, la autoridad monetaria aumentó la oferta de valores a 91 días plazo y disminuyó en menor proporción la de 182 y 273 días plazo, mientras redujo considerablemente la oferta a 364 y 728 días plazo¹⁵

Gráfico II.1. Lineamientos y colocación efectiva de OMA
(Millones de Bolivianos)



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

¹⁵ Cabe mencionar que a partir del segundo trimestre el BCB suspendió la oferta de valores a 728 días, con ello se favoreció las colocaciones de corto plazo.

(Cuadro II.1). Con ello, favoreció la colocación de papeles de corto plazo coadyuvando a la construcción de un perfil uniforme de vencimientos para el segundo semestre de la gestión 2012, permitiendo la inyección de recursos que apuntalaron el crecimiento del crédito del Sistema Financiero.

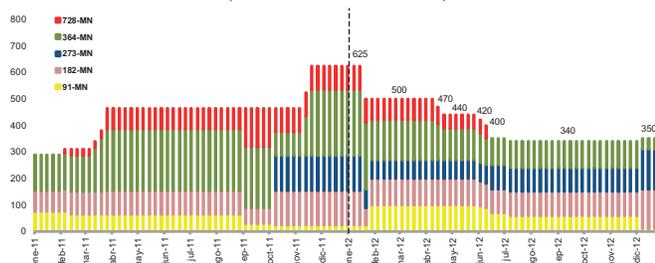
Por otra parte, en el segundo semestre el desaceleramiento de algunos sectores de la economía nacional (transporte, minería) determinaron que la autoridad monetaria no realice modificaciones en la oferta, procurando inyectar recursos en la economía, sin que ello implique aumentos en las tasas de interés de corto plazo que pudieran limitar el crecimiento del crédito. Sin embargo, hacia finales de la gestión se registró un ligero incremento, donde nuevamente se reestructuró la oferta favoreciendo a los títulos de corto plazo con el objetivo de constituir un perfil uniforme de vencimientos para 2013. (Gráfico II.2).

Cuadro II.1 Oferta de valores de regulación monetaria en la última subasta del trimestre
(Cantidad de títulos)

	91 días	182 días	273 días	364 días	728 días	Total
I Trim 11	65.000	85.000		200.000	30.000	380.000
II Trim 11	65.000	90.000		230.000	80.000	465.000
III Trim 11	30.000	60.000		230.000	145.000	465.000
IV Trim 11	25.000	130.000	130.000	250.000	90.000	625.000
I Trim 12	100.000	100.000	70.000	150.000	80.000	500.000
II Trim 12	70.000	90.000	90.000	100.000		350.000
III Trim 12	60.000	90.000	90.000	100.000		340.000
IV Trim 12	10.000	150.000	150.000	40.000		350.000

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

Gráfico II.2 Oferta de valores de regulación monetaria
(Millones de Bolivianos)



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

El BCB priorizó las emisiones en moneda nacional (MN), frente a las de moneda extranjera (ME) y moneda nacional indexada a Unidades de Fomento de Vivienda (MNUFV). En esta línea, se continuó con la política de no ofertar títulos valores en ME (medida adoptada en septiembre de 2011). Por otro lado, la oferta en UFV, que disminuyó a UFV500 mil en la última subasta 2011, fue retirada del mercado (en el mes de abril) en un contexto de convergencia de la inflación a su objetivo de mediano plazo (4%) y el desvanecimiento de las expectativas de inflación.

En 2012, el volumen total demandado sumó Bs23.469 millones, cifra 56% superior a la registrada la gestión 2011. La variable determinante para este aumento fue el crecimiento de la liquidez, que en el primer y segundo trimestre (con niveles de liquidez promedio en torno a Bs5.677 millones y Bs4.379 millones) empujó al alza la demanda promedio semanal, llegando a valores cercanos a Bs729 millones y Bs672 millones, respectivamente. Sin embargo, en el tercer y cuarto trimestre descendió a Bs342 y Bs251 millones, respectivamente, en correlación con la disminución en el nivel promedio de liquidez.

Los principales demandantes de valores de regulación

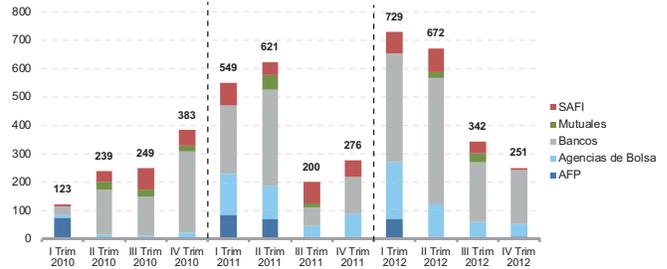
monetaria fueron las entidades bancarias, su demanda ascendió a Bs15.764 millones, 81% mayor a la de 2011, en línea con el crecimiento de los depósitos del público en el sistema financiero.¹⁶ A diferencia de lo observado la gestión pasada, las Agencias de Bolsa y las SAFI limitaron el crecimiento de su participación demandando un monto apenas superior en 26% y 21%, respecto al año anterior (Bs5.082 millones y Bs2.066 millones, respectivamente). Por su parte, las Administradoras de Fondos de Pensiones y Mutuales redujeron su participación en 5% y 37%, respectivamente. Ello se explica por el regreso de la demanda de estas entidades hacia los valores de largo plazo ofertados por el TGN, en línea con el plazo de preferencia.¹⁷ (Gráfico II.3).

De lo anterior, destaca el descenso en la participación realizada por las Agencias de Bolsa, que en promedio pasaron de demandar el primer trimestre Bs199 millones semanales a Bs47 millones el último trimestre de la gestión. La explicación se encuentra en la rentabilidad obtenida por estas instituciones en el mercado de reporto y compra venta de valores realizados en la Bolsa Boliviana de Valores, donde las tasas de interés en estos mercados se mantuvieron algunos puntos básicos por encima de las tasas de rendimiento ofrecidas por el Ente Emisor.¹⁸ Asimismo, la reducción de la demanda realizada por los bancos (en promedio Bs386 millones el primer trimestre y Bs190 millones el cuarto trimestre) se vio influenciada por el descenso de liquidez, antes mencionado (Cuadro II.2).

En ese sentido, se observó un marcado descenso trimestral en la demanda total, donde el primer semestre concentró el 72% del total de la demanda del año 2012 (38% y 34% el primer y segundo trimestre, respectivamente, Gráfico II.4).

La evolución de los ratios de demanda a oferta (*bid-to-*

Gráfico II.3 Demanda efectiva promedio semanal de valores de regulación monetaria por grupo institucional
(Millones de bolivianos)



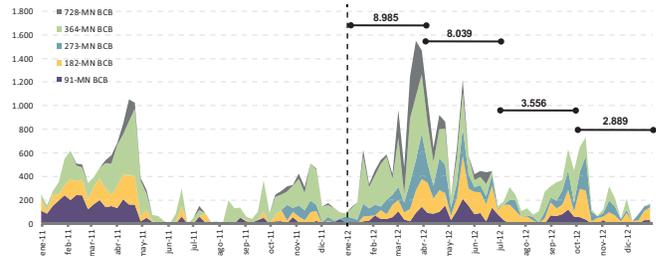
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Cuadro II.2 Demanda efectiva promedio semanal de valores de regulación monetaria por grupo institucional
(Millones de bolivianos)

	AFP	Agencias de Bolsa	Bancos	Mutuales	SAFI	Total MN
I Trim 2012	70	199	386	0	74	729
II Trim 2012	6	116	444	23	83	672
III Trim 2012	4	55	212	32	39	342
IV Trim 2012	7	47	190	0	7	251
Promedio %	4%	20%	64%	3%	9%	

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

Gráfico II.4 Demanda efectiva de valores de regulación monetaria
(Millones de moneda de origen)



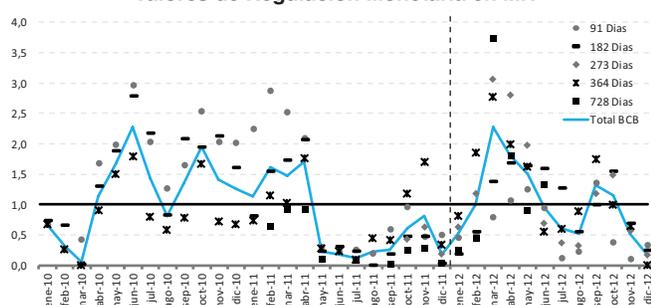
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
NOTA: La demanda efectiva excluye las posturas repetidas por entidad producto de la puja en la subasta interactiva.

16 De acuerdo al Informe de Política Monetaria de Enero 2013, los depósitos del público crecieron 22,5% en 2012.
17 De acuerdo con la teoría del Hábitat preferido (Hicks, 1946 "Value and Capital"), los inversores intentarán liquidar sus inversiones en el menor plazo posible mientras que los tomadores de préstamo querrán tomar inversiones a largo plazo (como es el caso de las AFP).
18 Naturalmente, las tasas en estos mercados no pueden descender al nivel que lo puede hacer la tasa del Banco Central, debido a que las emisiones que realiza el Ente Emisor son libres de riesgo, razón por la cual, cuando se alcanzan niveles bajos de tasas de interés se presenta un spread positivo entre las tasas del mercado de reporto y compra venta en la BBV y las tasas de adjudicación del BCB.

ask) reflejaron principalmente el comportamiento de la demanda, toda vez que la oferta durante gran parte del año no presentó variaciones. Por ejemplo, para valores a 364 días plazo, esta relación alcanzó un máximo de 2,8 en marzo y descendió en diciembre a un mínimo 0,04, con el cual concluyó el año. Para valores a 91 días el promedio de demanda fue 64% respecto al nivel ofertado, aunque en el último trimestre esta proporción se redujo al 38% (Gráfico II.5.).

Por su parte, a inicios del año la demanda efectiva de valores en UFV tuvo una tendencia creciente, ligada a la evolución de la inflación, sus expectativas y a la forma de cálculo del índice de la UFV que por construcción evoluciona más lentamente que el IPC. Cuando la inflación mensual sube, el índice aumenta pero en menor proporción; cuando la inflación mensual registra tasas menores o negativas a las observadas previamente, el índice aminora su ritmo de crecimiento o disminuye en menor proporción. Esta dinámica se debe a que se construye con base a la inflación acumulada en los últimos doce meses.^{19, 20} Sin embargo, a partir del mes de mayo se eliminó la oferta de valores en esta denominación para lograr un mejor calce de monedas en el balance del BCB, así como para minimizar la inercia inflacionaria que pudiera ocasionar la colocación de estos títulos.

Gráfico II.5. Ratio de demanda efectiva a oferta de Valores de Regulación Monetaria en MN



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

En el primer semestre, la colocación bruta de valores de regulación monetaria fue mayor a los vencimientos en Bs1.652 millones. Ello contribuyó a esterilizar la inyección de recursos derivados del aumento de la liquidez de origen interno (aumento de los depósitos del público en el sistema financiero) y externo (incremento de las reservas internacionales). Adicionalmente, la colocación se efectuó en un contexto de reducción de la oferta que indujo a la competencia entre los participantes de la subasta de valores de regulación monetaria, propiciando importantes reducciones en las tasas de interés que beneficiaron al Ente Emisor, ya que logró realizar retiros de liquidez sin incrementos

¹⁹ R.D.116/2001 del 20 de diciembre de 2001.
²⁰ Cabe acotar que la modalidad de adjudicación se modificó el tercer trimestre de 2011, siguiendo el sistema de prorrateo, el COMA determinó rechazar las posturas en subasta si su totalidad superase la oferta.

sustanciales en los costos derivados del pago de intereses.

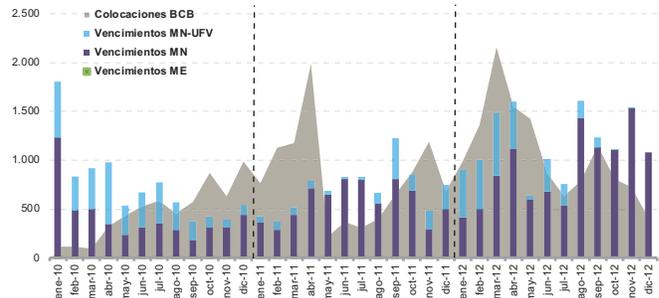
En el segundo semestre, el deterioro del contexto internacional y la desaceleración de algunos sectores de la economía interna determinaron que el BCB asuma una posición expansiva (en línea con las proyecciones realizadas a inicios de año, que determinaron la reestructuración de la oferta para favorecer las colocaciones de corto plazo). Así, el volumen de vencimientos fue superior a la adjudicación de títulos (Bs2.813 millones), registrándose continuas inyecciones de recursos en todos los meses del segundo semestre, principalmente los dos últimos meses del año. (Cuadro II.3).

En ese sentido, en 2012 el volumen total de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) que realizó el BCB alcanzó a Bs12.869 millones (32% superior al nivel registrado el año anterior). Este nivel obedece a las directrices de política emitidas por el Directorio de la entidad, que motivadas por el contexto macroeconómico determinaron que en la gestión el Ente Emisor realice redenciones netas de títulos. El análisis por grupo institucional identifica a los bancos como los principales compradores de los títulos del BCB con el 59% respecto al total, mientras las SAFI disminuyeron su apetito por estos valores, debido a la mayor rentabilidad que pudieron obtener en el mercado de reporto y compra venta en la BBV (principalmente en el segundo semestre de la gestión). (Gráfico II.7).

Para mejorar el calce de monedas en el balance del BCB, así como para minimizar la inercia inflacionaria que pudiera ocasionar la colocación de valores en MN indexados a la inflación las colocaciones brutas realizadas identifican que el 99,96% de la adjudicación se efectuó en MN y tan solo 0,04% en MNUFV (UFV2,7 millones).

Como se mencionó, en el mes de junio se eliminó de oferta de títulos a 2 años plazo, con ello se privilegió las colocaciones de corto plazo y, como consecuencia, el plazo promedio de colocaciones disminuyó de 95 a 52 semanas debido a la mayor concentración de las colocaciones en plazos a 91, 182, 273 y 364 días,

Gráfico II.6. Colocaciones y vencimientos de valores de regulación monetaria
(Millones de Bolivianos)



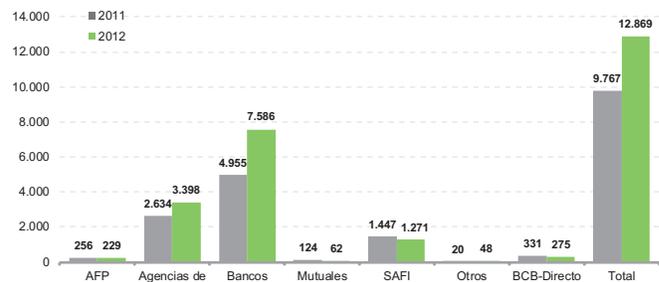
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Cuadro II.3 Volumen de colocación y vencimientos trimestrales
(Millones de bolivianos)

	Colocación	Vencimiento	Colocación Neta
I Trim 11	3.083	1.333	1.750
II Trim 11	2.575	2.309	266
III Trim 11	1.360	2.745	-1.385
IV Trim 11	2.749	2.101	648
2011	9.767	8.488	1.279
I Trim 12	4.512	3.417	1.095
II Trim 12	3.845	3.287	557
III Trim 12	2.571	3.599	-1.028
IV Trim 12	1.941	3.727	-1.786
2012	12.869	14.030	-1.161

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

Gráfico II.7. Colocación bruta de valores de regulación monetaria por año y grupo institucional
(Millones de Bolivianos)



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

Gráfico II.8. Plazo promedio de colocación mensual (Número de semanas)

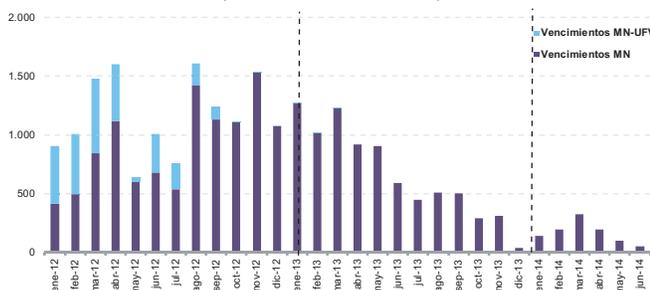


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

también ejerció influencia el hecho de que en el periodo vencieron instrumentos colocados a 4 años plazo ofertados en 2008 con el fin de contrarrestar la inflación de aquel entonces. (Gráfico II.8).

Por su parte, el flujo de vencimientos fue mayor en 65% (Bs5.542 millones) al de la pasada gestión, estuvo denominado principalmente en MN, debido a que a diferencia del bienio 2007-2008, el periodo comprendido entre mediados de 2010 y el primer semestre de 2011 – periodo en el cual la economía experimentó un repunte de la inflación–, la autoridad monetaria señaló su compromiso con una inflación baja y estable operando con valores denominados exclusivamente MN.

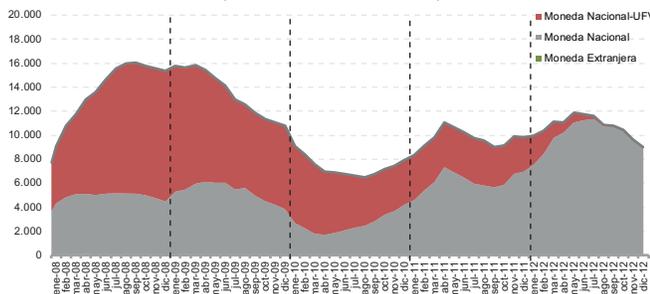
Gráfico II.9. Vencimientos de valores de regulación monetaria por trimestre (Millones de Bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Incluye colocaciones efectuadas hasta el 5 de febrero de 2012.

En esa línea, las intervenciones de la autoridad monetaria a través de OMA, permitieron construir un perfil uniforme de vencimientos para la gestión 2012. Con ello, se ampliaron los márgenes de acción a la autoridad monetaria ante una profundización de la desaceleración económica mundial. Se puede observar que no quedan vencimientos en ME y que a partir del vencimiento de los títulos emitidos en UFV (abril de 2013), los flujos de vencimiento estarían completamente denominados en MN. (Gráfico II.9).

Gráfico II.10. Saldo de valores de regulación monetaria (Millones de Bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Para la conversión de MUFV y ME se utilizó el índice UFV y tipo de cambio de fin de mes. Las colocaciones se registran a valor nominal.

Finalmente, la orientación de la política monetaria se la evidencia también en la evolución del saldo de valores de regulación monetaria. Las colocaciones del primer semestre significaron un aumento significativo del saldo, llegando a finales de junio a Bs11.760 millones, de los cuales el 96% estuvo compuesto por valores emitidos en MN. Al finalizar la gestión, el BCB alcanzó un saldo de Bs8.992 millones, evidenciando una mayor participación de su saldo en bolivianos (99,96%) respecto a MNUFV y una participación nula del saldo en ME. (Gráfico II.10).

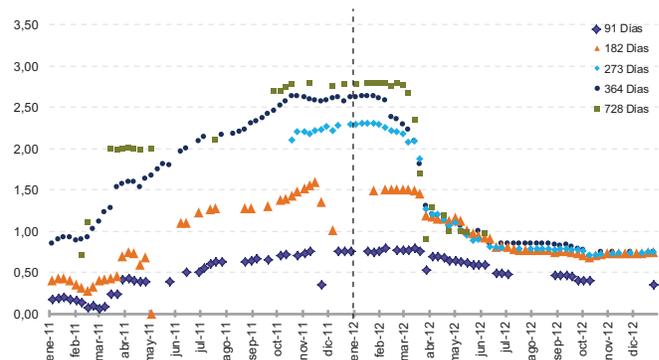
Como se mencionó, la orientación de la política monetaria durante el primer semestre permitió regular el nivel de liquidez y reestructurar el perfil de vencimientos de corto plazo de 2012, todo ello a través de una colocación neta de títulos. Adicionalmente, la contracción en el nivel de oferta repercutió en un exceso de demanda por valores públicos, factor que incidió en

el descenso de las tasas de interés. Así, las TEA de los valores de regulación monetaria continuaron creciendo ligeramente durante las primeras subastas de la gestión (a 91, 182, 273 y 364 días alcanzaron niveles máximos de 0,8%, 1,51%, 2,31% y 2,64%, respectivamente) para luego descender rápidamente en el mes de marzo y, con lentitud en los meses restantes del primer semestre.

La orientación de la política monetaria durante el segundo semestre se tornó gradualmente expansiva, en respuesta al posible contagio de un escenario internacional en desaceleración, por lo que la autoridad monetaria decidió mantener estables las tasas de adjudicación (evitando generar presiones inflacionarias en el corto plazo), contrarrestando el negativo entorno externo a través del apuntalamiento del crecimiento del crédito del sistema financiero hacia las familias y empresas. En ese escenario, la TEA de valores a 91 días se mantuvo prácticamente constante, con una variación marginal negativa de apenas 14pb respecto al primer semestre, alcanzando un valor de 0,35% hacia finales de diciembre; la TEA a 182 días tuvo el mismo comportamiento, experimentando pequeñas disminuciones hasta alcanzar el nivel de 0,74%; 6pb por debajo del máximo (0,8%) registrado al inicio del segundo semestre. La TEA de los valores a 273 y 364 días también tuvo variaciones marginales a lo largo del semestre, finalizando la misma en 0,74% y 0,75%; con disminuciones mínimas de 6pb y 10pb, respecto a los valores de cierre registrados en la última semana del primer semestre de 2012. (Gráfico II.11).

Cabe recordar que la TEA de los valores en UFV se mantuvo sin variaciones en 0,001% hasta la eliminación de su oferta en el mes de mayo.

Gráfico II.11. Tasas de adjudicación promedio ponderadas de valores
(MN, Porcentaje)



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

RECUADRO

Venta directa de valores públicos a personas naturales

Los mecanismos de venta directa a personas naturales a través de mesa de dinero y venta directa a través de agente colocador (anteriormente creador de mercado)²¹ empezaron a aplicarse en 2007. Actualmente, su objetivo es el de democratizar el acceso de la población a valores soberanos y el de incentivar el ahorro permitiendo que las personas particulares se beneficien de las emisiones de valores públicos.

A partir de 2008, el ente emisor ofertó Letras del Tesoro (LT) en MN y en UFV. Sin embargo, al finalizar el primer semestre de 2011, una parte significativa de los valores emitidos al público mediante el mecanismo de venta directa fueron adquiridos por entidades financieras tanto en el mercado bursátil como en el extrabursátil, debilitando el objetivo del mecanismo.

En este sentido, una vez evidenciadas ciertas prácticas de arbitraje con LT en MN y UFV, la autoridad monetaria revisó las características de valores de venta directa, suspendiendo la oferta de los mismos y estructurando nuevos instrumentos consistentes con el objetivo de llegar a personas naturales. A partir del 15 de agosto 2011, la autoridad monetaria decidió ofertar bajo el mecanismo de venta directa un nuevo instrumento denominado Bono “BCB Directo”.

Asimismo, congruente con el objetivo de fortalecer el mecanismo de venta directa y ampliar la venta de valores en todo el territorio nacional, el BCB contrató mediante un proceso de Licitación Pública los servicios de un Agente Colocador, nombramiento que recayó sobre Valores Unión S.A. A través del Agente Colocador y su entidad subcontratada (Banco Unión S.A.), los Bonos del BCB se ofertaron en todo el país a partir del 16 de diciembre 2011.

Por otro lado, a partir del 1^{ro} de diciembre 2011 el BCB emitió por tiempo limitado un nuevo instrumento denominado Bono BCB-Navideño.²² El objetivo de este instrumento fue retirar la liquidez de fin de año proveniente del aguinaldo, misma que sería inyectada nuevamente en marzo y en el tercer trimestre de 2012, coadyuvando de esta manera a la distribución de vencimientos.

Durante la gestión 2012, la oferta de Bonos BCB Directo se mantuvo, y en la misma línea a partir del 3 diciembre y por tiempo limitado (hasta el 18 de enero 2013), se dio inicio nuevamente a la oferta del Bono BCB Navideño, con el objetivo de promover el ahorro y ofrecer a los ahorristas mayores tasas de interés que las que ofrece el sistema financiero.

El cuadro a continuación describe las principales características de los Bonos del BCB:

21 En el marco de la R.D. 131/2007 (Venta de Valores Públicos emitidos por el BCB mediante Creadores de Mercado) las entidades autorizadas recibían valores a precios (tasas) de mercado o definidos por el COMA, para venderlos a personas naturales a un precio mayor (tasa menor), dentro de márgenes preestablecidos. Los valores para su venta estaban disponibles viernes, lunes y martes. La R.D.106/2011 deja sin efecto la R.D.131/2007 y establece la figura del Agente Colocador de valores desmaterializados. Bajo esta figura, agentes autorizados reciben valores del BCB para venderlos diariamente a personas naturales. La remuneración a la entidad autorizada por la prestación de dicho servicio es cubierto por el BCB.

22 El periodo de oferta fue del 1ro de diciembre 2011 al 20 de enero 2012.

Cuadro 3. Características de valores de venta directa

Características	Bonos "BCB Directo"	Bonos "BCB Navideño 2011"	Bonos "BCB Navideño 2012"
1 Monto de cada emisión	Ilimitada.	Ilimitada.	Ilimitada.
2 Plazos de emisión	Viernes: 91, 182 y 364 días. Lunes: 88,179 y 361 días. Martes: 87,178 y 360 días. Miércoles: 86,177 y 359 días. Jueves: 85, 176 y 358 días.	Viernes: 63 y 273 días. Lunes: 60 y 270 días. Martes: 59 y 269 días. Miércoles: 58 y 268 días. Jueves: 57 y 267 días.	Viernes: 56 y 112 días. Lunes: 53 y 109 días. Martes: 52 y 108 días. Miércoles: 51 y 107 días. Jueves: 50 y 106 días.
3 Fecha de emisión	De viernes a jueves./**	De viernes a jueves, desde el 1° de diciembre de 2011 hasta el 20 de enero de 2012.	De viernes a jueves, desde el 3° de diciembre de 2012 hasta el 18 de enero de 2013.
4 Tipo de interés / Tasa de interés	Fijo / 3,20% : para plazos entre 91 y 85 días. 3,60% : para plazos entre 182 y 176 días. 4,00% : para plazos entre 364 y 358 días.	Fijo / 6,0% : para plazos entre 63 y 57 días. 6,0% : para plazos entre 273 y 267 días.	Fijo / 4,0% : para plazos entre 56 y 50 días. 4,0% : para plazos entre 112 y 106 días.
5 Moneda	Moneda Nacional.	Moneda Nacional.	Moneda Nacional.
6 Cantidad de valores por comprador	Mínimo: 1 valor (Bs1,000). Máximo: 70 valores (Bs100,000).	Mínimo: 1 valor (Bs1,000). Máximo: 15 valores (Bs15,000). El máximo es adicional al establecido para la tenencia de Bonos "BCB Directo".	Mínimo: 1 valor (Bs1,000). Máximo: 15 valores (Bs15,000). El máximo es adicional al establecido para la tenencia de Bonos "BCB Directo".
7 Redención Anticipada	Después del día 30, el inversionista recibirá un interés calculado según el plazo transcurrido y la tasa correspondiente a ese plazo.	Después del día 30, el inversionista recibirá un interés calculado según el plazo transcurrido y la tasa correspondiente a ese plazo.	Después del día 30, el inversionista recibirá un interés calculado según el plazo transcurrido y la tasa correspondiente a ese plazo.
8 Transferencias y Traspasos	Bs30 por título, previa solicitud escrita a la Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.	Bs30 por título, previa solicitud escrita a la Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.	Bs30 por título, previa solicitud escrita a la Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.

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

En la gestión 2012, el total de colocación bruta de Bonos BCB fue de Bs215 millones, y un acumulado desde 2011 de Bs269 millones. El saldo neto alcanzó a Bs134 millones al finalizar la gestión (Gráfico 1).

Gráfico 1. Saldo de colocaciones netas venta directa de valores públicos
(En millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias
NOTA: VUN = Valores Unión, Agente Colocador del Banco Central de Bolivia.

El análisis de saldos por moneda, hace notar que la totalidad del saldo de valores de ventas directa se encuentra en moneda nacional, acorde con el proceso de bolivianización iniciado en 2006. Los saldos de valores en UFV, correspondientes a letras de tesorería en esta denominación, vencieron a finales de marzo de 2012. Se destaca la preferencia de los inversionistas en los Bonos BCB Directo a 364 días, inducidos por la obtención de mayores rendimientos. Asimismo, en su primer mes de venta, los Bonos BCB Navideño representaron un 8% del saldo total (Cuadro 4).

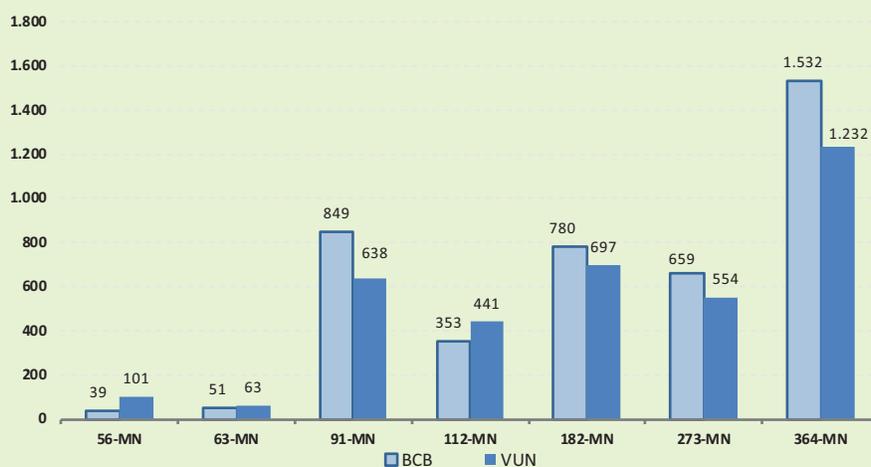
Cuadro 4. Saldo de colocaciones netas de la venta directa de valores públicos
(En millones expresado en moneda de origen)

FECHA	56-MN	91-MN	112-MN	182-MN	273-MN	364-MN	364-UFV	Total en Bs.
ene-12		6,4		12,4	25,8	119,2	5,9	176,9
feb-12		7,3		13,7	25,6	124,9	3,3	178,6
mar-12		8,1		14,8	25,4	110,9		159,1
abr-12		8,4		17,0	25,2	77,9		128,5
may-12		9,1		20,3	24,9	62,2		116,5
jun-12		9,2		22,3	24,8	71,6		127,9
jul-12		9,8		24,9	24,5	74,9		134,1
ago-12		10,3		24,0	22,8	74,8		131,9
sep-12		11,7		24,8	12,1	78,2		126,9
oct-12		14,1		25,8		82,5		122,5
nov-12		14,2		23,1		83,4		120,7
dic-12	1,5	13,6	9,2	23,8		85,5		133,6

FUENTE: BCB
 ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias
 NOTA: Para la conversión de UFV a MN se utilizó la UFV de fin de mes.

En la gestión 2012, se realizó 7,899 nuevas operaciones de venta de títulos, de las cuales el 53% fueron en Mesa de Dinero del Ente Emisor y el restante 47% a través del Agente Colocador (Valores Unión). El plazo de mayor preferencia fue 364 días con 2,764 personas que representaron el 35%, seguido del plazo a 91 días (19%) y 182 días (18%). El Bono BCB Navideño 2012 y 2013 representaron en total el 28% restante (Gráfico 2).

Gráfico 2. Número de participantes Venta directa de valores públicos



FUENTE: BCB
 ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias

Cabe notar que las colocaciones del Agente Colocador a nivel nacional representaron el 42% (Bs90 millones) de las colocaciones en 2012, llegando a todos los departamentos del país y permitiendo el acceso de la población a valores a los cuales tradicionalmente sólo tuvieron acceso las entidades de intermediación financiera. El departamento de mayor colocación fue La Paz (63%), seguido de Cochabamba (12%) y Potosí (9%). El agente colocador atendió a 3,726 clientes que representan casi la mitad de clientes (47%) registrados en 2012.

Cuadro 5. Colocaciones brutas de bonos de venta directa por el Agente Colocador
(En miles de bolivianos)

Departamento	Monto	Monto %	Clientes	Clientes %
La Paz	56.881	63%	2.370	64%
Cochabamba	10.715	12%	421	11%
Potosí	8.014	9%	303	8%
Santa Cruz	4.375	5%	190	5%
Chuquisaca	4.233	5%	213	6%
Oruro	3.868	4%	155	4%
Tarija	1.669	2%	59	2%
Beni	312	0%	14	0%
Pando	35	0%	1	0%
Total	90.102	100%	3.726	100%

FUENTE: BCB

ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias

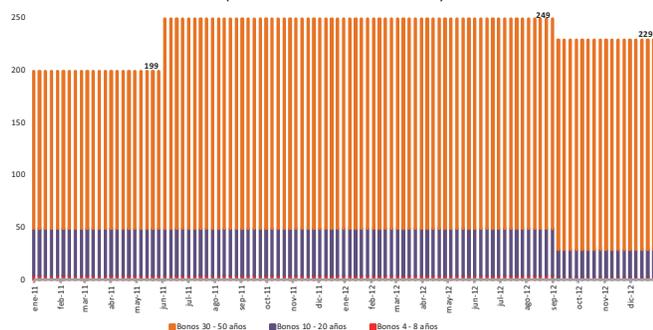
II.2 Operaciones con valores emitidos para fines de política fiscal

En cumplimiento de su función como Agente Financiero del Gobierno, el BCB participa en la emisión, colocación y administración de títulos de deuda pública a solicitud por cuenta y cargo del TGN.²³ El Consejo de Administración de Valores del Tesoro General de la Nación (CAVT), es la instancia interinstitucional encargada de establecer los lineamientos y condiciones de las operaciones con valores emitidos por el Tesoro para fines de política fiscal, que son administrados por el BCB.²⁴ El Consejo está conformado por representantes del BCB y del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).²⁵

Desde inicios de 2011, hasta mediados del tercer trimestre 2012, la oferta de valores públicos para fines de política fiscal se mantuvo constante en Bs249 millones, disminuyendo a Bs229 millones en septiembre de la gestión 2012. En este sentido, y acorde con su política de endeudamiento de mediano y largo plazo, el TGN recompuso su oferta disminuyéndola en un total de Bs20 millones para los bonos a 8, 15 y 20 años, y disminuyendo la oferta del bono a 30 años en Bs100 millones. Esta recomposición le permitió ofertar Bs100 millones a 50 años plazo (Gráfico II.12). Es importante destacar que el incremento en la oferta a plazos más amplios permite reducir el riesgo de financiamiento. Por otro lado, cabe mencionar que con el objetivo de reducir riesgos de tipo de cambio el TGN dejó de emitir bonos en ME y MNUFV.^{26, 27}

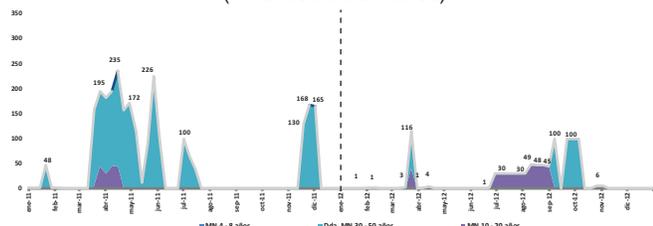
En 2012 la demanda efectiva de valores con fines de política fiscal fue de Bs909 millones, 64.4% menos que el año precedente. Esta disminución se explica por la decisión del CAVT de no aceptar posturas, cuyas tasas sean mayores a las precedentes, en un contexto de superávit fiscal. La preferencia de la demanda se

Gráfico II.12. Oferta de valores para fines de política fiscal
(Millones de Bolivianos)



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

Gráfico II.13. Demanda efectiva de valores para fines de política fiscal
(Millones de Bolivianos)



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

23 Ley N° 1670, Ley del Banco Central de Bolivia, artículo 29.
24 El Consejo define la emisión, cantidad ofertada, moneda, plazo, adjudicación y frecuencia de la subasta.
25 Resolución de Directorio del BCB N° 128/2003.
26 El tesoro emitió por última vez en diciembre de 2008 bonos en ME a 2 años y en junio de 2009, realizó la última emisión de bonos en MNUFV a 2, 4, 6, 8 y 10 años.
27 Para el Tesoro, la deuda pública interna en MNUFV genera un riesgo de tasas de interés, debido a que en esta denominación la tasa de rentabilidad efectiva es variable al ajustarse por el incremento en el nivel de precios de la economía.

concentró en valores de largo plazo. Así, la demanda por el nuevo plazo a 50 años capturó el 44% (Bs400 millones) de la demanda total, y los bonos a 20 y 30 años capturaron el 45% (Bs405 millones), mientras que el apetito por valores de 4, 8,10 y 15 años representó el restante 11% (Gráfico II.13.).

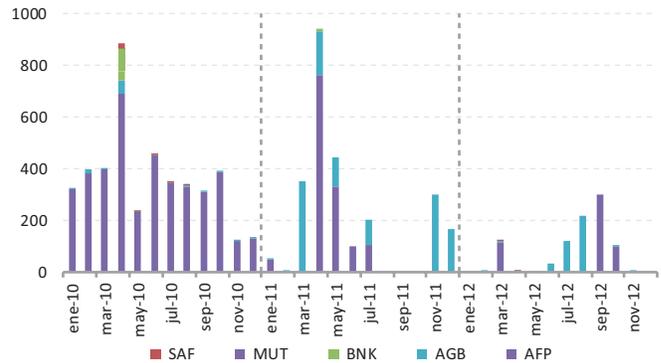
Como se puede apreciar en el Gráfico II.14, la demanda de las AFP disminuyó radicalmente (aproximadamente Bs832 millones) como también la demanda de las Agencias de Bolsa (Bs811 millones), como respuesta a una mejor rentabilización de sus inversiones en el mercado de reporto de la Bolsa Boliviana de Valores. El comportamiento conjunto de las entidades mencionadas explica la contracción de la demanda de valores con fines de política fiscal de aproximadamente Bs1,649 millones. Por su parte, las Sociedades Administradores de Fondos de Inversión registraron una demanda efectiva anual de Bs5 millones. El resto de las instituciones no acudieron a subasta. (Gráfico II.14)

En concordancia con lo anterior, la relación demanda a oferta se mantuvo por debajo de uno en toda la gestión 2012, con leves incrementos en septiembre y parte de octubre debido principalmente a la demanda de las AFP por valores a 50 y 20 años. Por el contrario, en el primer trimestre del año, se registró una demanda nula. El promedio del ratio *bid-to-ask* de los valores para fines de política fiscal se situó en 0.08 (Gráfico II.15).

Los vencimientos de valores con fines de política fiscal superiores a las adjudicaciones contribuyeron al incremento en el nivel de liquidez del sistema financiero. Esta tendencia es similar a la de la anterior gestión, exceptuando los meses de abril y mayo 2011. (Gráfico II.16.)

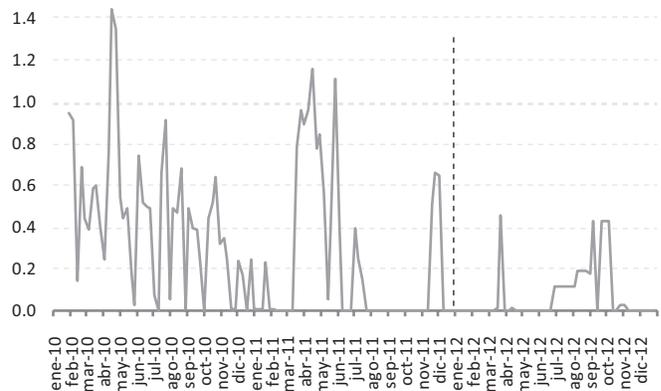
El perfil de vencimientos de largo plazo del saldo de valores con fines de política fiscal, muestra una distribución homogénea a lo largo del tiempo, con excepción de períodos puntuales. Por ejemplo en 2013 se observa una concentración importante de vencimientos principalmente en MN en el segundo semestre del año, también en los años 2019, 2024, 2030 y 2040-2041, con vencimientos denominados en MN, por mencionar los más importantes. Debido a

Gráfico II.14. Demanda efectiva de valores TGN para fines de política fiscal
(Millones de Bolivianos)



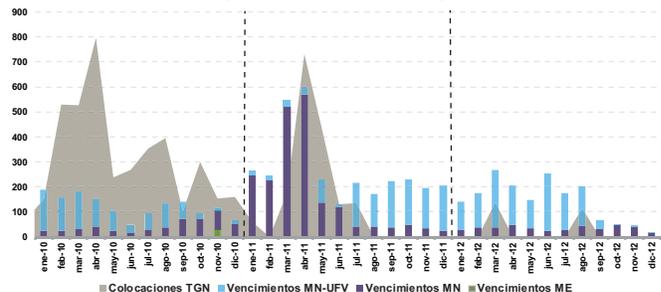
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.15. Ratio de demanda efectiva a oferta de valores TGN para fines de política fiscal



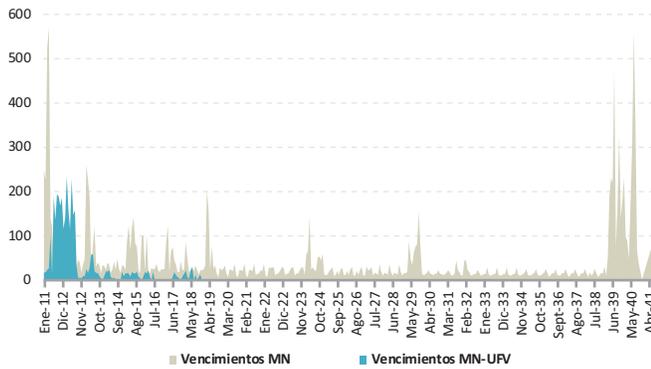
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.16. Adjudicación y vencimiento de valores con fines de política fiscal
(Millones de Bolivianos)



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

Gráfico II.17. Vencimientos TGN
(Millones de bolivianos)

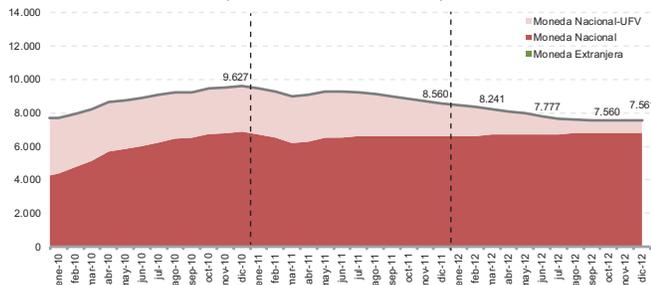


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Los vencimientos están valorados al tipo de cambio del programa monetario (UFV 1.76468)

que no es posible conocer el comportamiento de los ciclos económicos, a los que la economía puede estar sujeta, una estrategia de endeudamiento óptima debe considerar un flujo de vencimientos constantes a lo largo del tiempo, desde una perspectiva intergeneracional (Gráfico II.17).

El saldo de valores TGN para fines de política fiscal cerró la gestión en Bs7.561 millones, cifra inferior en Bs999 millones respecto al cierre de 2011 (Bs8.560 millones). El 90% del saldo de financiamiento público interno esta denominado en MN y el restante en UFV. Al cierre de la gestión, no existe saldo de títulos en ME.²⁸ Esta dinámica fue consistente con la política del TGN de reducir los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés para consolidar una estructura de deuda interna adecuada y, al mismo tiempo, profundizar el uso de la MN en el mercado financiero (Gráfico II.18).

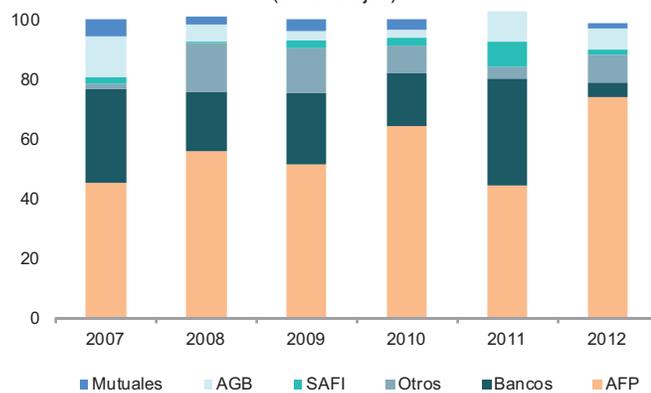
Gráfico II.18. Saldo de valores para fines de política fiscal
(Millones de Bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Los vencimientos están valorados al tipo de cambio del programa monetario (UFV 1.76468)

En 2012 la evolución del saldo por acreedor se caracterizó por una mayor participación de las AFP, en contraste con la de los bancos comerciales. En este sentido entre 2011 y 2012 la participación de las AFP en el saldo, subió 29 puntos porcentuales (pp), mientras que los bancos bajaron su participación en 31pp, teniendo la participación más baja en estos últimos años. Asimismo, las Agencias de Bolsa y las SAFI disminuyeron su participación en 3 y 6 pp, respectivamente. (Gráfico II.19).

Gráfico II.19. Saldo por acreedor de valores TGN para política fiscal
(Porcentajes)



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

El financiamiento interno del TGN a través de la subasta pública administrada por el BCB presentó mejores condiciones comparando con gestiones previas. El costo efectivo del financiamiento se redujo con la caída de la tasa de rendimiento en todos los plazos, especialmente con la caída en los valores a 30 años que bajó 12pb respecto al último dato de 13 de julio 2011 (Gráfico II.20).

II.3 Otras Operaciones

II.3.1 Operaciones de Reporto en el BCB

Los reportos se constituyen en uno de los instrumentos más importantes del ente emisor para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Este mecanismo

28 Desde noviembre 2010 no existe saldo en moneda extranjera

consiste en la compra de valores públicos por parte del BCB a entidades habilitadas²⁹ con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo pactado (no mayor a 15 días). Estas operaciones se efectúan mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de mesa de dinero a tasas penalizadas. El COMA determina la tasa premio base y su oferta diaria, enviando señales al mercado respecto a la percepción del BCB sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo.

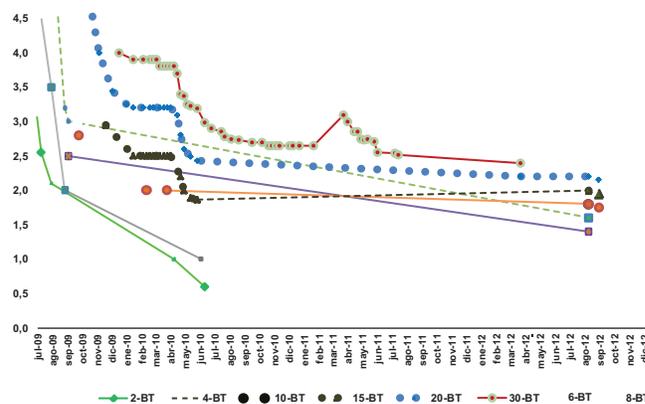
Con el propósito de que la regulación de la liquidez no descansa únicamente en la subasta de títulos y cumpliendo con su objetivo de “prestamista de última instancia”, el BCB mantuvo su tasa de reporto en MN como “techo” del mercado monetario. De esta manera, la tasa base cerró la gestión en 4,0%, misma que la gestión anterior. (Gráfico II.21).

En la presente gestión no se efectuaron operaciones, esto debido a que la liquidez se mantuvo elevada durante toda la gestión.

La demanda de recursos de corto plazo en ME fue nula por cuarto año consecutivo. Cabe acotar que desde el mes de septiembre de 2011, el BCB eliminó su oferta de títulos en ME. Consecuentemente, dado que el Banco Central únicamente admite valores públicos como colaterales en esta ventanilla y toda vez que tanto el TGN como el BCB no tienen saldos vigentes denominados en ME, las entidades todavía podrían recurrir con valores en MN y requerir ME (reporto cruzado), aunque esto signifique un costo adicional relacionado al diferencial cambiario.

Respecto a la tasa base de reporto en ME, la misma se redujo en 475pb en el mes de abril, finalizando la gestión en 4%, con el fin de mantener la estabilidad financiera y permitir que las entidades de intermediación financiera, que así lo requieran, puedan conseguir liquidez de corto plazo en ME de forma ágil y a un costo razonable.

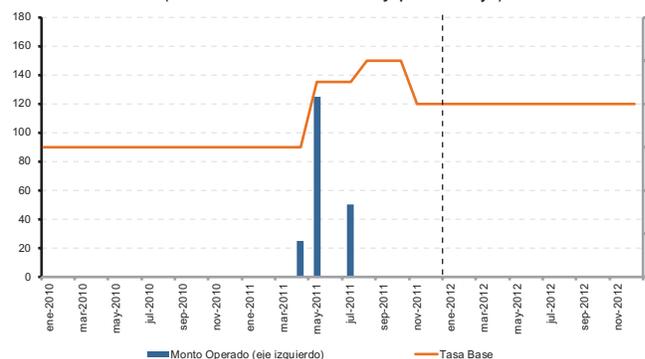
Gráfico II.20. Tasas de rendimiento TGN (Porcentaje)



Plazo	Último dato (%)	Fecha	Variación (en pb)		
			Anterior obs.	2011 (última obs.)	2010 (última obs.)
4 años MN	1,00	02-06-10	-100	n.d	0
6 años MN	1,40	08-08-12	-110	n.d	n.d
8 años MN	1,60	08-08-12	-140	n.d	n.d
10 años MN	1,75	29-08-12	-5	n.d	-25
15 años MN	1,95	29-08-12	-5	n.d	8
20 años MN	2,15	29-08-12	-5	n.d	-28
30 años MN	2,40	21-03-12	-12	-12	-25

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

Gráfico II.21. Operaciones de Reporto en MN (Millones de bolivianos y porcentaje)



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

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

II.3.2 Operaciones del Fondo de requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL)

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

La creación del Fondo RAL ha permitido desarrollar un instrumento ágil de obtención de liquidez para el sistema financiero, mediante el otorgamiento de créditos en MN y ME garantizados por los activos que mantiene la entidad en el Fondo respectivo. El objetivo de este instrumento es proporcionar liquidez de corto plazo para requerimientos imprevistos del sistema financiero. De acuerdo con las normas en vigencia, los agentes pueden hacer uso de este instrumento en dos tramos:

- i. En el primero, la entidad puede solicitar un monto igual o menor al 40% de sus activos en el Fondo; es de acceso automático y con plazo de hasta 7 días renovables.³⁰ Su tasa de interés es 150pb más alta que la tasa base de reporto para cada denominación.
- ii. En el segundo tramo, la entidad puede obtener recursos adicionales equivalentes al 30% de sus activos en el Fondo, requiere de una solicitud justificada y el plazo del crédito no puede extenderse a más de 7 días continuos o 10 días discontinuos durante dos periodos seguidos de cómputo de encaje. Este tramo tiene un costo adicional de 50pb respecto al primer tramo.³¹

Durante la gestión, las operaciones de créditos de

³⁰ Adicionalmente, es importante destacar que las entidades financieras pueden utilizar hasta el 95% de su Fondo RAL en cada denominación monetaria para determinar su límite de posición multilateral neta deudora, máximo importe deudor que pueden tener durante un ciclo de compensación, en las Cámaras de Compensación en las que participan. El porcentaje del Fondo comprometido en la determinación de este límite no puede ser colateral de ningún otro crédito de liquidez. Este instrumento, se denomina Crédito de Liquidez para la Liquidación de Cámaras.

³¹ El diferencial de tasas responde a la imposibilidad del BCB de definir con exactitud y antelación los montos requeridos por los agentes, lo que eventualmente le significaría perder cierto control de la oferta monetaria a través de su ventanilla de liquidez. Por tanto, el mayor costo de acceso tiende a restringir el uso de este mecanismo a sólo situaciones no previstas, induciendo a los agentes a tener un mejor manejo de su tesorería.

liquidez en MN con garantía al Fondo RAL ascendieron a Bs1,8 millones, Bs300 mil menos que la gestión 2011. En la presente gestión, la totalidad de los créditos con garantía al Fondo RAL se efectuó en el primer tramo y con una tasa promedio de 5,5% y un plazo promedio de 4 días. (Gráfico II.22).

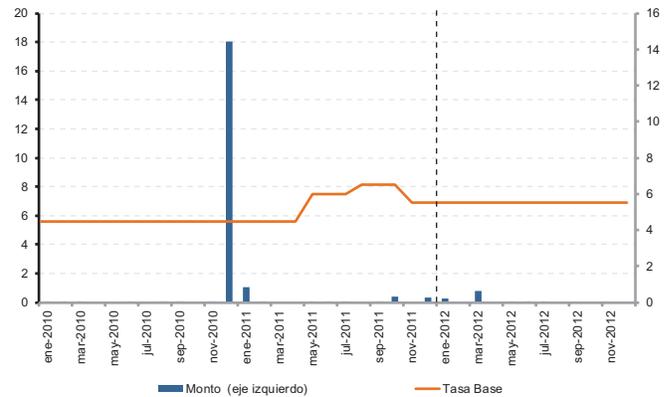
Por su parte, la demanda de créditos de liquidez con garantía al Fondo RAL en ME ascendió a \$us10 millones y su plazo fue 6 días promedio. El motivo detrás del aumento en la necesidad de créditos con garantía en Fondo RAL, fue la modificación de la Base de Encaje Adicional en ME (BEA-ME) y la consecuente necesidad por dinero en esta denominación. Se puede apreciar que los créditos se requirieron en abril, agosto y diciembre, fechas que coinciden con las modificaciones en la BEA-ME (Gráfico II.23).

II.3.3 Servicio restringido y extendido de depósitos en ME

El Servicio Restringido de Depósitos en moneda extranjera (SRD-ME) fue diseñado para aceptar depósitos remunerados de las entidades bancarias, a través de un mecanismo de subasta competitiva hasta un monto de \$us50 millones y un plazo máximo de 7 días. El Servicio Extendido de Depósitos en Moneda Extranjera (SED-ME) es una facilidad de depósito hasta un monto conjunto de \$us250 millones en depósitos colocados a un plazo máximo de 56 días y en el que el ente emisor acepta depósitos remunerados de entidades bancarias que mantienen en él cuentas corrientes y de encaje.

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

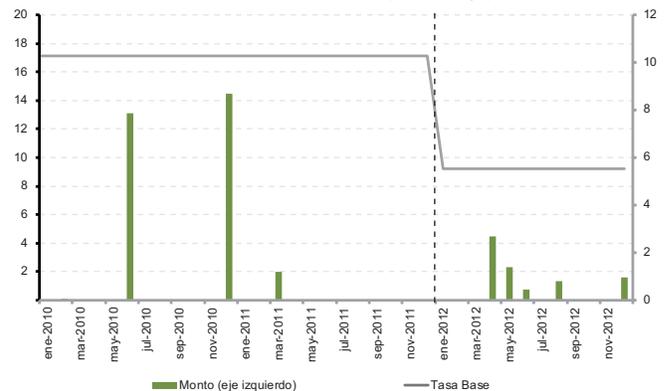
Gráfico II.22. Créditos de liquidez en MN con garantía al Fondo RAL
(Miles de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.23. Créditos de liquidez en ME con garantía al Fondo RAL
(Millones de dólares y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

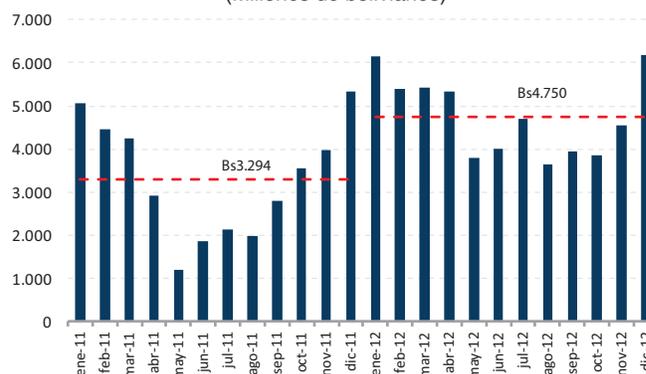
III. El mercado monetario

En 2012, el volumen transado en el mercado monetario en MN mostró un incremento de 32%. Este incremento se explica por el aumento de las operaciones de reporto de la BBV, especialmente aquellas operaciones entre 31 y 45 días plazo, que tuvieron un incremento de 81% respecto al año 2011. Gracias a las políticas de bolivianización, el mercado monetario en ME continuó estrechándose. Las operaciones en UFV tuvieron un decrecimiento de 38%, siendo mayor en el segundo semestre del año, como consecuencia de la eliminación de la oferta de títulos en esta denominación por parte de la autoridad monetaria.

Se entiende como mercado monetario a las operaciones de corto plazo efectuadas en el mercado interbancario, en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y de reporto realizadas por el BCB. Si bien, se considera como operaciones de corto plazo aquellas con vencimiento inferior a un año, en esta sección del informe se concentra en operaciones interbancarias hasta 30 días plazo y operaciones de la BBV hasta 45 días plazo. Esta diferenciación se realiza básicamente considerando que cada una de estas operaciones presenta un objetivo distinto, mientras las primeras son básicamente para resolver problemas de liquidez, las segundas tienen como objetivo rentabilizaciones de corto plazo y se consideran buenos indicadores de las expectativas del mercado en el corto plazo.

Los movimientos del mercado monetario están estrechamente ligados a la evolución de la liquidez. Durante el 2012, el nivel de liquidez en MN mostró un incremento debido a mayores ingresos como consecuencia de un buen desempeño macroeconómico y también al incremento del volumen de depósitos en el sistema financiero. Los movimientos de la liquidez

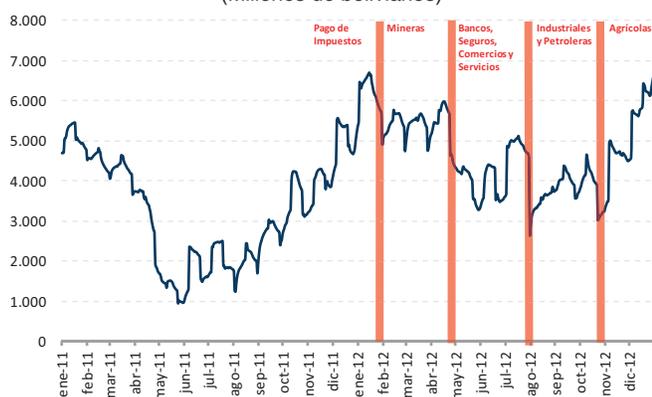
Gráfico III.1.a Excedente de Encaje Legal en MN del Sistema Financiero Consolidado
(Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

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

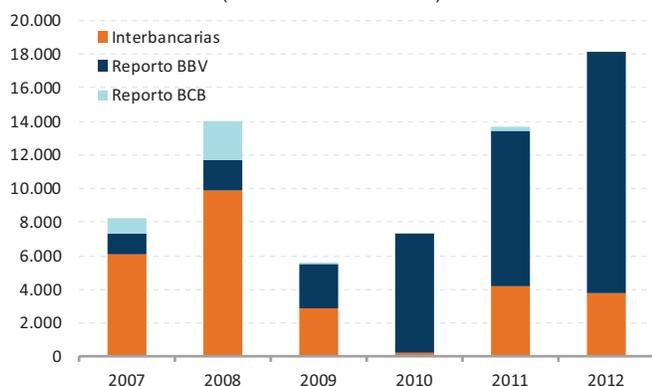


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

estuvieron fuertemente influenciados por el pago de obligaciones tributarias estacionales en enero, abril, agosto y octubre, como también por factores estacionales típicos de fin de año, que justifican el incremento observado hacia finales del año (Gráfico III.1.b).

El volumen transado en el mercado monetario en MN mostró un importante crecimiento (32% respecto a 2011) (Gráfico III.2). Este incremento es explicado principalmente por el aumento del monto operado en operaciones de reporto de la BBV, mientras que el monto de operaciones interbancarias mostró un ligero decrecimiento respecto al año pasado. Durante el 2012, debido al nivel de liquidez en MN, no se registraron operaciones de reporto con el BCB.

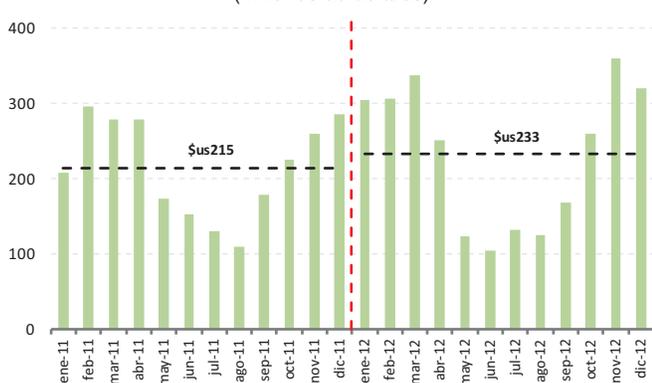
Gráfico III.2. Monto operado en el Mercado Monetario en MN
(Millones de bolivianos)



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

Con relación a la liquidez en ME, se puede mencionar que esta estuvo influenciada por dos hechos: Primero, la Modificación al Reglamento de Encaje Legal³² que estableció la ampliación de la base de Encaje Adicional en ME en abril, agosto y diciembre, lo que provocó considerables caídas en los niveles de liquidez en esta denominación (Gráfico III.3.b). Segundo, hacia finales de octubre y comienzos de noviembre, el mercado monetario estuvo influenciado por la emisión de los bonos soberanos y el apetito de los inversores por estos activos, lo que generó un aumento en la liquidez en esta denominación.

Gráfico III.3.a Excedente de Encaje Legal en ME del Sistema Financiero Consolidado
(Millones de dólares)



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

32 R.D. N° 007/2012.

En línea con el proceso de bolivianización, el mercado monetario en ME continuó su estrechamiento (Gráfico III.4). El presente año se observaron disminuciones tanto en operaciones interbancarias como en operaciones de reporto de la BBV, siendo estas últimas las que presentaron una mayor reducción. El año 2012, no se requirió operaciones de reporto por parte del Banco Central.

III.1 El mercado interbancario

Las operaciones interbancarias están constituidas por la captación/colocación de fondos entre entidades de intermediación financiera con plazo de emisión menor o igual a treinta días calendario. El objeto de estas operaciones es satisfacer necesidades de liquidez de carácter transitorio. En este mercado se realizan operaciones ligadas al manejo de tesorería de los bancos *i.e.* destinadas a cubrir requerimientos de encaje legal, inversiones de corto plazo de excedentes temporales, cobertura de retiros de clientes y operaciones de clientes institucionales (agencias de bolsa y sociedades administradoras de fondos de inversión).

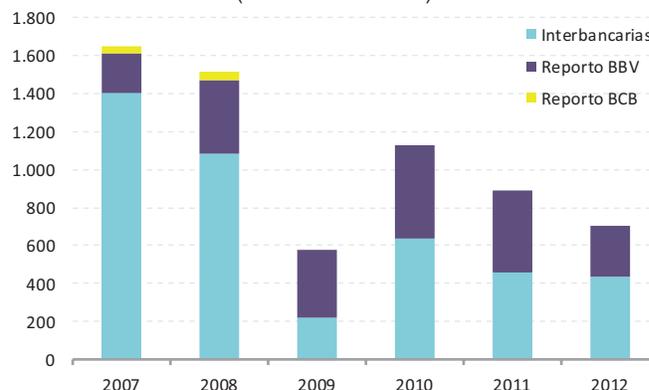
Durante 2012, el volumen de operaciones interbancarias en MN alcanzó a Bs3.799 millones, monto inferior en Bs356 millones respecto al registrado en 2011 (Gráfico III.5). La disminución del monto operado en este tipo de operaciones se debió a un mayor nivel de liquidez en el mercado en MN, especialmente durante el primer cuatrimestre del año. Posteriormente, las operaciones interbancarias estuvieron determinadas por necesidades de liquidez estacionales (Gráfico III.6).

Gráfico III.3.b Excedente de Encaje Legal en ME del Sistema Financiero Consolidado
(Millones de dólares)



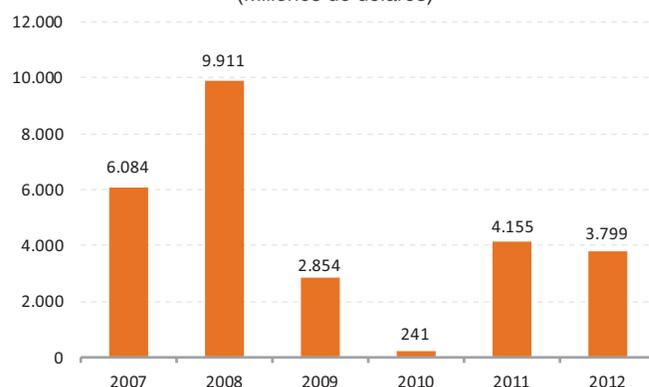
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico III.4. Monto operado en el Mercado Monetario en ME
(Millones de dólares)



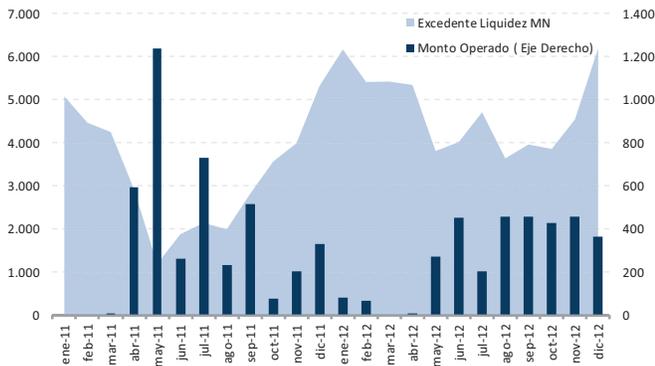
FUENTE: Bolsa Boliviana de Valores y Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico III.5. Monto de Operaciones Interbancarias en MN
(Millones de dólares)



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

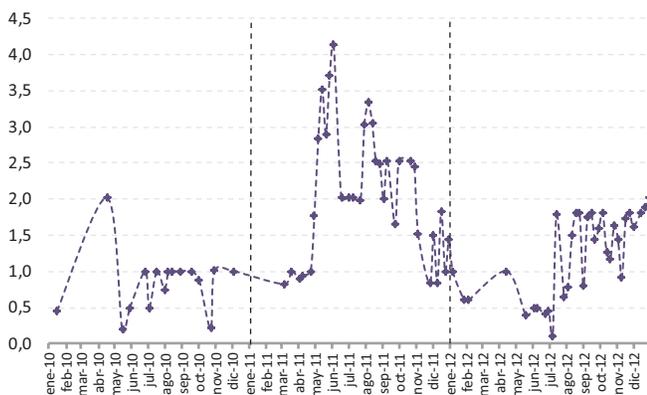
Gráfico III.6. Monto de Operaciones Interbancarias y Liquidez en MN (Millones de dólares)



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

La tasa interbancaria en MN concluyó la gestión en 2.02%, lo que implica un incremento interanual de 59pb respecto a diciembre del año pasado (Gráfico III.7). Durante el año, el aumento en la liquidez en MN generó que durante el primer cuatrimestre sean mínimas las necesidades operaciones interbancarias, lo que en definitiva significó bajas tasas pactadas. Posteriormente, la tasa osciló al nivel con el cual terminó el 2011, principalmente debido a necesidades estacionales de liquidez. Hacia finales de la gestión, la tasa repuntó ligeramente debido a factores estacionales típicos de fin de año.

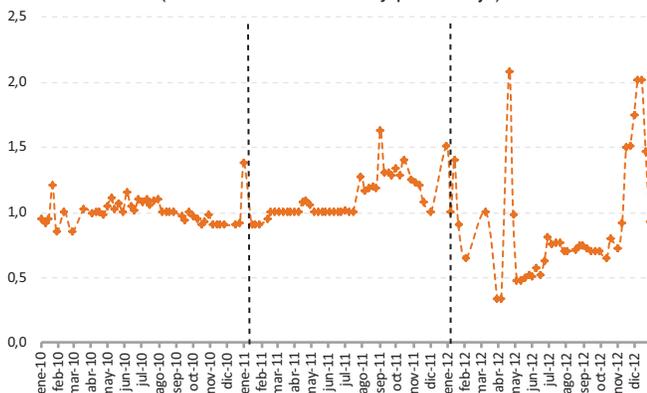
Gráfico III.7. Tasa pactada en el Mercado Interbancario en MN (Porcentaje)



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

El monto de operaciones interbancarias en ME sumaron \$us438 millones (\$us19 millones menos que en 2011). Por su parte, la tasa interbancaria mostró una tendencia estable (entorno al 0,7%), aunque presentó un importante incremento (superior a 2%) como consecuencia de la ampliación en la Base de Encaje Adicional en ME a mediados de abril. La tasa interbancaria alcanzó un valor de 1,19% al finalizar el año, mostrando un ligero incremento al finalizar el año como consecuencia de las operaciones de un banco que tomó prestado a tasas más elevadas, debido a su deseo por ME, sin la presencia de dicho banco, la tasa presenta un ligero incremento a fin de año, pero inferior al 1,5% (Gráfico III.9).

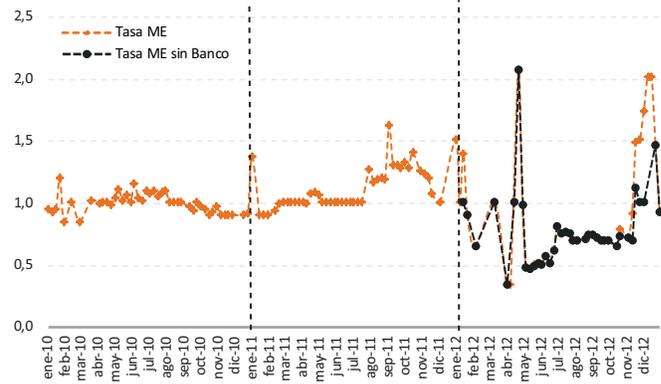
Gráfico III.8. Tasa del mercado interbancario en ME (Millones de bolivianos y porcentaje)



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

A pesar de esto, la variación interanual de la tasa interbancaria en ME fue negativa en 29pb (Gráfico III.8). Como consecuencia de las modificación en la Base de Encaje Adicional en ME y de la venta de bonos soberanos se observaron aumentos sobre la volatilidad de la tasa interbancaria en esta denominación (Gráfico III.10). Al respecto, conviene apuntar que la autoridad monetaria monitorea permanentemente el comportamiento de los distintos mercados con el objetivo de tomar decisiones oportunas orientadas para que el financiamiento fluya de manera continua y sin cambios traumáticos que afecten el normal desempeño de los mercados.

Gráfico III.9. Tasa del mercado interbancario en ME con y sin el banco que movió la tasa a fin de año
(Millones de bolivianos y porcentaje)



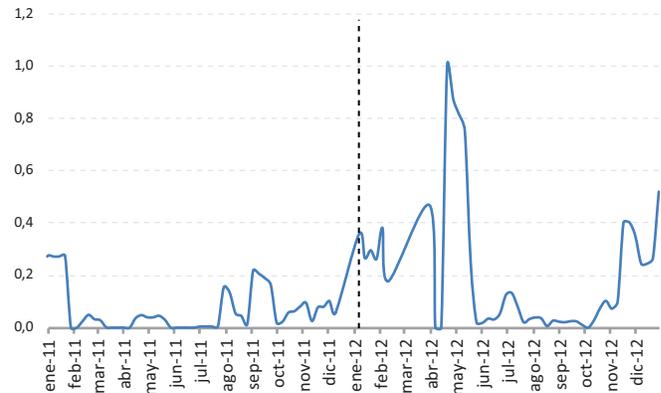
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

III.2 Operaciones de reporto en la BBV

Las operaciones de reporto en MN de la BBV mostraron un aumento significativo durante la presente gestión llegando a Bs14.297 millones, lo que implica un crecimiento de Bs5.007 millones, respecto a la gestión anterior.

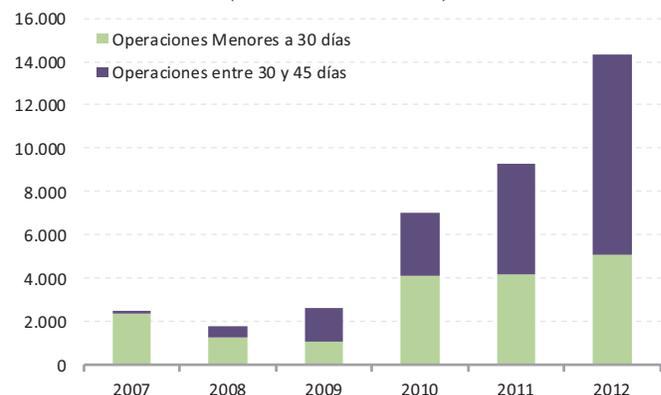
Se puede evidenciar una recomposición en el tipo de operaciones hacia operaciones entre 31 y 45 días plazo, las operaciones comprendidas en estos plazos crecieron 81% alcanzando un valor de Bs9.213 millones (Gráfico III.11). Cabe destacar que el crecimiento de las operaciones entre estos plazos se produce a partir de 2009 y coincide con el periodo en el que la orientación de la política monetaria inyectó importantes volúmenes de liquidez con objeto de atenuar el impacto de la crisis financiera internacional sobre el mercado interno.

Gráfico III.10. Volatilidad de la tasa Interbancaria en ME
(Puntos Básicos)



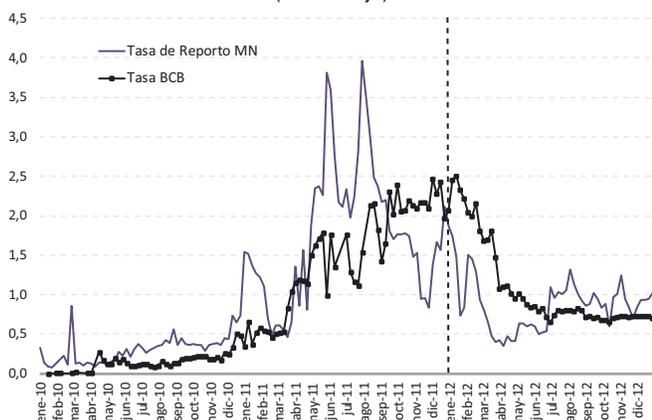
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico III.11. Mercado de reportos en MN
(Millones de bolivianos)



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

Gráfico III.12. Tasa de reporto en la BBV en MN y tasa BCB (Porcentaje)

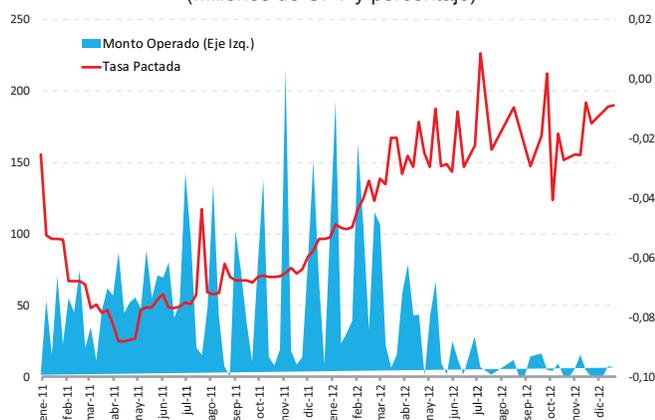


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Las operaciones de reporto hasta 30 días plazo también mostraron un incremento de Bs873 millones, llegando en la gestión a Bs5.084 millones.

La tasa pactada en el mercado de reporto de la BBV concluyó la gestión en 1,02%, 86 pb por debajo del valor registrado en 2011. Cabe destacar que durante el primer semestre del año la tasa pactada presentó un importante descenso en respuesta a las acciones de política realizadas por el BCB, que significaron una reducción de la tasa de adjudicación. Sin embargo, el segundo semestre la tasa de adjudicación se mantuvo estable alrededor de 0,7% y la tasa de reporto presentó un ligero incremento.

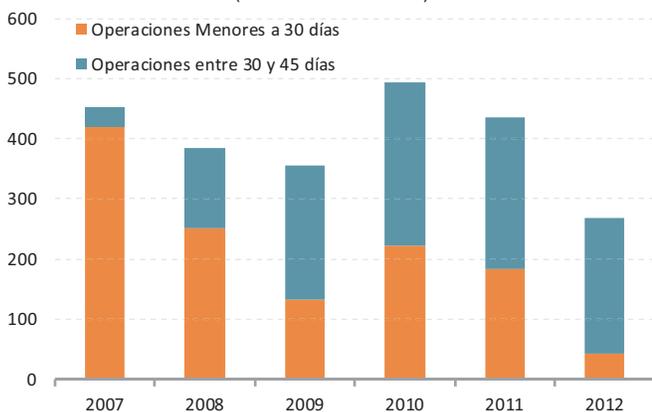
Gráfico III.13. Mercado de reporto en MU (Millones de UFV y porcentaje)



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

El monto operado en operaciones de reporto en UFV alcanzó a UFV1.470 millones, implicando una disminución del 50% respecto al monto operado en la gestión anterior (UFV 2.970), este hecho es explicado por la decisión de la autoridad monetaria de suspender la oferta en esta denominación en el mes de abril (semana 16) y la consecuente disminución de los saldos, además, de la convergencia de la inflación al nivel proyectado por el Banco Central. Así, la tasa de operaciones de reporto en UFV terminó el año en 0,89%, mostrando un comportamiento creciente durante la gestión.

Gráfico III.14. Mercado de reporto en ME (Millones de dólares)



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

Las operaciones de reporto en ME sumaron \$us268 millones, monto inferior en \$us167 millones al registrado el año 2011. Esta caída obedece a la mayor intermediación en MN y a la decisión del BCB de retirar la oferta en ME para favorecer las colocaciones en MN, con lo cual varias agencias de bolsa disminuyeron sus operaciones con valores públicos debido a la disminución de colaterales que garantizan las operaciones.

La tasa de reporto en ME tuvo un comportamiento estable y osciló entorno al 1%, terminado el año en 1,02%. Durante la gestión se observó una caída de la tasa pactada durante el primer semestre, siendo esta 0,49% en mayo y 0,57% en junio; el segundo semestre la tasa repuntó, sin embargo rara vez se superó el 1,1%.

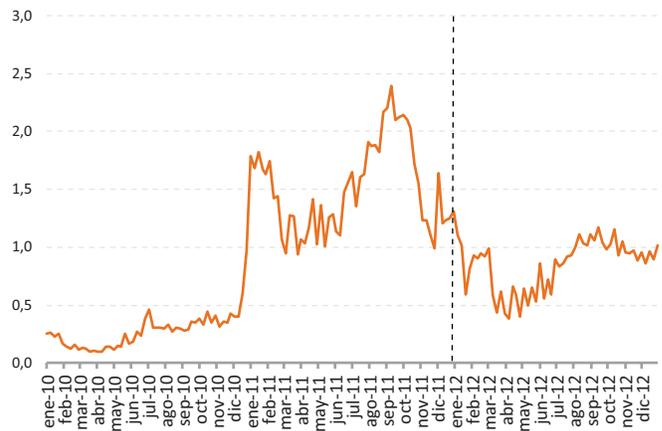
III.3 La Tasa de adjudicación del BCB como indicador líder del Mercado Monetario

La tasa de adjudicación de valores públicos del BCB constituye un indicador líder³³ en el Mercado Monetario en MN, dado que su comportamiento determina el curso del mercado monetario. Considerando que las operaciones de títulos por parte del BCB para fines de política monetaria tienen como plazo máximo 2 años,³⁴ es posible observar un seguimiento muy estrecho entre las tasas de adjudicación del BCB y las tasas para operaciones de compra y venta de la BBV menores a 728 días (Gráfico III.16)³⁵. Este hecho es importante en la medida que muestra la reacción del mercado ante las acciones de política que toma el Banco Central.

Por otro lado, las operaciones mayores a 728 días, son marcadas por las adjudicaciones con valores para fines fiscales que tienen plazos superiores a un año. Durante la presente gestión considerando el bajo nivel de adjudicaciones de valores del TGN, consecuencia del superávit fiscal y la emisión de bonos soberanos se puede observar cierto desfase entre las tasas de adjudicación del TGN y las operaciones en la BBV.

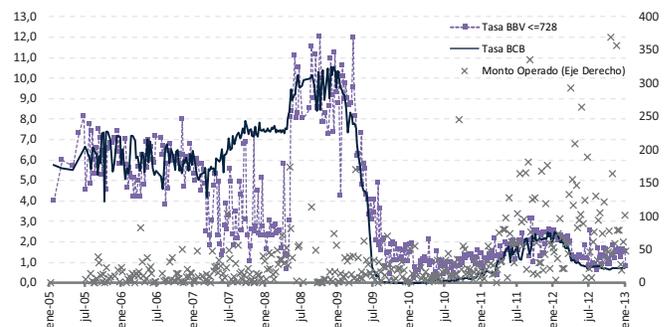
Es importante remarcar que el Banco Central tiene un importante rol dentro del mercado monetario y que las acciones emprendidas por la autoridad monetaria tiene efectos directos sobre dicho mercado en el corto plazo, que es el espacio temporal que a la autoridad monetaria le interesa intervenir. Sin embargo, es importante considerar que la adjudicación de valores por parte del TGN no solo constituye un medio de financiamiento, también constituyen una herramienta de señalización de mediano plazo, que tiene especial énfasis en la estructura inter-temporal de tasas.

Gráfico III.15. Tasa de reporto en MN (Porcentaje)



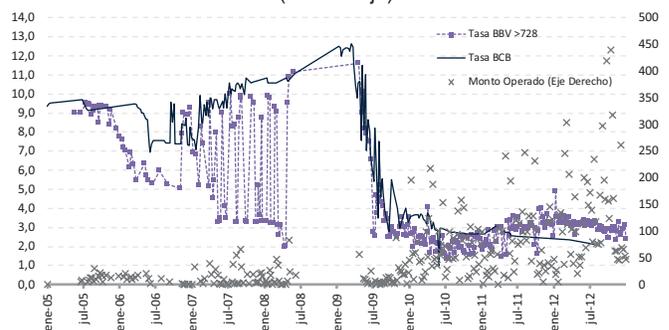
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico III.16. Tasa de adjudicación BCB y Tasas de Compra-Venta BBV en MN Operaciones menores a 2 años (Porcentaje)



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

Gráfico III.17. Tasa de adjudicación BCB y Tasas de Compra-Venta BBV en MN Operaciones mayores a 2 años (Porcentaje)



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

33 "Indicador Líder" es aquel que cambia antes que el mercado empiece a seguir cierto patrón y permite predecir su comportamiento en el corto plazo.
34 La oferta de valores a 728 días se suspendió en 22 de junio de 2012.
35 Sin considerar operaciones de cruce.