

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

La Ley del Banco Central de Bolivia le da el mandato principal de procurar la estabilidad del poder adquisitivo interno de la moneda nacional, teniendo en cuenta la política económica del Gobierno. En este marco, el BCB define y ejecuta la política monetaria con operaciones autorizadas por Ley como las de emitir, colocar y adquirir títulos valores, y realizar otras operaciones de mercado abierto (1).

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA's) constituyen el instrumento más importante a disposición del Banco Central de Bolivia para alcanzar su objetivo. Consisten en la compra y venta de títulos valor emitidos por el Tesoro General de la Nación o por el propio Instituto Emisor. Cuando el BCB vende esos títulos valor recoge liquidez del público, en bolivianos o en dólares y contrae el Crédito Interno Neto. Simétricamente, cuando redime o compra esos títulos valor aumenta la liquidez del público, y expande el Crédito Interno Neto. Las OMA's coadyuvan a alcanzar la meta de crédito interno compatible con los objetivos globales de equilibrio interno (crecimiento monetario compatible, con crecimiento de la economía e inflación esperadas). Las Operaciones de Mercado Abierto deben también contribuir a estabilizar las tasas de interés de corto plazo. A más largo plazo, a través de las Operaciones de Mercado Abierto, se profundizará el mercado de dinero y se inducirá a la expansión del mercado de capitales.

Las OMA's tienen una larga trayectoria en la historia de los bancos centrales con algunos casos como el Banco de Inglaterra, de más de dos siglos. En nuestro país, su inicio se remonta al año 1987 con la primera emisión de Certificados de Depósito (CD's) por parte del BCB. Antes de ello, el Banco influía en la liquidez de la economía a través del crédito interno directo al sector público y al sistema financiero. Las Operaciones de Mercado Abierto en los últimos años han evolucionado, incrementándose el número de instrumentos y la forma de administración de la política.

Por otra parte, para mejorar la administración de la política de Operaciones de Mercado Abierto se emplea desde 1996 instrumentos como: (1) la proyección diaria y semanal de liquidez del sistema financiero; (2) el contacto diario con los principales agentes del sistema financiero involucrados en las Operaciones de Mercado Abierto con el fin de facilitar el flujo de información entre el sistema financiero y el BCB; y (3) el establecimiento del Sistema de Información de Operaciones de Mercado Abierto (SIOMA), como un medio efectivo para facilitar información de OMA's y operaciones de compensación y cancelación, y a más largo plazo, de custodia de títulos valor.

TÍTULOS VALOR UTILIZADOS EN LAS OMA's

Certificados de Depósito (CD's)

Los Certificados de Depósito del BCB fueron los primeros instrumentos de OMA's. La primera emisión se efectuó en el año 1987, con la colocación de estos títulos a diferentes plazos en las tres monedas (Moneda Nacional - MN, Moneda Extranjera - ME, y Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor - MV). El objetivo principal de la emisión de los CD's fue el de contar con un instrumento que permita regular la liquidez. Los plazos de los CD's cambiaron en marzo de 1989 de 30, 60, 90, 180 y 360 días, a 6, 13, 26, y 52 semanas; y en noviembre de 1989 a 4, 13, 26 y 51 semanas. A partir de diciembre de 1993, mes de inicio de la emisión de Letras del Tesoro C (LT's C), se mantuvo únicamente la emisión de CD's en el plazo de 4 semanas. En la actualidad, los CD's se emiten esporádicamente y casi exclusivamente en MN.

Letras de Tesorería (LT's)

A partir del mes de diciembre de 1993, según lo determinado en el D.S. 23380 de 29 de diciembre de 1992, el Tesoro General de la Nación comenzó a emitir las Letras de Tesorería (denominadas LT's C o LT's TGN), con el fin de financiar sus requerimientos temporales de liquidez, con diferentes plazos y en las tres monedas (MN, ME, MV). Actualmente las LT's C se emiten en plazos de 13, 26, y 51 semanas. Adicionalmente, en moneda extranjera se emite a un plazo de 102 semanas. En febrero de 1996 se dejó de emitir LT's con mantenimiento de valor y las LT's C a 51 semanas se emiten a partir de septiembre de 1997.

En el marco definido por el mencionado Decreto Supremo, se crearon otras tres clases de Letras de Tesorería. LT's A a 100 años y tasa de interés anual inicialmente fijada en 2,45%; Letras B en ME y MN, con vencimientos cortos y tasas de interés similares a las de CD's, destinadas al pago de obligaciones que el Estado mantenía con el Banco Central de Bolivia y a la recapitalización del mismo; y Letras C para la emisión primaria al público. Con el respaldo de uno de estos tres tipos de letras, LT's B en ME y MN, el Instituto Emisor inició en noviembre de 1995, la colocación de LT's en el mercado. El BCB coloca pues, LT's B de su propia cartera y LT's C por cuenta del Tesoro General de la Nación.

Otros títulos

El Tesoro General de la Nación emite Bonos del Tesoro (BT's), a partir de la gestión 1994, principalmente para el pago de deuda interna, en diversos plazos y monedas. Los BT's se diferencian de las LT's C en dos sentidos. Primero, se emiten con vencimiento a más largo plazo. Segundo, a diferencia de las LT's que son transadas a descuento, los BT's pagan un cupón. Ninguna de las emisiones fue efectuada con la participación del Banco Central de Bolivia. Sin embargo, éste acepta BT's de oferta pública para algunas OMA's. El BCB también ha efectuado Operaciones de Mercado Abierto con su cartera de BT's.

LA MECÁNICA DE LAS OMA's

La colocación de títulos

Los títulos públicos (CD's y LT's) se colocan semanalmente en subasta pública competitiva. Cada viernes, excepto cuando hay un feriado que cae en ese día, el BCB publica el detalle de la oferta pública de títulos valor para la subasta a efectuarse el miércoles siguiente a la publicación. Los agentes financieros autorizados, interesados en la compra de títulos, presentan el día de la subasta la solicitud respectiva, especificando la cantidad, moneda y plazo requeridos así como la tasa de descuento deseada para la inversión.

Con frecuencia, los títulos valor que no se pueden colocar en la subasta competitiva, se los ofrece en la Mesa de Dinero, a tasa de descuento conocida pero sustancialmente inferior a la tasa de descuento de los títulos públicos adjudicados en dicha subasta. Generalmente, la Mesa de Dinero realiza operaciones de compra y venta de títulos y reportos con los agentes autorizados, en función de los objetivos definidos por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) y con tasas, monedas y montos determinados semanalmente por éste.

Cabe mencionar que la importancia de la subasta competitiva en la colocación de títulos se ha visto incrementado, en los últimos años, en comparación a la participación de la Mesa de Dinero.

La Mesa de Dinero es también una importante fuente de información hacia y desde el sistema financiero, en lo que concierne a las OMA's. A través de ella se mantiene un contacto permanente con los principales agentes participantes de estas operaciones, ya sea mediante reuniones regulares, contacto telefónico o mediante la presencia diaria de un funcionario de la Mesa de Dinero en el ruedo de la Bolsa Boliviana de Valores.

El mecanismo de adjudicación es el llamado "Americano" que consiste en que cada comprador, si su oferta es aceptada, se lleva el título con el descuento, lo que desde otro ángulo, es el precio que él mismo propone. Las propuestas se ordenan por tasas de descuento de menor a mayor hasta una tasa de referencia, que no es conocida por los postores, a partir de la cual el BCB se reserva el derecho de no colocar ningún título, aún existiendo un saldo disponible. Puesto que el precio de un título tiene una relación inversa con la tasa de descuento, se puede decir también que las propuestas se ordenan por precio, esta vez de mayor a menor. Por debajo de un precio de referencia, el Banco Central de Bolivia se reserva el derecho de rechazar ofertas.

La colocación neta de títulos por el BCB tiene efectos en la liquidez del sistema bancario y eventualmente en las tasas de interés. En tanto, la colocación de títulos por parte del TGN puede no tener ningún efecto monetario, debido a que los recursos captados por el Tesoro General de la Nación normalmente se destinan al financiamiento de gastos del sector público.

El carácter competitivo de la colocación de estos títulos públicos permite asimismo al BCB obtener importante información del estado del mercado y de sus expectativas. Al mismo tiempo, la provisión de títulos públicos, en varias monedas y en plazos diferentes, provee al mercado secundario diversidad de opciones financieras. En efecto, las LT's están entre los instrumentos más utilizados en la Bolsa Boliviana de Valores.

Redención

Vencido el plazo, el Banco Central de Bolivia, redime los títulos valor que ha colocado, pagando a sus tenedores el valor facial. Existe también la posibilidad de que los tenedores de títulos los rediman anticipadamente pero con una penalización que actualmente puede alcanzar un máximo de 100 puntos básicos, sobre el valor de los títulos ajustado por el tiempo transcurrido entre la emisión y la fecha en que se pide la redención (en términos técnicos sobre el valor en curva).

El BCB, excepto para operaciones de reporto de muy corto plazo, a las que nos referiremos más adelante, no compra títulos valor para aumentar la liquidez, como lo pueden hacer otros bancos centrales. Las variaciones semanales en la liquidez surgen normalmente de la colocación neta de títulos públicos (y de los reportos), es decir de la colocación menos los vencimientos de la semana. Si la colocación neta es positiva habrá contracción de liquidez, en caso contrario se tendrá una expansión.

Reportos

Para operaciones de corto plazo, se recurre a los reportos, en los cuales el BCB (actuando como reportador) compra títulos a los agentes autorizados (reportado), con el compromiso de las partes de efectuar la operación inversa al cabo del plazo acordado a un precio definido al inicio de la operación. Todos los títulos valor públicos (en MN y ME) pueden ser utilizados por los agentes autorizados para efectuar reportos, incluyendo títulos valor colocados por el TGN sin la participación del BCB (como es el caso de los BT's).

Los reportos dan un acceso automático a liquidez a las entidades financieras autorizadas, por un plazo máximo de 15 días renovable, hasta montos predeterminados en bolivianos y en dólares. Las tasas de reporto proporcionan un techo a las tasas de interés de corto plazo, particularmente a los del mercado interbancario. Tienen también el mérito de comunicar al sistema financiero las intenciones de política monetaria del BCB. Por estas razones se espera que los reportos sean un estabilizador de las tasas de interés de corto plazo; lo serían también de las de largo plazo, en la medida en que éstas se ajusten a las primeras.

Otras operaciones de mercado abierto

Desde marzo de 1996, el Banco Central de Bolivia realiza operaciones "swaps de divisas", vinculadas a la compra de títulos públicos (CD's y LT's). El objetivo de estas operaciones es incentivar el uso de instrumentos financieros en moneda nacional y, en último término, contribuir a la remonetización de la economía. Estas operaciones consisten en un contrato de compra de dólares americanos realizado por el BCB a entidades financieras o particulares, a cambio de títulos valor en moneda nacional equivalentes al monto en dólares, con un pacto de reventa de los dólares a un plazo determinado (2), al tipo de cambio de venta de la fecha de compra del título. De esta manera, el agente se encontrará protegido contra una variación del tipo de cambio.

En las Operaciones de Mercado Abierto, se han utilizado también otros títulos valor, tales como los Certificados de Devolución de Depósitos (CDD's), emitidos después de la liquidación de los Bancos Sur y Cochabamba. Se emitirán próximamente CDD's para los depositantes del liquidado Banco Internacional de Desarrollo (BIDESA).

Adicionalmente, el BCB tiene previsto introducir nuevos productos para las OMA's como los swaps de monedas no vinculados a títulos públicos y los reportos en reverso, con los que se busca lograr un mayor y mejor control de la liquidez en la economía, en el corto plazo.

DEFINICIÓN DE LA POLÍTICA DE OMA

El Directorio del Instituto Emisor es el responsable de la determinación de políticas concernientes a las OMA's. Esta autoridad trimes-tralmente evalúa las Operaciones de Mercado Abierto, previa presentación de los informes de la Asesoría de Política Económica y de la Gerencia de Moneda y Crédito, y determina los lineamientos generales a los que se sujetarán las mismas en el período siguiente.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) es el responsable de aplicar los lineamientos relativos a OMA's definidos por el Directorio. El COMA se encuentra conformado por el Presidente del BCB, el Gerente General, el Asesor Principal de Política Económica, el Gerente de Moneda y Crédito y el Subgerente de Operaciones de Mercado Abierto y se reúne semanalmente. Finalmente, la Gerencia de Moneda y Crédito, a través de la Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto, es la encargada de ejecutar las OMA's, según las decisiones tomadas por el COMA y dentro de los márgenes de negociación autónoma que eventualmente fije este organismo de decisión.

Los determinaciones concernientes a la emisión de LT's para el financiamiento de necesidades temporales de liquidez del Tesoro General, está a cargo del Consejo de Administración de Letras de Tesorería (CALT), que, además de los miembros del COMA, cuenta con la participación de representantes del Tesoro General de la Nación. Las reuniones del CALT y del COMA se efectúan simultáneamente.

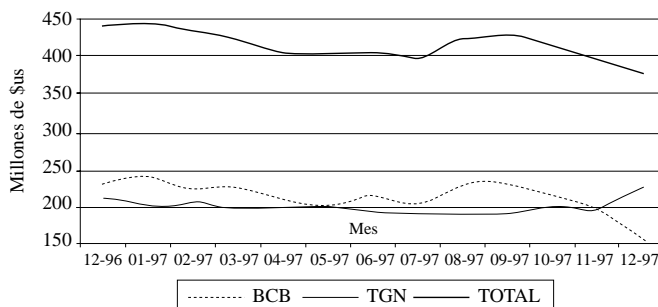
LAS OMA's EN EL AÑO 1997

Colocación DE CD's Y LT's

Se observa en el GRÁFICO N° 1 que con excepción del incremento entre julio y septiembre donde el saldo total de CD's y LT's pasa de 396 a 427 millones de dólares, la gestión 1997 muestra una tendencia decreciente de la emisión neta de estos títulos. En general, los saldos netos totales en 1997 se encontraron por debajo de los saldos observados en 1996. Durante el primer semestre de la gestión, la tendencia decreciente siguió los objetivos trazados por el COMA de disminución del stock de títulos públicos colocados por el BCB, en un ambiente de reservas internacionales crecientes y de control de las variables monetarias. El TGN, con un superávit fiscal para ese semestre, se limitó a renovar los vencimientos de las LT's C, a plazos más largos y casi exclusivamente en moneda extranjera.

En el segundo semestre, el objetivo del BCB fue de incrementar la emisión neta de títulos públicos, con el fin de controlar la emisión excesiva, causada en gran medida por el Bono Sol. Por su lado, el TGN empezó a efectuar colocaciones netas, con el fin de conseguir recursos financieros suficientes para sus necesidades de fin de año. Ambas políticas provocaron el incremento del saldo de títulos hasta el mes de septiembre. Sin embargo, debido a la menor liquidez del sistema financiero, a partir de ese mes, se generó una constante disminución del saldo de títulos públicos.

**GRÁFICO N° 1
SALDOS NETOS DE TÍTULOS PÚBLICOS**



La tendencia decreciente fue notoria en las colocaciones en moneda extranjera. No obstante el comportamiento un tanto irregular de las colocaciones en moneda nacional, el balance definitivo de la gestión muestra una reducción de la importancia relativa de los títulos públicos en moneda extranjera. Este hecho estaría relacionado con el crecimiento de los depósitos bancarios en moneda nacional.

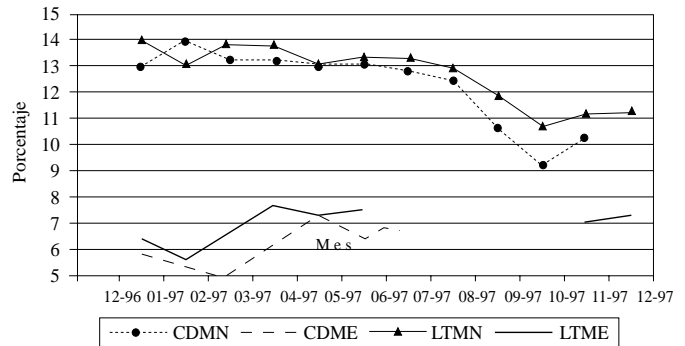
Si bien las necesidades de liquidez del Tesoro General de la Nación de los últimos meses implicaron una reducción del plazo promedio de sus colocaciones, la emisión de LT's en MN a un año por el Banco Central de Bolivia, la disminución (y temporal eliminación) de la colocación de CD's y la cuidadosa distribución por plazos de la oferta semanal (3), explican un plazo promedio significativamente mayor al final de 1997 que en 1996.

Como consecuencia de las diferencias en las políticas de colocaciones del TGN y del BCB, el saldo de deuda pública nominal del TGN se incrementa en \$us. 17 millones, y el del BCB, en cambio, desciende en más de \$us. 70 millones durante 1997.

Las anteriores características de política se reflejaron en una tendencia decreciente de las tasas de descuento de títulos públicos en moneda nacional. Las tasas de descuento en moneda nacional mantuvieron sus niveles de 1996 durante el primer semestre de 1997. Las tasas de descuento para títulos en moneda extranjera presentaron un patrón creciente, resultado de la escasez de liquidez en mone-

da extranjera durante los últimos meses del primer semestre prácticamente. En el segundo semestre, no se hicieron colocaciones netas en moneda extranjera, debido principalmente al efecto del Bono Sol, que motivó a algunas instituciones financieras a convertir liquidez de moneda extranjera a moneda nacional. La resultante mayor liquidez de moneda nacional hizo posible colocar deuda pública en esa moneda a tasas menores (ver GRÁFICO N° 2).

**GRÁFICO N° 2
TASA DE DESCUENTO EFECTIVAS**

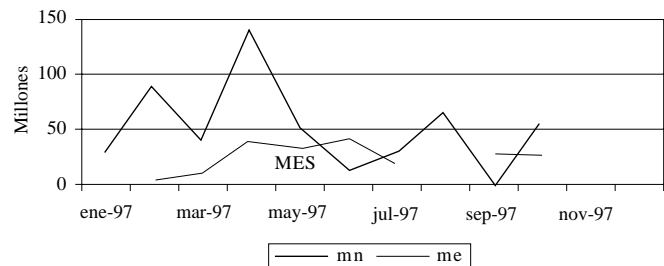


Reportos en el BCB

En 1997 se han efectuado reportos en ME por un total de 218 millones de dólares y en MN de 535 millones de bolivianos, concentrándose la actividad en ambas monedas en el segundo trimestre del año (Ver GRÁFICO N° 3).

A pesar que el valor nominal de los reportos efectuados es relativamente pequeño con relación a las operaciones totales efectuadas en el mercado monetario (alrededor del 10% del total), su efecto es significativo por la relación entre las tasas de reporto definidas semanalmente por el COMA y las tasas del mercado interbancario.

**GRÁFICO N° 3
OPERACIONES DE REPORTO
(M/N MILL. BS - M/E MILL \$US)**



Otras Operaciones

No se llegaron a realizar en la gestión 1997 operaciones de swaps de divisas ligados a títulos valor. Varios factores contribuyeron a que desapareciera el mercado para este tipo de swaps: las dificultades de su registro contable, la posibilidad de efectuar colocaciones directamente en MN a una mejor tasa de rendimiento, las diferencias de criterio entre el Banco Central de Bolivia y los agentes respecto al nivel adecuado de la tasa prima por las expectativas diferentes sobre la evolución futura del tipo de cambio y, por último, la mayor dificultad para transar estos títulos en el mercado secundario.

- 1) Ley N° 1670 de 31 de octubre de 1995, artículos 2°, 3°, 4° y 6°.
- 2) Que coincide con el vencimiento del título valor.
- 3) Resultante de un análisis del perfil de vencimientos futuros efectuados en el COMA.