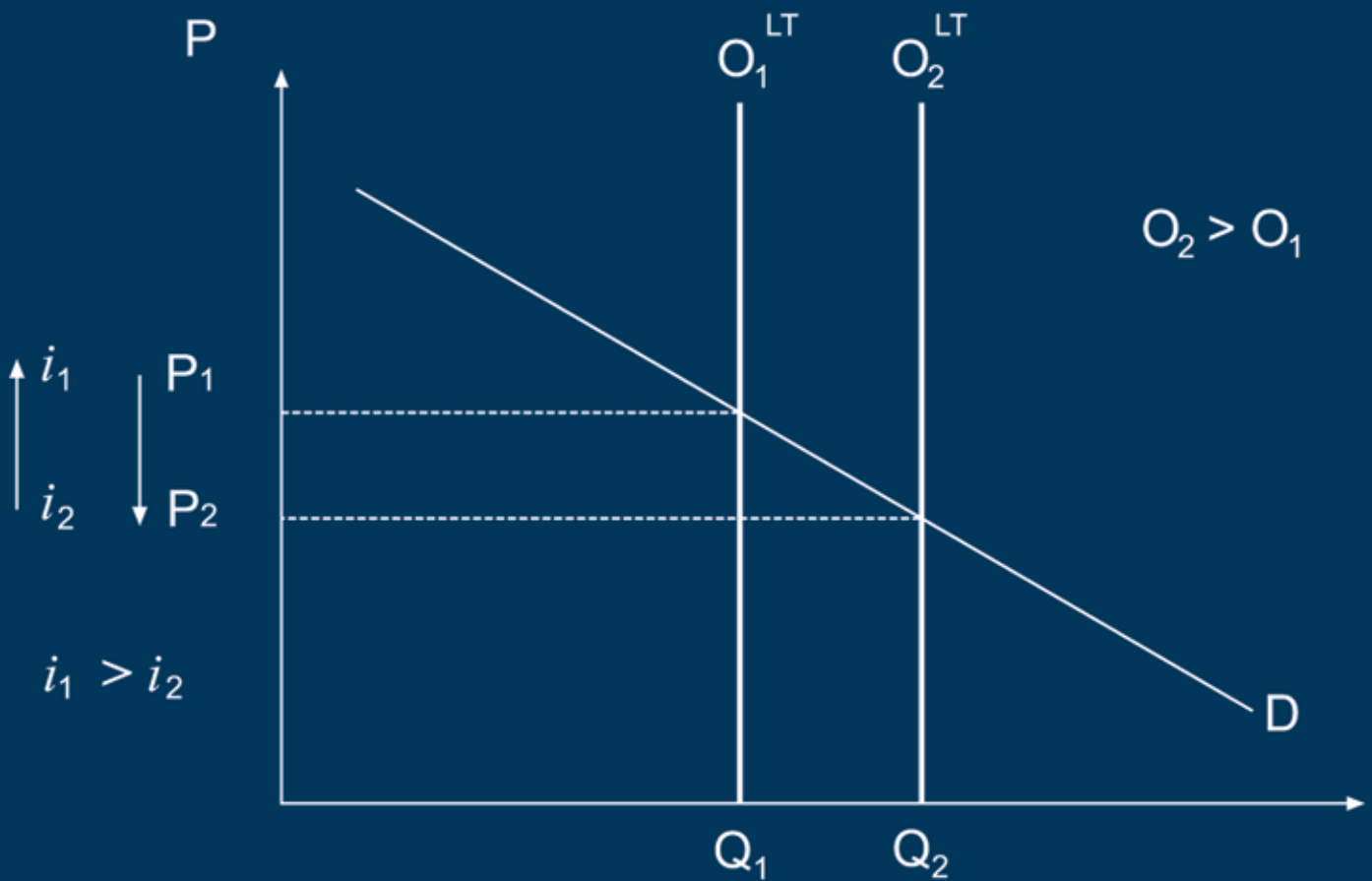


# OPERACIONES *de* MERCADO ABIERTO *y* MONETARIO 2011



BANCO CENTRAL DE BOLIVIA



**OPERACIONES**  
**de MERCADO**  
**ABIERTO y**  
**MONETARIO 2011**



## Operaciones de Mercado Abierto y Monetario 2011

80 copias impresas

Fecha de publicación: 2012

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](http://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 Imprenta del Banco Central de Bolivia

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



## **Presentación**

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

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

Su principal objetivo es informar a los ejecutivos y operadores del sistema financiero el desarrollo de las operaciones con valores públicos de regulación monetaria, en el marco de los lineamientos de política monetaria aprobados por el Directorio, y las principales decisiones en términos de su emisión, oferta y otras características. Informa también sobre las operaciones con valores públicos para fines de política fiscal efectuadas por el ente emisor, en el marco de su función como agente financiero del gobierno. Finalmente, presenta un análisis del contexto internacional y nacional, en el que la colocación de estas emisiones se efectúa.





# Índice

I.	<b>EI CONTEXTO INTERNACIONAL Y LA ECONOMÍA BOLIVIANA</b> .....	9
	1. Contexto Internacional.....	9
	2. Contexto Nacional.....	14
II.	<b>LAS OMA DEL BCB Y LAS OPERACIONES CON VALORES PARA FINES DE POLÍTICA FISCAL</b> .....	17
	1. La Política Monetaria y las OMA del BCB.....	18
	RECUADRO: La venta directa de valores: el Bono “BCB Directo”.....	24
	2. Operaciones con valores emitidos para fines de política fiscal.....	27
	3. Otras operaciones.....	30
	3.1. Operaciones de reporto en el BCB.....	30
	3.2. Operaciones del fondo de requerimiento de activos líquidos (FONDO RAL).....	31
	3.3. Servicio Restringido y Extendido de Depósitos en ME.....	32
	3.3. Operaciones en el Bolsín.....	33
III.	<b>EL MERCADO MONETARIO</b> .....	35
	1. El mercado interbancario.....	36
	2. Operaciones de reporto en la BBV.....	38



# I. El contexto internacional y la economía boliviana

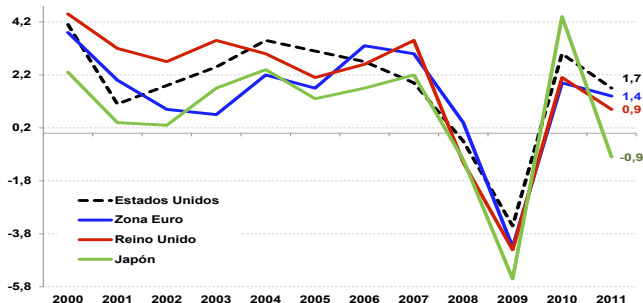
La tasa de crecimiento de la economía mundial en 2011 fue de 3,8% explicada principalmente por el débil crecimiento de las economías desarrolladas y la tensión fiscal y financiera en Europa. La amenaza de una desaceleración económica global y una nueva recesión en las economías avanzadas, la falta de consenso político en EEUU para solucionar los problemas de sostenibilidad de deuda y déficit fiscal y la agudización de la crisis de la deuda de Grecia y el consecuente efecto contagio a otras economías importantes de la Zona Euro como Italia y España, deterioraron el comportamiento de los mercados financieros la segunda mitad del año. Asimismo, en un entorno de búsqueda de seguridad, se observó una creciente demanda de activos de reserva.

## I.1 Contexto Internacional

La tasa de crecimiento de la economía mundial en 2011 fue de 3,8% explicada principalmente por el débil crecimiento de las economías desarrolladas y la tensión fiscal y financiera en Europa. Para 2012 se estima un crecimiento global de 3,3% impulsado por las economías emergentes y en desarrollo.

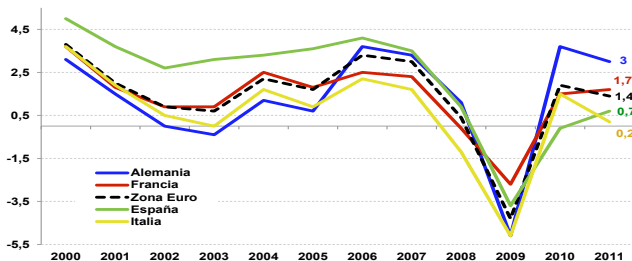
Estados Unidos registró una expansión de 1,7%, menor en 1,3 puntos porcentuales a la de 2010. El consumo privado fue el componente con la mayor incidencia sobre la demanda agregada. La inversión privada bruta moderó su crecimiento debido a la menor acumulación de inventarios y la debilidad en la inversión residencial. En contraposición, el aporte del gasto de gobierno fue negativo, situación que continuaría en el mediano plazo debido al ajuste fiscal requerido para mantener la sostenibilidad de la deuda. Sobre esta línea, el déficit fiscal estaría en torno al 9,5% del Producto Interno Bruto (PIB), financiado esencialmente con deuda pública.

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



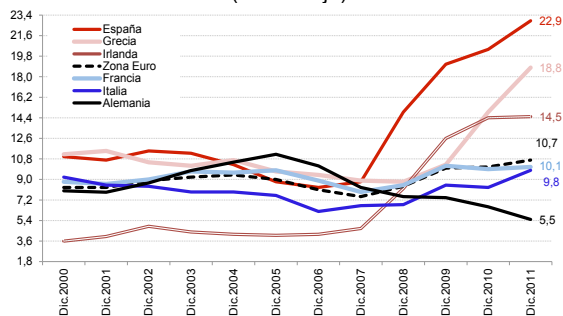
FUENTE: Eurostat  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico I.2. Tasa de crecimiento del PIB real Zona Euro, principales economías**  
(Porcentaje)



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

**Gráfico I.3. Tasa de desempleo Zona Euro, economías seleccionadas**  
(Porcentaje)



FUENTE: Eurostat y Fondo Monetario Internacional  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Al respecto, después de que el Congreso autorizó aumentar el límite de la deuda a \$us14,5 billones en Agosto, el mercado recupero la confianza, reflejada en la mejora de indicadores. Pese a ello, Standard&Poor's recortó la calificación crediticia de la deuda soberana desde AAA a AA+. El principal problema fue la persistencia en el nivel de desempleo, que a lo largo de la gestión disminuyó hasta 8,5%.

Para la Zona Euro se estima una variación anual en la actividad económica de 1,4%, cifra menor en 0,4pp respecto a 2010 (Gráfico I.1). El bajo crecimiento de la región se explicó, entre otros, por los problemas de deuda soberana donde el panorama de la economía griega afectó a varios países, entre ellos Italia y España. En efecto, las principales economías, europeas mostraron una reducción en sus tasas de crecimiento (Gráfico I.2). Si bien Alemania y Francia, que son las mayores economías de la región, registraron un comportamiento superior al promedio de la región, no estuvieron exentas de contagio, por lo que los costos de su deuda de largo plazo se incrementaron.

Las economías con crecimiento menor al 1% (España e Italia) registraron altas tasas de desempleo y requirieron elevados recursos para financiar su desbalance fiscal. Por ejemplo, en España, la desocupación alcanzó 22,9% (Gráficos I.3). Por otro lado, a pesar de varios ajustes fiscales, se registró un déficit por encima del 3%, determinado por el Tratado de Maastricht.

Japón registró una tasa negativa de 0.9%; significativamente menor al 4,4% registrado en 2010 y explicada principalmente por el efecto de los desastres naturales ocurridos en marzo. La expansión de su sector exportador fue limitada por la fortaleza de su moneda y la desaceleración de la demanda europea. Cabe acotar que este país registró su primer déficit comercial en esta gestión después de 31 años. China, alcanzaría una tasa de crecimiento de 9,2%, menor a la de la gestión 2010 (10,5%)<sup>1</sup>, debido a la desaceleración de los sectores inmobiliario y fabril. Los efectos

<sup>1</sup> CIA FACTBOOK

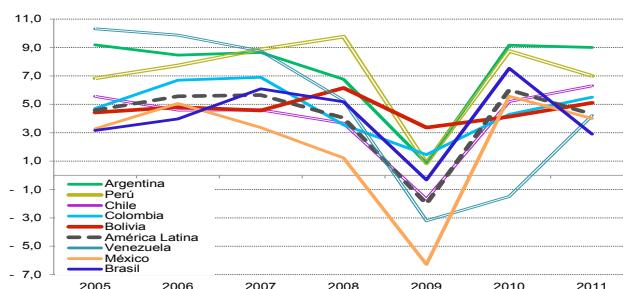
rezagados de las medidas restrictivas adoptadas por el gobierno para controlar la inflación y limitar el aumento acelerado del crédito, explican el comportamiento de estos sectores.

Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe<sup>2</sup>, la región creció 4,3% cifra menor al 5,9% observado en 2010 (Gráficos I.4). La menor variación se debe al debilitamiento de la economía mundial durante el segundo semestre del año y la ralentización de la demanda interna de Brasil. Asimismo, dado que los inversionistas tenían una perspectiva favorable de los fundamentos macroeconómicos de la región y que los diferenciales en las tasas de interés respecto a la de los países avanzados se mantuvieron favorables, se observó un importante flujo de recursos, lo que derivó en una apreciación de las principales monedas, durante el primer semestre de 2011. La crisis en Europa y la incertidumbre en EEUU generaron una menor perspectiva de crecimiento la segunda mitad del año.

La economía de Brasil redujo su crecimiento de 7,5% en 2010 a 2,9% en 2011. La actividad económica estuvo determinada por la menor expansión de la demanda externa y la ralentización en la demanda interna. Pese a la desaceleración de la demanda agregada, la tasa de inflación alcanzó 6,5%, nivel superior al registrado la gestión pasada (5,9%), aspecto que motivó la reducción de su tasa de interés de política.

Argentina, Perú y Chile registraron tasas de crecimiento del orden de 9%, 7% y 6,3% respectivamente. En estos países, la demanda interna impulsó la actividad económica. No obstante, este mismo hecho determinó que se presenten tasas elevadas de inflación en la región. Por ejemplo, Argentina registró una inflación importante de 9,5%, lo que motivó al Banco Central a adoptar medidas para el retiro de liquidez. En Perú, la tasa de inflación fue de 4,75% y Chile 4,44%, cifras superiores a su meta. En lo que respecta a la tasa de desempleo en América Latina se pudo evidenciar que presentó una tendencia uniforme a la baja en todos los

**Gráfico I.4. Tasa de crecimiento del PIB real América Latina, economías seleccionadas (Porcentaje)**



FUENTE:

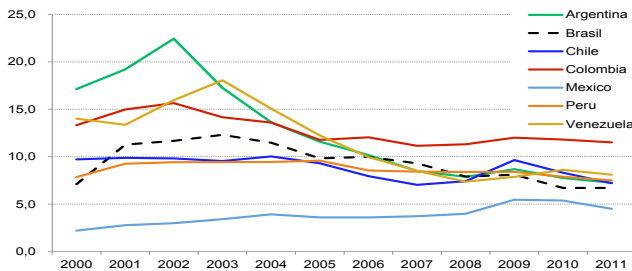
ELABORACIÓN:

Eurostat

BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

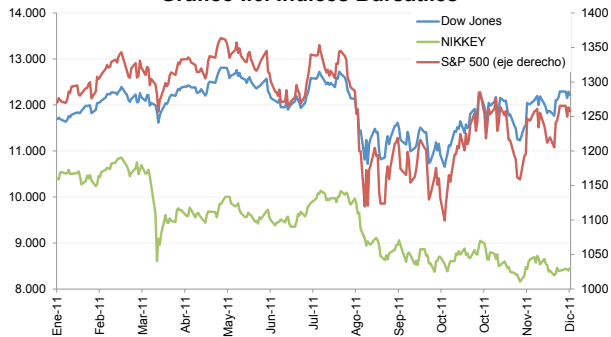
<sup>2</sup> CEPAL.

**Gráfico I.5. Tasa de desempleo América Latina, economías seleccionadas**  
(Porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, WEO septiembre 2011  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico I.6. Índices Bursátiles**



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

**Cuadro I.1. Rendimiento de Bonos a 10 años economías seleccionadas**

Bono	Valor (%)	Variación en puntos básicos
	31-Dic-11	31-Dic-10
EE.UU. 10 años	1,88	-142
UK. 10 años	1,98	-142
Alemania 10 años	1,83	-113
Japón 10 años	0,99	-14
China 10 años	3,44	-47

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

países, lo cual es consistente con la incidencia de la demanda interna sobre el crecimiento (Gráfico I.5).

Los **mercados financieros** internacionales estuvieron en calma los primeros meses del año; las bolsas mostraron signos de recuperación y las tasas de interés de largo plazo se incrementaron. No obstante, la inestabilidad política de Medio Oriente y Norte de África y el efecto de los desastres naturales en Japón, motivaron un cambio en las preferencias de los inversionistas por activos más seguros. La amenaza de una desaceleración económica global y una nueva recesión en las economías avanzadas, la falta de consenso político en EEUU para solucionar los problemas de sostenibilidad de deuda y déficit fiscal y la agudización de la crisis de la deuda de Grecia y el consecuente efecto contagio a otras economías importantes de la Zona Euro como Italia y España, deterioraron el comportamiento de los mercados bursátiles la segunda mitad del año (Gráfico I.6).

En efecto, el contexto externo adverso motivó a los inversionistas demandar activos financieros seguros. La mayor demanda por bonos estatales redujo la tasa de interés de los bonos soberanos de largo plazo. La tasa de rendimiento de los Bonos a 10 años en Estados Unidos y el Reino Unido disminuyó 142 puntos básicos (pb) aproximadamente, mientras que en Alemania 113pb, hasta alcanzar niveles históricamente bajos (Cuadro I.1). La crisis de deuda soberana europea y contagio hacia otras economías de la Zona, fortaleció la demanda por bonos soberanos de Alemania.

La caída de las tasas de interés se explica también en la decisión de los bancos centrales de varios países de mantener una política monetaria expansiva. Al respecto, Estados Unidos mantuvo su tasa de política monetaria en un rango entre el 0% y el 0,25%. En septiembre, la Reserva Federal de EEUU anunció la denominada operación “Twist”, que consistió en el canje de Bonos del Tesoro norteamericano de corto plazo por bonos de largo plazo con el objetivo de incidir sobre la estructura de rendimientos para hacer favorables las condiciones financieras.

En el **mercado de divisas** la débil situación fiscal en los Estados Unidos y la falta de consenso para incrementar el límite a la deuda pública, depreció el dólar en una primera instancia. Con la aprobación del Congreso de EEUU para ampliar el límite de la cantidad de dinero que está autorizado a pedir prestado y el voto a favor de reducir la deuda total durante los próximos 10 años; el dólar se recuperó como divisa de refugio para los inversionistas. En Asia el Banco del Japón participó activamente en su mercado de divisas para frenar la revalorización de su moneda, demandada también como un activo de refugio (Gráfico I.7).

Por su parte, ante la ralentización de la demanda global y la disminución de los flujos de capital hacia las economías emergentes y en desarrollo, durante el segundo semestre de la gestión las monedas de algunos países de la región se depreciaron con respecto al dólar estadounidense (Cuadro I.2). No obstante, el Sol peruano y el Boliviano se apreciaron durante la gestión.

En el **mercado de metales**, el precio del oro fue el que presentó el mayor incremento en la gestión (10,6%), debido a la sólida demanda como activo de refugio. Sin embargo, luego de la aprobación del límite de deuda de EEUU y la consecuente valorización del dólar, el precio del oro se corrigió a la baja (Gráfico I.8). Según el World Gold Council la demanda de oro creció 0,4% debido a las compras de los bancos centrales como reflejo de la necesidad de rebalancear sus portafolios de inversión. Los requerimientos de China e India (explicada por factores culturales) y la adquisición de agentes, condicionada a la preocupación por proteger el nivel de su riqueza, viabilidad futura de la Zona del Euro y un mayor rendimiento relativo respecto a otros activos, impulsaron también la demanda.

Con relación al precio de otros metales, la corrección a la baja se debió principalmente al estancamiento de la demanda de metales industriales en las economías avanzadas y emergentes, además de la normalización de los impulsos monetarios adoptados por estas últimas. En el segundo semestre, los precios del cobre y el estaño disminuyeron levemente en respuesta al

**Gráfico I.7: Índice del Dólar DXY <sup>1/</sup>**



FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
 NOTA: <sup>1/</sup>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.2. Tipo de Cambio, Economías seleccionadas**

Moneda	Tipo de Cambio Spot (Moneda/\$us)	
	Valor 31-Dic-11	Variación (%) 31-Dic-10
Euro (E/\$)	0,77	2,5
U.K. (L/\$)	0,64	0,4
Franco Suizo (CHF/\$)	0,94	0,3
Corona Sueca (SEK/\$)	6,89	2,6
Dólar Canadiense (CAD/\$)	1,02	2,3
Dólar Australiano (AUD/\$)	0,98	0,2
Japón (Yen/\$)	76,91	-5,2
China (Yuan/\$)	6,30	-4,7
Brasil (Real/\$)	1,87	12,4
Argentina (Peso/\$)	4,30	8,1
Chile (Peso/\$)	519,55	11,0
Perú (Sol/\$)	2,70	-3,9
Colombia (Peso/\$)	1.938,50	1,6
Bolivia (Bs/\$)	6,96	-1,1

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

**Gráfico I.8. Precio del Oro**  
 (En dólares americanos)



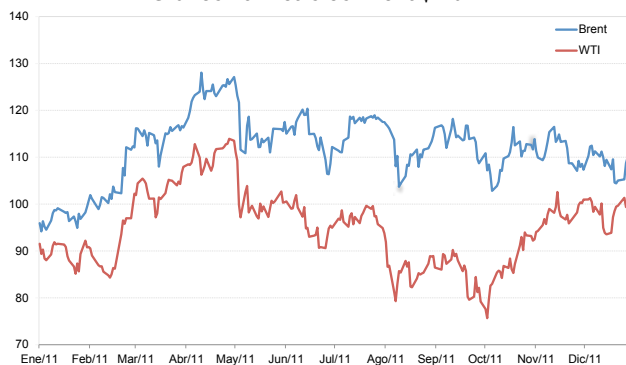
FUENTE: Bloomberg  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Cuadro I.3. Precio de Commodities

Precio de Commodities		
Producto	Precio 31-Dic-11	Variación (%) 31-Dic-10
Oro \$/OT	1,563,7	10,06
Plata \$/OT	28	-9,94
Cobre \$/TM	7.576	-20,76
Estaño \$/TM	19.200	-28,62
Zinc \$/TM	1.845	-24,82
Plomo \$/TM	2.018	-19,45
Maíz \$/TM	255	13,47
Trigo \$/TM	240	-17,82
Soya \$/TM	444	-7,63
Azúcar \$/TM	514	-27,46
Madera suave \$/m <sup>3</sup>	358	-0,35
Café \$/lb	2	0,47

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

Gráfico I.9: Petróleo Brent \$/Barril



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

enfriamiento de la demanda industrial de China.

Por otro lado, en el **mercado de los granos** el aumento de las cosechas en América Latina y Rusia, indujo el precio del trigo y soya a la baja. Cabe mencionar, que en el caso del maíz los precios se mantuvieron al alza impulsados por la demanda para biocombustible (Cuadro I.3).

En consecuencia, el índice de precios de alimentos de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por sus siglas en inglés), tuvo una disminución interanual de 2,7% a diciembre de 2011, en la que destaca la reducción del precio del azúcar. Cabe resaltar que, después de registrar niveles históricos durante el primer cuatrimestre de 2011, los precios de los alimentos iniciaron una tendencia descendente. En efecto, el índice general disminuyó 9,6%, debido principalmente al descenso en el precio de cereales (15,2%) y lácteos (12,9%).

En el **mercado del crudo** los precios del petróleo se elevaron por los conflictos en Medio Oriente, durante los primeros meses del año. La situación política explica también la ampliación en el diferencial de precios entre el Brent y el West Texas Intermediate (WTI) a partir de mayo 2011, la misma que se corrigió hacia el último trimestre. El precio del WTI repuntó durante el último trimestre de la gestión por la serie de buenos datos macroeconómicos en EEUU. El incremento de finales de año en el precio del Brent, se debe a la expectativa sobre la evolución del conflicto en Irán (Gráfico I.9).

## I.2 Contexto Nacional

Al tercer trimestre de 2011 el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento de 5,07%, 1,5 puntos porcentuales (pp) superior al observado en similar período de 2010. Por actividad económica, se destacó el buen comportamiento de los sectores de transporte, almacenamiento y comunicaciones, establecimientos financieros y la industria manufacturera. En efecto, el PIB fue impulsado por los crecientes envíos de carga, de transporte de hidrocarburos y el traslado aéreo de pasajeros a nivel interdepartamental, con una incidencia



de 0,67pp. Fue también importante la dinámica de los servicios financieros, empresas y propiedad de la vivienda, con un aporte de 0,66pp al crecimiento global, debido al buen desempeño de las instituciones de ahorro y crédito. Al respecto, cabe destacar el avance en la producción secundaria del sistema bancario y la mayor intermediación de recursos que reflejan la profundización del sistema financiero.

La producción manufacturera tuvo un aporte importante de 0,55pp al crecimiento acumulado. Finalmente, mencionar entre las actividades más importantes, la recuperación del sector agropecuario, con un aporte de 0,41pp al crecimiento global y los servicios de la administración pública; a través de operaciones destinadas a mejorar la calidad de vida y el bienestar de la población, que tuvieron una incidencia de 0,45pp. En suma, las actividades no extractivas aportaron al crecimiento económico con una incidencia de 3,10pp, mientras que el aporte de las actividades extractivas no renovables fue de 0,74pp (Cuadro I.4.).

Por el lado del gasto, destacó la dinámica del consumo de bienes y servicios del sector privado, el continuo aporte de la inversión pública, el repunte de la inversión privada en la industria y la construcción residencial, resultados consistentes con la profundización del sistema financiero. El consumo público tuvo un aporte moderado en línea con la prudencia de la política fiscal (Cuadro I.5.)

La variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), luego de acelerarse en el primer trimestre de 2011 y estabilizarse entre abril y junio, cayó sostenidamente en el segundo semestre del año convergiendo gradualmente a una tasa de 6,9% al cierre de gestión. El gradual descenso de la variación interanual de precios entre julio y diciembre de 2011 estuvo explicado por cinco factores: i. la mitigación de presiones inflacionarias externas; ii. la moderación de la inflación de alimentos como resultado de las políticas gubernamentales para normalizar el abastecimiento del mercado interno; iii. expectativas de inflación de los agentes a la baja; iv. las operaciones de mercado

**Cuadro I.4. Crecimiento e incidencias acumuladas por actividad económica**

(En porcentaje y puntos porcentuales)

	Crecimiento		Incidencias	
	T3-10(p)	T3-11(p)	T3-10(p)	T3-11(p)
<b>PIB a precios de mercado</b>	<b>3,59</b>	<b>5,07</b>	<b>3,59</b>	<b>5,07</b>
Impuestos indirectos	4,84	14,04	0,42	1,24
<b>PIB a precios básicos</b>	<b>3,47</b>	<b>4,21</b>	<b>3,17</b>	<b>3,83</b>
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	-1,25	3,02	-0,18	0,41
Petróleo crudo y gas natural	9,94	7,91	0,56	0,47
Minerales metálicos y no metálicos	-3,31	4,18	-0,23	0,27
Industria manufacturera	3,34	3,23	0,57	0,55
Electricidad, gas y agua	6,51	7,64	0,12	0,15
Construcción	8,55	7,21	0,24	0,21
Comercio	4,12	3,41	0,35	0,29
Transporte y comunicaciones	6,99	6,02	0,76	0,67
Servicios financieros, a las empresas y propiedad de la vivienda	5,15	5,53	0,60	0,66
Servicios de la administración pública	4,03	5,03	0,36	0,45
Otros servicios	3,34	2,89	0,23	0,20
Servicios bancarios imputados	5,72	12,76	-0,21	-0,48
PIB pb act. extractivas	2,66	5,98	0,33	0,74
PIB pb actividades no extractivas	3,59	3,93	2,83	3,10

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

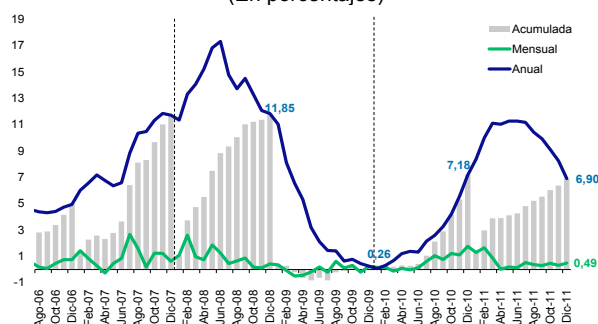
**Cuadro I.5. Crecimiento e incidencias acumuladas por tipo de gasto**

(En porcentaje y puntos porcentuales)

	Crecimiento		Incidencia	
	T3-10(p)	T3-11(p)	T3-10(p)	T3-11(p)
<b>PIB</b>	<b>3,59</b>	<b>5,07</b>	<b>3,59</b>	<b>5,07</b>
<b>Consumo</b>	<b>3,55</b>	<b>4,83</b>	<b>2,84</b>	<b>3,85</b>
Público	3,23	5,32	0,35	0,57
Privado	3,61	4,75	2,49	3,28
<b>Inversión</b>	<b>2,83</b>	<b>22,74</b>	<b>0,51</b>	<b>4,05</b>
Variación de existencias	-	-	-0,56	1,90
FBKF	7,63	14,76	1,07	2,15
Pública	9,45	6,80	0,71	0,54
Privada	5,51	24,41	0,36	1,61
<b>Exportaciones netas</b>	<b>10,68</b>	<b>-117,04</b>	<b>0,24</b>	<b>-2,83</b>
Exportaciones	10,86	1,96	3,27	0,63
Importaciones	10,88	11,64	3,02	3,46
<b>Demanda interna</b>	<b>3,42</b>	<b>8,10</b>	<b>3,34</b>	<b>7,90</b>

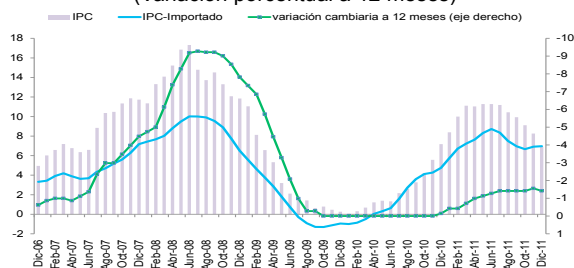
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística  
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de Política Económica  
 NOTA: p: Cifras preliminares

**Gráfico I.10. Inflación anual, acumulada y mensual**  
 (En porcentajes)



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

**Gráfico I.11. Apreciación nominal e inflación anual e importada**  
(Variación porcentual a 12 meses)



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

**Cuadro I.6. Exportaciones de bienes**  
(En millones de dólares estadounidenses)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre		Var. (%)
	2010 (p)	2011 (p)	
Minerales	2.388,30	3.421,60	43,3%
Hidrocarburos	2.987,30	4.114,50	37,7%
No tradicionales	1.390,90	1.373,30	-1,3%
Otros bienes	271,80	257,80	-5,2%
Total exportaciones valor oficial	7.038,20	9.167,20	30,2%
Total exportaciones valor FOB	6.390,40	8.331,90	30,4%

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia Operaciones de Mercado Abierto  
NOTA: p: Cifras preliminares

**Cuadro I.7. Importaciones de bienes**  
(En millones de dólares estadounidenses)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre		Var. (%)
	2010(p)	2011(p)	
Bienes de consumo	1.132,60	1.713,60	51,3%
Bienes intermedios	2.709,50	3.745,80	38,2%
Bienes de capital	1.495,50	2.184,30	46,1%
Diversos <sup>1</sup>	55,70	29,00	-47,9%
Importaciones CIF	5.393,30	7.672,70	42,3%
Importaciones CIF ajustadas (*)	5.379,70	7.664,20	42,5%

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
NOTAS: (p): Cifras preliminares  
(\*): Incluye ajustes por aeronaves alquiladas y nacionalización de vehículos importados en gestiones anteriores  
<sup>1</sup> Incluye efectos personales

**Cuadro I.8. Balanza comercial**  
(En millones de dólares estadounidenses)

DESCRIPCIÓN	Enero - Diciembre			Valor (%)	
	2009 (p)	2010 (p)	2011 (p)	2009/2010	2010/2011
BALANZA COMERCIAL	415,40	1.010,70	667,70	143,3%	-33,9%
Exportaciones FOB	4.960,40	6.390,40	8.331,90	28,8%	30,4%
d/c gas natural	1.967,60	3.787,60	3.832,70	92,5%	1,2%
Importaciones CIF	4.544,90	5.379,70	7.664,20	18,4%	42,5%

FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
NOTAS: p: Cifras preliminares  
d/c Del cual

abierto realizadas por el BCB y v. una política fiscal austera. (Gráfico I.10.).

El BCB continuó con la apreciación gradual del boliviano frente al dólar estadounidense, iniciada en noviembre de la gestión anterior, dirigida a amortiguar el efecto negativo del aumento de precios de productos que el país compra del exterior. En la medida que la inflación importada disminuyó desde mediados del año, el ritmo de apreciación de la moneda nacional se redujo. El régimen cambiario vigente (crawling peg) permitió evitar la volatilidad que se ha observado en otros países de la región, contribuyó a profundizar la bolivianización del sistema financiero y a incrementar las compras de divisas que realiza el BCB. Finalmente, cabe destacar que la política cambiaria veló también por mantener el tipo de cambio real en torno a aquel determinado por sus fundamentales (Gráfico I.11.).

En 2011 la balanza comercial presentó un resultado positivo de \$us667,7 millones, menor al superávit alcanzado en 2010. En la gestión, las exportaciones FOB totalizaron \$us8.332 millones, 30,4% más altas respecto a la anterior gestión. Este crecimiento fue resultado de mayores volúmenes y precios. Los principales incrementos en valor correspondieron al sector de minerales e hidrocarburos. El valor de las exportaciones de productos no tradicionales se mantuvo relativamente estable con relación al año previo (Cuadro I.6).

Las importaciones CIF ajustadas en 2011 alcanzaron a \$us7.664,2 millones, registrando un aumento de 42,5% respecto a las de similar período de la gestión 2010, explicado principalmente por incrementos en bienes intermedios y de capital que representan el 77,4% del valor importado (Cuadro I.7.).

De esta manera, el resultado de las cuentas externas se reflejó en un importante incremento de las Reservas Internacionales Netas, cuyo saldo a diciembre de 2011 alcanzó a \$us12.019 millones. Este nivel permite cubrir 17 meses de importaciones de bienes y servicios (Cuadro I.8.).

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

Producto de la orientación contractiva de la política monetaria, el saldo de valores de regulación monetaria aumentó 24% respecto a la gestión anterior. La colocación mayor a los vencimientos permitió retiros continuos de la liquidez y modificó al alza el componente de corto plazo de la estructura temporal de tasas de interés del mercado primario, precautelando que esto no incida de manera negativa sobre el mercado de créditos. El BCB suspendió la oferta de títulos en ME y disminuyó la misma en MUFV, priorizando las emisiones en MN.

La prudencia en la administración de las cuentas fiscales y el superávit de 2% registrado a finales del año, permitieron al TGN acotar el fondeo de recursos a través de la subasta competitiva y reducir en 13pb el costo de fondeo en papeles de 30 años. El saldo de valores para fines de política fiscal cerró la gestión en Bs8.562 millones, cifra inferior en Bs1.066 millones respecto al cierre de 2010.

La demanda de recursos en MN a través de operaciones de reporto fue puntual los meses de abril, mayo y julio; en ME fue nula por tercer año consecutivo.

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 liquidez<sup>3</sup> y el volumen de los medios de pago en la economía. Además la autoridad monetaria administra

---

<sup>3</sup> En el ámbito de la política monetaria, la liquidez se define como la diferencia entre el encaje constituido y el requerido.

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.

### **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. El Programa Monetario<sup>4</sup> aprobado por el Directorio del BCB para la gestión 2011, contempló la reducción gradual del impulso monetario iniciado hacia finales de 2008, orientado a atenuar los efectos negativos de la crisis internacional sobre la actividad económica interna. Sobre la base de incrementos proyectados de la inversión pública y el comportamiento estimado de

---

<sup>4</sup> El programa monetario refleja las políticas específicas del BCB orientadas al cumplimiento de su objeto y forma parte del programa macroeconómico elaborado conjuntamente con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP), plasmado en la Decisión de Ejecución del Programa Fiscal-Financiero, documento suscrito públicamente el 9 de febrero de 2011.

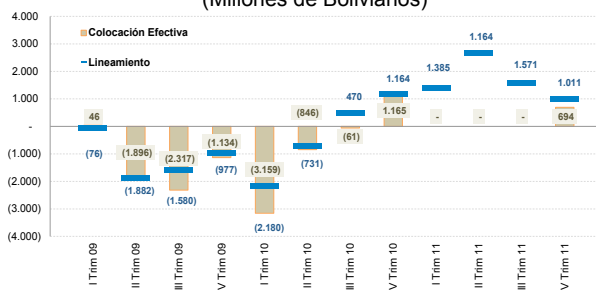
otras variables, la intervención del BCB en el mercado monetario se tradujo en directrices de OMA consistentes en colocaciones netas<sup>5</sup> de títulos públicos en todos los trimestres del año, compensando la expansión esperada del crédito neto al sector público no financiero (Gráfico II.1.).

En este contexto y con base a las directrices aprobadas por el Directorio del BCB, la oferta semanal de valores se incrementó sistemáticamente a lo largo del año desde Bs290 a Bs625 millones al finalizar la gestión, variación que fue acompañada por un cambio en su composición. En efecto, la autoridad monetaria disminuyó la oferta de valores a 91 días plazo y amplió la de 182 y 364 días plazo; esta última en mayor proporción. En la misma línea y con el objetivo de coadyuvar a la construcción de un perfil de vencimientos para la gestión 2012, que permita la inyección de recursos ante una eventual desaceleración de la actividad económica mundial, introdujo los plazos a 273 y 728 días, en coordinación con el TGN (Gráfico II.2).

La orientación contractiva de la política monetaria en el primer trimestre, señalizada a través del incremento en la oferta de valores, obedeció a un contexto caracterizado por alzas continuas en el Índice de Precios al Consumidor y una importante inyección de liquidez de origen externo. La posterior reducción de la inflación y de sus expectativas, la acumulación de recursos del sector público en el BCB, el superávit fiscal y las señales de desaceleración de las principales economías del mundo, determinaron mantener la oferta en el segundo y tercer trimestre. Finalmente, la ampliación de la oferta de valores en el cuarto trimestre se orientó a regular la liquidez en un entorno de expansión de los medios de pago propios de fin de año (Cuadro II.1).

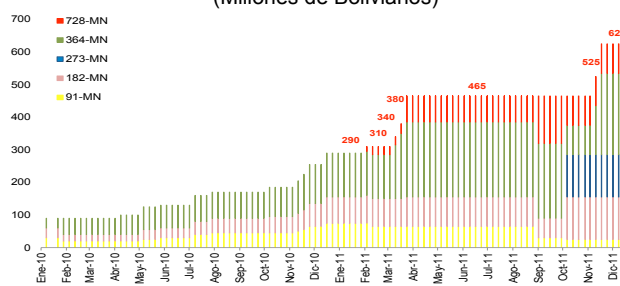
El BCB continuó priorizando las emisiones en moneda nacional (MN), frente a las de moneda extranjera (ME) y moneda nacional indexada a Unidades de Fomento de Vivienda (MNUFV). En esta línea, la oferta en ME

**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

**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

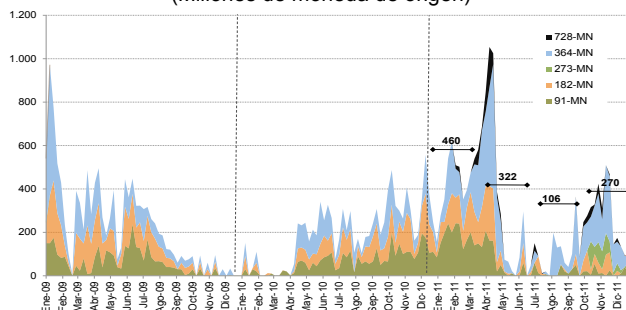
**Cuadro II.1 Variación trimestral de valores de regulación monetaria en subasta**  
(Millones de moneda de origen)

		I Trim 11	II Trim 11	III Trim 11	IV Trim 11	Total 2011
MN	91 días	-10	0	-35	-5	-50
	182 días	10	0	-30	70	50
	273 días				130	130
	364 días	95	0	0	20	115
	728 días	80	0	65	-55	90
	<b>Total MN</b>	<b>175</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>160</b>	<b>335</b>
MN - UFV	364 días	0	0	0	-0,5	-0,5
ME	91 días	0	0	-0,1	0	-0,1

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

<sup>5</sup> Colocación neta de recursos implica que los vencimientos de valores son menores a las colocaciones. La situación contraria (vencimientos mayores a las colocaciones) se denomina redención neta o inyección neta.

**Gráfico II.3 Demanda efectiva de valores de regulación monetaria (Millones de moneda de origen)**



FUENTE:

ELABORACIÓN:

NOTA:

Banco Central de Bolivia

BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

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

que estaba en un mínimo de Bs100 mil por subasta, se suspendió a partir de septiembre. Por otro lado la oferta en UFV, que se mantuvo constante a lo largo de gran parte de la gestión, disminuyó a UFV500 mil en la última subasta 2011, en un contexto de convergencia de la inflación a su objetivo de mediano plazo (4%) y el desvanecimiento de las expectativas de inflación.<sup>6</sup>

El comportamiento de la demanda de valores de regulación monetaria estuvo determinado por el nivel de liquidez y la transferencia de la administración delegada de las cuentas del sector público. En el primer trimestre y con niveles de liquidez promedio en torno a Bs4,300 millones la demanda media semanal fue de Bs460 millones. En el segundo y tercer trimestre, ésta descendió a Bs322 y Bs106 millones respectivamente<sup>7</sup>, en correlación con la disminución en el nivel promedio de liquidez a Bs1.957 millones y Bs1.732 millones en estos trimestres. El 1ro de abril y 1ro de julio de 2011 concluyeron los contratos de Administración Delegada de los Bancos Mercantil Santa Cruz y de Crédito de Bolivia. A partir de esas fechas y en el marco de la Ley 062 se transfirió al Banco Unión los servicios de Tesorería en MN (administración de fondos en custodia), Administración de Cuentas Corrientes Fiscales y Cancelación de Boleas de Pago a funcionarios públicos<sup>8</sup>; aspecto que originó una recomposición de la liquidez e incidió en la demanda de valores. Una vez internalizado este hecho, la liquidez y la demanda se recuperaron el último trimestre. En el período enero – marzo la demanda se concentró en valores de corto plazo (91 días plazo), hacia el tercer y cuarto trimestre, la preferencia se reorientó hacia papeles de un año plazo.

Los principales demandantes de valores de regulación de monetaria fueron las entidades bancarias. Su demanda ascendió a Bs8.702 millones, 11% mayor a

<sup>6</sup> La Encuesta de Expectativas Económicas, que efectúa el BCB con frecuencia mensual a ejecutivos y/o asesores de instituciones financieras, empresas privadas, académicos y consultores, muestra una continua reducción desde un 11% en marzo hasta 7% en diciembre.

<sup>7</sup> Destacan en este período flujos máximos de demanda de Bs1.054 y Bs1.025 millones, la segunda y tercera semana del mes de abril, respectivamente.

<sup>8</sup> Ley No.062 de fecha 28 de noviembre de 2010, artículo 31.

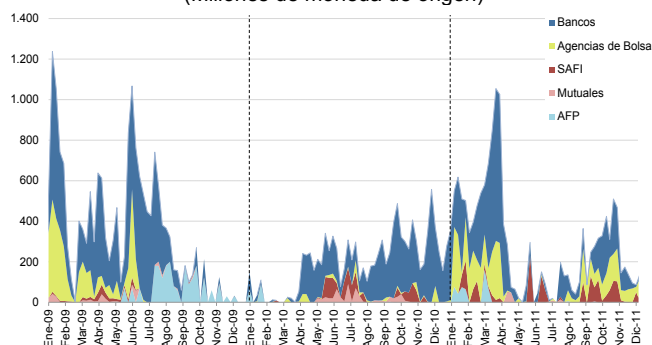
la de 2010 en línea con el crecimiento de los depósitos del público en el sistema financiero.<sup>9</sup> A diferencia de lo observado la gestión pasada, las Agencias de Bolsa fueron activas participantes y demandaron un monto nueve veces superior (Bs4.033 millones vs. Bs440 millones). Las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) demandaron Bs1.703 millones, cifra 2% superior al año previo, mientras que la demanda de las Administradoras de Fondos de Pensiones, creció tres veces respecto al mismo período (Bs507 millones).

La evolución de los ratios de demanda a oferta (bid-to-ask) reflejó principalmente el comportamiento de la demanda, toda vez que la oferta se mantuvo invariable gran parte del año. Por ejemplo, para valores a 91 días plazo, esta relación alcanzó un máximo promedio de 2,9 en febrero, descendió a un mínimo 0,19 y cerró el año 0,62. Para valores a 364 días, el ratio evolucionó desde un mínimo de 0,07 en julio a 1,59 en noviembre (Gráfico II.5.).

Por su parte, la demanda efectiva de valores en UFV tuvo una tendencia creciente hasta el primer semestre del año, 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.<sup>10</sup> Cabe acotar que la modalidad de adjudicación se modificó el tercer trimestre. Siguiendo el sistema de prorrateo, el COMA determinó rechazar las posturas en subasta si su totalidad superase la oferta.

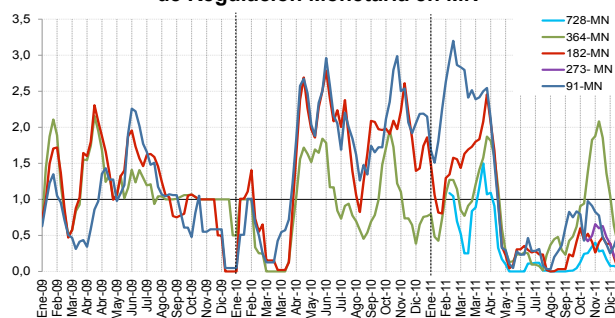
La adjudicación o colocación bruta de valores de regulación monetaria en el primer trimestre fue mayor a los vencimientos, con lo que se validaron ligeros

**Gráfico II.4 Demanda efectiva de valores de regulación monetaria por grupo institucional (Millones de moneda de origen)**



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

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

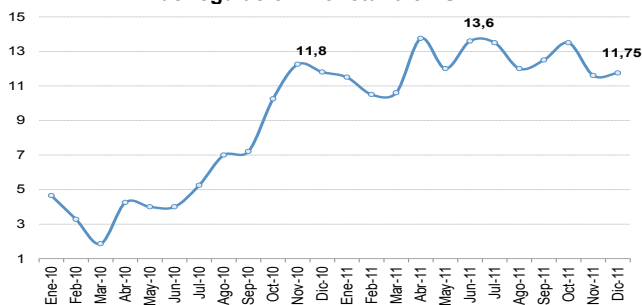


FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

<sup>9</sup> De acuerdo al Informe de Estabilidad Financiera de Enero 2012, los depósitos del público crecieron 17,5% en 2011.

<sup>10</sup> R.D.116/2001 del 20 de diciembre de 2001.

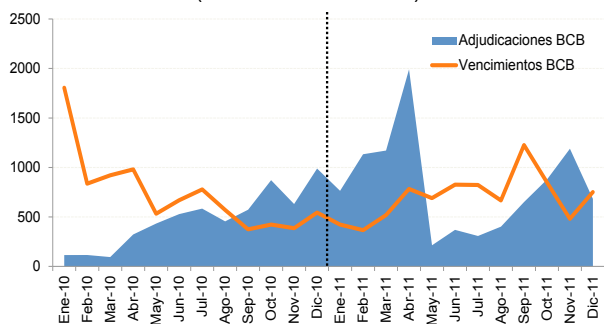
**Gráfico II.6. Ratio de demanda efectiva a oferta de valores de regulación monetaria en UFV**



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
 NOTA: A partir de la subasta del segundo semestre 2010, debido a la gran cantidad demandada y pujas idénticas, se considera como demanda efectiva al número de entidades participantes por subasta.

incrementos en las tasas del mercado primario. El consecuente retiro de la liquidez contribuyó a esterilizar la inyección de recursos de origen externo. Entre mayo y octubre, la adjudicación disminuyó y fue menor a los flujos de vencimiento, aspecto que coadyuvó a la corrección de las tasas de interés en el mercado monetario. En el último trimestre, el repunte de la demanda propició un flujo mayor de colocaciones que no derivó en incrementos significativos en el nivel de las tasas de valores públicos.

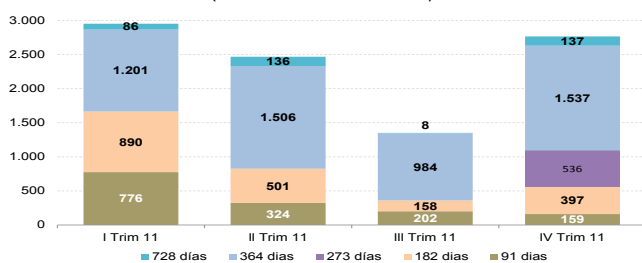
**Gráfico II.7. Colocaciones y vencimientos de valores de regulación monetaria (Millones de Bolivianos)**



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

En consistencia con el comportamiento de la demanda, la adjudicación de valores a 91 días plazo disminuyó sistemáticamente a lo largo del año y cerró la gestión con un flujo de Bs1.484 millones. Por su parte, las colocaciones de valores con 182 y 364 días plazo alcanzaron un total de Bs1.953 millones y Bs5.391 millones. La adjudicación en los nuevos plazos alcanzó un total de Bs903 millones (Gráfico II.7). En el contexto descrito, el plazo medio de colocaciones disminuyó de 113 a 95 semanas debido a la mayor concentración de la demanda en plazos de 91, 182 y 364 días y a que en el periodo vencieron instrumentos colocados a 4 años plazo ofertados en 2008 con el fin de contrarrestar la inflación.

**Gráfico II.8. Colocación bruta de valores de regulación monetaria por plazo (Millones de Bolivianos)**



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

En la gestión, la adjudicación de valores fue significativamente mayor a la de la gestión pasada y alcanzó los Bs9.750 millones, de la cual 98% se efectuó en MN y aproximadamente un 2% en ME. En moneda de origen, destaca la menor colocación de valores en MNUFV; las colocaciones en esta denominación disminuyeron 57% respecto a 2010 (Cuadro II.2). El flujo de vencimientos, menor en 5% al de la gestión pasada, 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 de repunte de la inflación– la autoridad monetaria señaló su compromiso con una inflación baja y estable y operó con valores en MN.

En esta línea, las intervenciones de la autoridad monetaria a través de sus OMA, permitieron construir un perfil de vencimientos para la gestión 2012, que



permita un margen de acción a la política monetaria ante una eventual desaceleración de la economía mundial. Se puede observar que no quedan vencimientos en ME y que a partir de octubre de 2012, los flujos de vencimiento estarían completamente denominados en MN (Gráfico II.9.).

Finalmente, la orientación de la política monetaria se evidencia también la evolución del saldo de valores de regulación monetaria. Las fuertes colocaciones del primer cuatrimestre significaron un aumento significativo del saldo en moneda nacional, llegando a Bs11.058 millones en abril, de los cuales el 66% estuvo compuesto por el saldo en MN y el restante en MNUFV. Al finalizar la gestión, el BCB alcanzó un saldo de Bs9.862 millones, evidenciando una mayor participación de su saldo en bolivianos respecto a MNUFV y una participación nula del saldo en ME.

En el primer semestre de la gestión 2011 la orientación contractiva de la política monetaria permitió retiros continuos de la liquidez y modificó al alza el componente de corto plazo de la estructura temporal de tasas de interés. El BCB evitó incrementos sorpresivos que pudieran incidir de manera negativa sobre el mercado de créditos. De esta forma, la TEA a 91 días finalizó la gestión en 0.76% mostrando un ascenso de 61pb con relación al nivel observado en diciembre de 2010. De igual manera, la TEA de valores a 182 días y 364 días aumentó en 62 y 182pb. Por otro lado, la misma a 273 días tuvo un crecimiento moderado, culminando la gestión en 2.3%

La tasa de rendimiento en ME se mantuvo prácticamente invariante durante gran parte de la gestión, registrando una ligera alza de 3pb con relación a diciembre de 2010 en el primer semestre y se mantuvo en 0.18% el segundo semestre. Sin embargo, en la subasta 35 la TEA descendió hasta 0.004%. Posterior a ello, el COMA decidió retirar su oferta. La tasa de valores en UFV se conservó sin variación durante toda la gestión (0.001%).

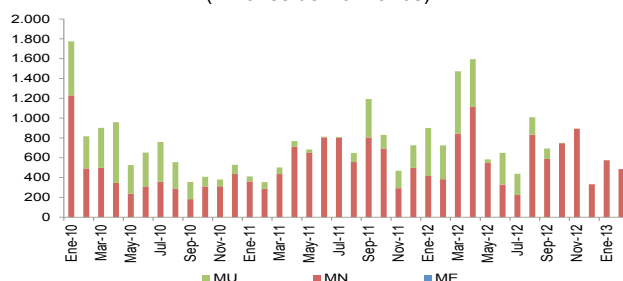
**Cuadro II.2 Adjudicación y vencimientos de valores de regulación monetaria**

(Millones de moneda de origen)

Moneda de origen	2010		2011		Adjudicación -	
	Adjudicación 1/	Vencimientos	Vencimiento	Adjudicación 1/	Vencimientos	Vencimiento
MN	5.351	5.011	340	9.584	6.903	2.681
MU	221	2.459	-2.237	95	888	-793
ME	3	3	0	2	3	-1
<b>Millones de Bs 2/</b>						
MN	5.351	5.011	340	9.584	6.903	2.681
MU	341	3.791	-3.450	152	1.482	-1.330
ME	21	19	2	14	18	-4
<b>TOTAL</b>	<b>5.712</b>	<b>8.821</b>	<b>-3.108</b>	<b>9.750</b>	<b>8.404</b>	<b>1.346</b>

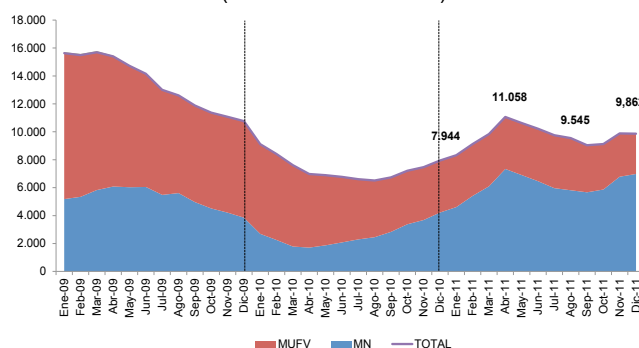
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
 NOTA: 1/ Adjudicación en valor descontado.  
 2/ Para el cálculo del total se aplica el índice UFV y el tipo de cambio de compra de fin de mes.

**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.

**Gráfico II.10. Saldo de valores de regulación monetaria en moneda nacional**  
(Millones de Bolivianos)



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

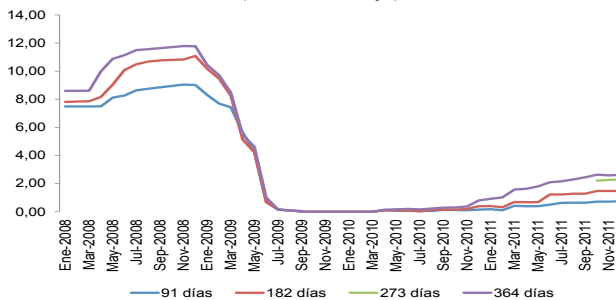
**RECUADRO: La venta directa de valores: el Bono “BCB Directo”**

Los mecanismos de venta directa a personas naturales y venta a través de agentes colocadores (anteriormente creadores de mercado)<sup>11</sup> fueron creados en 2007 en un contexto de elevada inflación y escasa respuesta de las tasas de interés pasivas del sistema bancario a las acciones de política del BCB. Su objetivo es el de mejorar los mecanismos de transmisión permitiendo una mejor señalización de tasas de interés para los depositantes y permitir el acceso de la población a valores soberanos.

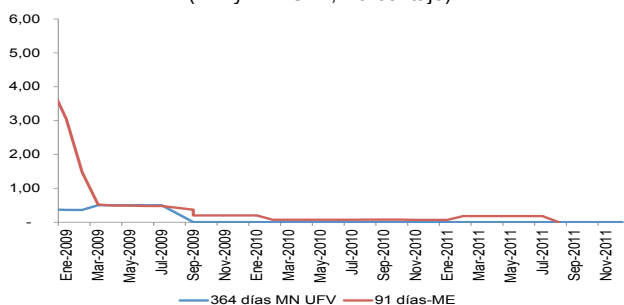
A partir de diciembre de 2010 y con el objetivo de regular los excesos de liquidez de acuerdo con la orientación de su política monetaria e inducir al alza moderada de las tasas pasivas del sistema financiero, el BCB incrementó sistemáticamente las tasas de interés en moneda nacional (MN) para valores colocados a través del mecanismo de venta directa y agente colocador (Cuadro 1). Las tasas de rendimiento de Letras del Tesoro a 91, 182 y 364 días subieron 239pb, 268pb y 270pb hasta alcanzar niveles de 3,2%, 3,6% y 4%. Por otro lado, al finalizar el primer trimestre, el BCB redujo la cantidad máxima de adquisición de valores en MUFV por cliente de 70 a 50 valores y posteriormente hacia mediados del mes de marzo cerró esta ventanilla.

Al finalizar el primer semestre, una parte significativa de los valores emitidos al público por el BCB 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 de venta directa de señalar las tasas pasivas del sistema financiero. Por esta razón, el BCB

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



(ME y MN-UFV, Porcentaje)



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

<sup>11</sup> 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.

suspendió temporalmente la venta directa.

Durante el segundo trimestre, el BCB revisó las características de valores de venta directa, estructurándolas de manera consistente con el objetivo de llegar a personas naturales y, a partir del 15 de agosto, inició la venta de Bonos "BCB Directo" que son valores extrabursátiles, es decir no están inscritos en ninguna Bolsa de Valores, se venden a rendimiento y a plazos referenciales de 91, 182 y 360. El cuadro a continuación describe las principales características:

Con el fin de ampliar la venta de valores en todo el territorio nacional y en el marco de la normativa vigente el BCB contrató mediante un proceso de Licitación Pública los servicios de un Agente Colocador, nombramiento que recayó sobre Valores Unión S.A. Esta entidad subcontrataría los servicios de Banco Unión, en el marco de la normativa vigente.<sup>12</sup> A través del Agente Colocador y su entidad subcontratada, los Bonos BCB Directo se ofrecerían en las 88 agencias y/o sucursales en el territorio nacional. El Agente colocador inició sus operaciones a mediados de diciembre.

Asimismo y como parte de los esfuerzos de la entidad monetaria para impulsar el mecanismo de Venta Directa, a partir del 1ro de diciembre el BCB emitió por tiempo limitado un nuevo instrumento denominado Bono BCB-Navideño.<sup>13</sup> El objetivo de este instrumento fue retirar la liquidez de fin de año proveniente del aguinaldo, la misma que sería inyectada nuevamente en marzo y al tercer trimestre, coadyuvando de esta manera a la distribución de vencimientos. Al igual que los Bonos BCB-Directo, los Bonos BCB-Navideño son valores públicos desmaterializados de renta fija, vendidos a rendimiento. Los plazos referenciales ofertados en 2011 son de 63 y 273 días, a tasas de interés de 6% cada uno. El límite de compra para Bonos BCB-Navideño fue de 15 títulos, equivalente a Bs15.000. El Cuadro a continuación contrasta las principales características entre el Bono BCB Directo y el Bono BCB Navideño.

**Cuadro 1. Medidas adoptadas en el ámbito de las Letras de Tesorería a Particulares**

MEDIDA	Al 30/11/2010	01/12/2010	02/02/2011	09/03/2011	18/03/2011	12/07/2011
Número máximo de valores por titular	MN Sin límite	70	70	70	70	0
	UFV Sin límite	70	70	50	0	0
Tasas de rendimiento de valores en MN para Mesa de Dinero del BCB (en porcentaje)	91 días 0.8068	0.8425	1.5000	3.2000	3.2000	-
	182 días 0.9238	1.0607	1.9000	3.6000	3.6000	-
	364 días 1.3000	1.4102	2.3000	4.0000	4.0000	-
Tasas de rendimiento de valores en UFV para el creador de Mercado (en porcentaje)	91 días 0.4568	0.6425	1.3000	3.0000	3.0000	-
	182 días 0.5738	0.8607	1.7000	3.4000	3.4000	-
	364 días 0.9500	1.2102	2.1000	3.8000	3.8000	-
Diferencial creador de mercado (en puntos básicos)	MN 0.35	0.20	0.20	0.20	0.20	-
	UFV 0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	-

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

**Cuadro 2. Características del programa de emisión de nuevos valores de venta directa**

Características del Programa de Emisión de nuevos valores de venta directa	
1 Nombre del Programa	Programa de emisión de Bonos BCB - Directo.
2 Nombre del emisor	Banco Central de Bolivia (BCB).
3 Mecanismo de negociación	Extrabursátil. Las emisiones no serán registradas en ninguna Bolsa de Valores.
4 Tipo de valor a emitirse	Bonos del BCB con rendimiento a vencimiento.
5 Dirigido a	Personas naturales, exceptuando funcionarios del BCB.
6 Forma de colocación primaria	Mercado primario extrabursátil a través de las ventanillas del BCB o del Creador de Mercado habilitado.
7 Monto del Programa	En función a objetivos de política monetaria.
8 Plazo del Programa	En función a objetivos de política monetaria.
9 Denominación de cada emisión	En función al día y a la semana en que se emite.
10 Monto de cada emisión	Definido por el COMA.
11 Plazo de colocación	Un día para cada emisión. Las emisiones comprendidas dentro del Programa podrán tener una o varias series. El número de series estará en función a los plazos de emisión.
12 Plazos de emisión	Definidos por el COMA.
13 Fecha de emisión	De viernes a jueves.
14 Tipo de interés / Tasa de interés	Fija / Tasas de rendimiento definidas por el COMA.
15 Moneda	Moneda Nacional y Moneda Nacional Indexada a la Unidad de Fomento de Vivienda (UFV).
16 Valor Nominal	Un mil unidades monetarias según la denominación (Bs1,000.- ó UFV1,000.-).
17 Precio de Colocación	Valores vendidos a la par de su valor nominal.
18 Serie	BBMXTPPPAASS. BB : Tipo de instrumento (Bono). M : Moneda de emisión. N : Moneda Nacional. U : Moneda Nacional Indexada a la UFV. X : Identificador para la serie extrabursátil. T : Identificador para los días de venta efectiva. 1: Viernes. 2: Lunes. 3: Martes. 4: Miércoles. 5: Jueves. PPP: Plazo en semanas. AA: Últimos dos dígitos del año. SS: Número de semana de emisión.
19 Cantidad de valores por comprador	Mínimo y máximo definido por el COMA.
20 Redención Anticipada	Definida por el COMA.
21 Forma de circulación de los Valores	Valor nominativo a quién figure registrado en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. (EDV).
22 Forma, fecha y lugar de pago del capital e intereses	A vencimiento o redención anticipada, en la institución donde se adquirieron los Valores.
23 Forma de representación	Mediante anotaciones en cuenta en el Sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la EDV S.A.
24 Requisitos para la compra:	Presentar su documento de identificación (Cédula de Identidad, R.U.N o Pasaporte).
25 Transferencias y Traspasos	Sujetas a comisión definida por el COMA.
26 Tratamiento impositivo:	En caso de no presentar el Número de Identificación Tributaria (NIT), RC-IVA aplicable a los intereses generados.

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

**Cuadro 3. Características de Valores de Venta Directa**

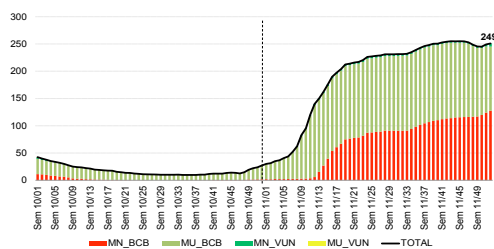
Características	Bonos "BCB Directo"	Bonos "BCB Navideño"
1 Monto de cada emisión	Ilimitada.	Ilimitada.
2 Plazos de emisión	Viernes: 91, 182 y 364 días. Lunes: 88, 179 y 361 días. Miércoles: 86, 177 y 359 días. Jueves: 85, 176 y 358 días.	Viernes: 63 y 273 días. Lunes: 60 y 270 días. Martes: 59 y 269 días. Miércoles: 58 y 268 días. Jueves: 57 y 267 días.
3 Fecha de emisión	De viernes a jueves. <sup>12</sup>	De viernes a jueves, desde el 1° de diciembre de 2011 hasta el 20 de enero de 2012.
4 Tipo de interés / Tasa de interés	Fijo / 3,00% para plazos entre 91 y 185 días. 3,60% para plazos entre 182 y 176 días. 4,00% para plazos entre 364 y 358 días.	Fijo / 4,0% para plazos entre 63 y 57 días. 4,0% para plazos entre 273 y 367 días.
5 Moneda	Moneda Nacional.	Moneda Nacional.
6 Cantidad de valores por comprador	Mínimo: 1 valor (Bs1.000). Máximo: 70 valores (Bs70.000).	Mínimo: 1 valor (Bs1.000). Máximo: 15 valores (Bs15.000).
7 Redención Anticipada	El límite máximo incluye la tenencia de Letras de Tesorería de Venta Directa adquiridas con el Bono "BCB Directo".	El límite máximo incluye la tenencia de Letras de Tesorería de Venta Directa adquiridas con el Bono "BCB Directo".
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.

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

<sup>12</sup> Artículo 87 de la Ley 1670; 7 y 19 incisos a) y g) de la Ley 1834; 3, numeral 2 y 39, numeral 12 de la Ley 1488.

<sup>13</sup> El periodo de oferta fue del 1ro de diciembre 2011 al 20 de enero 2012

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



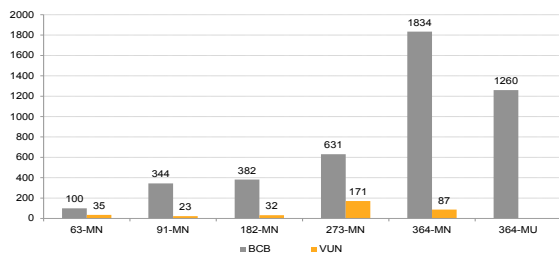
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
 ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias  
 NOTA: VUN = Valores Unión

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

MES	63-MN	91-MN	182-MN	273-MN	364-MN	182-UFV	364-UFV	Total en Bs <sup>u</sup>
Diciembre -2010	0,74	0,09			1,00		16,73	28,00
Enero-2011	0,43	0,36			1,92		23,72	40,02
Febrero	0,54	0,61			2,45		46,46	77,15
Marzo	0,69	2,21			14,29		83,30	150,05
Abril	1,10	3,22			62,22		83,30	200,53
Mayo	1,60	4,41			75,87		83,24	216,96
Junio	1,72	4,88			85,65		83,15	228,38
Julio	1,27	4,95			88,05		82,97	231,31
Agosto	2,53	6,45			92,36		82,92	239,51
Septiembre	5,53	7,26			98,68		81,78	248,89
Octubre	6,79	8,01			101,48		80,86	253,24
Noviembre	6,29	8,21			103,31		75,93	247,40
Diciembre-2011	1,57	4,52	9,82	10,62	108,02		66,84	249,40

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

**Gráfico 2. Número de participantes Venta directa de valores públicos**



FUENTE: BCB  
 ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias

Al cierre de la gestión, el total de colocación bruta de valores públicos mediante el mecanismo de venta directa y agente colocador fue de Bs257 millones. El saldo neto alcanzó a Bs249 millones al finalizar la gestión, constituyéndose así en el valor máximo registrado desde la implementación de este mecanismo (Gráfico 1).

El análisis de saldos por moneda, hace notar que si bien el saldo de valores en UFV representa el 47%, las medidas de políticas tomadas por el ente emisor como el incremento de tasas de valores en moneda nacional hasta 4%, la introducción del Bono “BCB Navideño” con una tasa superior a la ofrecida por el mercado de 6%, lograron incrementar las colocaciones en MN (Cuadro 4). Destaca la preferencia de los inversionistas en los Bonos “BCB Navideño y Directo” en los plazos de 273 y 364 días, respectivamente.

En la gestión 2011, un total de 4.899 personas adquirieron sus valores mediante el mecanismo de venta directa. A diciembre, 93% de estas personas lo hicieron directamente en Mesa de Dinero del Ente Emisor y el resto a través del Agente Colocador, Valores Unión (VUN). Cabe acotar que éste último tenía tan sólo 15 días operando con valores, mientras que la población pudo acceder a los mismos desde el 15 de agosto en las ventanillas del BCB. El plazo de mayor preferencia de valores en MN fue de 364 días en MN con 1.921 personas y, el nuevo plazo de 273 días con 802 personas; la preferencia estuvo guiada por los rendimientos superiores que se ofrecían por la adquisición de estos valores (4.00% y 6,00 respectivamente) (Gráfico 2).

Durante las dos semanas que el Agente Colocador vendió valores en el territorio nacional, colocó Bs4,57 millones, en 9 ciudades (capitales y provincias) del país, lo cual permite verificar el potencial del mecanismo para colocar estos instrumentos en todo el territorio nacional, permitiendo el acceso de la población en general a valores a los cuales, tradicionalmente sólo tuvieron acceso las entidades de intermediación financiera (Cuadro 5). Asimismo, destaca que en sólo

15 días, VUN recibió una demanda de 253 clientes, 16% de los cuales está fuera del eje central.

La nueva estructura de venta directa permitió que la población se beneficie de rendimientos atractivos en comparación a los ofrecidos por el sistema financiero. El hecho de que, a diferencia de las Letras de Tesorería ofertadas a particulares, sea un instrumento de fácil comprensión permitió que las colocaciones sea superiores a las efectuadas en el período 2007 – 2009. Finalmente, el Agente colocador a través de las 88 agencias del Banco Unión, permitirá ampliar la cobertura en el territorio del Estado Plurinacional.

## 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.<sup>14</sup> El Consejo de Administración de Valores del Tesoro General de la Nación (CAVT), es la instancia interinstitucional encargada de establecer los lineamientos y condiciones de las operaciones con valores emitidos por el Tesoro, para fines de política fiscal que son administrados por el BCB.<sup>15</sup> El Consejo está conformado por representantes del BCB y del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).<sup>16</sup>

Desde inicios de 2011, hasta la primera semana de febrero, la oferta de valores con fines de política fiscal fue de Bs200 millones. A partir de esa fecha se cedió el plazo de 2 años al BCB y el TGN dejó de ofertar Bs1 millón, con objeto de que la autoridad monetaria pueda retirar liquidez con una orientación de mediano plazo, en el marco de la coordinación entre el BCB y el MEFP. A partir de junio, el TGN amplió su oferta de valores a 30 años en Bs50 millones, con lo que la oferta total ascendió a Bs249 millones, monto que se mantuvo invariable hasta el cierre de la gestión (Gráfico II.12.). Es importante destacar que el incremento en la oferta

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

Localidad	Monto	Monto %	Clientes	Clientes %
La Paz	2,256	49%	134	53%
Cochabamba	1,070	23%	44	17%
Santa Cruz	677	15%	34	13%
Chuquisaca	220	5%	18	7%
Potosí	130	3%	5	2%
El Alto	113	2%	10	4%
Oruro	107	2%	8	3%
Total general	4,573	100%	253	100%

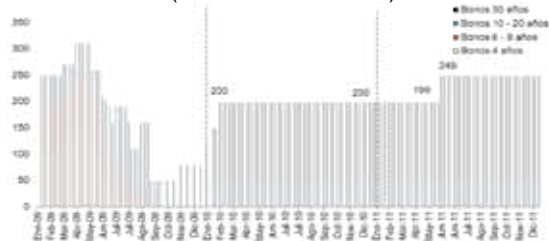
FUENTE: BCB  
ELABORACIÓN: BCB – Gerencia de Operaciones Monetarias

<sup>14</sup> Ley N° 1670, Ley del Banco Central de Bolivia, artículo 29.

<sup>15</sup> El Consejo define la emisión, cantidad ofertada, moneda, plazo, adjudicación y frecuencia de la subasta.

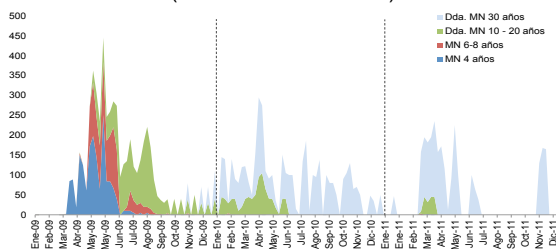
<sup>16</sup> Resolución de Directorio del BCB N° 128/2003.

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



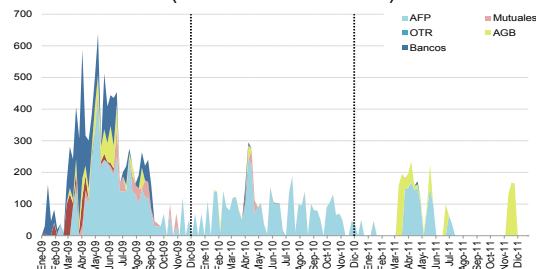
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

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



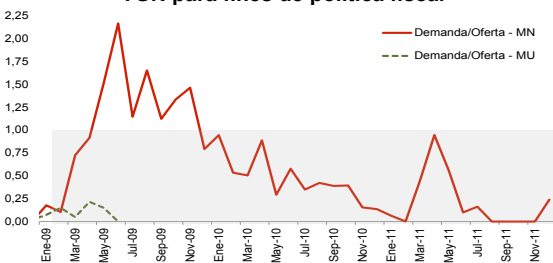
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**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

de este instrumento de largo plazo coadyuva con la política de reducir el riesgo de financiamiento. Cabe recordar que con el objetivo de reducir sus riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés, el TGN dejó de emitir bonos en ME y MNUFV.<sup>17,18</sup>

En 2011 la demanda efectiva de valores con fines de política fiscal fue de Bs2.557 millones; 40% menos que el año precedente. Esta disminución se explica por la menor participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y la decisión del CAVT de no aceptar tasas de mercado en un contexto de superávit fiscal. Nótese que la demanda por valores de 30 años representó el 92,9% de la demanda total (Bs2.378 millones), mientras que el apetito por valores de 10, 15 y 20 años, representó el restante 6,6% (Gráfico II.13.).

Como se puede apreciar en el gráfico a continuación, la demanda de las AFP disminuyó aproximadamente Bs2.690 millones. Las agencias de bolsa, tomaron una mayor participación por una cifra superior a los Bs1.000 millones en toda la gestión (Gráfico II.14.). Por su parte, la demanda neta del resto de los inversionistas institucionales disminuyó Bs150 millones. El comportamiento conjunto de las entidades mencionadas dio como resultado un menor soporte a los valores con fines de política fiscal de aproximadamente Bs1.705 millones.

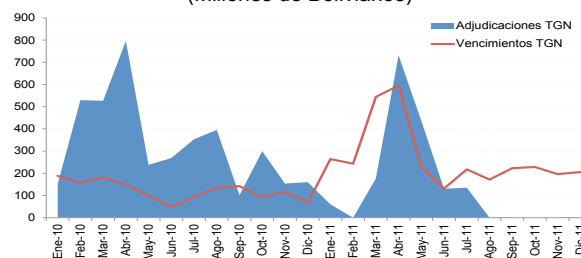
En concordancia con lo anterior, la relación demanda a oferta se mantuvo por debajo de uno en el 2011. Se destaca el incremento en el mes de abril, ocasión en el que operadores con nichos de inversión de largo plazo, demandaron montos elevados en las cuatro subastas del mes, aspecto que contrasta con el período agosto - noviembre en el que la demanda fue nula. El promedio del ratio bid-to-ask de los valores para fines de política fiscal se situó en 0.21 (Gráfico II.15).

<sup>17</sup> 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.

<sup>18</sup> Cabe destacar que para el Tesoro, la deuda pública interna en MNUFV genera un riesgo de tasas de interés, debido a que en esta denominación la tasa de rentabilidad efectiva es variable al ajustarse por el incremento en el nivel de precios de la economía.

Los vencimientos de valores con fines de política fiscal superiores a las adjudicaciones (excepto los meses de abril y mayo) contribuyeron al incremento en el nivel de liquidez del sistema financiero. Esto contrasta con lo observado la gestión pasada en el que las colocaciones fueron sistemáticamente superiores a los vencimientos (Gráfico II.16.).

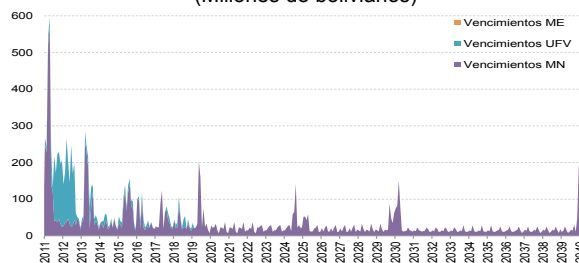
**Gráfico II.16. Adjudicación y vencimiento de valores con fines de política fiscal**  
(Millones de Bolivianos)



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

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, 2012, en el que la concentración de vencimientos se encuentra denominada principalmente en MNUFV; 2016, 2020, 2030 y 2040, con vencimientos denominados en MN, por mencionar los más importantes. Debido a que no es posible conocer el comportamiento de los ciclos económicos, a los que la economía puede estar sujeta, una estrategia de endeudamiento óptima debe considerar un flujo de vencimientos constantes a lo largo del tiempo, desde una perspectiva intergeneracional (Gráfico II.17.).

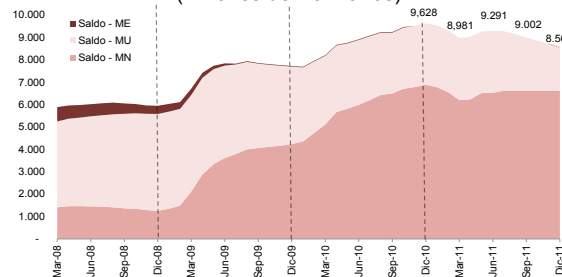
**Gráfico II.17. Vencimientos TGN**  
(Millones de bolivianos)



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

El saldo de valores TGN para fines de política fiscal cerró la gestión en Bs8.562 millones, cifra inferior en Bs1.066 millones respecto al cierre de 2010. El 77% 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. 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.).

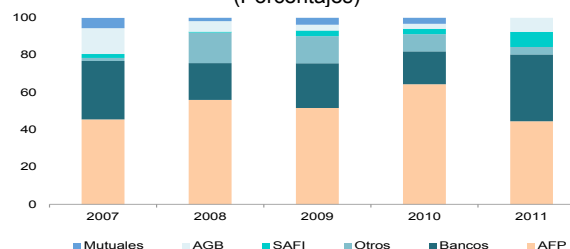
**Gráfico II.18. Saldo de valores para fines de política fiscal**  
(Millones de Bolivianos)



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

En 2011 la evolución del saldo por acreedor se caracterizó por una menor participación de las AFP, en contraste con la de los bancos comerciales. En este sentido entre 2010 y 2011 la participación de las AFP en el saldo, bajó 20 puntos porcentuales (pp), mientras que los bancos subieron su participación en 18pp, recuperando la caída de 6pp entre 2009 y 2010. Asimismo, cabe destacar el incremento de 5pp de las SAFI (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. El costo efectivo del financiamiento se redujo con la caída de la tasa de rendimiento de papeles a 30 años en MN, bajando 13pb respecto al último dato de 2010 (Gráfico II.20.).

### II.3 Otras operaciones

#### II.3.1 Operaciones de reporto en el BCB

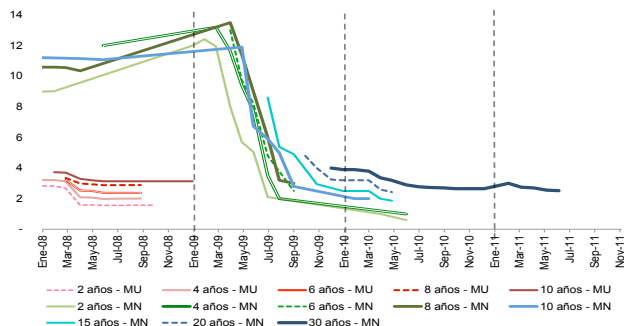
Los reportos se constituyen en uno de los instrumentos más importantes del ente emisor para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Este mecanismo consiste en la compra de valores públicos por el BCB a entidades habilitadas<sup>19</sup> con el compromiso de ambas partes de efectuar la 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.

A diferencia de la gestión anterior en la que no se efectuaron reportos, el BCB inyectó Bs200 millones en operaciones puntuales con plazos de 7, 10 y 14 días efectuadas entre los meses de abril y julio. Si bien la liquidez se mantuvo elevada durante gran parte de la gestión, la demanda por recursos de corto plazo se debió principalmente a una recomposición de la liquidez entre entidades.

La tasa base de reporto cerró la gestión en 4,0%, 100pb por encima de la tasa observada en diciembre de 2010, incremento que dirige el uso de este mecanismo a necesidades transitorias de liquidez (Gráfico II.21.).

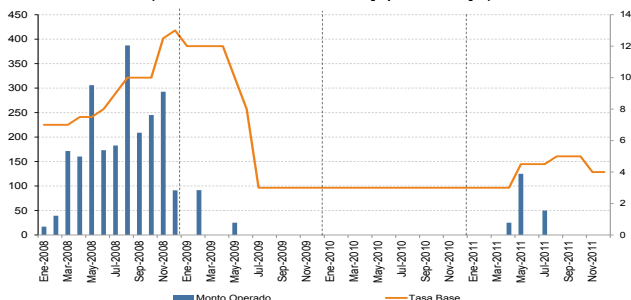
La demanda de recursos de corto plazo en ME fue nula por tercer año consecutivo. Cabe acotar que desde el mes de septiembre el BCB eliminó su oferta de títulos en ME por lo que esta ventanilla permanece latente a la posibilidad de efectuar operaciones de reporto cruzado, previa autorización del COMA. Toda vez que el BCB

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



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

<sup>19</sup> 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 (ASF) o la Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS).



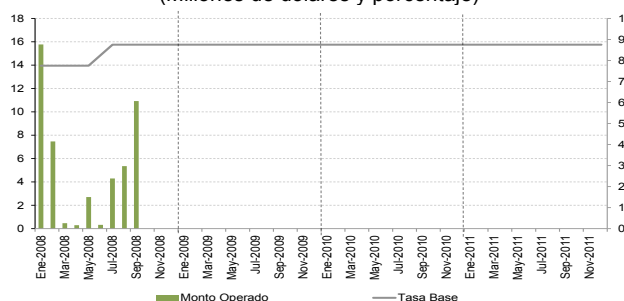
admite únicamente valores públicos como colaterales y que tanto el TGN como el BCB no tienen valores en el mercado en ME, las entidades podrían recurrir con valores en MN y requerir ME (reporto cruzado). Empero, esta operación contemplaría un elevado costo debido al diferencial del tipo de cambio de compra y de venta (Gráfico II.22.). En esta línea y con objeto de internalizar en los agentes, el costo de operar en ME y para profundizar el mercado monetario en MN, el ente emisor mantuvo elevada esta tasa de reporto.

### 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 del Fondo; es de acceso automático y con plazo de hasta 7 días renovables.<sup>20</sup> 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

**Gráfico II.22. Operaciones de Reporto en ME**  
(Millones de dólares y porcentaje)



FUENTE:  
ELABORACIÓN:

Banco Central de Bolivia  
BCB – Subgerencia de Operaciones  
de Mercado Abierto

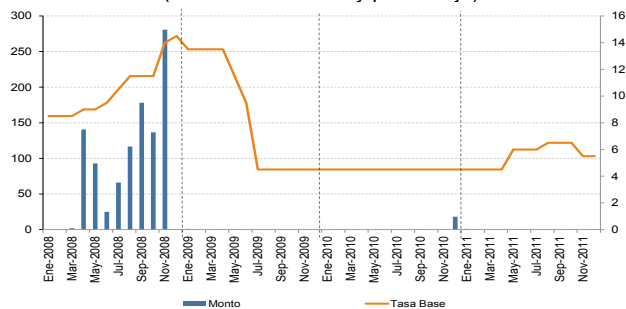
<sup>20</sup> Adicionalmente, es importante destacar que las entidades financieras pueden utilizar hasta el 95% de su Fondo RAL en cada denominación monetaria para determinar su límite de posición multilateral neta deudora, máximo importe deudor que pueden tener durante un ciclo de compensación, en las Cámaras de Compensación en las que participan. El porcentaje del Fondo comprometido en la determinación de este límite no puede ser colateral de ningún otro crédito de liquidez. Este instrumento, se denomina Crédito de Liquidez para la Liquidación de Cámaras.

discontinuos durante dos periodos seguidos de cómputo de encaje. Este tramo tiene un costo adicional de 50pb respecto al primer tramo.<sup>21</sup>

Durante la gestión, las operaciones de créditos de liquidez en MN con garantía al Fondo RAL (Bs2,1 millones) se emplearon exclusivamente en el primer tramo. Esta situación contrasta con la observada en 2010, periodo en el cual los créditos en MN en el primer tramo alcanzaron a Bs18 millones (Gráfico II.23).<sup>22</sup> Exceptuando ese periodo, desde 2009 los créditos con garantía al Fondo RAL en MN respondieron a necesidades eventuales referidas a la cobertura de posiciones netas deudoras resultantes de la cámara de compensación de cheques.

Por su parte, la demanda de créditos de liquidez con garantía al Fondo RAL en ME ascendió a \$us2 millones y su plazo fue 2 días promedio. La necesidad eventual de entidades para evitar penalidades por incumplimiento a la normativa de encaje legal explicaría estas cifras (Gráfico II.24).

**Gráfico II.23. 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.24. 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

### 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 hasta un monto conjunto de \$us250 millones 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.

<sup>21</sup> El diferencial de tasas responde a la imposibilidad del BCB de definir con exactitud y antelación los montos requeridos por los agentes, lo que eventualmente le significaría perder cierto control de la oferta monetaria a través de su ventanilla de liquidez. Por tanto, el mayor costo de acceso tiende a restringir el uso de este mecanismo a sólo situaciones no previstas, induciendo a los agentes a tener un mejor manejo de su tesorería.

<sup>22</sup> Cabe recordar que entre el 28 y 31 de diciembre de 2010, el sistema financiero enfrentó un retiro masivo de depósitos, situación generada por rumores sobre un posible corralito bancario, desdolarización de los depósitos y devaluación abrupta del dólar que originaron una mayor demanda de recursos líquidos (Memoria 2010 e Informe de Política Monetaria 2011).

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.

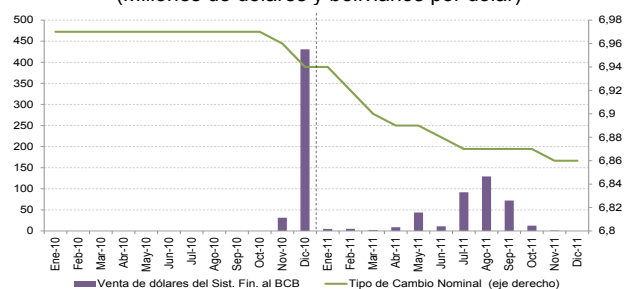
### II.3.4 Operaciones en el Bolsín

El Bolsín es el mecanismo de adjudicación por el cual el sistema financiero adquiere dólares estadounidenses del Banco Central de Bolivia. Su importancia radica en que a través de este mecanismo se puede expandir o contraer la liquidez de la economía. Por ejemplo, una operación de compra (venta) de dólares por el BCB al sistema financiero implica un aumento (disminución) del circulante en MN pues los agentes financieros entregan (reciben) dólares al (del) ente emisor y a cambio reciben (entregan) bolivianos.<sup>23</sup>

En los últimos años la posición neta del BCB como comprador de divisas tuvo relación con la evolución del tipo de cambio. Hasta mediados de 2005 y durante el período de la crisis internacional iniciada en el último trimestre de 2008, en un contexto de expectativas de depreciación, la venta de dólares estadounidenses por el BCB fue mayor a la compra efectuada. En contraposición, en el período de mayor apreciación del boliviano comprendido entre enero 2007 y octubre de 2008, la compra de dólares estadounidenses por el ente emisor, fue mayor a la venta realizada.

Durante 2011, en un contexto de apreciación del boliviano, el BCB compró al sistema financiero \$us385 millones, monto inferior en \$us78 millones al registrado en la gestión 2010 (Gráfico II.25). Este comportamiento obedeció principalmente a las sucesivas apreciaciones<sup>24</sup> aunque también se explica por necesidades transitorias de liquidez en MN de algunas entidades financieras.

**Gráfico II.25. Compra de dólares estadounidenses por parte del BCB al Sistema Financiero y Tipo de Cambio**  
(Millones de dólares y bolivianos por dólar)



FUENTE:

ELABORACIÓN:

Banco Central de Bolivia  
BCB – Subgerencia de Operaciones  
de Mercado Abierto

<sup>23</sup> Cabe mencionar que además del sistema financiero, en las operaciones de compra-venta, participan también otros sectores (sector público, exportadores, embajadas y otros). Sin embargo, el sistema financiero es el único que participa en el bolsín.

<sup>24</sup> La apreciación de la MN durante 2011 fue de 1,2%, mientras que en 2010 esta alcanza a 0,4%.

Por su parte, la venta de dólares estadounidenses realizada por el BCB al sistema financiero se redujo en \$us670 millones, cerrando la gestión 2011 en \$us94 millones. Cabe mencionar que parte importante del volumen transado se concentró en los primeros días del mes de enero, producto de la necesidad de ME que enfrentaron las entidades financieras para cubrir su posición de cambios, ya que entre el 28 y 30 de diciembre de 2010 se presentaron retiros de dinero por rumores infundados mencionados anteriormente.

### III. El mercado monetario

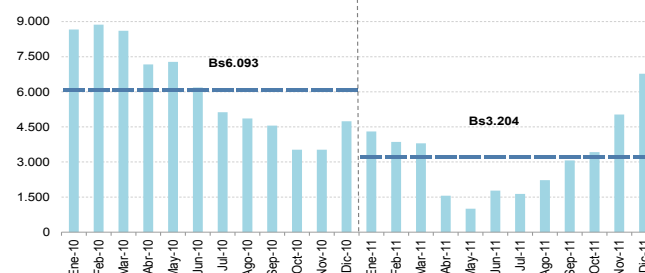
El volumen transado en el mercado monetario en MN se duplicó con relación al observado en 2010. Las operaciones interbancarias registraron un notable incremento, mientras que las operaciones de reporto en la BBV fueron similares a las de la gestión pasada. En línea con el mayor uso de la MN, el mercado monetario en ME continuó su estrechamiento. La decisión del COMA de retirar la oferta de valores en ME acotó las operaciones de reporto en la BBV. Sin embargo, la principal explicación del estrechamiento de este mercado fue por un menor volumen de operaciones interbancarias.

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 los hechos, la mayoría de las operaciones son efectuadas a plazos iguales o inferiores a 30 días. Por esta razón esta sección del informe se concentra en este tipo de operaciones.

El comportamiento de este mercado está estrechamente ligado a la evolución de la liquidez. El menor nivel de liquidez en MN esta explicado por el crecimiento del crédito del sistema financiero al sector privado (24,1%) en mayor proporción que el de los depósitos del público (17,5%); mayores colocaciones de valores públicos; el pago de obligaciones tributarias mayores a las esperadas debido al buen comportamiento de la economía; y a necesidades transitorias originadas en la recomposición de importantes volúmenes de recursos entre entidades (Gráfico III.1).

El volumen transado en el mercado monetario en MN se duplicó con relación al observado en 2010 (Gráfico III.2). Las operaciones interbancarias registraron un

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



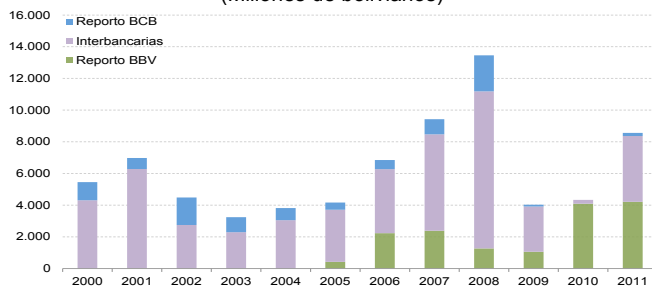
FUENTE:

ELABORACIÓN:

Banco Central de Bolivia

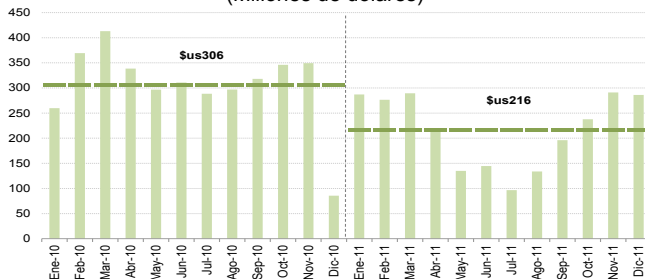
BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

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



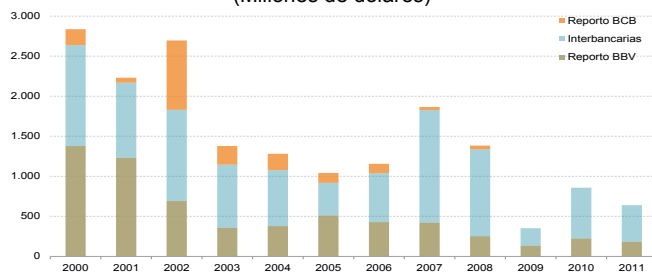
FUENTE: Bolsa Boliviana de Valores y Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico III.3. 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

notable incremento, mientras que las operaciones de reporto en la BBV fueron similares a las de la gestión pasada.

Con relación a la liquidez en ME se puede mencionar que el nivel promedio observado a lo largo del año se podría atribuir a la menor intermediación financiera en esta denominación (Gráfico III.3.).

De esta manera y en línea con el mayor uso de la MN el mercado monetario en ME continuó su estrechamiento (Gráfico III.4). La decisión del COMA de retirar la oferta de valores en ME acotó las operaciones de reporto en la BBV. Sin embargo, la principal explicación del estrechamiento de este mercado fue por menores operaciones interbancarias.

### III.1 El mercado interbancario

Está constituido por las operaciones interbancarias de 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 2011, el volumen de operaciones interbancarias en MN alcanzó a Bs4.186 millones, monto superior en Bs3.927 millones respecto al registrado en 2010 (Gráfico III.5). Entre las razones para este crecimiento estarían: i. la mayor colocación de títulos efectuada en la subasta de valores, ii. la recomposición de la liquidez por la transferencia de la administración de cuentas del sector público de los Bancos Mercantil Santa Cruz y de Crédito hacia el Banco de la Unión, iii. obligaciones impositivas de carácter anual mayores a las esperadas<sup>25</sup>

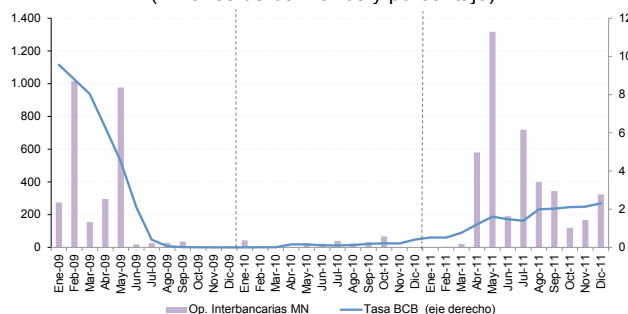
<sup>25</sup> Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas, con vencimiento en el mes de julio.

que se habrían incrementado, luego del robusto crecimiento observado en el sector manufacturero y en la industria extractiva.

La tasa interbancaria concluyó la gestión en 1,43%, lo que implica un incremento de 43pb respecto a diciembre del año pasado (Gráfico III.6). En la gestión destaca dos hechos importantes. El primero, referido a una fuerte contracción de la liquidez (que a mayo alcanzó a Bs1.002 millones, implicando un descenso de Bs3.737 millones respecto a diciembre de 2010) que repercutió en un considerable aumento de la tasa interbancaria.<sup>26</sup> El segundo, una corrección de la liquidez y una reducción paulatina de la tasa interbancaria, a la que contribuyó la inyección de recursos efectuada por la autoridad monetaria, resultado de atenuar una orientación contractiva ante un entorno macroeconómico incierto que podría tener implicaciones sobre la demanda interna. Hacia finales de la gestión, la tasa repuntó ligeramente debido a factores estacionales típicos de fin de año.

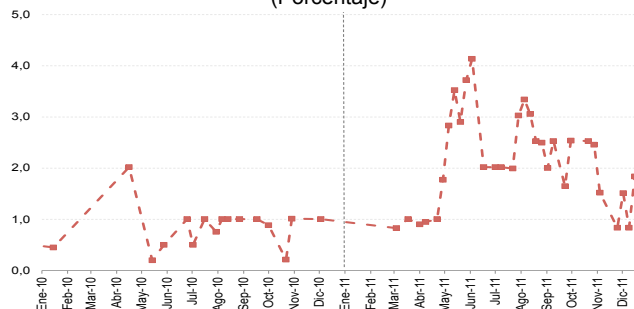
Las operaciones interbancarias en ME sumaron \$us457 millones (\$us197 millones menos que en 2010), Por su parte, la tasa interbancaria mostró una tendencia estable (entorno al 1%), aunque a partir del segundo semestre se registraron ligeros aumentos que determinaron que esta variable termine la gestión en 1,51%, 13pb por encima del valor registrado en diciembre de 2010 (Gráfico III.7). Si bien la decisión del BCB de suspender la oferta de valores en ME no tuvo efectos significativos inmediatos sobre la tasa en esta denominación, la volatilidad de la tasa interbancaria se incrementó (Gráfico III.8). 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.5. Monto operado en el mercado Interbancario en MN y tasa de títulos BCB**  
(Millones de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto  
NOTA: La tasa de interés corresponde a una tasa promedio ponderada por monto de las adjudicaciones de corto plazo (91, 182, 273 y 364 días) que realiza el BCB.

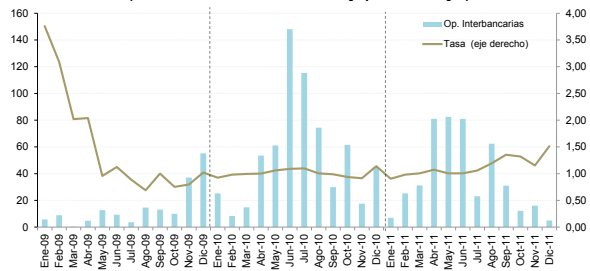
**Gráfico III.6. Tasa pactada en el Mercado Interbancario en MN**  
(Porcentaje)



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

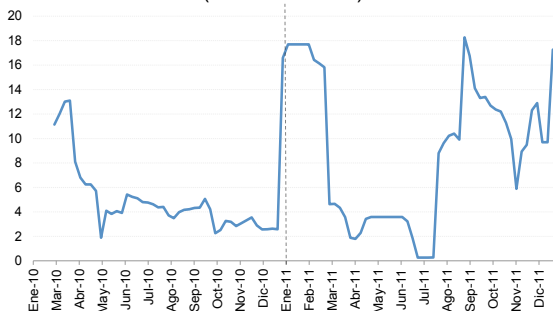
<sup>26</sup> En el mes de junio, la tasa interbancaria alcanzó valores tan altos como 4%.

**Gráfico III.7. Monto y tasa del mercado interbancario en ME**  
(Millones de bolivianos y porcentaje)



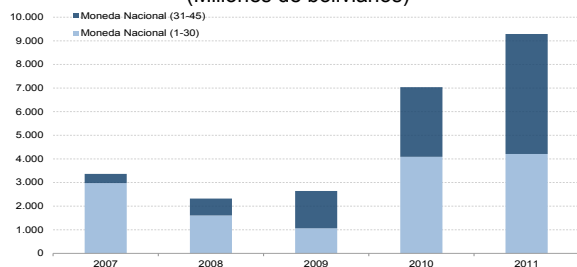
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico III.8. Volatilidad de la tasa Interbancaria en ME**  
(Puntos Básicos)



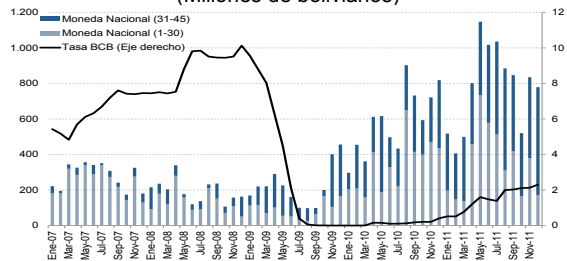
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico III.9. Mercado de reportos en MN**  
(Millones de bolivianos)



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

**Gráfico III.10. Mercado de reportos y tasa de títulos BCB en MN**  
(Millones de bolivianos)



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

### III.2 Operaciones de reporto en la BBV

Si bien las operaciones de reporto en MN de la BBV<sup>27</sup> no evidencian un cambio significativo, en un contexto del mercado de dinero (ampliando el plazo de las operaciones a 30 y 45 días), se evidencia un crecimiento importante en el flujo de operaciones, por lo que el análisis en esta sección incluye este reporto con plazo de hasta 45 días (Gráfico III.9).

En 2011 el volumen total de reportos en MN alcanzó a Bs.9.290 millones, lo que implica un crecimiento de Bs2.251 millones, respecto a la gestión anterior. El mayor desarrollo se registró en las operaciones con plazos comprendidos entre 31 y 45 días, que creció 72% alcanzando un valor de Bs5.080 millones. El crecimiento de las operaciones de reporto en este plazo 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 en el mercado interno. Asimismo, una consecuencia de la inyección de importantes volúmenes de liquidez al sistema y la expectativa, por parte de los agentes financieros, que se mantenga por período de tiempo mayor a un año, podría ser la ampliación de los plazos en las operaciones de reporto (Gráfico III.10). En contraposición, niveles reducidos de liquidez en un entorno en el que semana a semana los agentes esperan aumentos en la tasa resultante de subasta, serían consistentes con menores plazos.

La tasa pactada en el mercado de reporto de la BBV concluyó la gestión en 2,24%, 71pb por encima del valor registrado en 2010. Destacan las alzas ocurridas en los meses de mayo y julio, cuando producto de los factores explicados anteriormente, el requerimiento de liquidez del sistema financiero indujo al alza la tasa de rendimiento. Asimismo, hacia finales de la gestión, la tasa repuntó ligeramente debido a factores estacionales típicos. En un contexto de bajas tasas de interés y expectativas de inflación al alza, principalmente durante los primeros tres meses del año, el volumen de operaciones de reporto con títulos denominados en

<sup>27</sup> Ventas con pacto de recompra con plazo menor a 30 días.

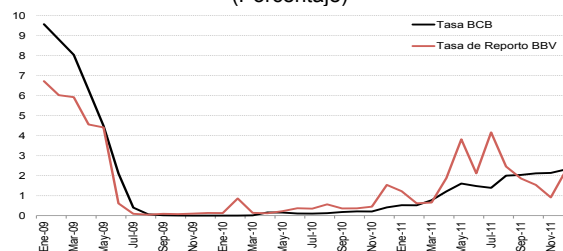


UFV se mantuvo elevado. El monto operado en esta denominación alcanzó a UFV2.870 millones, el más alto desde que se iniciaron estas operaciones en la BBV. Este comportamiento se debió a la rentabilidad de estos valores, que aún negativos, la expectativa de los agentes sobre la evolución de la inflación, y en consecuencia del índice de la UFV, permitió obtener rendimientos positivos para los operadores.

Las operaciones de reporto en ME sumaron \$us435 millones, monto inferior en \$us59 millones al registrado el año 2010. Esta caída obedece, entre otras razones, 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 que varias agencias de bolsa disminuyeron sus operaciones con valores públicos debido a la falta de colateral que garantice la operación.

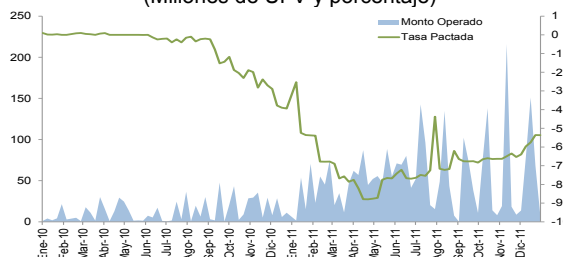
La tasa de reporto en ME osciló entorno a un promedio de 1,5% en 2011. Sin embargo, concluyó el año en 1,21%. En la gestión, destaca el fuerte incremento ocurrido en el tercer trimestre, que producto de emisiones bursátiles de magnitud considerable a tasas de rendimiento atractivas para los inversionistas (Gravetal Bolivia S.A. emitió \$us60 millones a una tasa promedio de 4,8% e Industrias Oleaginosas S.A. \$us25 millones a 7%), la liquidez en ME se redujo empujando al alza la tasa de reporto en esta denominación.

**Gráfico III.11. Tasa de reporto en la BBV en MN y tasa BCB (Porcentaje)**



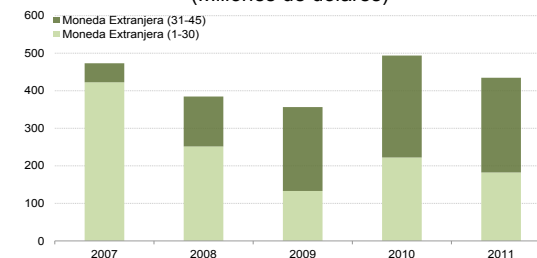
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico III.12. Mercado de reporto en MU (Millones de UFV y porcentaje)**



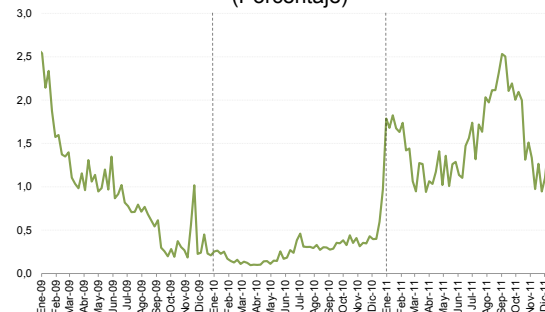
FUENTE: Banco Central de Bolivia  
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

**Gráfico III.13. Mercado de reporto en ME (Millones de dólares)**



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

**Gráfico III.14. Tasa de reporto en MN (Porcentaje)**



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