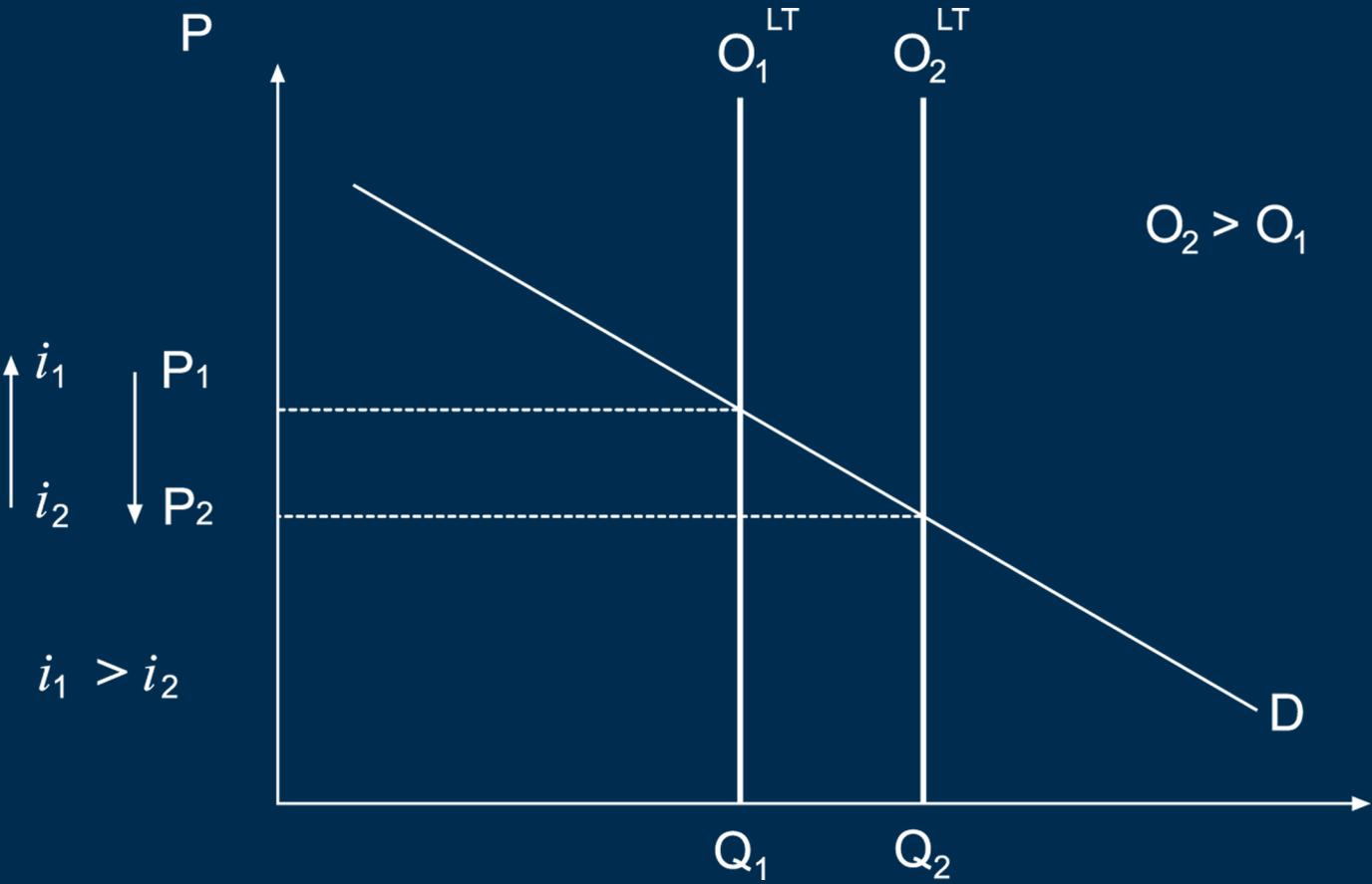


OPERACIONES *de* MERCADO ABIERTO *y* MONETARIO 2013



OPERACIONES *de*
MERCADO ABIERTO *y*
MONETARIO 2013

Operaciones de Mercado Abierto y Monetario 2013

400 copias impresas

Fecha de publicación: Mayo 2014

Banco Central de Bolivia

Ayacucho esq. Mercado

Ciudad de La Paz

Estado Plurinacional de Bolivia

Teléfono: 591-2-2409090

Página web: www.bcb.gob.bo

Contenidos Banco Central de Bolivia

Edición: Gerencia de Operaciones Monetarias

Diseño de Impresión: Subgerencia de Comunicación y Relacionamento Institucional

Impreso en Editorial Quatro Hnos.

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

Presentación

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

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

Contenido

I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y LA ECONOMÍA BOLIVIANA	9
I.1 Contexto Internacional	9
I.2 Contexto Nacional	20
II. LAS OMA DEL BCB Y LAS OPERACIONES CON VALORES PARA FINES DE POLÍTICA FISCAL	23
II.1 La Política Monetaria y las OMA del BCB	24
II.2 Otras Operaciones	32
II.2.1 Operaciones de Reporto en el BCB	32
II.2.2 Operaciones del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (FONDO RAL)	33
II.3 Venta directa de valores públicos a personas naturales	35
II.4 Operaciones con valores emitidos para fines de política fiscal	39
III. EL MERCADO MONETARIO	43
III.1 El mercado monetario en MN	44
III.1.1 El mercado interbancario en MN	44
III.1.2 Operaciones de reporto en la BBV en MN	45
III.1.3 La tasa de adjudicación del BCB como indicador líder del Mercado Monetario en MN	47
III.1.4 Mercado monetario en UFV	48
III.2 El mercado monetario en ME	49
III.2.1 El mercado interbancario en ME	50
III.2.2 Operaciones de reporto en la BBV en ME	51
III.3 Profundización del mercado monetario	52
III.3.1 Emisiones en la BBV en MN	52
III.3.2 Emisiones en la BBV en ME	54

I. El contexto internacional y la economía boliviana

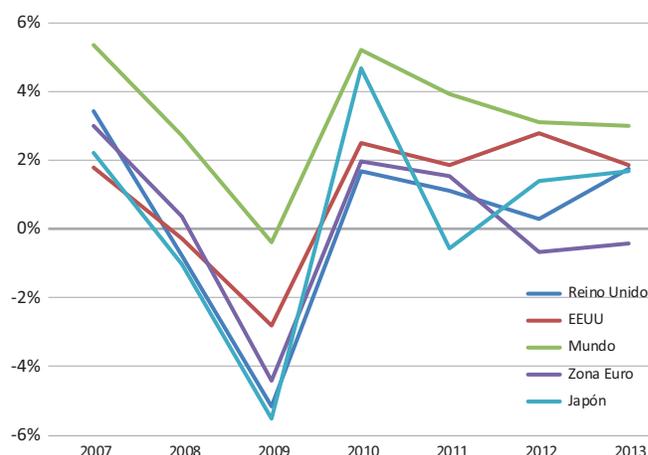
La tasa de crecimiento de la economía mundial en 2013 fue de 3,0%, explicada principalmente por una leve recuperación en las economías avanzadas y la desaceleración de las economías emergentes. Este comportamiento planteó nuevos retos para la política económica a finales de año, afectando el desempeño de la economía mundial y generando incertidumbre en el panorama mundial. Los mercados están cada vez más convencidos que la política monetaria estadounidense se acerca a un punto de inflexión mientras que es más firme el convencimiento que China crecerá con más lentitud a mediano plazo que en el pasado reciente.

I.1 Contexto Internacional

Durante 2013 la tasa de crecimiento de la economía mundial fue 3,0%, cifra ligeramente menor al 3,1% registrado en 2012 (Gráfico I.1). Este crecimiento se mostró débil, aun considerando que las economías avanzadas tuvieron un mejor desempeño económico a finales de la gestión. Por su parte, el crecimiento de las economías emergentes se desaceleró, luego que la reserva federal anunció el retiro gradual del estímulo monetario. En efecto, América Latina y el Caribe registró una tasa de crecimiento de 2,6% en 2013, menor al 3,0% de 2012, lo que originó una caída importante en el flujo de capitales hacia la región.

A lo largo de la gestión, y tras disipar la incertidumbre sobre el techo fiscal de la deuda a finales de 2013, la economía estadounidense mostró signos de recuperación a medida que el pacto fiscal tomó curso y las condiciones monetarias brindaron soporte a la misma. La recuperación de la economía más importante de América del Norte se vio reflejada en los favorables datos de las encuestas a los gerentes

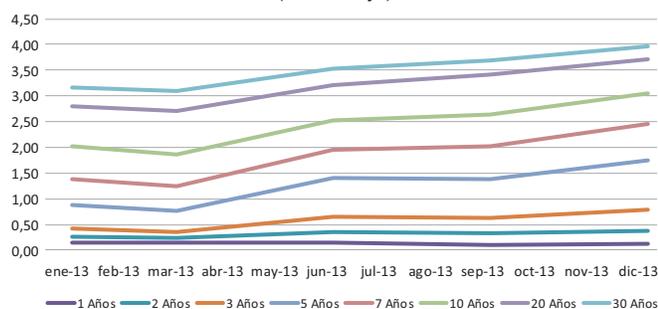
Gráfico I.1 Tasa de crecimiento del PIB de economías seleccionadas (Porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI) – Octubre 2013, ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

de compra de empresas de manufacturas y servicios (Gráfico I.9), la estabilización del mercado inmobiliario y una saludable recuperación del mercado laboral (Gráfico I.6). La recuperación se hizo evidente el cuarto trimestre de 2013, cuando se observó un crecimiento del PIB de 3,2%, a pesar de los desacuerdos políticos en cuanto al presupuesto y el techo de la deuda que desencadenaron la paralización del gobierno por alrededor de dos semanas en octubre. Bajo el contexto anterior, se registró un crecimiento de 1,9% para 2013, con un nivel de inflación de 1,5% y una tasa de desempleo de 6,7% al mes de diciembre.

Gráfico I.2 Curvas de Rendimiento de los Estados Unidos (Porcentaje)



FUENTE: U.S Department of the Treasury
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

En cuanto a las condiciones monetarias, a mitad de año se especulaba sobre una reducción de las compras de activos a partir de septiembre; sin embargo la Reserva Federal (Fed) decidió no iniciar la reducción hasta enero 2014, lo cual provocó que la curva de rendimientos siga una trayectoria constante en septiembre para luego seguir un ascenso a final de año (Gráfico I.2). Finalmente en la última reunión de la Fed en diciembre se anunció una reducción en su programa de compra de activos en \$us10.000 millones a partir de enero de 2014, pasando de un total de \$us85.000 millones a \$us75.000 millones. Si las condiciones de la economía continúan mejorando, la FED realizaría reducciones adicionales en las siguientes reuniones y mantendría baja su tasa de interés en 0,25% por más tiempo, aun cuando la tasa de desempleo sea menor a 6,7% registrada en diciembre de 2013 y, principalmente, si el nivel de inflación se encuentra por debajo de 2%.

Se estima que la economía norteamericana crecerá en 2,8% y 3,0% en 2014 y 2015, respectivamente. Sin embargo, estas predicciones aún son susceptibles a modificaciones ya que queda por establecer un acuerdo definitivo sobre el límite de deuda pública, situación que se discutirá en febrero de 2014. Asimismo, continúa la incertidumbre sobre el mercado laboral, considerando que la baja tasa de desempleo se explicó por una menor participación de la fuerza laboral y no por la generación de mayores fuentes de empleo. Finalmente, un aspecto importante a tener en cuenta, son las hojas de balance

de la Reserva Federal (Gráfico I.3), ya que desde la crisis de 2008, la tenencia de valores de largo plazo muestra una continua y preocupante expansión. En efecto, el balance de la Reserva Federal presenta una tendencia creciente desde el 2008, donde los activos totales aumentaron significativamente desde \$us869 millones de dólares en agosto 2007 a más de \$us4.000 millones a finales de 2013.

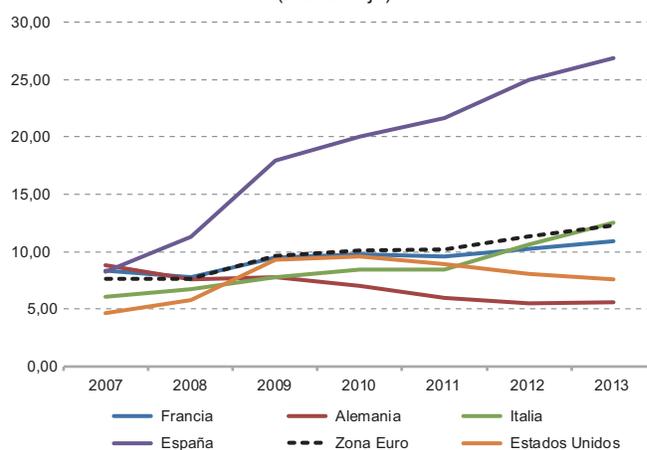
En lo que corresponde a la Zona Euro, esta región también mostró signos de mejoría, saliendo de la recesión con un crecimiento de 0,1% en el tercer trimestre de 2013, constituyéndose en el segundo trimestre consecutivo de expansión, aunque menor al 0,3% del trimestre previo. El incremento del producto se vio explicado por una mayor inversión, aunque se observó un consumo mermado por elevadas tasas de desempleo (Gráfico I.4) aumentando en consecuencia las presiones deflacionarias en la zona, que tuvo 0,9% de inflación anual en noviembre y 0,8% en diciembre. Al interior de la región, Alemania fue el país que mostró el mejor desempeño, con un crecimiento del PIB de 1,3% en 2013, explicado por una sólida demanda interna y un importante impulso proveniente de la inversión. Esta evolución favorable se vio reflejada en el índice de confianza empresarial que en diciembre alcanzó su valor más alto del año (109,5). Es de resaltar, que se observaron datos favorables para las economías con problemas de deuda como Portugal y España. En el caso de Portugal, se registró crecimiento por dos trimestres consecutivos, con 1,1% y 0,2% el segundo y tercer trimestre, respectivamente; mientras que España después de 9 trimestres a la baja creció 0,1% y 0,3% el tercer y cuarto trimestre, respectivamente.

Gráfico I.3 Hoja de Balance Agregada de la Reserva Federal de Estados Unidos
(Miles de Millones de Dólares)



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

Gráfico I.4 Tasa de desempleo, economías seleccionadas
(Porcentaje)



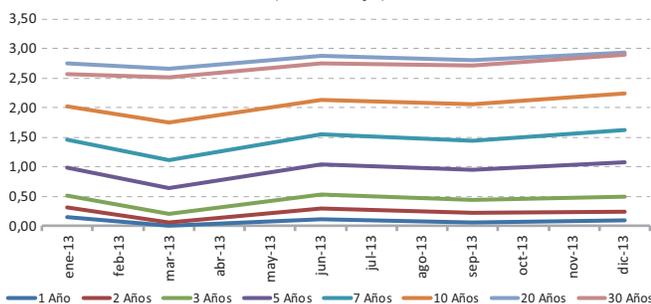
FUENTE: Eurostat
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico 1.5 Hoja de Balance Agregada del Banco Central Europeo
(Miles de Millones de Euros)



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

Gráfico 1.6 Curvas de Rendimiento de la Zona Euro
(Porcentaje)



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

El Banco Central Europeo (BCE) pretende mantener el impulso monetario por un tiempo prolongado, después de un recorte en noviembre de su tasas de política monetaria en 25pb a 0,25, tasa que podría experimentar más recortes el próximo año para apoyar la recuperación gradual de la actividad económica (Gráfico 1.7), impulsando la demanda doméstica. Adicionalmente, el BCE extendió hasta julio 2015 la adjudicación total de liquidez regular de corto plazo (MROs¹, por sus siglas en inglés) para aliviar cualquier problema de liquidez. Sin embargo, los niveles de deuda del BCE mostraron una tendencia a la baja ya que los mercados financieros reflejaron mayor estabilidad a finales de año y que los bancos son menos dependientes de los préstamos del BCE (Gráfico 1.5).

Finalmente, el reflejo de la política monetaria implementada por la Zona Euro impactó sobre las curvas de rendimiento (Gráfico 1.6). A principios de año y con la expectativa que la Reserva Federal comience a levantar el estímulo monetario, la curva de rendimiento mostró ser más pronunciada, lo cual significó efectivamente un aumento en los costos de financiamiento. Para finales de 2013 la compra de valores del BCE fue moderada, en vista de sus mayores restricciones en cuanto a operaciones de relajación cuantitativa se refiere, considerando que regula la política monetaria de 18 países.

En cuanto a Japón, la economía mostró una recuperación moderada con datos que apuntan a una reactivación del producto como resultado de la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa² del Banco de Japón, así como un estímulo fiscal proporcionado por el gobierno para poner fin a la deflación y promover el crecimiento. El tercer trimestre de 2013, el crecimiento de Japón mostró una desaceleración en su crecimiento registrando un 1,1%, cifra menor al 3,8% del trimestre previo.

1 *Main Refinancing Operations*
2 El Banco de Japón (BOJ) anunció en abril de 2013 que abriría una nueva fase de flexibilización monetaria en términos “cuantitativos y cualitativos”, por lo que duplicó la base monetaria y la compra tanto de bonos del Estado como de fondos negociables en el mercado, comprometiéndose a alcanzar una inflación interanual del 2% en el menor tiempo posible.

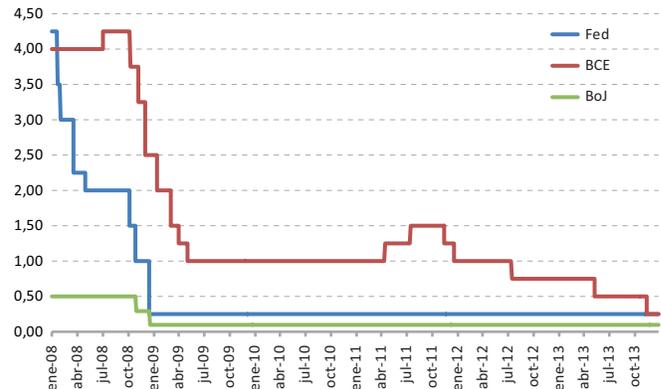
Se estima un crecimiento de 1,7% para la gestión 2013. La desaceleración del producto se explicó por un menor crecimiento del consumo y una caída de las exportaciones netas; sin embargo, esta tendencia se revirtió hacia fines de año, considerando que el consumo aumentó adelantando el incremento del impuesto al valor agregado (desde 5% a 8%) a partir de abril 2014 y una tasa de desempleo con tendencia a la baja.

En cuanto a la política monetaria, en 2013 el Banco Central de Japón realizó operaciones en el mercado monetario mediante la compra de bonos del gobierno japonés, incrementando la base monetaria a un ritmo anual de 60 – 70 trillones de yenes. Asimismo, dirigió su política para alcanzar su objetivo en el nivel de precios de 2%. Esta medida mostró sus efectos a finales de 2013, con un nivel de inflación de 1,6% anual, la tasa más alta en 5 años, y una tasa de interés de referencia de 0,1% (Gráfico I.7), la cual se ve reflejada en un curva de rendimiento de bonos a 10 años con tendencia creciente a finales de 2013 (Gráfico I.8).

Finalmente, es importante señalar que Japón tiene un nivel considerable de deuda pública que hasta junio de 2013 ascendió a 1.000 millones de yenes, este nivel se mantiene por encima del doble del PIB (el año fiscal 2012 se situó en los 474,8 miles de millones de yenes). En este contexto se espera que a medida que disminuya el estímulo, así como el gasto en reconstrucción, y se hagan efectivos los aumentos del impuesto al consumo, el déficit estructural se reduzca. Para el 2014 se estima una reducción del crecimiento del producto que alcanzará a 1,7%.

En cuanto a las economías emergentes, China mostró una recuperación en su crecimiento en el tercer trimestre de 2013, con un 7,8% anual mayor en 3 puntos porcentuales que el crecimiento registrado en el segundo trimestre. La razón de este repunte fue en gran medida la importante aceleración de la inversión y un consumo con crecimiento estable. Sin embargo, el Índice de Gestores de Compras oficial de manufactura de diciembre (Gráfico I.9) da cuenta de una desaceleración en la economía china, proyectando un crecimiento de

Gráfico I.7 Tasas de política monetaria de economías seleccionadas (Porcentaje)



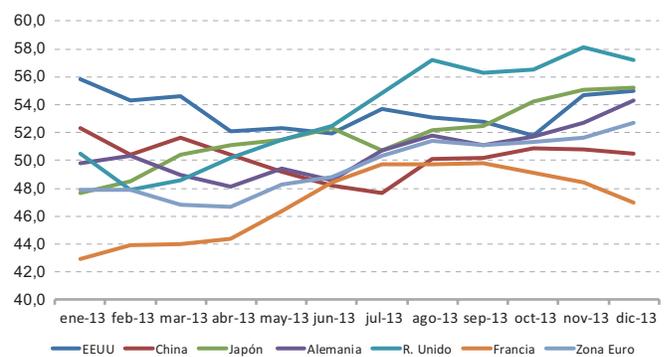
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico I.8 Valores de la Curva de Rendimiento a 10 Años de Japón (Porcentaje)



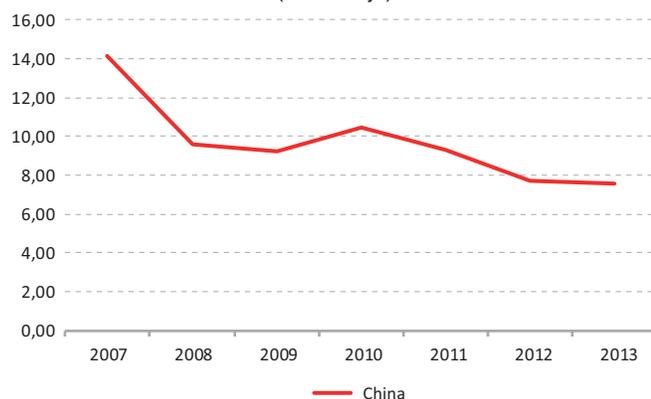
FUENTE: Banco Central de Europa
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico I.9 Índice PMI Manufacturero



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

Gráfico I.10 Tasa de crecimiento del PIB de China
(Porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI) – Octubre 2013
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

7,7% en 2013, la menor tasa de crecimiento desde 1999. El objetivo de las autoridades chinas es que la economía sea menos dependiente de las exportaciones y de las inversiones en industria, para enfocarse en el impulso al consumo interno. Bajo el contexto previo, las medidas de política adoptadas se encaminaron a enfriar el crecimiento del crédito y encarecer el capital de forma que se alcance una estructura con mayor balance en la demanda y resolver algunos desequilibrios en el sistema financiero. El gobierno mostró intenciones de sanear un sistema financiero frágil³, por lo cual se permitirá a los inversionistas establecer bancos pequeños y medianos además de un sistema de seguro de depósitos; y el desarrollo del mercado de bonos corporativos y de gobiernos locales.

De esta forma, el crecimiento anual chino disminuirá hasta 7,5% en 2014 y 7,3% el 2015, reflejando el ánimo de las autoridades chinas de conseguir un crecimiento sostenible en el largo plazo.

En América Latina, el crecimiento del consumo privado y gubernamental cayó desde un 3% en 2012 a 2,6% y 2,2% en 2013, respectivamente. En cuanto a las exportaciones, estas mostraron un retroceso en el año alcanzando un 4,1% entre enero y noviembre (7,6% en 2012). Del mismo modo, los precios de los productos agrícolas, metales básicos y metales preciosos cayeron en 7,2%, 5,5% y 16,9%, respectivamente. Estos bajos precios mermaron considerablemente el valor de las exportaciones de la región, provocando con ello el aumento del déficit en cuenta corriente desde 1,7% del PIB en 2012 a 2,6% en 2013.

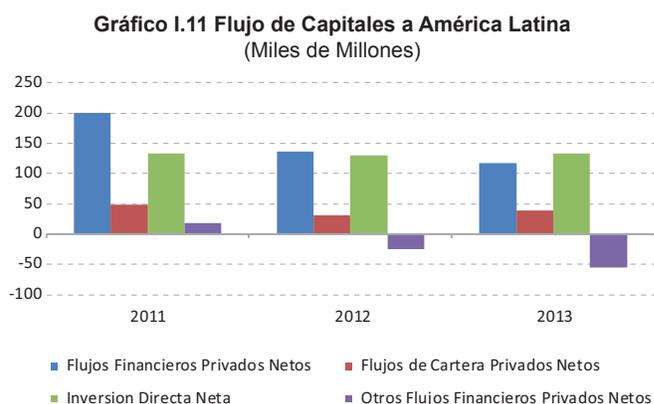
La economía latinoamericana se vio afectada por un entorno internacional menos favorable en el que la desaceleración de China a finales de 2013 y el retiro del estímulo monetario de Estados Unidos tuvieron un impacto importante sobre las economías de la región, generando un menor dinamismo de la demanda interna y un menor flujo de capitales a la región.

³ El crédito interno alcanzó a 200% del PIB el 2013 comparado con 120% del PIB en el 2009, asimismo fue de gran preocupación las operaciones del sistema bancario informal (*shadow banking*) que podrían alcanzar 40% del PIB.

Ante el cambio en las condiciones financieras de los Estados Unidos y el anuncio de la Reserva Federal del 18 de diciembre respecto al retiro gradual del estímulo monetario a partir de enero, las economías emergentes vieron un cambio en sus condiciones de financiamiento. Por un lado, se observó un aumento en el costo de endeudamiento externo, que se había reducido sustancialmente. Asimismo, los flujos brutos de capital hacia la región aumentaron en 2013 a un total de \$us178.000 millones, en comparación con \$us150.000 millones en 2012; sin embargo, los flujos netos mostraron una importante caída pasando de \$us136.000 en 2012 a \$us117.000 el 2013 (Gráfico I.11).

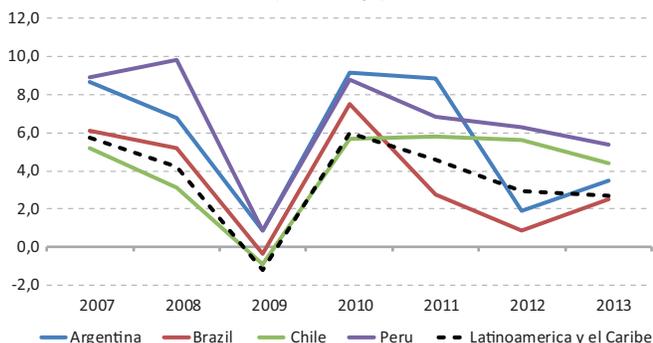
En Brasil, el crecimiento promedio de los últimos años fue bajo comparado con el nivel máximo alcanzado en diciembre de 2009. Este resultado se atribuyó a restricciones de oferta y falta de reformas estructurales para resolverlas. El PIB se contrajo 0,5% (desestacionalizado) en el tercer trimestre de 2013, periodo en el que la inversión y las exportaciones netas incidieron de forma negativa mientras que el consumo público y privado mostraron crecimiento. Luego del anuncio de la posibilidad del retiro gradual de los estímulos monetarios en Estados Unidos, Brasil fue uno de los países que se vio afectado en mayor medida por la salida de capitales que originó la depreciación en su moneda y presiones inflacionarias. La inflación anual en diciembre alcanzó 5,91% cercana a la cota superior establecida por el Banco Central del Brasil (4,5%(+-2)), situación que limitó la respuesta de política llevando a una elevación de la tasa de política monetaria hasta 10% (Gráfico I.13). Se prevé mantener el ritmo de crecimiento de los tipos de interés actuales (50pb mensuales), endureciendo la política monetaria para controlar la inflación.

En Argentina, luego de un crecimiento alto en la primera mitad del año, explicado por un elevado nivel de exportaciones de soja y de un *boom* del sector automotor, la economía se debilitó en la segunda mitad del año, pasando de un 8,3% en el segundo trimestre a un 2,1% el cuarto trimestre. La inflación permaneció



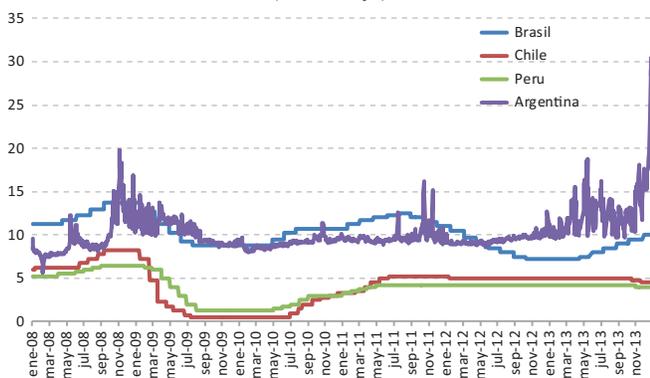
FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI) – Octubre 2013,
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico I.12 Tasa de crecimiento del PIB de economías seleccionadas - Latinoamérica (Porcentaje)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI) – Octubre 2013
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico I.13. Tasas de política monetaria de economías latinoamericanas (Porcentaje)



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

Cuadro I.1 Índices Bursátiles

Región	Índice	Valor al 31-Dic-13	Variación (%) 31-dic-12
EEUU	Dow Jones	16.577	26
	S&P 500	1.848	30
	Nasdaq	4.177	38
Europa	Euro Stoxx	3.109	18
	Dax	9.552	25
	FTSE 100	6.749	14
Asia	Shanghai	2.116	-7
	Nikkei	16.291	57
Latinoamérica	Bovespa	51.507	-15
	Merval	5.391	89

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

elevada, con una tasa anualizada de los precios minoristas de 10,5 el tercer trimestre, al tiempo que se observaron fuertes distorsiones de precios relativos. Asimismo, se registró una nueva caída considerable de Activos de Reserva, explicada por el desbalance del sector turístico, la reducción del superávit comercial (en 32% los siete primeros meses del año) y los pagos de deuda pública.

Con respecto al Perú, se observó una reducción del crecimiento de la inversión privada al igual que una menor tasa de consumo privado, lo cual llevó a una desaceleración de la economía peruana con un crecimiento en 2013 de 5,1%, comparado con un 6,3% en 2012. Este último resultado estuvo acompañado además menores exportaciones que pasaron de un 5,4% en 2012 a 1,5% en 2013. Asimismo, en noviembre, la inflación anual ascendió a 2,96%, ubicándose dentro del rango meta.

En Chile, el crecimiento de la actividad económica fue moderado. El PIB creció 4,1% en el primer trimestre del año, tasa inferior al 5,7% del trimestre anterior. Los sectores ligados a recursos naturales aumentaron su tasa de expansión anual el primer cuarto del 2013 a 6,4% (4,1% en el trimestre previo), mientras que el resto de los sectores redujo su tasa de expansión anual a 3,3% (5,9% en el trimestre previo). El dinamismo del consumo se sustentó en las condiciones laborales favorables, con tasas de desempleo controladas e ingresos personales que crecieron a tasas elevadas. En los últimos meses de 2013, la inflación anual y su medida subyacente (IPCSAE) siguieron con tasas de crecimiento en torno a 1%. Bajo este contexto, se redujeron las tasas de interés a un 5%, con objeto de apoyar la recuperación de la economía en un contexto de presiones inflacionarias contenidas.

A pesar del escenario de incertidumbre que vivió la economía mundial a lo largo del 2013, los mercados bursátiles en las economías desarrolladas cerraron la gestión con variaciones positivas, mientras que las bolsas en las economías emergentes registraron datos negativos (Cuadro I.1). En diciembre, los activos de renta variable en los mercados bursátiles de los países

desarrollados finalizaron con alzas en los precios, pero con mayor volatilidad esperada (Gráfico 1.14). En Estados Unidos, la Fed redujo el ritmo de compra de activos, dados los datos positivos respecto del nivel de actividad, reflejados en el mercado de trabajo. Sin embargo, el impacto en los mercados de la decisión de la Fed fue limitado, puesto que la medida ya estaba incorporada en las expectativas.

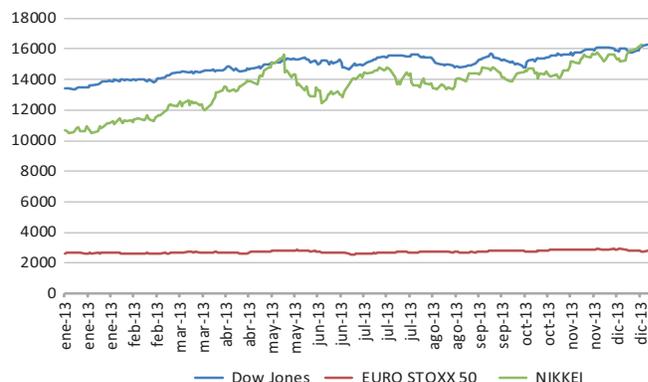
Por otro lado, una menor perspectiva de crecimiento para las economías emergentes, provocó una salida de capitales en estos últimos y con ello una reducción en sus bolsas que, comparadas con las bolsas de economías desarrolladas, tuvieron un desempeño inferior.

Los rendimientos de los activos considerados seguros mostraron un comportamiento al alza, especialmente por los temores del retiro del estímulo de la Fed (que implicaría una menor demanda por bonos del Tesoro de Estados Unidos) y las mejores perspectivas de actividad. Los bonos del Tesoro a diez años se elevaron 25 p.b. entre septiembre y diciembre después de los anuncios correspondientes (Cuadro I.2).

En el caso de Alemania y Japón, los rendimientos registraron un menor crecimiento tras el recorte de tasas del BCE en la primera semana de noviembre, las señales de moderación del crecimiento en las economías de la periferia de la Eurozona, y en el caso de la economía japonesa, por las expectativas de un incremento en el programa de compras de activos del banco central. (Gráfico I.15).

En Latinoamérica, las tasas de rendimiento de los bonos soberanos a 10 años experimentaron importantes incrementos, debido al positivo desempeño de las economías de la región a inicios de año, por lo que los inversionistas depositaron su confianza en estos instrumentos públicos (Cuadro I.3). Se debe considerar que los rendimientos de los bonos de las economías emergentes están por encima de los rendimientos de instrumentos equivalentes de las economías más desarrolladas, lo cual es un incentivo adicional para su adquisición.

Gráfico I.14 Índices Bursátiles



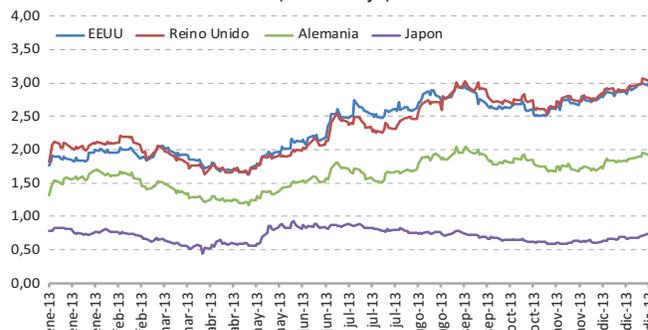
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

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

Bono	Retorno en el Mercado de Bonos (%)	
	Rendimiento al 31-Dic-13 (%)	Variación al 31-Dic-12 (puntos básicos)
	31-dic-13	31-dic-12
EEUU	3,03	127
Reino Unido	3,02	119
Alemania	1,93	61
Japón	0,74	-5

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

Gráfico I.15 Rendimiento de Bonos a 10 años - economías seleccionadas (Porcentaje)



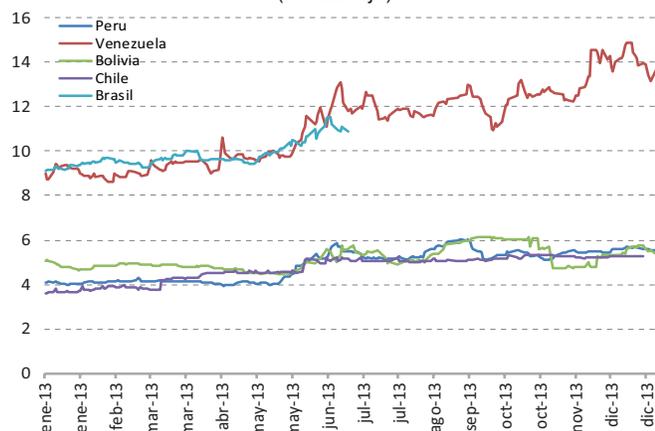
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

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

Bono	Valor (%)	Variación en puntos básicos
	31-dic-13	31-dic-12
Venezuela	13,77	435
Bolivia	5,30	25
Perú	5,55	146
Brasil	11,56	239
Chile	5,25	144

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

Gráfico I.16 Rendimiento de Bonos a 10 años – Latinoamérica
(Porcentaje)

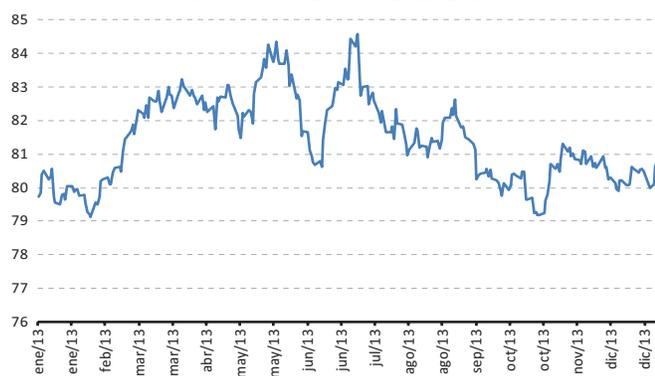


FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

En este sentido, los bonos soberanos de Chile fueron los que registraron las tasas de rendimiento más bajas entre los países de la región, seguidos por Perú y Bolivia. Este último incursionó en los mercados internacionales por primera vez en el mes de octubre de 2012, colocando bonos soberanos a 10 años plazo por \$us500 millones a una tasa de rendimiento de 4,875%, mientras que en agosto de 2013 se realizó una segunda emisión por \$us500 millones a una tasa de 5,95% (Gráfico I.16).

En línea con el comportamiento de los mercados bursátiles y de bonos soberanos, en el mercado de divisas, el Índice Dólar DXY mostro una apreciación los primeros meses de 2013 influida por el débil panorama de la zona euro, sin embargo la aparente ralentización del crecimiento económico de los Estados Unidos entre julio y agosto influyo en la depreciación del dólar, que vio su trayectoria revertida entre septiembre y diciembre (Gráfico 1.17) a causa del repunte en el crecimiento de la economía americana. Sin embargo, aún persiste la tendencia a la depreciación ya que se tienen expectativas de un mayor estímulo monetario del Banco de Japón (BoJ) y mejoras en las perspectivas de crecimiento de Europa. (Gráfico I.9).

Gráfico I.17 Índice del Dólar DXY ^{1/}



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

Por su parte, las monedas de países emergentes siguieron depreciándose respecto al dólar, en un contexto de incertidumbre asociado a las expectativas del inicio de retiro del estímulo por la Fed y a la reducción de los precios de los *commodities*.

Cuadro I.4 Tipo de Cambio, Economías seleccionadas

Moneda	Tipo de Cambio Spot (Moneda/\$us)	
	Valor 27-dic-13	Variación (%) 31-dic-12
Euro (E/\$)	0,7	-3,7
U.K. (L/\$)	0,6	-1,8
Franco Suizo (CHF/\$)	0,9	-3,1
Corona Sueca (SEK/\$)	6,4	-1,0
Dólar Canadiense (CAD/\$)	1,1	7,1
Dólar Australiano (AUD/\$)	1,1	16,6
Japón (Yen/\$)	105,1	21,2
China (Yuan/\$)	6,1	-2,7
Brasil (Real/\$)	2,4	15,0
Argentina (Peso/\$)	6,5	32,6
Chile (Peso/\$)	525,7	9,7
Perú (Sol/\$)	2,8	9,6
Colombia (Peso/\$)	1.929,5	9,2
Bolivia (Bs/\$)	6,96	0,0

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

Las mayores depreciaciones se dieron en economías que enfrentan déficit elevados en cuenta corriente o que tienen una alta dependencia del financiamiento externo. Entre las monedas de la región que más se depreciaron destacan el peso argentino, el peso chileno y el real brasileño. (Cuadro I.4).

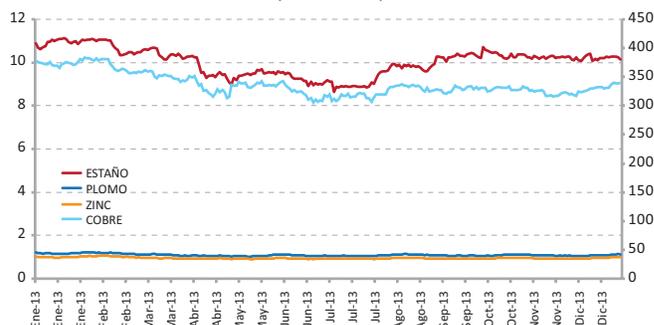
Los precios de las materias primas (Gráfico I.18) descendieron en el segundo trimestre de este año, afectados por la apreciación del dólar estadounidense, la moderación del crecimiento mundial y, en especial, por la desaceleración de la economía China (gráfico I.10).

En cambio, el precio de los cereales disminuyó desde el mes de marzo, pues las mejores condiciones climáticas se reflejaron en ajustes al alza de la producción para el 2013 (Cuadro I.5). Asimismo, la desaceleración de la demanda de la economía china y la tendencia a la apreciación del dólar entre septiembre y diciembre de 2013 influyeron en la caída de los precios de los principales granos. En particular, se ha observado una importante caída en el precio del maíz y trigo, que cayeron en 31% y 22% respectivamente.

El precio del oro y la plata registraron la mayor caída al finalizar el 2013, registrando pérdidas de 28% y 36% respectivamente, este resultado se explicó por las evidentes señales de recuperación que mostró la economía en Estados Unidos y el consecuente abandono de la inversión en estos metales debido a que los inversores buscaron una mayor rentabilidad para sus carteras en otros productos de renta variable, renta fija o mercado de futuros y con plazos más cortos. Por su parte, el cobre, siguiendo la tendencia, cotizó entre \$us3,0 y \$us3,5 la libra, para transarse en torno a \$us3,4 la libra al cierre del año. Las débiles perspectivas de producción industrial globales, y las caídas de las importaciones chinas, junto con elevados niveles de inventarios en bolsa, explican la evolución reciente de este metal.

En cuanto al petróleo, el precio del Brent bajó 3,0% en el año. La menor demanda energética global y la mantención de los planes de producción por parte de la OPEP presionaron los precios a la baja (Gráfico I.19). La cotización del petróleo WTI se redujo 12,0% en los últimos tres meses, al caer de \$us /bl.106,55 en agosto (máximo en el año) a \$us /bl.93,81 en noviembre.

Gráfico I.18 Precio de los metales industriales
(En \$us/LF)



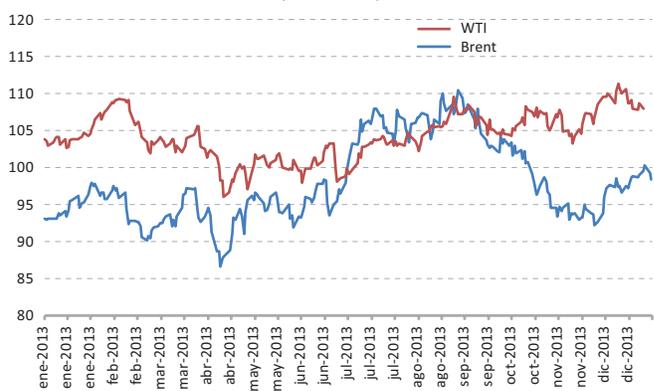
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Cuadro I.5. Precio de Materias Primas

Producto	Precio de Commodities	
	Precio 31-dic-13	Variación (%) 31-dic-12
Oro \$/OT	1.206	-28
Plata \$/OT	19	-36
Cobre \$/LF	3,4	-8
Estaño \$/LF	10	-4
Zinc \$/LF	0,9	-1
Plomo \$/LF	1,0	-6
Petróleo WTI \$/Barril	98,4	7
Petróleo Brent \$/Barril	109	-3
Gas Natural \$/MMBTU	4,8	33
Gasolina \$/litro	0,7	10
Maíz \$/TM	166	-31
Trigo \$/TM	222	-22
Soya \$/TM	482	-2
Azúcar \$/TM	362	-16

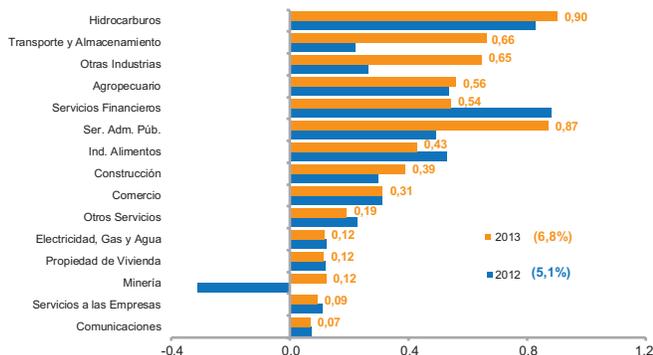
FUENTE: Bloomberg
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico I.19 Petróleo Brent y WTI
(\$us/Barril)



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

Grafico I.20 Incidencias de sectores en el Crecimiento del IGAE
(Acumuladas al mes de diciembre de cada gestión, en puntos porcentuales)



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

La tendencia descendente en la cotización del petróleo estuvo asociada a la mayor producción de Estados Unidos, a niveles no vistos desde enero de 1989, debido al auge del crudo no convencional cuyo incremento sobrepasó las proyecciones. Asimismo, surgieron presiones a la baja luego del acuerdo temporal entre Irán y el grupo de los cinco países del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y Alemania, sobre incrementar la producción de petróleo. Esta mayor producción contrarrestó la reducción de la oferta de la OPEP, asociada a la suspensión temporal de algunos productores del cartel (en particular Iraq y Libia), sumado a la disminución de la producción anual de Arabia Saudita durante el año, en respuesta a un mercado global bien abastecido.

Cuadro I.6 Crecimiento del PIB por componente de gasto

	Millones de Bs.			Crecimiento (%)		Incidencia (pp)	
	T3-11 ^p	T3-12 ^p	T3-13 ^p	T3-12 ^p	T3-13 ^p	T3-12 ^p	T3-13 ^p
PIB	25.165,8	26.352,4	28.108,0	4,7	6,7	4,7	6,7
Consumo	20.111,0	20.973,8	22.266,4	4,3	6,2	3,4	4,9
Público	2.730,1	2.868,8	3.028,6	5,1	5,6	0,6	0,6
Privado	17.380,8	18.105,0	19.237,9	4,2	6,3	2,9	4,3
Inversión	5.539,3	5.442,9	5.841,5	-1,7	7,3	-0,4	1,5
FBKF	4.234,2	4.336,4	4.743,1	2,4	9,4	0,4	1,5
VAREX	1.305,0	1.106,5	1.098,4	-15,2	-0,7	-0,8	0,0
Exportaciones netas	-484,5	-64,3	0,1	86,7	100,1	1,7	0,2
Exportaciones	8.184,6	8.866,9	9.619,0	8,3	8,5	2,7	2,9
Importaciones	8.669,1	8.931,2	9.619,0	3,0	7,7	1,0	2,6
Demanda Interna	25.650,2	26.416,7	28.107,9	3,0	6,4	3,0	6,4

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

I.2 Contexto Nacional

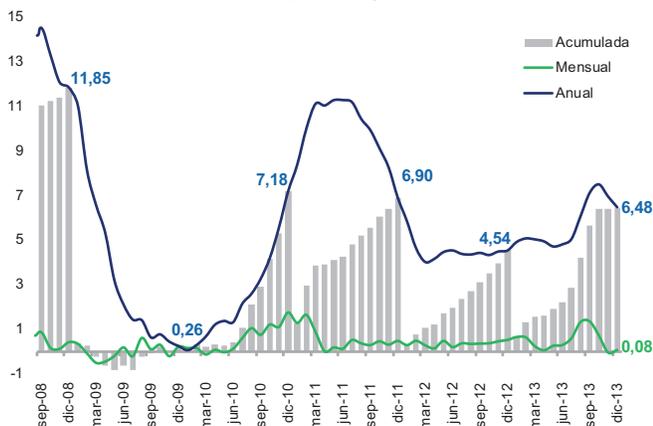
A diciembre de 2013, el desempeño de la actividad global, medido por el Índice General de Actividad Económica (IGAE) fue de 6,8%, el más alto de los últimos 38 años y superior al 5.1% observado en la gestión precedente (Grafico I.20).

A nivel sectorial, la contribución al crecimiento de la actividad global estuvo liderada por los sectores de Hidrocarburos (0,90pp) y Servicios de la Administración Pública (0,87pp), en el caso del sector hidrocarburos a diciembre de 2013 la producción de gas natural y líquidos alcanzaron niveles ampliamente superiores a los de 2012, debido a la creciente demanda externa e interna. Es de destacar el repunte del sector minero, que a comparación de la contracción de (0.4pp) observada la gestión anterior, en el año mostro una leve contribución de 0.12pp principalmente debido a una mayor producción de plata y zinc.

Por el lado del gasto, el crecimiento del PIB fue de 6,7% durante el tercer trimestre del año, explicado principalmente por la demanda interna. (Cuadro I.1).

La inflación interanual cerró 2013 en 6,5%; siendo mayor a la meta anunciada de 4,8% pero manteniéndose dentro del rango proyectado (3,8% a 6,8%) (Grafico I.21), esta situación se hizo evidente

Grafico I.21 Inflación Anual, Acumulada y Mensual
(en porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de política Económica

a finales de año, específicamente a partir del mes de septiembre.

Hasta julio de 2013, la trayectoria de la inflación mantuvo un comportamiento estable, con una variación mensual promedio cercana a 0.4%, sin embargo a partir de agosto factores climáticos adversos como heladas y sequías, al igual que comportamientos especulativos influyeron en el alza de precios de productos de importante participación dentro de la canasta del IPC (papa, tomate y pollo).

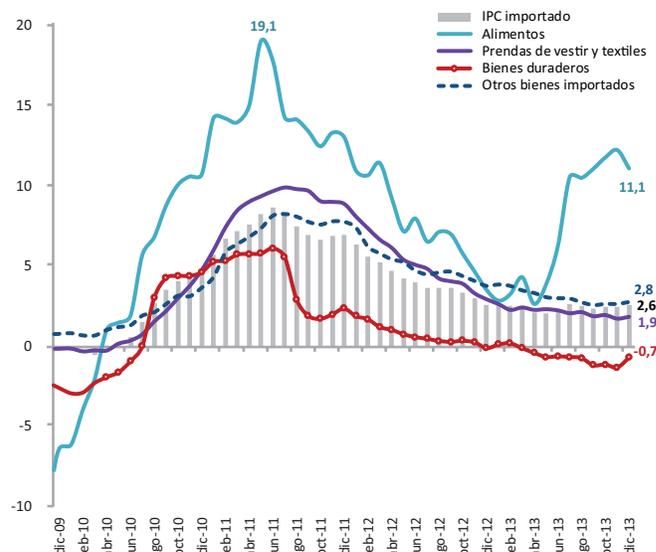
Por otro lado, el IPC-Importado, que refleja las variaciones de los bienes provenientes de nuestros socios comerciales, mostró un descenso sistemático de las tasas de variación interanual, al igual que años precedentes, cerrando la gestión en 2,6% (Grafico I.22). La caída del IPC-Importado se vio explicado por una caída en los precios internacionales de las materias primas, al igual que tasas moderadas de inflación de los principales socios comerciales de Bolivia, que además experimentaron importantes depreciaciones en sus monedas.

En el periodo enero - diciembre de 2013, la Balanza de Pagos registro un superávit global de \$us1.121 millones, resultado del superávit de Cuenta Corriente de \$us1.012 millones (3,3% del PIB anual estimado para 2013 (Cuadro I.7). En consecuencia, las Reservas Internacionales Netas (RIN) se incrementaron, alcanzando \$us1.122 millones en 2013.

El superávit en Cuenta Corriente se debió al saldo positivo de la Balanza Comercial y a las remesas familiares. Por su parte, la Cuenta Capital y Financiera presentó un saldo negativo de \$us169 millones comparado con uno positivo la gestión anterior. Este resultado se explica por salidas netas de capital del sector público en \$us450 millones, e ingresos netos al sector privado en \$us281.

A su vez, en el sector privado se contabilizó un incremento de la Inversión Extranjera Directa (IED) en \$us1.749 millones, canalizados principalmente al sector hidrocarburos e industria. La Balanza Comercial, tuvo

Grafico I.22 Evolución de los Componentes Importados del IPC por subgrupos
(Variación interanual, en porcentajes)



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

Cuadro I.7 Resumen de la Balanza de Pagos
(Flujos en millones de dólares estadounidenses)

	2011 ^P	2012 ^P	2013 ^P
I. CUENTA CORRIENTE	76,6	2.258,5	1.012,1
1. Balanza Comercial	430,9	2.964,2	2.158,2
Exportaciones FOB	8.358,2	11.233,4	11.495,9
Importaciones CIF ^{1/}	7.927,3	8.269,2	9.337,7
2. Servicios	-368,8	-342,1	-508,1
3. Renta (neta)	-1.160,8	-1.629,3	-1.907,8
4. Transferencias	1.175,3	1.265,8	1.269,8
d/c Remesas de trabajadores recibidas	1.012,3	1.094,3	1.181,8
II. CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	976,6	542,0	-169,0
1. Sector Público	536,8	651,2	-450,3
2. Sector Privado	439,8	-109,2	281,3
d/c Inversión extranjera directa (neta)	858,9	1.060,0	1.749,6
III. ERRORES Y OMISIONES	1.106,8	-1.088,9	278,5
IV. BALANCE GLOBAL (I+II+III)	2.160,0	1.711,6	1.121,6
V. TOTAL FINANCIAMIENTO	-2.160,0	-1.711,6	-1.121,6
RIN BCB (aumento= negativo) ^{2/}	-2.160,0	-1.711,6	-1.121,6
Items pro memoria:			
Cuenta corriente (en % del PIB anual)	0,3	8,3	3,3
Cuenta capital y financiera (en % del PIB anual)	4,0	2,0	-0,6
RIB en meses de importaciones ^{3/}	16	17	16

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

Cuadro I.8 Balanza Comercial
(Flujos en millones de dólares estadounidenses)

	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2011	2012 ^p	2013 ^p	2012/2011	2013/2012
BALANZA COMERCIAL	431	2.964	2.158	587,9	-27,2
Exportaciones FOB	8.358	11.233	11.496	34,4	2,3
Importaciones CIF ajustado ^{1/}	7.927	8.269	9.338	4,3	12,9

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

un superávit de \$us2.158 millones a diciembre, monto menor al obtenido en 2012; este comportamiento fue resultado del mayor dinamismo de las importaciones (Cuadro I.8).

Las exportaciones de bienes FOB alcanzaron \$us11.496 millones, 2,3% superiores a las registradas la gestión anterior. Este crecimiento fue impulsado por las mayores exportaciones de hidrocarburos y productos no tradicionales, tanto en términos de volumen como de precios (Cuadro I.9).

Cuadro I.9 Exportaciones de Bienes
(Flujos en millones de dólares estadounidenses)

	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2011	2012 ^p	2013 ^p	2012/2011	2013/2012
Minerales	3.429	3.681	3.055	7,4	-17,0
Hidrocarburos	4.114	5.872	6.534	42,7	11,3
Gas natural	3.885	5.479	6.113	41,0	11,6
No tradicionales	1.414	2.082	2.287	47,3	9,8
Otros bienes	258	333	286	28,9	-14,1
Total Exportaciones CIF	9.215	11.968	12.163	29,9	1,6
Total Exportaciones FOB	8.358	11.233	11.496	34,4	2,3

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

Las importaciones CIF ajustadas fueron de \$us9.338 millones, 12,9% por encima de las registradas la gestión anterior. En este sentido, el 78% de las importaciones correspondió a bienes intermedios y de capital destinados principalmente a actividades industriales (Cuadro I.10).

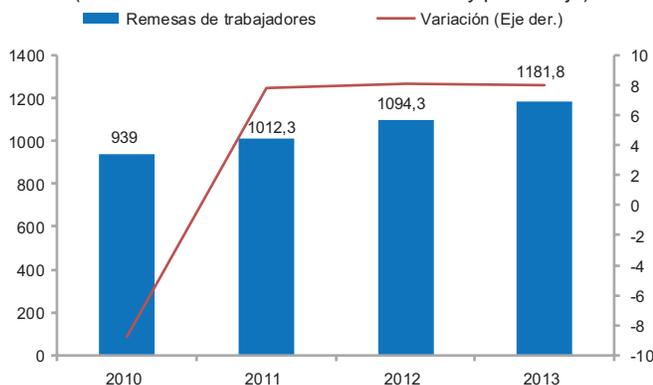
Cuadro I.10 Importaciones de Bienes
(Flujos en millones de dólares estadounidenses)

	Enero - Diciembre			Var. (%)	
	2011	2012 ^p	2013 ^p	2012/2011	2013/2012
Bienes de consumo	1.817	1.752	1.994	-3,6	13,8
Bienes intermedios	3.844	4.127	4.388	7,4	6,3
Bienes de capital	2.245	2.330	2.913	3,8	25,0
Diversos	29	72	58	148,5	-19,6
Total Importaciones CIF	7.936	8.281	9.353	4,4	12,9
Total Importaciones CIF ajustado ^{1/}	7.927	8.269	9.338	4,3	12,9

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

En 2013, las remesas ascendieron a \$us1.182 millones, monto superior en 8,0% al registrado en 2012 (Grafico I.23). En términos de su origen, las remesas provinieron principalmente de España (48,0%), Estados Unidos (17,4%), Argentina (8,7%), Chile (6,1%) y Brasil (4,5%).

Grafico I.23 Remesas de trabajadores en el exterior
(En millones de dólares estadounidenses y porcentaje)



FUENTE: Sistema Bancario Nacional, Empresas de transferencia electrónica de dinero y otras fuentes
 ELABORACIÓN: BCB – Asesoría de política Económica

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

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 del BCB, en coordinación con el Órgano Ejecutivo, buscó un delicado balance entre su objetivo de controlar la inflación y apuntalar el crecimiento económico. En ese sentido, la ejecución de OMA en 2013 se caracterizó por su carácter heterodoxo, con la incursión de nuevos instrumentos para esterilizar la liquidez de la economía, sin efectos significativos y permanentes en el nivel de las tasas de interés de regulación monetaria, que pudieran posteriormente afectar el crecimiento económico. En este contexto el saldo de valores con fines de regulación monetaria terminó la gestión en Bs15.091 millones.

Las Operaciones de Mercado Abierto (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), realizadas con el propósito de expandir o contraer la liquidez y el volumen de los medios de pago en la economía. Adicionalmente, la autoridad monetaria administra las emisiones de valores públicos que realiza el Tesoro General de la Nación (TGN) con fines de política fiscal, no obstante los efectos de estas operaciones sobre la liquidez de la economía son diferentes. Cuando los recursos captados con fines de política fiscal permanecen depositados en el BCB, su efecto sobre la cantidad de dinero es similar al de las OMA. Sin embargo, en la medida en que estos recursos son destinados a financiar el gasto público, su efecto sobre la contracción de la liquidez se revierte. Otra

particularidad de las emisiones con fines de política fiscal, es el plazo al cual son emitidos, que comprende el mediano y largo plazo, mientras que los valores públicos emitidos con fines de política monetaria son de corto plazo, por el objetivo que persiguen.

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 mercado monetario, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) decide semanalmente la adjudicación de valores de regulación monetaria, las condiciones de la oferta de valores (monto, plazo y denominación, entre otros), el nivel de la tasa premio base y el monto disponible para las operaciones de reporto.

En cumplimiento 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 del BCB buscó un delicado balance entre su objetivo de controlar la inflación y apuntalar el crecimiento económico. La ejecución de OMA en 2013 se caracterizó por su carácter heterodoxo, con la implementación de nuevos instrumentos para retirar liquidez de la economía, permitiendo una colocación bruta que llegó a niveles record (Bs19.217), sin efectos significativos y permanentes en el nivel de las tasas de interés de regulación monetaria, que pudieran posteriormente afectar el crecimiento económico.

El lineamiento de OMA para el primer trimestre estableció una colocación neta de Bs1.663 millones, que estuvo determinada por el nivel de excedente de liquidez observado en la economía a inicios de la gestión (Bs10.938 millones al 2 de enero de 2013) y otros elementos de coyuntura. Al finalizar el primer trimestre, la contracción neta de recursos alcanzó Bs2.291 millones, cifra superior a la determinada, reflejo del incremento estacional característico de la demanda de valores y los esfuerzos del ente emisor

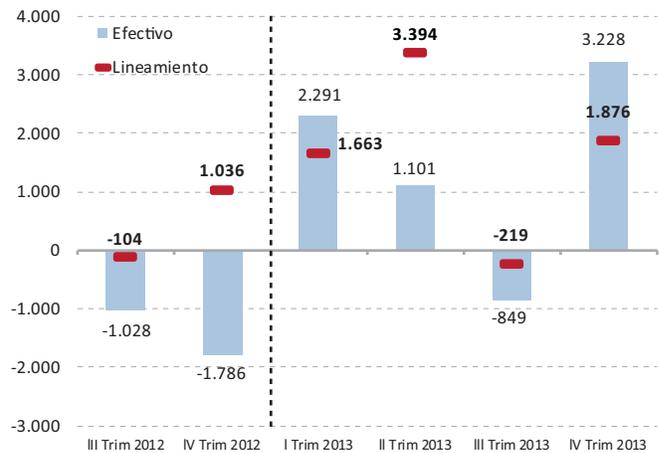
que validó incrementos en las tasas de adjudicación para todos los plazos.

El lineamiento de política para el segundo trimestre determinó una contracción neta de Bs3.394 millones. En el periodo, la colocación neta de títulos alcanzó Bs1.101 millones, en el que destaca la emisión de Certificados de Depósito (CD) como instrumento complementario del BCB para retirar liquidez de la economía.

En un contexto de retiros graduales de impulsos monetarios, el lineamiento de política monetaria para el tercer trimestre del año marcó una orientación expansiva (Bs219 millones), determinada por el objetivo de apuntalar el crecimiento económico, en un contexto de inflación controlada. En este marco, las OMA se tradujeron en una redención neta de títulos por Bs849 millones. Sin embargo, durante los meses de agosto y septiembre la economía nacional enfrentó choques de oferta de algunos alimentos, originados por una ola de frío que afectó varios departamentos y una fuerte sequía al sureste del país. En este sentido, el lineamiento de política para el cuarto trimestre determinó una contracción neta de Bs1.876 millones orientada entre otros a esterilizar la inyección estacional de recursos y para evitar efectos de segunda vuelta sobre la inflación. Al finalizar el último trimestre la colocación neta de valores alcanzó Bs3.228 millones en la que destaca la segunda emisión de CD (Gráfico II.1.).

Con base a las directrices aprobadas por el Directorio del BCB, la oferta semanal de valores con fines de regulación monetaria se incrementó durante la gestión desde Bs350 millones hasta Bs1.000 millones, y observó cambios en su composición. Durante el primer semestre, el incremento de la oferta fue de Bs350 millones, mientras que el segundo semestre el aumento alcanzó a Bs300 millones, produciendo un incremento total de Bs650 millones. Cabe señalar que la oferta semanal de Bs1.000 millones constituye el máximo nivel ofertado en subasta, situación que refleja los esfuerzos del ente emisor para retirar dinero de la economía, en un contexto de mayor uso de la moneda nacional (Gráfico II.2.).

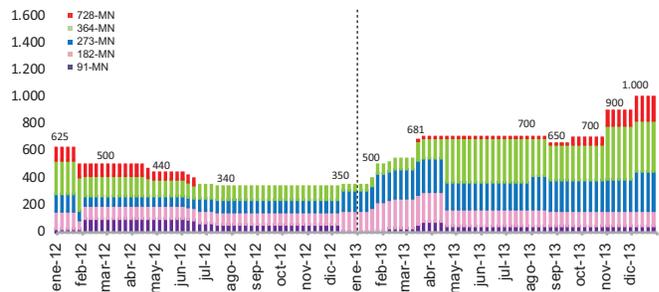
Gráfico II.1. Lineamientos y colocación efectiva de OMA
(Millones de bolivianos)



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. Oferta de valores de regulación monetaria en la última subasta del trimestre
(En títulos)

	91 días	182 días	273 días	364 días	728 días	Total
I Trim 12	100.000	100.000	70.000	150.000	80.000	500.000
II Trim 12	70.000	90.000	90.000	100.000		350.000
III Trim 12	60.000	90.000	90.000	100.000		340.000
IV Trim 12	10.000	150.000	150.000	40.000		350.000
I Trim 13	79.000	220.000	250.000	150.000	1.000	700.000
II Trim 13	49.000	120.000	200.000	330.000	1.000	700.000
III Trim 13	49.000	110.000	230.000	260.000	51.000	700.000
IV Trim 13	50.000	110.000	290.000	380.000	170.000	1.000.000

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

El incremento en la oferta de valores privilegió los plazos mayores, esto es, 273, 364 y 728 días, con la finalidad de construir una estructura uniforme de vencimientos para la gestión 2014. En esta línea, al finalizar el primer trimestre (15 de marzo de 2013) el BCB reinició la oferta de valores a 728 días, como estrategia para marcar las tasas de interés a este plazo. Es así que en el primer semestre, la oferta de valores a los plazos mencionados representó el 76% del total ofertado.

Durante el tercer trimestre, siguiendo la orientación de la política, la autoridad monetaria incrementó la oferta de valores a 2 años de Bs1 millón hasta Bs51 millones, desplazando la inyección de liquidez hasta la gestión 2015. El cuarto trimestre, ante el incremento temporal del nivel de precios, el desvío de la inflación respecto a la meta anunciada (4,8%) y el lineamiento de política emitido en consecuencia a esta coyuntura, la oferta de valores se incrementó de Bs700 millones a 1.000 millones. Dicho incremento estuvo concentrado especialmente en valores a 273, 364 y 728 días.

Cabe destacar que durante la gestión, el Directorio del BCB⁴ determinó que en caso de considerar necesario, el COMA podrá ampliar la oferta semanal de valores por encima de los lineamientos aprobados por Directorio⁵, como esfuerzo adicional para retirar dinero de la economía.

Así también, el BCB consecuentemente con el proceso de mayor uso de la moneda nacional, priorizó las emisiones en esta denominación (MN), por lo cual mantuvo su decisión de no ofertar valores en moneda extranjera (ME). Cabe recordar que el BCB no realiza colocaciones en esta denominación desde septiembre del 2011; y desde abril de 2012, en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV).

En 2013, el volumen total demandado alcanzó Bs19.989 millones, cifra inferior en 15% a la registrada en la gestión 2012 (Bs23.469 millones). Esta reducción respondió a las variaciones observadas en el excedente

⁴ En función a sus atribuciones establecidas mediante la Ley N°1670 y el Estatuto del BCB,

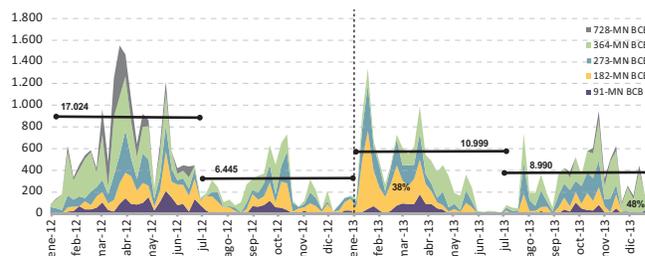
⁵ Resolución de Directorio 038/2013.

de liquidez durante la gestión, que pasó de Bs10.938 millones el 2 de enero de 2013 a Bs6.374 millones a finales de junio, llegando a su nivel mínimo de Bs4.076 el 27 de noviembre (una semana después de la segunda emisión de los CD del BCB), para recuperarse la última semana hasta Bs8.600 millones al 31 de diciembre.

La demanda de valores durante el primer semestre estuvo orientada principalmente hacia papeles a 182 días, reflejo de la preferencia de los demandantes institucionales por valores de corto plazo ante bajos niveles de tasa de adjudicación. La demanda a este plazo explicó el 38% de la demanda total de valores. Por otra parte, el segundo semestre, ante mayores niveles de tasas de adjudicación, la demanda se concentró en valores a 364 días, que significó 48% de la demanda total de títulos, situación que se hizo más pronunciada durante el último trimestre del año (Gráfico II.3).

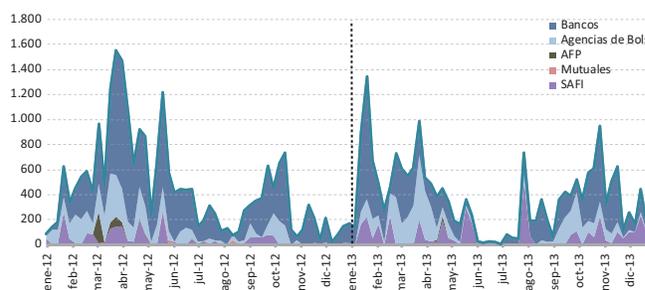
Los principales demandantes de valores de regulación monetaria fueron las entidades bancarias, con un total de Bs10.699 millones, monto que representó el 54% de la demanda de la gestión. Las Agencias de Bolsa incrementaron su demanda de valores ligeramente con respecto a 2012, demandando un total de Bs5.139 millones (un incremento de Bs57 millones). Por otro lado, las SAFI duplicaron su demanda con relación a la gestión pasada (Bs2.066 millones), demandando Bs4.022 millones. Estos incrementos habrían respondido a las mayores tasas de adjudicación validadas por el ente emisor en la gestión (Gráfico II.4).

Gráfico II.3. Demanda efectiva de valores de regulación monetaria⁶
(Millones de bolivianos)



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

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



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

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

Gráfico II.5. Demanda efectiva semanal promedio de valores de regulación monetaria por grupo institucional
(Millones de bolivianos)



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

Durante el primer trimestre de la gestión 2013, la demanda semanal promedio descendió ligeramente en comparación con la gestión anterior. De igual modo, durante el segundo trimestre del año, esta cifra alcanzó Bs259 millones, monto que implica una reducción semanal de Bs413 millones en promedio. Este hecho se explicaría en los niveles de liquidez observados durante el trimestre (Bs4.172 millones a finales de mayo). En el segundo semestre de 2013, la demanda semanal promedio fue superior a la observada en 2012, alcanzando Bs414 millones durante el último trimestre del año, en respuesta a los incrementos en la tasa de adjudicación de valores del ente emisor (Gráfico II.5. y Cuadro II.2.).

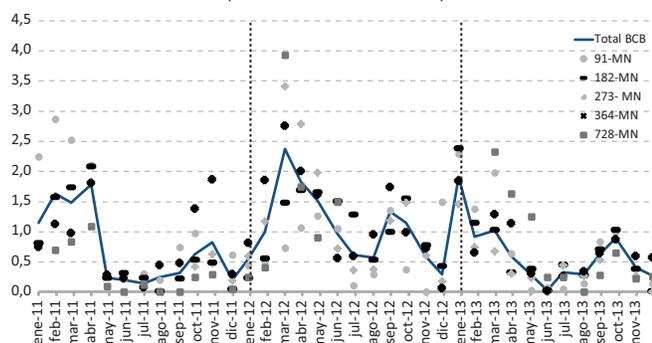
Cuadro II.2. Demanda efectiva semanal promedio de valores de regulación monetaria por grupo institucional
(Millones de bolivianos)

	AFP	Agencias de Bolsa	Bancos	Mutuales	OTR	SAFI	Total MN
I Trim 2012	70	199	386	0	0	74	729
II Trim 2012	6	116	444	23	0	83	672
III Trim 2012	4	55	212	32	0	39	342
IV Trim 2012	7	44	187	0	0	7	245
I Trim 2013	0	222	350	0	0	154	725
II Trim 2013	15	58	104	0	0	81	259
III Trim 2013	0	99	142	0	0	128	369
IV Trim 2013	0	65	250	0	0	99	414

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

La evolución de los ratios de demanda a oferta (bid-to-ask) reflejaron el comportamiento estacional característico de la demanda por valores con fines de regulación monetaria, mismo que estuvo determinado por los incrementos de la oferta realizados durante gran parte del año. Este hecho determinó un ratio ubicado por debajo de los niveles observados el año pasado. Así, el ratio bid-to-ask registró sus niveles máximos en enero, para todos los plazos con excepción de 728 días, cuya oferta se reactivó a mediados de marzo y alcanzó su valor máximo en abril (Gráfico II.6.).

Gráfico II.6. Ratio de demanda efectiva a oferta de valores de regulación monetaria por grupo institucional
(Millones de bolivianos)



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

En el primer semestre la colocación bruta de valores de regulación monetaria fue mayor a los vencimientos en Bs3.392, en un contexto de menores presiones inflacionarias importadas y ligeros impactos de origen interno por cambios de precios administrados. Esta colocación se efectuó en un contexto de incrementos de la oferta de valores.

En el segundo semestre, el comportamiento de las colocaciones respondió al incremento de presiones inflacionarias, especialmente en los meses de agosto y septiembre debido a choques de oferta, que determinaron una posición contractiva para el último trimestre del año, dando lugar a una colocación neta de Bs2.379 durante el semestre.

En este sentido, el volumen total de OMA que realizó el BCB en 2013 alcanzó Bs19.217⁷ millones, que representa un incremento del Bs6.348 millones respecto a las colocaciones realizadas en la gestión 2012 y el monto de colocación más alto alcanzado. Este nivel de colocación obedeció a los lineamientos de política emitidos por el Directorio del BCB, que determinaron una colocación neta total de títulos por Bs5.771 millones para 2013.

Destaca la importancia de la colocación de valores a 364 días en los meses de junio y noviembre, resultado de la emisión de los CD que permitió desplazar el excedente de liquidez de la economía para la gestión 2014 y coadyuvar a construir una estructura uniforme de vencimientos para esa gestión.

En efecto, en los meses de junio y noviembre de 2013 la autoridad monetaria complementó el conjunto de herramientas para retirar liquidez del mercado monetario y contribuir de esta forma a lograr su objetivo de mantener el nivel de precios estable. Durante estos meses emitió Certificados de Depósitos (CD) dirigidos a las Entidades Administradoras de Fondos del Sistema de Integral de Pensiones.

La oferta de estos títulos en junio de 2013 fue de Bs2.200 millones, con una tasa de descuento de 2,5% y un plazo de 364 días. Este instrumento, permitió captar parte importante del excedente de liquidez, que junto al accionar del Órgano Ejecutivo, evitó desviaciones respecto al pronóstico de inflación realizado para 2013. La colocación de dicho instrumento alcanzó los Bs1.825 millones.

La segunda emisión de CD tuvo una oferta de Bs2.000 millones, con una tasa de descuento de 4,3% a un plazo de 364 días. Este instrumento permitió reducir el nivel del excedente de liquidez de la economía, contribuyendo a contrarrestar presiones inflacionarias. La colocación de esta segunda emisión alcanzó el total del monto ofertado.

Cuadro II.3. Primera emisión de Certificados de Depósito
(En títulos)

Título	Moneda	Plazo	Cantidad ⁽¹⁾	TD (%)	PU (%) ⁽²⁾
CD	MN	364	2.000.000	2,50	97,472
Total			2.000.000		

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

(2) Oferta vigente del 14 al 28 de junio de 2013

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Cuadro II.4. Segunda emisión de Certificados de Depósito
(En títulos)

Título	Moneda	Plazo	Cantidad ⁽¹⁾	TD (%)	PU (%) ⁽²⁾
CD	MN	364	2.000.000	4,30	95,652
Total			2.000.000		

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

(2) Oferta vigente del 22 de noviembre al 20 de diciembre de 2013

FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

⁷ En valor descontado y considerando la colocación de Bonos Directos.

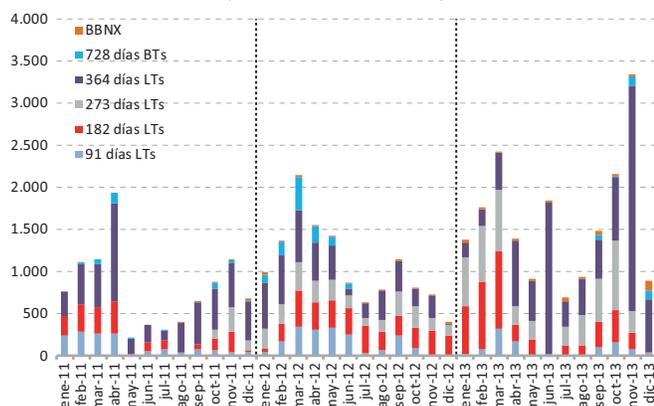
Cuadro II.5. Ranking de colocación de Certificados de Depósito (En títulos)

SBI-FRUV	2.242.614
BBVA-FCI	840.000
AFP-FB-FCI	742.680
Total	3.825.295

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

La colocación de CD alcanzó en la gestión a Bs3.825 millones, permitiendo esterilizar esta importante cantidad de liquidez de la economía, sin efectos significativos y permanentes en el nivel de las tasas de interés de regulación monetaria. De la colocación observada, BISA SAFI S.A.- para el Fondo de Renta Universal de Vejez (SBI-FRUV) adquirió Bs2.243 millones (59%), BBVA Previsión AFP S.A. para el Fondo de Capitalización Individual (BBVA-FCI) compró Bs840 millones (22%) y AFP Futuro de Bolivia para el Fondo de Capitalización Individual (AFP-FB-FCI) adquirió los restantes Bs743 millones (19%) (Cuadro II.5.).

Gráfico II.7. Colocación de valores de regulación monetaria por plazo (Millones de bolivianos)



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

Durante el primer semestre, la colocación de valores a 91, 182 y 273 días plazo explicaron el 85% del monto total colocado durante el semestre. Este hecho se explica por la preferencia de los demandantes institucionales por papeles a plazos cortos, en vista a las tasas de adjudicación en niveles moderados. El segundo y cuarto trimestre de la gestión, la colocación se concentró en papeles a 364 días plazo, con 69% y 62% de la colocación de esos trimestres, respectivamente. El tercer trimestre la colocación se concentró en valores a 273 y 364 días (75% de las colocaciones del trimestre) (Gráfico II.7). En este contexto, el plazo promedio de colocaciones culminó el año 2013 en 52 semanas, similar al observado en 2012. No obstante, en el transcurso de la gestión el plazo promedio descendió a su nivel mínimo de 45 semanas en los meses de abril y mayo, para gradualmente recuperarse hasta su nivel al cierre del año (Gráfico II.8).

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



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

Por su parte, el flujo de vencimientos fue menor en Bs584 millones al observado en la gestión pasada. Como consecuencia de la política de mayor utilización de la moneda nacional, los vencimientos durante la gestión estuvieron denominados mayormente en MN, con vencimientos de valores en UFV hasta el mes de abril y denominados exclusivamente en MN en meses posteriores. En consecuencia con la orientación contractiva de 2013 y reflejando el esfuerzo del ente emisor para contener presiones inflacionarias, los vencimientos del BCB para la gestión 2014 alcanzan⁸

8 Con información al 31/12/2013.

a Bs14.810 millones, cifra superior en Bs1.364 millones a la de 2013.

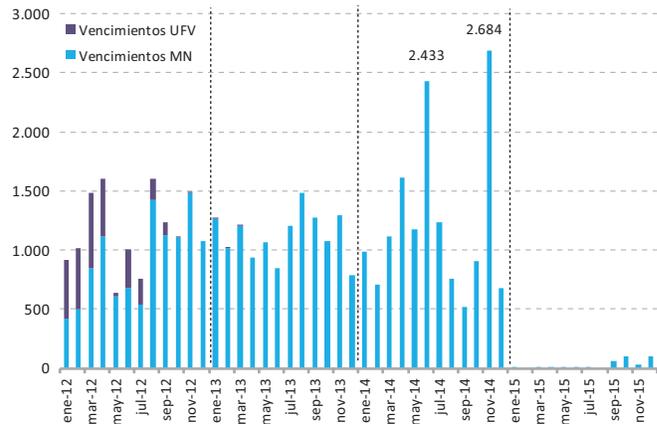
Destacan en la estructura de vencimientos de 2014 los meses de junio y noviembre, que alcanzan Bs2.433 millones y Bs2.684 millones, respectivamente. Estos montos responden a los vencimientos de los CD colocados en 2013. Se puede observar que para 2014 los flujos de vencimiento estarían denominados en MN en su totalidad (Gráfico II.9.).

La orientación de la política monetaria se evidencia también en la evolución del saldo de valores de regulación monetaria. El saldo de colocaciones del BCB concluyó 2013 en Bs15.091 millones, que representa un incremento de 68% respecto a diciembre de la gestión pasada. Este resultado es consecuencia de una orientación contractiva, que balanceó el impulso a la demanda interna y la contención de presiones en el nivel de precios. El incremento más pronunciado en la evolución del saldo se dio el último trimestre del año, debido a los esfuerzos del ente emisor para retirar liquidez de la economía (Gráfico II.10. y Gráfico II.11).

La orientación contractiva de la política monetaria durante la gestión, permitió regular el nivel de liquidez y reestructurar el perfil de vencimientos para 2014, todo ello a través de una colocación neta de títulos. En este contexto, con énfasis en el segundo y cuarto trimestre del año, la autoridad monetaria permitió incrementos en el nivel de tasas de adjudicación. Así, la TEA de valores a 91 y 182 días cerró el año en 2,00% y 3,22%, respectivamente (mostrando un incremento de 165pb y 248pb respecto a la gestión anterior). Por otra parte, la TEA de valores a 273 y 364 días creció en más de 300pb, llegando a niveles de 3,87% y 3,99%, respectivamente. En plazos superiores a un año, la TR de valores a 2 años finalizó 2013 en 4,05%, 245pb por encima del último dato observado el año pasado.

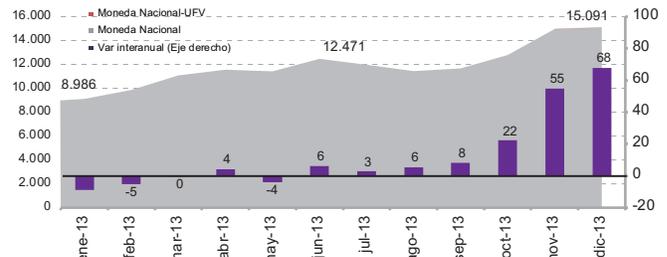
En los meses de marzo y octubre el BCB validó los mayores incrementos en la TEA. Es así que en octubre, el BCB permitió variaciones positivas de

Gráfico II.9. Vencimientos de valores de regulación monetaria
(Millones de bolivianos)



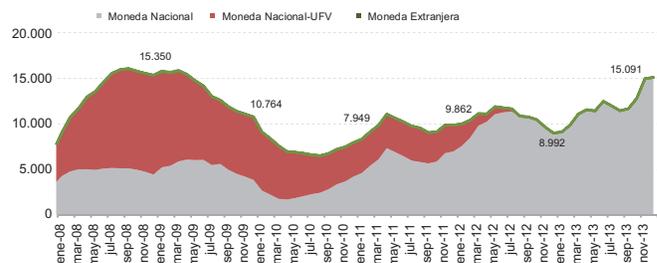
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.10. Saldo de valores de regulación monetaria y tasa de variación interanual
(Millones de bolivianos, porcentaje)



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

Gráfico II.11. Saldo de valores de regulación monetaria
(Millones de bolivianos, porcentaje)



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

49pb, 70pb, 97pb y 124pb para letras a 91, 182, 273 y 364 días, respectivamente; en el caso de los BTS a 2 años, la tasa de rendimiento se incrementó en 143pb.

II.2 Otras Operaciones

II.2.1 Operaciones de Reporto en el BCB

Los reportos se constituyen en uno de los instrumentos más importantes para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Este mecanismo consiste en la compra de valores públicos por parte del BCB a entidades habilitadas⁹ con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo pactado (no mayor a 15 días). Estas operaciones se efectúan mediante subastas diarias a tasas competitivas o a través de mesa de dinero a tasas penalizadas. El COMA determina la tasa premio base y su oferta diaria, enviando señales al mercado respecto a la percepción del BCB sobre el comportamiento de la liquidez en el corto plazo.

Con el propósito de contar con instrumentos adicionales a la subasta de títulos para la regulación de la liquidez, y cumpliendo con su objetivo de “prestamista de última instancia”, el BCB mantuvo su tasa de reporto en MN como “techo” del mercado monetario. De esta manera en el mes de noviembre, la tasa base en MN se incrementó desde 4,0% hasta 4,5%, mostrando un incremento de 50pb respecto a diciembre de 2012. Esta modificación se realizó para evitar que la tasa de reporto quede rezagada en relación a la tasa de emisión de los CD (4,3%) y para estabilizar el mercado monetario, principalmente el interbancario y el bursátil de corto plazo.

⁹ Son entidades habilitadas para efectuar operaciones de reporto, previo cumplimiento de lo establecido en el capítulo 3 de la R.D.130/2003, las entidades con licencia de funcionamiento otorgada por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) o la Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS).

Así también, en el mes de septiembre la oferta de reportos en MN se amplió en Bs125 millones hasta Bs375 millones por semana, proporcionando mayores opciones de financiamiento al sistema financiero ante ajustes en el nivel de excedente y encaje legal para entidades financieras, en el marco de la R.D. N° 129/2013 del 17 de septiembre de 2013. En el mes de noviembre se registraron operaciones de reporto en esta denominación por un monto total de Bs222 millones (Gráfico II.12.).

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

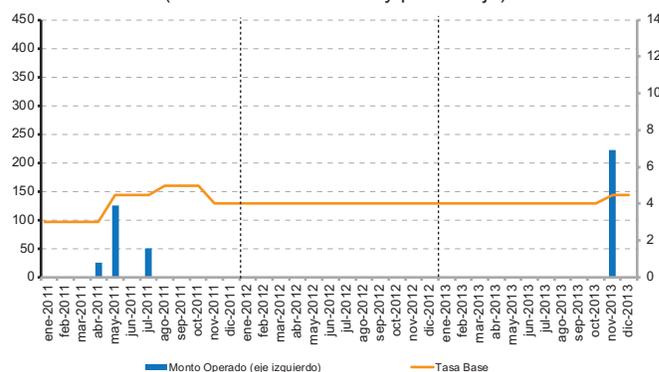
Respecto a la tasa base de reporto en ME, la misma se mantuvo en 4%, con el fin de mantener la estabilidad financiera y permitir que las entidades de intermediación financiera que así lo requieran, puedan conseguir liquidez de corto plazo en ME de forma ágil y a un costo razonable.

II.2.2 Operaciones del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (FONDO RAL)

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

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

Gráfico II.12. Operaciones de Reporto en MN
(Millones de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia

ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

para requerimientos imprevistos del sistema financiero. De acuerdo con las normas en vigencia, los agentes pueden hacer uso de este instrumento en dos tramos:

- i. En el primero, la entidad puede solicitar un monto igual o menor al 40% de sus activos en el Fondo; es de acceso automático y con plazo de hasta 7 días renovables.¹⁰ Su tasa de interés es 150pb más alta que la tasa base de reporto para cada denominación.
- ii. En el segundo tramo, la entidad puede obtener recursos adicionales equivalentes al 30% de sus activos en el Fondo; requiere de una solicitud justificada y el plazo del crédito no puede extenderse a más de 7 días continuos o 10 días discontinuos durante dos periodos seguidos de cómputo de encaje. Este tramo tiene un costo adicional de 50pb respecto al primer tramo.¹¹

Durante la gestión los créditos de liquidez en MN ascendieron a Bs43,6 millones. Estas operaciones respondieron en su totalidad a operaciones de entidades para cumplir los requerimientos de encaje. En la presente gestión, la totalidad de los créditos con garantía al Fondo RAL se efectuaron en el primer tramo a una tasa promedio de 5,5% y un plazo promedio de 7 días.

¹⁰ 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.

¹¹ 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.

La dinámica de los créditos de liquidez en MN durante el primer semestre del año estuvo determinada por solicitudes por parte de cooperativas en el mes de enero y un importante requerimiento de una entidad bancaria en el mes de abril, para cumplir con obligaciones tributarias. Durante el segundo semestre de la gestión, los créditos de liquidez fueron realizados en su totalidad por cooperativas, con el fin de promediar su encaje (Gráfico II.13).

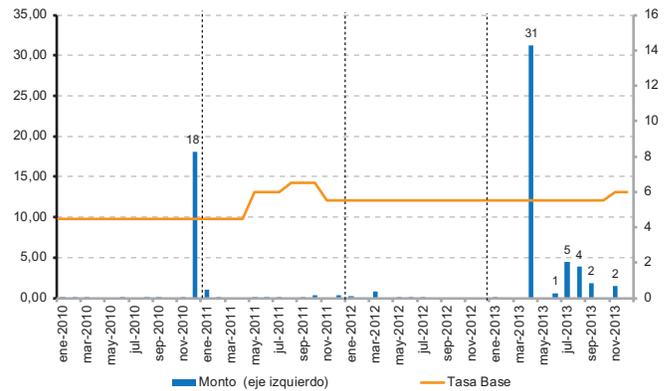
Por su parte, la demanda de créditos de liquidez con garantía al Fondo RAL en ME ascendió a \$us27,2 millones, esto es, un crecimiento de 104% respecto a la gestión pasada (\$us10,3 millones). Este incremento en las operaciones respondió a la necesidad eventual de liquidez de entidades no bancarias para cubrir el descalce experimentado, originado en los requerimientos de encaje adicional, vigente a partir del 2 de abril de 2012. Los créditos coinciden con las fechas de modificación en la Base de Encaje Adicional en ME (BEA-ME) (Gráfico II.14.)

II.3 Venta directa de valores públicos a personas naturales

Desde fines del año 2007 y con el objetivo de favorecer el ahorro de los pequeños ahorristas y señalar al alza las tasas pasivas del sistema financiero, el BCB inició la venta directa de Letras del Tesoro a personas naturales y jurídicas. Posteriormente, en agosto de 2011, con el fin de fortalecer el cumplimiento de sus objetivos, la autoridad monetaria decidió reemplazar la venta de Letras del Tesoro por un nuevo instrumento denominado Bono "BCB Directo", dirigido exclusivamente a personas naturales. Durante 2013, en el marco de la venta directa de valores se ofertaron tres instrumentos: los Bonos "BCB Directo", vendidos de forma continua desde 2011, los Bonos "BCB Aniversario", introducidos con motivo de conmemorar el 85 aniversario del ente emisor y los Bonos "BCB Navideño" por tercera gestión consecutiva.

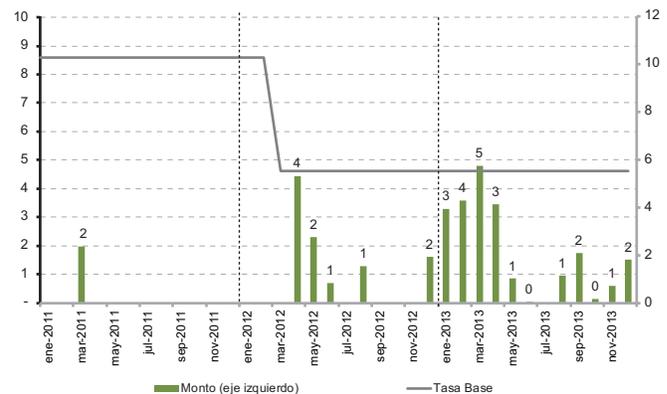
Los Bonos BCB Directo son valores de renta fija a corto plazo, vendidos a rendimiento con un valor unitario de Bs1.000. Las condiciones de este instrumento, en

Gráfico II.13. Créditos de liquidez en MN con garantía al Fondo RAL
(Miles de bolivianos y porcentaje)



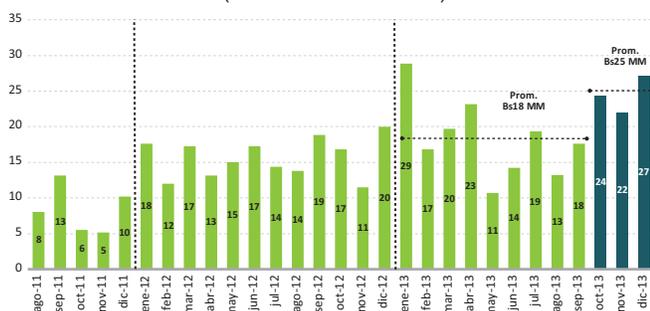
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.14. Créditos de liquidez en ME con garantía al Fondo RAL
(Millones de dólares, porcentaje)



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

Gráfico II.15. Colocaciones Bonos BCB Directo
(Millones de Bolivianos)

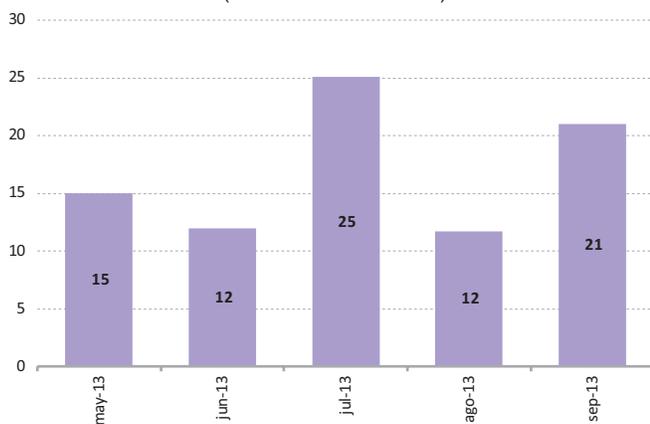


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

lo que respecta a tasa y monto máximo permitido por titular, fueron modificadas en la gestión. A partir del día 11 del mes de octubre, las tasas de 3,20%, 3,60% y 4,00% para los plazos referenciales de 91, 182 y 364 días, vigentes desde el inicio de la venta de este instrumento en 2011, se modificaron a 3,50%, 4,00% y 5,00%, respectivamente. Asimismo, el monto máximo de títulos permitidos por persona subió de 100 a 140, equivalente a Bs140 mil.

En este contexto, las colocaciones de los Bonos BCB Directo en 2013 ascendieron a Bs237 millones, cifra 27% mayor a la registrada en 2012 (Bs188 millones). Se observó asimismo, una variación positiva de las ventas promedio mensuales de 35% a partir del mes de octubre, cuando se incrementó la tasa de rendimiento que ofrece este instrumento, pasando de una colocación promedio mensual de Bs18 millones a Bs25 millones. Resulta también interesante observar que la introducción de bonos de oferta limitada (BCB Navideño, BCB Aniversario), parecen tener un efecto positivo sobre las colocaciones de los Bonos BCB Directo. Es así que se observa un crecimiento de las colocaciones de este instrumento en los meses de enero de 2012 y de enero y junio de 2013.

Gráfico II.16. Colocaciones Bonos BCB Aniversario
(Millones de Bolivianos)



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

El segundo instrumento disponible en 2013, fue el Bono BCB Aniversario, ofertado entre el 2 de mayo y el 30 de septiembre, con características similares a los Bonos BCB Directo. Fueron ofertados por primera vez en esta gestión conmemorando los 85 años del ente emisor, con el fin de coadyuvar a la transmisión de la política monetaria a las tasas pasivas del sistema financiero y ampliar la base de ahorristas. Las condiciones financieras fueron definidas en función al contexto macroeconómico y los lineamientos de política. Es así que la autoridad monetaria optó por ofertar Bonos BCB Aniversario a los plazos referenciales de 273 y 364 días, a tasas de 4,50% y 5,00%, respectivamente.

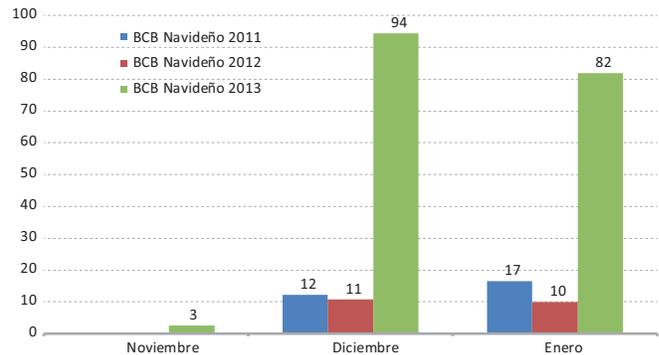
El periodo original de venta del Bono BCB Aniversario concluía el 31 de julio, sin embargo éste fue ampliado hasta el 30 de septiembre en vista de la amplia demanda por este valor. Así, se observa dos repuntes en la trayectoria de las colocaciones de este instrumento en los meses de julio y septiembre, situación que responde al incremento de las ventas próximas a la conclusión de la oferta.

Las colocaciones totales de Bonos BCB Aniversario llegaron a Bs85 millones. Adicional a la evaluación cuantitativa de las colocaciones, se realizó una encuesta a 1.144 clientes. En base a ésta, la evaluación de la venta del instrumento fue positiva. Por una parte, se determinó que un 81% de los encuestados hubieran ahorrado en algún instrumento financiero alternativo en ausencia de los bonos del BCB, implicando que para este porcentaje de personas la oferta del ente emisor se constituyó en la opción más atractiva de ahorro en el mercado. Es de particular relevancia la contribución de este instrumento en la generación de una cultura de ahorro; de acuerdo a la encuesta, 7% de los clientes no había colocado su dinero en el sistema financiero anteriormente, demostrando que el BCB está atrayendo a nuevos ahorristas.

Finalmente, el tercer instrumento ofertado por el BCB para personas naturales fue el Bono BCB Navideño, disponible desde el 29 de noviembre de 2013 hasta el 17 de enero de 2014. Estos son valores de renta fija ofertados por tercera gestión consecutiva. El objetivo de este instrumento es retirar liquidez proveniente de ingresos extraordinarios percibidos a fin de año, para reinyectarla en meses posteriores, difiriendo los gastos al inicio de la época de clases y al segundo semestre del año. En línea con el contexto económico vigente, la autoridad decidió ofertar Bonos BCB Navideño a los plazos referenciales de 63 y 224 días, a una tasa de 6,00% para ambos plazos.

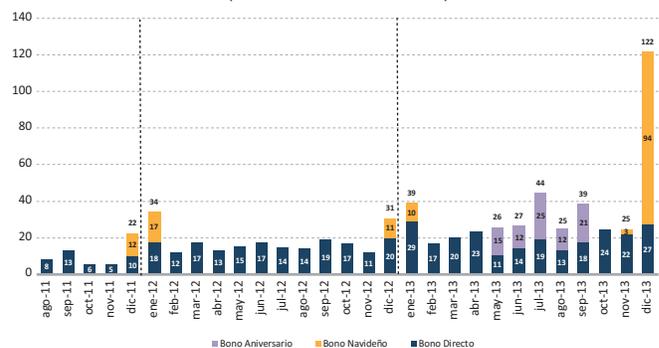
Los resultados de la venta de este instrumento sobrepasaron ampliamente los de gestiones anteriores, y se constituyeron en máximos históricos entre todos los bonos de venta directa ofertados por el BCB, Así, la colocación de diciembre de 2013 fue 8 veces superior

Gráfico II.17. Colocaciones Bonos BCB Navideño
(Millones de Bolivianos)



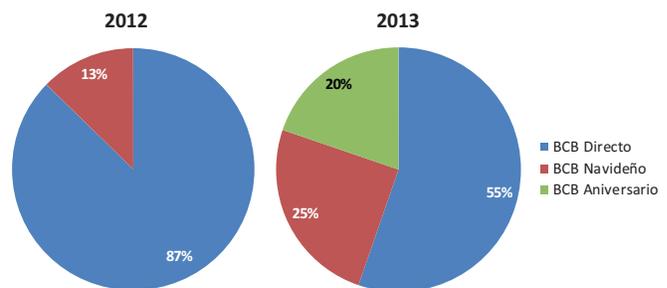
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
NOTA: Los datos de correspondientes a enero de 2014 están actualizados hasta el día 21.

Gráfico II.18. Colocaciones Bonos BCB, según tipo de instrumento
(Millones de Bolivianos)



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

Gráfico II.19. Composición de las colocaciones Bonos BCB
(En porcentajes)



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

a la de diciembre de 2011 y 9 veces mayor a la de diciembre de 2012. En total, la colocación de Bonos BCB Navideño 2013 ascendió a Bs97 millones.¹²

El total de colocación bruta de Bonos BCB en 2013 fue de Bs429 millones, esto es, un crecimiento de 99,7% respecto a la gestión previa (Bs215 millones). Del total vendido en 2013, 55% corresponde al Bono BCB Directo, 25% al Bono BCB Navideño y 20% al Bono BCB Aniversario.

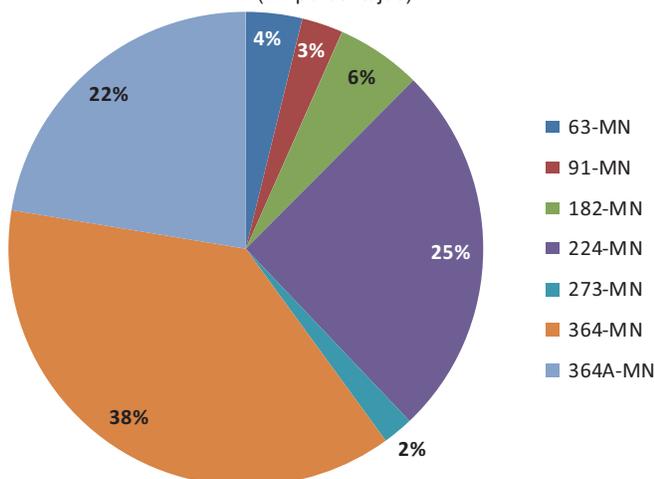
Es de mencionar el avance de los Bonos BCB Navideño en la composición de las ventas, que pasó de representar un 13% de las colocaciones anuales en 2012 a un 25% en 2013.

En lo que respecta al saldo, acorde al dinamismo de las colocaciones en el año, el 2013 cerró con un saldo de Bs330 millones, 147% más que el dato a diciembre de 2012 (Bs134 millones). Por plazo, los mayores saldos se concentran a 364 días en Bonos BCB Directo (con 38%, Bs124 millones), a 224 días (con 25%, Bs84 millones) y a 364 días en Bonos BCB Aniversario (con 22%, Bs74 millones).

Otro hecho sobresaliente en la gestión fue la participación mayoritaria del Agente Colocador (AC) en las ventas anuales. De los Bs429 millones colocados en la gestión, 62% (Bs268 millones) corresponden al AC y el restante 38% (Bs162) a Mesa de Dinero del Ente Emisor. Esta distribución difiere de gestiones pasadas en las que el BCB registraba la mayor parte de las colocaciones; en particular, en 2012 el AC vendió el 42% del total de la gestión. De forma coherente con estas cifras, de los 16.843 clientes atendidos en la gestión, 64% acudieron al AC y 36% a Mesa de Dinero del BCB.

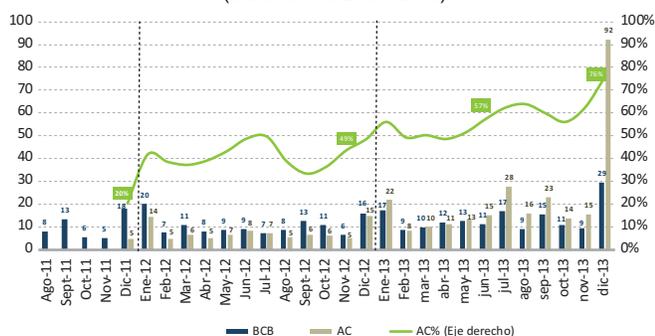
Finalmente, realizando un análisis de la gestión según plaza de colocación, el departamento de mayor colocación en 2013 fue La Paz (79%), seguido de Cochabamba (8%) y Potosí (4%). Estos datos

Gráfico II.20. Saldo Bonos BCB, por plazo
(En porcentajes)



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

Gráfico II.21. Colocaciones Bonos BCB, según colocador
(Millones de Bolivianos)



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

¹² Cabe notar que en el mes de enero de 2013 se colocaron Bs10 millones por concepto de Bonos BCB Navideño 2012. Esta cifra debe ser considerada para llegar al dato total de colocaciones en 2013.

implican una reducción de 6pp para La Paz, que en 2012 concentró un 85% del total de colocaciones de la gestión. Es de destacar, que los Bonos del BCB además de tener un alcance en ciudades capitales, registraron ventas en ciudades intermedias, entre las que destacan Tupiza, Villazón, San Borja, Sacaba, Uyuni, Atocha y Llallagua.

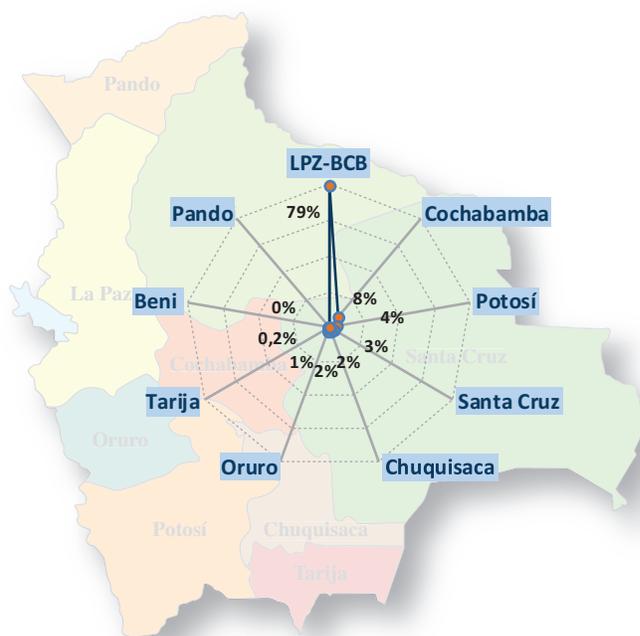
Si se consideran únicamente las ventas del AC, la participación del departamento de La Paz se reduce a 67%, seguido de Cochabamba con 13% y Potosí con 7%.

II.4 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, por cuenta y cargo del TGN.¹³ 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.¹⁴ El Consejo está conformado por representantes del BCB y del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).¹⁵

Durante la gestión 2013, la oferta de valores públicos para fines de política fiscal disminuyó de Bs229 millones a Bs194 millones en marzo y se mantuvo en ese nivel hasta finalizar la gestión. En este marco, y acorde con su política de endeudamiento de mediano y largo plazo, en el primer semestre del año el TGN recompuso su oferta disminuyéndola en un total de Bs100 millones para los bonos de 30 a 50 años (una disminución de Bs50 millones a cada plazo). Asimismo, incrementó la oferta de bonos a 15 y 20 años en Bs25 millones y Bs10 millones,

Gráfico II.22. Colocaciones Bonos BCB, según departamento
(Millones de Bolivianos, número de clientes y porcentajes)

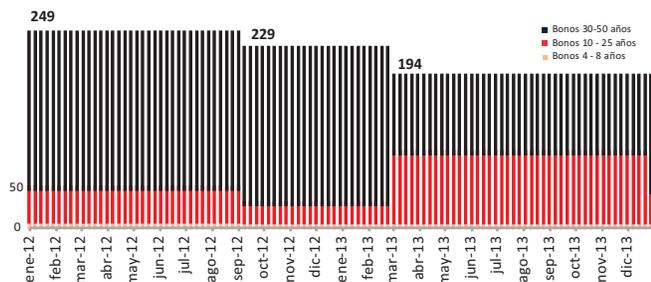


	Ventas	%	Clientes	%
LPZ-BCB	339,7	79%	13.244	79%
Del cual el Alto	23,8	6%	1.443	9%
Cochabamba	34,4	8%	1.443	9%
Potosí	17,8	4%	722	4%
Santa Cruz	13,7	3%	523	3%
Chuquisaca	9,8	2%	383	2%
Oruro	8,9	2%	353	2%
Tarija	4,1	1%	151	1%
Beni	0,7	0%	24	0,1%
Pando	0,0	0%	0	0%
Total	429,2	100%	16.843	100%

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

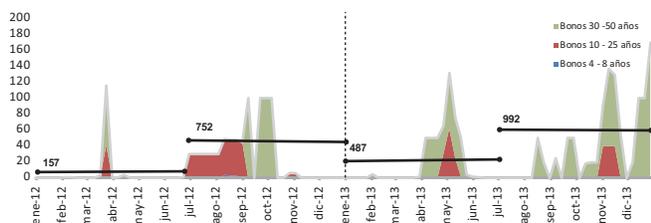
13 Ley N° 1670, Ley del Banco Central de Bolivia, artículo 29.
14 El Consejo define la emisión, cantidad ofertada, moneda, plazo, adjudicación y frecuencia de la subasta.
15 Resolución de Directorio del BCB N° 128/2003.

Gráfico II.23. Oferta de valores para fines de política fiscal
(Millones de bolivianos)



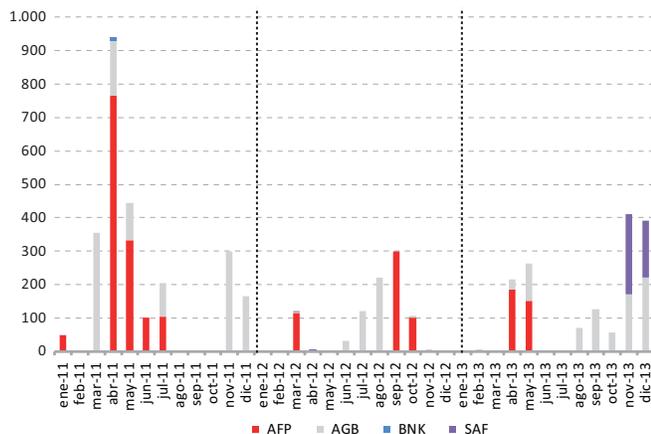
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.24. 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.25. 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

respectivamente y ofertó títulos a 25 años por Bs30 millones. Al finalizar la gestión, y ante la demanda por valores a 50 años, el TGN recompuso su oferta de largo plazo a favor de los plazos de 30 y 50 años, con un incremento de Bs30 millones y Bs20 millones, respectivamente y eliminó la oferta a 25 años (Gráfico II.23.). Cabe mencionar que con el objetivo de reducir riesgos de tipo de cambio el TGN dejó de emitir bonos en ME y MNUFV.^{16, 17}

En 2013, la demanda efectiva de valores con fines de política fiscal fue de Bs1.539 millones, lo que significó un incremento de 69,3% respecto al 2012 (un incremento de Bs628 millones). Este incremento se explica en el apetito de los demandantes institucionales por valores a 50 años y la decisión del CAVT de aceptar posturas cuyas tasas le permitan reestructura su deuda pública por una deuda de más largo plazo, en un contexto de superávit fiscal.

La preferencia de la demanda se concentró en valores a 50 años. Así, la demanda de valores en este plazo capturó el 83% (Bs1.287 millones) de la demanda total. Por su parte, los bonos a 20 y 25 años capturaron el 12% (Bs180 millones), mientras que la demanda por valores de 4, 6, 8,10 y 15 años representó el restante 5% (Bs72 millones) (Gráfico II.24.).

En lo que respecta a la demanda institucional por valores con fines de política fiscal, la demanda de las AFP disminuyó en 35% respecto a la gestión anterior (en Bs180 millones). Esta caída respondería a la emisión de CD, que ofreció una rápida alternativa de rentabilización de las inversiones para las Entidades Administradoras de Fondos del Sistema Integral de Pensiones. La demanda de las Agencias de Bolsa (Bs791 millones) se duplicó como resultado del objetivo del TGN por adjudicar papeles a 50 años, motivando la participación de estas entidades para

16 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.

17 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.

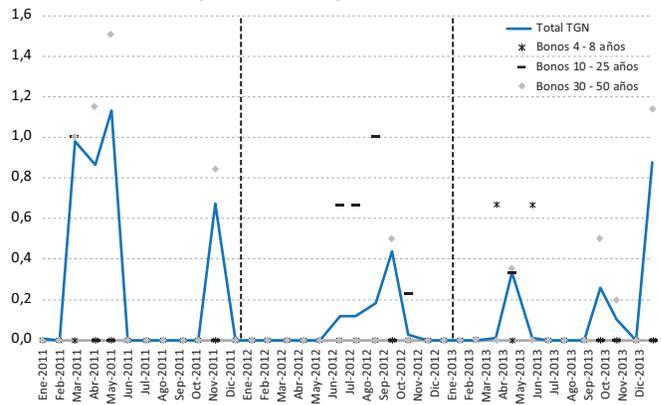
valorizar su cartera. De la misma forma, las Sociedades Administradores de Fondos de Inversión registraron una demanda efectiva anual Bs411 millones, explicada también por el apetito por valores a 50 años plazo. El comportamiento conjunto de las entidades mencionadas explica la expansión de la demanda de valores con fines de política fiscal en Bs628 millones. El resto de las instituciones no acudieron a subasta (Gráfico II.25.).

Por su parte, el ratio demanda sobre oferta (*bid-to-ask*) mantuvo un nivel menor a uno durante 2013 (a excepción de la última subasta), registrando valores máximos en los meses de abril, septiembre y diciembre. El incremento del ratio durante el segundo semestre se explica en su totalidad por la demanda por valores a 50 años, hecho que motivó que el ratio *bid-to-ask* para estos valores alcance 1,13 la última subasta de 2013. El promedio del ratio *bid-to-ask* de los valores para fines de política fiscal se situó en 0,15, el doble que el observado en la gestión anterior (0,08) (Gráfico II.26).

En 2013, los vencimientos de valores con fines de política fiscal fueron superiores a las colocaciones en Bs513 millones. Durante el primer semestre de la gestión, las colocaciones de valores con fines de política fiscal alcanzaron Bs241 millones y produjeron una redención de recursos por Bs699 millones. El segundo semestre, debido a apetito de los inversores institucionales por valores a 50 años, la colocación neta fue de Bs186 millones.

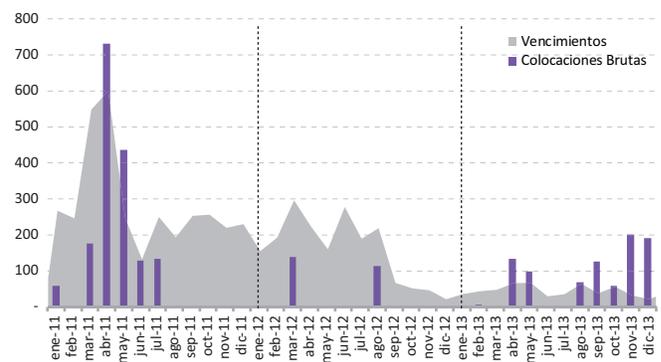
El perfil de vencimientos de largo plazo del saldo de valores con fines de política fiscal, mostró una distribución homogénea a lo largo del tiempo, con excepción de períodos puntuales. Por ejemplo en 2015 se observa una concentración de vencimientos principalmente en MN en el segundo semestre del año, así también se observa una concentración de vencimientos en los años 2019, 2024, 2030, 2040-2041 y 2063, como resultado de la colocación de papeles a 30 y 50 años. Los vencimientos del TGN estarán denominados en moneda nacional a partir de marzo de 2019 (Gráfico II.28).

Gráfico II.26. Ratio de demanda efectiva a oferta de valores TGN para fines de política fiscal



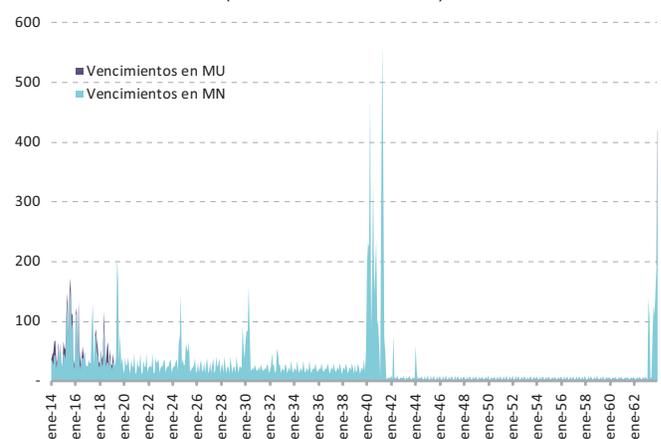
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.27. Colocación y vencimiento de valores con fines de política fiscal (Millones de bolivianos)



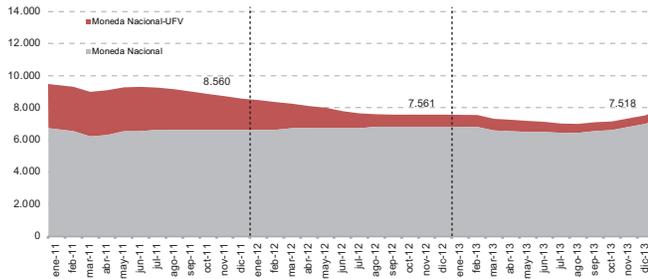
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.28. Vencimientos TGN (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
NOTA: Los vencimientos están valorados al tipo de cambio del programa monetario 2014 (UFV 1.90749)

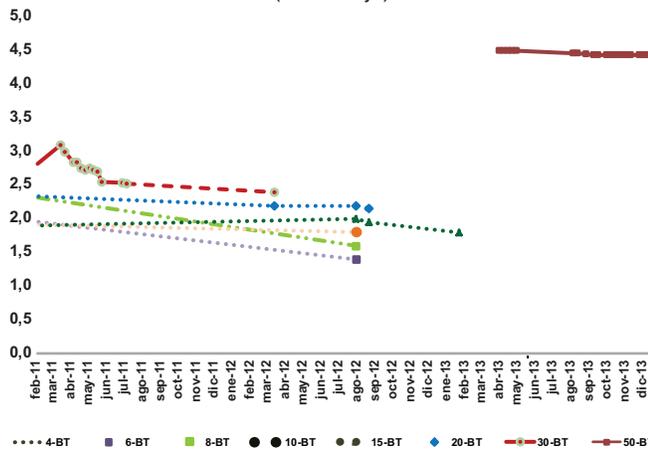
Gráfico II.29. Saldo de valores para fines de política fiscal
(Millones de Bolivianos)



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 Bs7.518 millones, cifra inferior en Bs43 millones respecto al cierre de 2012 (Bs7.561 millones). Al cierre de la gestión, no existe saldo de títulos en ME.¹⁸ El 93% del saldo de financiamiento público interno esta denominado en MN y el restante en UFV. Esta dinámica fue consistente con la política del TGN de reducir los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés para consolidar una estructura de deuda interna adecuada y, al mismo tiempo, profundizar el uso de la MN en el mercado financiero (Gráfico II.29).

Gráfico II.30. Tasas de rendimiento TGN
(Porcentaje)

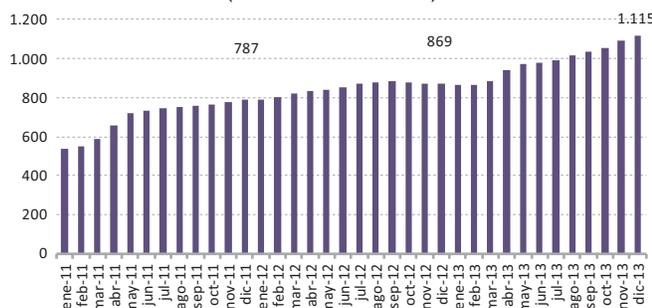


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Durante la gestión 2013, solo se registraron colocaciones a 15 y 50 años plazo. Las tasas de adjudicaciones para los valores con fines de política fiscal reportaron una tasa de rendimiento (TR) de 1,8% a 15 años, 15pb por debajo de la última adjudicación de 2012. Para valores a 50 años, la TR fue de 4,44 (Gráfico II.30).

El financiamiento interno del TGN a través de la subasta pública administrada por el BCB presentó mejores condiciones comparado con gestiones previas. El costo efectivo del financiamiento se redujo con la caída de la tasa de rendimiento en los plazos de los papeles colocados y se amplió el plazo promedio del financiamiento con la colocación de valores a 50 años plazo. Así, el plazo promedio de colocación finalizó la gestión en 1.115 semanas (21 años y 23 semanas), un incremento de 246 semanas respecto a su valor de la gestión anterior (869 semanas; 16 años y 37 semanas) (Gráfico II.31).

Gráfico II.31. Plazo promedio de vencimientos mensual
(Número de semanas)



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

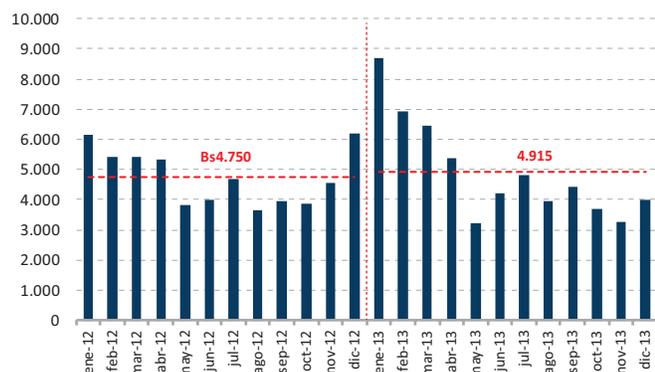
18 Desde noviembre 2010 no existe saldo en moneda extranjera

III. El mercado monetario

En 2013, el volumen transado en el mercado monetario en MN mostró un incremento de 20%, explicado por el aumento de las operaciones de reporto de la BBV, que crecieron 25% respecto al año 2012 debido a las necesidades de liquidez en respuesta a las medidas de control de la liquidez aplicadas por el BCB. El mercado monetario en ME mostró un crecimiento del 91% respecto a la gestión anterior debido al mayor volumen de operaciones interbancarias y de reporto motivadas por la necesidad de liquidez del Sistema Financiero por la Modificación al Reglamento de Encaje Legal establecida por el BCB y por el aumento de las emisiones en ME en la BBV que impulsó el crecimiento de las operaciones de reporto en esta denominación. Las operaciones en UFV mostraron una disminución de 39% como consecuencia de la eliminación de la oferta de títulos en esta denominación por parte de la autoridad monetaria en la gestión 2012. El mercado monetario continuó profundizándose, con el incremento y diversificación de las emisiones en la BBV en MN y ME.

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

Gráfico III.1 Excedente de Encaje Legal en MN del Sistema Financiero Consolidado¹⁹
(Millones de bolivianos)



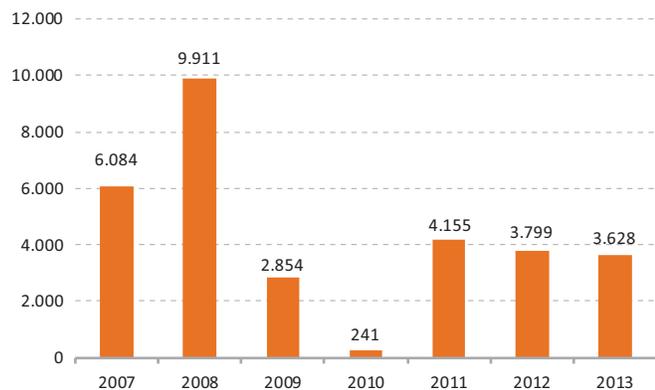
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

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



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

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



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

III.1 El mercado monetario en MN

Los movimientos del mercado monetario están estrechamente ligados a la evolución de la liquidez. Durante 2013 el nivel de liquidez en MN mostró una tendencia descendente, aunque el nivel promedio fue ligeramente superior a la gestión pasada debido al buen desempeño macroeconómico nacional y al incremento del volumen de depósitos en el sistema financiero (Gráfico III.1).

Los movimientos de la liquidez estuvieron fuertemente influenciados por el pago de obligaciones tributarias estacionales en enero, abril, julio y octubre, así como por las medidas de política contractiva aplicadas por el BCB en los meses de junio, septiembre y noviembre (Gráfico III.2). El comportamiento de la liquidez influyó en el nivel de operaciones y las tasas de los mercados interbancario y de reportos en MN.

III.1.1 El mercado interbancario en MN

Las operaciones interbancarias están constituidas por la captación/colocación de fondos entre entidades de intermediación financiera con plazo de emisión menor o igual a treinta días calendario. El objeto de estas operaciones es satisfacer necesidades de liquidez de carácter transitorio. 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, sociedades administradoras de fondos de inversión y administradoras de fondos de pensiones).

Durante 2013 el volumen de operaciones interbancarias en MN alcanzó Bs3.628 millones, monto inferior en Bs171 millones respecto al registrado en 2012 (Gráfico III.3). La disminución del monto transado en este tipo de operaciones se debió al mayor nivel de liquidez en MN, especialmente durante el primer cuatrimestre del año. Posteriormente, las operaciones interbancarias estuvieron determinadas por las necesidades de liquidez estacionales y las emisiones de CD del BCB que mermaron la liquidez a partir del mes de junio (Gráfico III.4).

¹⁹ Se utilizaron los promedios mensuales.

El monto de las operaciones interbancarias alcanzó su nivel máximo del año durante el mes de mayo como consecuencia de la menor liquidez en el mercado resultado de los retiros para el pago de impuestos, el apetito de los inversores por nuevas emisiones en la BBV y por la expectativa del mercado ante la primera colocación de CD del BCB. En noviembre se observa un nuevo incremento en el monto de las captaciones debido a la segunda emisión de CD del BCB.

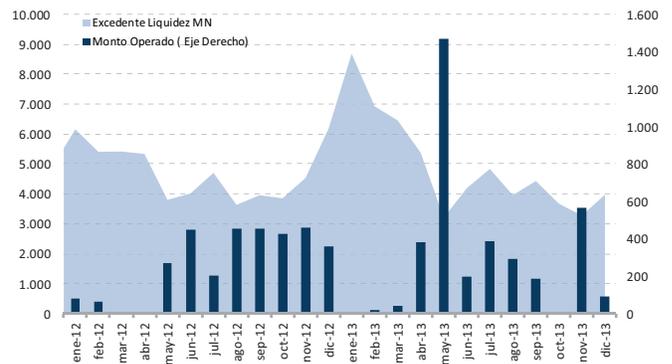
En este escenario, la tasa interbancaria en MN concluyó la gestión en 4,60%, lo que implica un incremento interanual de 258pb respecto a diciembre del año anterior. Durante el año, las puntuales y menos frecuentes necesidades de liquidez en MN mantuvieron la tasa interbancaria en niveles entre 0,5% y 1,5%; sin embargo, la postura contractiva de la Autoridad Monetaria determinó un gradual incremento de la tasa, especialmente durante el cuarto trimestre del año. El repunte de la tasa en los meses de junio y noviembre estuvo determinado por las emisiones de CD del BCB. (Gráfico III.5).

III.1.2 Operaciones de reporto en la BBV en MN

Las operaciones de reporto de la BBV en MN mostraron un aumento significativo en 2013 llegando a Bs17.941 millones, lo que implica un crecimiento del 25% (Bs3.644 millones) respecto a la gestión anterior.

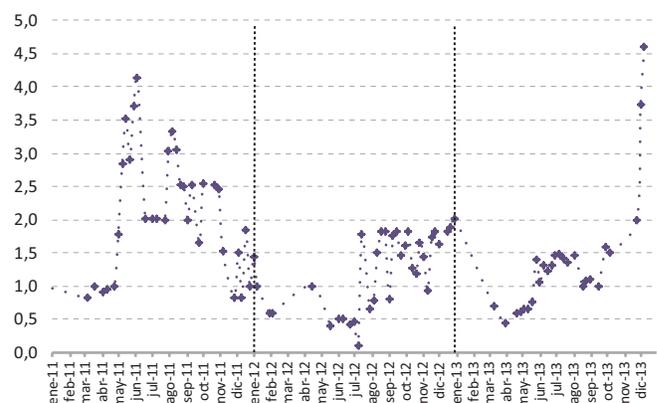
Se puede evidenciar que desde 2009 existe una recomposición en el tipo de operaciones desde plazos menores a 30 días hacia plazos entre 30 y 45 días. Sin embargo, durante 2013, las operaciones a plazos entre 30 a 45 días disminuyeron en 3% alcanzando un valor de Bs8.961 millones y las operaciones a plazos menores se incrementaron en 77% alcanzando Bs8.980 millones reflejando la preferencia de los agentes por inversiones a plazos más cortos y con tasas más altas debido a la necesidad de contar con liquidez en el corto plazo dada la gradual contracción de la liquidez como consecuencia de las medidas implementadas por el BCB (Gráfico III.6).

Gráfico III.4. Monto de Operaciones Interbancarias y Liquidez en MN
(Millones de bolivianos)



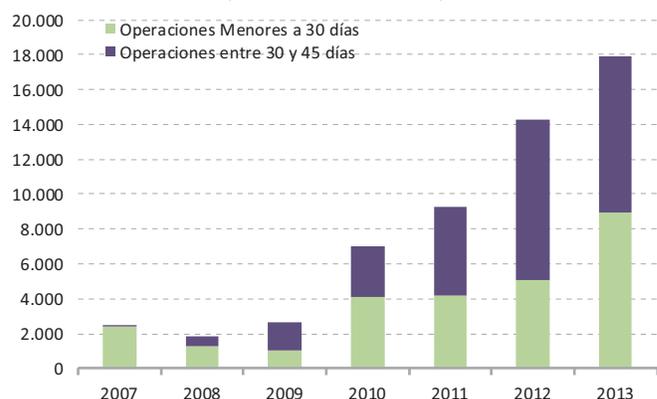
FUENTE: Bolsa Boliviana de Valores y Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico III.5. Tasa pactada en el Mercado Interbancario en MN
(Porcentaje)



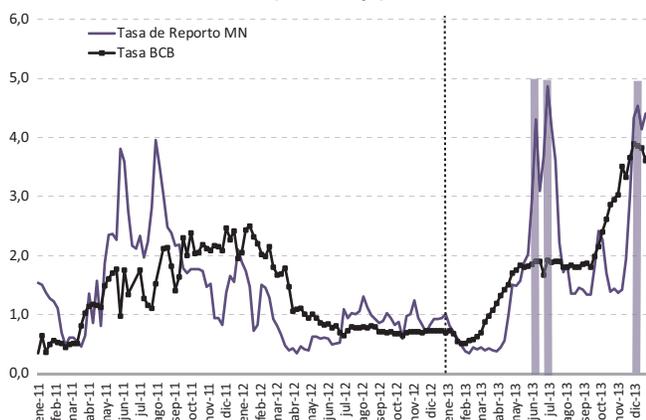
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico III.6. Mercado de reportos en MN
(Millones de bolivianos)



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

Gráfico III.7. Tasa de reporto en la BBV en MN y tasa BCB (Porcentaje)

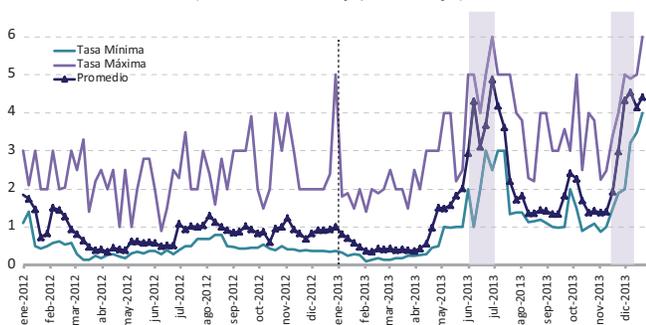


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

La tasa pactada en el mercado de reportos de la BBV concluyó la gestión en 4,41%, 339pb por encima del valor registrado en 2012. Este comportamiento estuvo influenciado por la orientación contractiva aplicada por el BCB que validó un alza gradual de las tasas de adjudicación en subasta, principalmente durante el segundo semestre del año (Gráfico III.7).

Es importante resaltar que las medidas de contracción de la liquidez implementadas por el BCB, en particular la emisión de CD en los meses de junio y noviembre, impactaron en los montos operados en el mercado de reportos y principalmente en el movimiento de las tasas. En periodos distantes (previos o posteriores) a la emisión de estos instrumentos, la tasa promedio se sitúa en valores cercanos a la tasa mínima; por el contrario, en situaciones de estrés de liquidez esta variable toma valores muy cercanos a la tasa máxima y el canal formado por las tasas máxima y mínima tiende a estrecharse (Gráfico III.8).

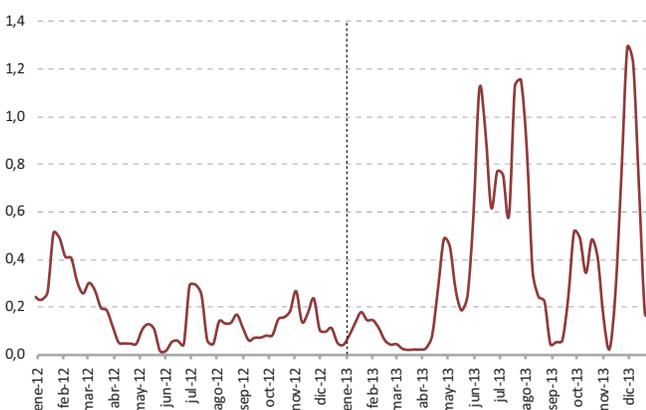
Gráfico III.8. Tasas de reporto en MN máxima, mínima y promedio (Millones de Bs y porcentaje)



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

Asimismo, se puede observar que la tasa de reporto mostró una mayor volatilidad en los periodos de contracción de liquidez con picos en los meses de junio y noviembre como respuesta a las medidas de política monetaria contractiva del BCB. En los meses de abril, julio y octubre se observan incrementos en la volatilidad de menor importancia debidos a los pagos de impuestos (Gráfico III.9).

Gráfico III.9. Volatilidad de la tasa de reporto en MN (Puntos Básicos)



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

Ante este escenario de contracción de la liquidez, el volumen de operaciones del mercado monetario en MN experimentó un incremento del 20% explicado por el aumento de las operaciones de reporto de la BBV, que crecieron 25% respecto al año 2012 y compensaron la ligera reducción en el monto de operaciones interbancarias (Gráfico III.10). El comportamiento del mercado monetario en MN estuvo influenciado por el contexto de gradual reducción de liquidez resultado de la política monetaria contractiva aplicada por la Autoridad Monetaria a lo largo de la gestión.

En efecto, después de dos años de inactividad, durante 2013 se realizaron operaciones de reporto en MN por parte del BCB, debido a las necesidades de liquidez

del Sistema Financiero ante ajustes en el nivel de excedente y encaje legal para entidades financieras, en el marco de la R.D. N° 129/2013 del 17 de septiembre de 2013²⁰ y también debido a la segunda emisión de CD del BCB.

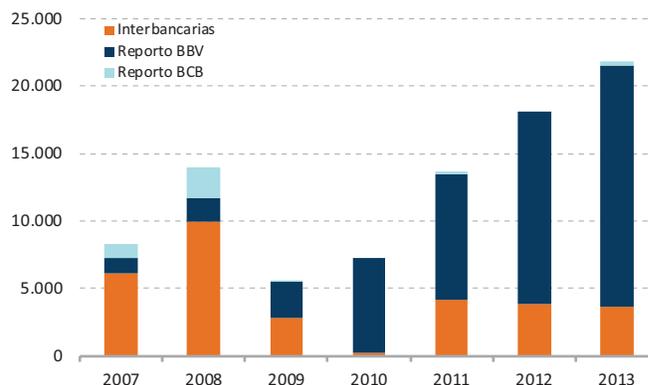
III.1.3 La tasa de adjudicación del BCB como indicador líder del Mercado Monetario en MN

La tasa de adjudicación de valores públicos del BCB se constituye en un indicador líder²¹ en el Mercado Monetario en MN, dado que su comportamiento determina el curso que seguirá éste. Considerando que las operaciones de títulos por parte del BCB para fines de política monetaria tienen como plazo máximo 2 años²² es posible observar un movimiento sincronizado entre las tasas de adjudicación del BCB y las tasas para operaciones de compra y venta de la BBV²³ menores a 728 días. Este hecho es importante en la medida que muestra la reacción del mercado ante las acciones de política que toma el Banco Central.

Durante 2013 las tasas de compra venta en MN para plazos inferiores a 728 días tuvieron una tendencia creciente en línea con las tasas de adjudicación del BCB. De la misma manera, se observa un incremento en los volúmenes negociados a partir de 2011 como una señal de la profundización del mercado monetario en esta denominación (Gráfico III.11).

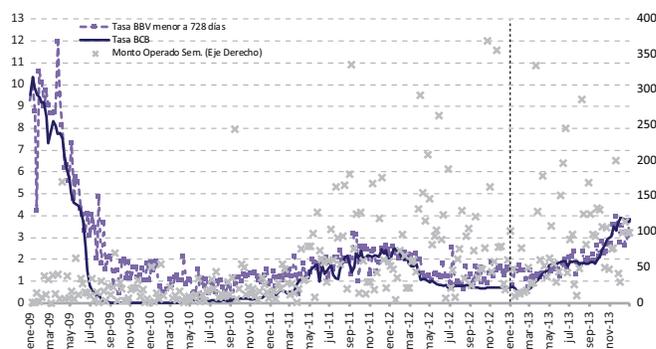
Respecto a las operaciones mayores a 728 días, las mismas son marcadas por las adjudicaciones de valores con fines de política fiscal, que tienen plazos superiores a dos años. Durante la presente gestión las colocaciones de valores con fines de política fiscal se incrementaron destacando el plazo a 50 años. Se puede observar cierto desfase entre las tasas de adjudicación

Gráfico III.10. Monto operado en el Mercado Monetario en MN
(Millones de bolivianos)



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

Gráfico III.11. Tasa de adjudicación BCB y Tasas de Compra Venta BBV en MN Operaciones menores a 728 días
(Porcentaje y millones de bolivianos)



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

20 Mediante Resolución de Directorio N° 129/2013 del 17 de septiembre de 2013 se establecieron Reservas Complementarias como un encaje legal para las Entidades de Intermediación Financiera.

21 "Indicador Líder" es aquel que permite predecir la evolución de una determinada variable, a través de la información proporcionada por otras variables que, según su correlación dinámica, pueden coincidir, o adelantar el comportamiento de la primera.

22 La oferta de valores a 728 días se suspendió el 22 de junio de 2012 y se reanudó el 15 de marzo de 2013.

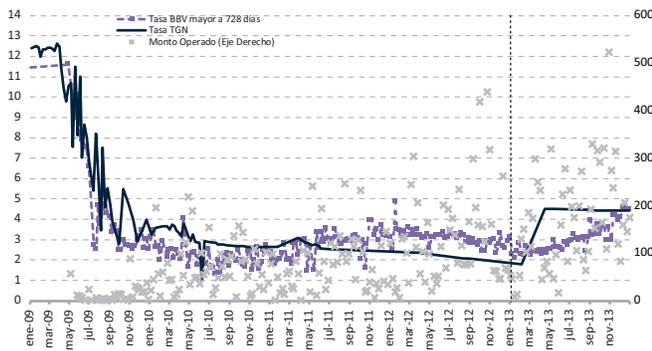
23 Sin considerar operaciones de cruce.

de valores del TGN y las operaciones en la BBV con un repentino incremento de la tasa TGN a partir de finales de abril debido al incremento de las colocaciones de valores a plazos más largos (Gráfico III.12).

En efecto, durante la mayor parte de la gestión, las tasas de adjudicación del TGN se ubicaron por encima de las tasas de compra venta de títulos en MN con plazos mayores a 2 años debido a la creciente demanda y adjudicación de valores a 50 años plazo que impulsó al alza la tasa promedio para valores del TGN. En el caso de las tasas de compra venta en la BBV, las mismas no alcanzaron los niveles de la subasta debido a que, a pesar de que se negociaron valores a 50 años, los mismos se vendieron fraccionados, es decir, se negociaron los cupones a tasas más bajas a las del instrumento íntegro (macro y cupones) lo cual influyó en el incremento de las operaciones en la BBV puesto que la adquisición de un bono en la subasta del BCB generó varias operaciones al negociar los cupones de manera independiente.

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

Gráfico III.12. Tasa de adjudicación TGN y Tasas de Compra Venta BBV en MN Operaciones mayores a 728 días (Porcentaje)



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

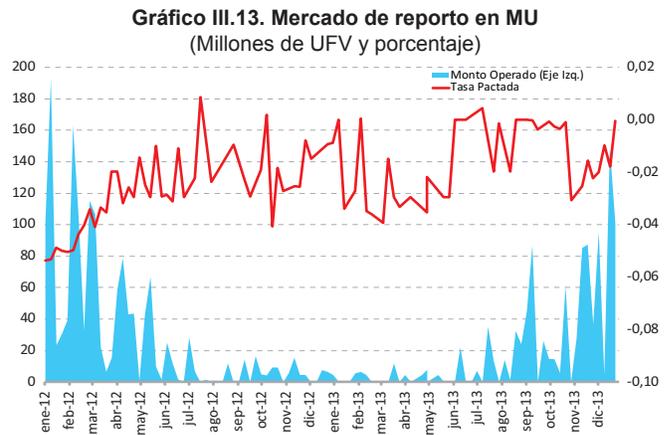
III.1.4 Mercado monetario en UFV²⁴

En UFV el monto negociado en operaciones de reporto en la BBV alcanzó UFV1.047 millones, significando una disminución de UFV432 millones, es decir, 41% menos que la gestión anterior (UFV1.479 millones). Este hecho se explica por la decisión de la autoridad monetaria de suspender la oferta de valores en esta denominación a partir del mes de abril de 2012 y la consecuente

²⁴ No se realizan operaciones interbancarias en UFV desde mayo de 2010.

disminución de la cantidad de instrumentos disponibles en el mercado. La tasa de operaciones de reporto en UFV terminó el año en -0,04%, mostrando un comportamiento oscilante durante la gestión (Gráfico III.13).

La reducción de la tasa fue resultado de una mayor demanda de reportos en esta denominación debido a las expectativas inflacionarias de corto plazo de los agentes por la variación del Índice de Precios al Consumidor en los meses de agosto y septiembre.

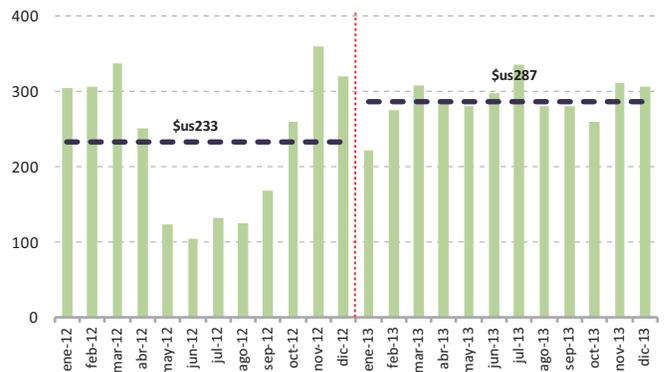


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

III.2 El mercado monetario en ME

La dinámica de la liquidez en ME estuvo determinada por la Modificación al Reglamento de Encaje Legal, vigente desde el 2 de abril de 2012, que estableció la ampliación de la Base de Encaje Adicional (BEA) en ME en abril, agosto y diciembre, provocando descensos en los niveles de liquidez en esta denominación (Gráfico III.14.b). No obstante, se puede observar que el excedente de liquidez en ME tuvo un comportamiento estable a lo largo de la gestión, ubicándose en un promedio de \$us287 millones (Gráfico III.14.a).

Gráfico III.14.a Excedente de Encaje Legal en ME del Sistema Financiero Consolidado²⁵
(Millones de dólares)



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

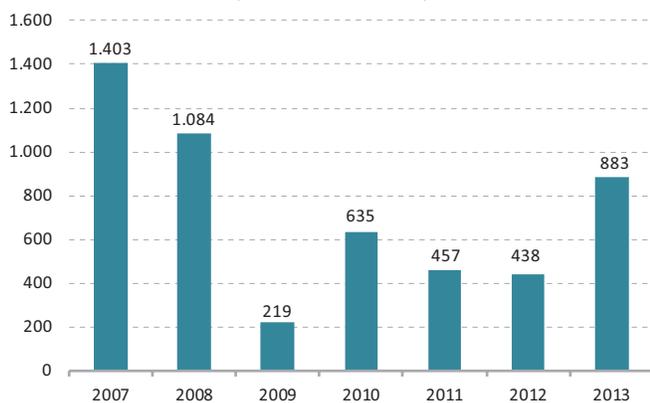
Gráfico III.14.b Excedente de Encaje Legal en ME del Sistema Financiero Consolidado
(Millones de dólares)



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

25 Se utilizaron los promedios mensuales.

Gráfico III.15. Monto de Operaciones Interbancarias en ME
(Millones de dólares)



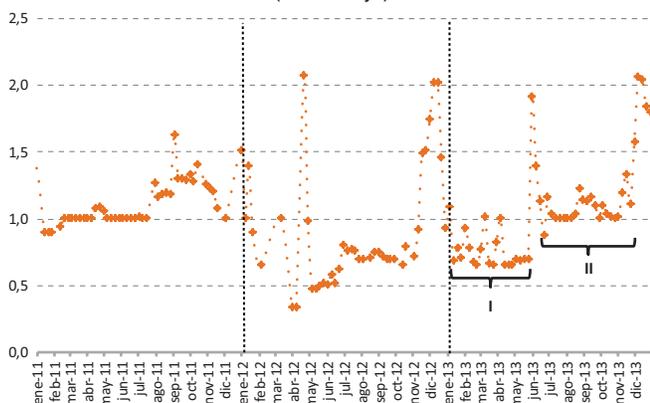
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

III.2.1 El mercado interbancario en ME

El monto de las operaciones interbancarias en ME ascendió a \$us883 millones (\$us445 millones más que en 2012) debido a los requerimientos de liquidez de las entidades del Sistema Financiero para adecuarse a la modificación de la BEA²⁶ (Gráfico III.15) y a los retiros efectuados por clientes institucionales interesados en adquirir los Bonos Soberanos emitidos por el gobierno.

En este escenario, se puede observar que existen dos periodos en los cuales la tasa interbancaria presenta incrementos importantes, el primero tuvo lugar en el mes de junio debido a la emisión de los Bonos Transierra en la BBV²⁷ y el segundo en el mes de diciembre. No obstante, el promedio de la tasa interbancaria mostró una tendencia estable hasta la última semana de noviembre (0,96%), para luego dar paso a una tendencia creciente hasta finalizar la gestión en 1,81%, 87pb por encima del nivel de diciembre de 2012 (Gráfico III.16).

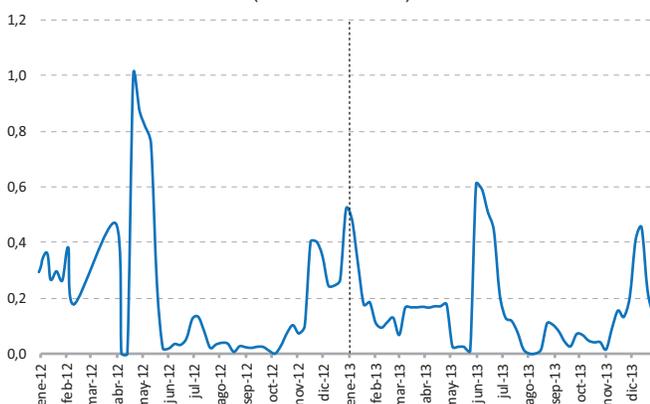
Gráfico III.16. Tasa del mercado interbancario en ME
(Porcentaje)



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

La tasa interbancaria en ME mostró aumentos en la volatilidad a finales del mes de junio como consecuencia de la emisión de los Bonos Transierra en la BBV; y en el mes de diciembre debido a la modificación en la BEA en ME (Gráfico III.17). Al respecto, conviene señalar que la autoridad monetaria monitorea permanentemente el comportamiento de los distintos mercados con el objetivo de tomar decisiones oportunas orientadas a que el financiamiento fluya de manera continua y sin cambios abruptos que afecten el normal desempeño de los mercados.

Gráfico III.17. Volatilidad de la tasa Interbancaria en ME
(Puntos Básicos)



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

²⁶ Resolución de Directorio N° 007/2012.

²⁷ La emisión fue por \$us135 millones a 7 años plazo con una tasa de 5.9%.

III.2.2 Operaciones de reporto en la BBV en ME

Las operaciones de reporto en ME también experimentaron incrementos, sumando \$us465 millones, monto superior en \$us197 millones al registrado el año 2012, representando un aumento de 74%. Este incremento respondió al mayor volumen de emisiones en esta denominación en la BBV durante la gestión 2013, situación que proporcionó una mayor cantidad y variedad de colaterales que coadyuvó a que las agencias de bolsa incrementen las transacciones y continúen realizando renovaciones de vencimientos en esta denominación (Gráfico III.18).

Ante el incremento de las operaciones de reporto en ME, la tasa tuvo un comportamiento creciente finalizando el año en 1,10% presionada por las mayores oportunidades de inversión en ME en la BBV a tasas más altas. Es importante mencionar que en el mes de junio la tasa llegó al nivel máximo de la gestión (1,23%; Gráfico III.19) debido a la emisión de los Bonos de Largo Plazo Transierra I en la BBV, lo que generó interés por parte de los inversores dada su atractiva tasa de rendimiento.

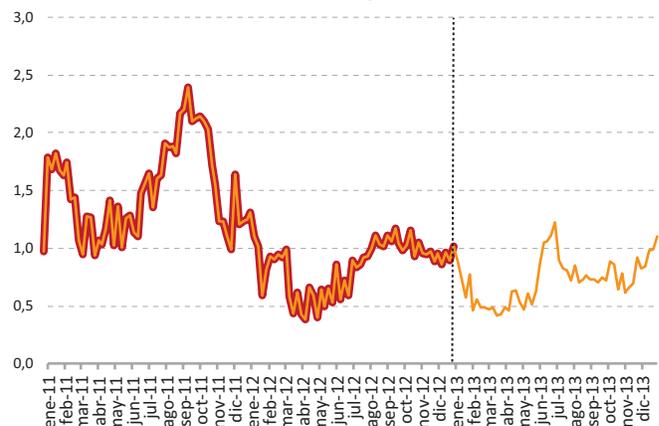
Durante 2013 el mercado monetario en ME revirtió la tendencia a la baja que mostró durante la gestión anterior como consecuencia de las mayores necesidades de liquidez en esta denominación por parte de las entidades del Sistema Financiero para adecuarse a la modificación de la BEA establecida por el BCB y para adquirir las nuevas emisiones de valores en ME en la BBV. Sin embargo, no se realizaron operaciones de reporto por parte del Banco Central en esta denominación, a diferencia de lo ocurrido en MN (Gráfico III.20).

Gráfico III.18. Mercado de reporto en ME
(Millones de dólares)



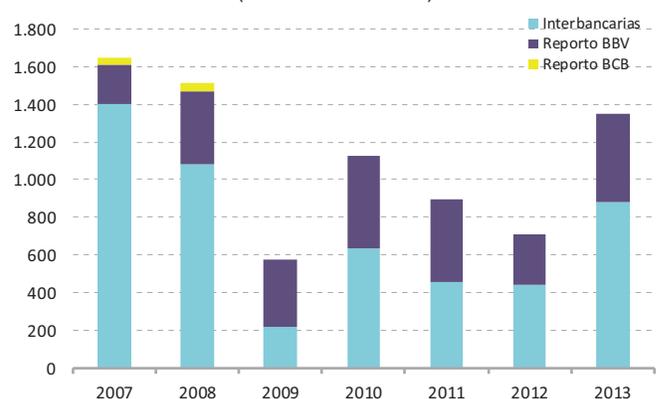
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico III.19. Tasa de reporto en ME
(Porcentaje)



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

Gráfico III.20. 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

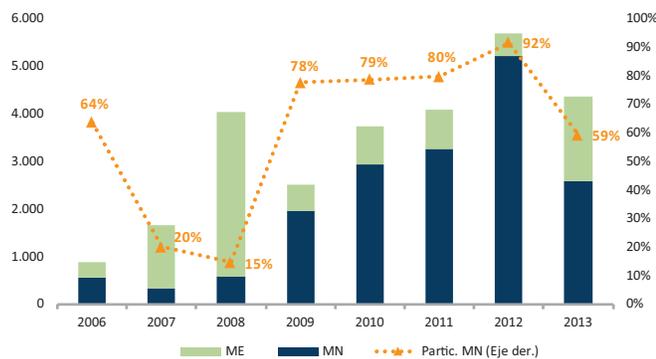
III.3 Profundización del mercado monetario

Durante los últimos años el mercado monetario mostró signos de profundización reflejados en una mayor emisión de títulos en MN y ME, lo que impulsó el crecimiento de las operaciones de compra venta y reporto, dada la mayor disponibilidad y diversificación de colaterales para ser transados. Es importante señalar que el incremento del volumen de los valores adjudicados en subasta por parte del BCB, dada su orientación contractiva, también coadyuvó al incremento del volumen de las operaciones de reporto y compra venta en la BBV con títulos públicos.

Las emisiones en la BBV experimentaron un proceso de bolivianización a partir de la gestión 2009, en vista de la preferencia por las emisiones en MN como fuente de financiamiento alterna a los préstamos bancarios y a la aceptación de los instrumentos en esta denominación por parte del mercado debido a la creciente confianza en el uso del boliviano (Gráfico III.21).

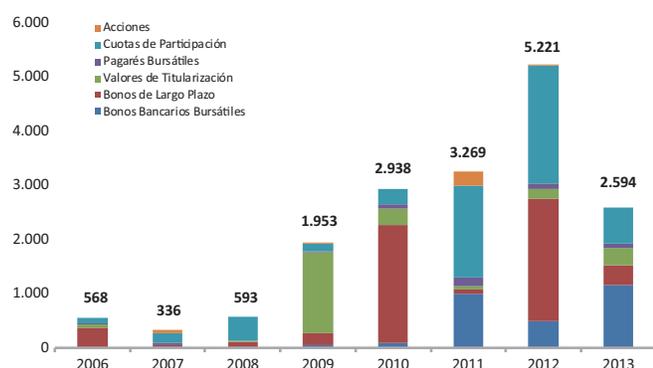
Sin embargo, se debe mencionar que el incremento de las tasas de adjudicación de valores del BCB durante la presente gestión influyó en la disminución del volumen de emisiones de valores en MN en la BBV, considerando que la tasa BCB es un indicador líder en el mercado, lo que desincentivó una mayor emisión de deuda por parte de los emisores privados al encarecer el costo de la misma.

Gráfico III.21. Emisiones en la BBV
(Millones de bolivianos y porcentaje)



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

Gráfico III.22. Emisiones en la BBV en MN
(Millones de bolivianos)



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

III.3.1 Emisiones en la BBV en MN

En lo referido a los instrumentos emitidos en MN, a pesar del decrecimiento del monto emitido en la BBV durante 2013, se observa una continua diversificación de los mismos, cobrando importancia las Cuotas de Participación de los Fondos de Inversión Cerrados como una atractiva alternativa de inversión dentro de los instrumentos de renta variable, principalmente a partir de 2011. Dentro de los instrumentos de renta fija, los Bonos de Largo Plazo y los Bonos Bancarios Bursátiles fueron los que concentraron los niveles más altos de participación (Gráfico III.22).

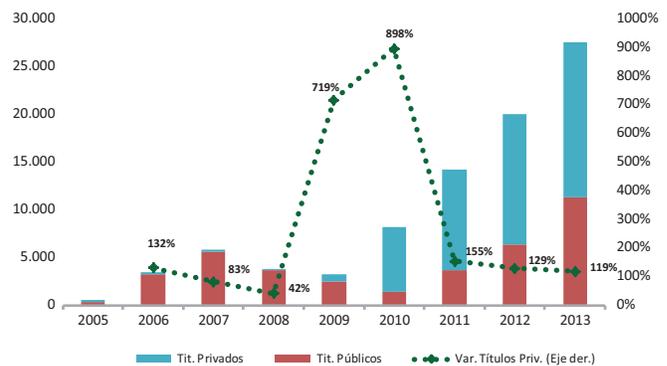
El menor volumen de emisiones en MN se puede explicar por el gradual incremento de las tasas de adjudicación de valores del BCB en subasta lo cual desplazó la demanda de los inversionistas hacia los instrumentos públicos desincentivando nuevas emisiones en MN. Se debe considerar que las tasas de adjudicación de valores del BCB hicieron que estos instrumentos se tornen más atractivos para los inversionistas dado el riesgo nulo que conllevan a diferencia de los instrumentos privados.

Las emisiones de valores públicos también favorecieron a la profundización del mercado monetario en MN al proporcionar una mayor cantidad de colaterales generalmente utilizados para garantizar operaciones de reporto dada la política monetaria contractiva implementada durante 2013.

Se puede evidenciar la profundización del mercado monetario a través del crecimiento de nuevas emisiones en la BBV y del aumento en el volumen transado en operaciones de reporto y de compra venta, como resultado de la existencia de una mayor cantidad y variedad de títulos que pueden ser utilizados como colaterales. Tal es el caso de las operaciones de reporto en MN, que a partir de 2010 mostraron un acelerado crecimiento en cuanto a volumen negociado y también en lo referido a la participación de instrumentos privados como colaterales frente a los instrumentos públicos que respaldaron la mayor parte de los reportos hasta la gestión 2009.

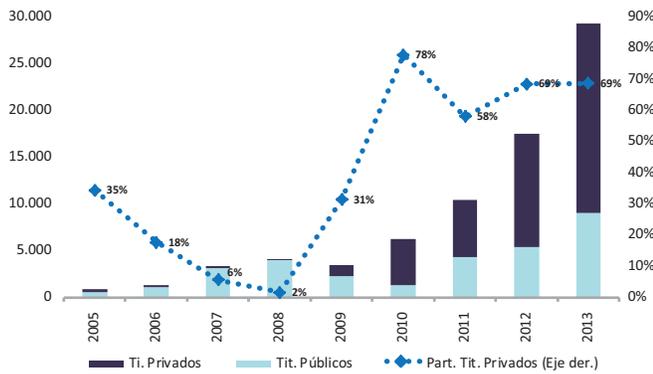
Cabe señalar que desde 2011 existe un incremento en las emisiones de títulos públicos con fines de política monetaria debido al interés de la autoridad monetaria en acotar las presiones inflacionarias a través de una postura contractiva, sin embargo, la variación de los títulos privados utilizados como colaterales para reportos en MN continuó creciendo en más del 100% desde la gestión 2009 (Gráfico III.23).

Gráfico III.23. Profundización del mercado de reportos en MN
(Millones de bolivianos y porcentaje)



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

Gráfico III.24. Profundización del mercado de compra venta en MN
(Millones de bolivianos y porcentaje)



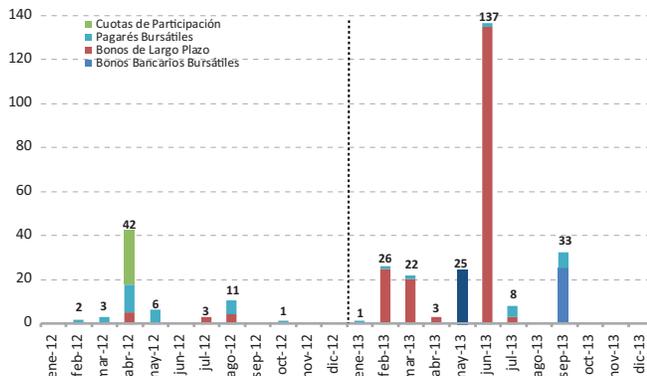
FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores
ELABORACIÓN: BCB - Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

En el caso de las operaciones de compra venta se puede observar similar comportamiento en lo referido al incremento de la participación de títulos privados transados y al mayor volumen operado, mismo que aumentó notablemente en los últimos tres años (Gráfico III.24).

III.3.2 Emisiones en la BBV en ME

Desde la gestión 2009, como resultado de la política de bolivianización, las emisiones en ME en la BBV se mantuvieron en niveles inferiores a las emisiones en MN; sin embargo, durante la gestión 2013 hubo un incremento de emisiones en esta denominación, principalmente durante el primer semestre, periodo en el cual se concentró el 84% de las emisiones del año (Gráfico III.25).

Gráfico III.25. Emisiones en la BBV en ME
(Millones de dólares)

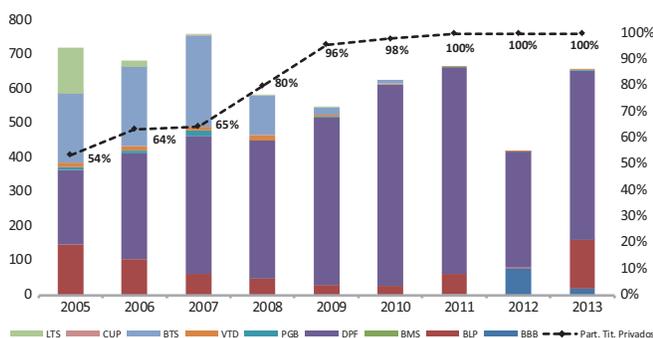


FUENTE: Banco Central de Bolivia - Bolsa Boliviana de Valores
ELABORACIÓN: BCB - Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Durante la gestión 2013 los Bonos de Largo Plazo fueron los instrumentos preferidos para financiarse en ME, reflejando que el mercado nacional de valores se compone principalmente por instrumentos de renta fija. Resalta la emisión de los Bonos Transierra I por \$us135 millones en el mes de junio, constituyéndose en la principal emisión efectuada en ME a lo largo del año.

En el mercado de reportos en ME se puede observar la importancia adquirida por los colaterales compuestos por títulos privados, principalmente Depósitos a Plazo Fijo (DPF) y Bonos a Largo Plazo (BLP). A partir de 2011 los instrumentos privados respaldan el 100% de las operaciones de reporto realizadas en la BBV. Se observa también la importancia que tuvieron los títulos públicos como colateral de las operaciones de reporto en ME hasta la gestión 2010²⁸ (Gráfico III.26).

Gráfico III.26. Profundización del mercado de reportos en ME
(Millones de dólares)



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

28 Los últimos vencimientos de valores del TGN en ME fueron en octubre/2010 y de valores del BCB en ME en noviembre/2011, no existiendo saldos en esta denominación a la fecha.