

INFORME *de*
OPERACIONES *de*
MERCADO ABIERTO *y*
MONETARIO 2019



Banco Central de Bolivia

INFORME *de*
OPERACIONES *de*
MERCADO ABIERTO *y*
MONETARIO 2019

Presentación

El Informe de Operaciones de Mercado Abierto y Monetario es uno de los boletines informativos que anualmente presenta el Banco Central de Bolivia, dirigido a los agentes del sistema financiero, investigadores, estudiantes y público en general, con el objetivo de informar acerca de las políticas implementadas por el Ente Emisor en cumplimiento de sus funciones como autoridad monetaria del país.

Este suplemento anual difiere de los reportes OMA y Monetario semanal y diario porque incorpora además de la información estadística, un análisis de los hechos más sobresalientes en las Operaciones de Mercado Abierto y del Mercado Monetario durante la gestión.

Contenido

I. LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCB	9
I.1. OFERTA Y DEMANDA DE VALORES DEL BCB	10
I.2. COLOCACIÓN BRUTA DE VALORES DEL BCB.....	14
I.3. VENCIMIENTOS Y RESCATE ANTICIPADO DE VALORES DEL BCB	17
I.4. COLOCACIÓN NETA Y SALDOS DE OMA	19
I.5. TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES DEL BCB.....	21
I.6. OTRAS OPERACIONES	22
I.6.1. OPERACIONES DE REPORTO EN EL BCB	22
I.6.2. PRESTAMOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA DEL FONDO DE REQUERIMIENTO DE ACTIVOS LÍQUIDOS (FONDO RAL)	29
II. EL MERCADO MONETARIO.....	33
II.1. EL MERCADO MONETARIO EN MN	33
II.1.1. OPERACIONES DE REPORTO EN MN NEGOCIADOS EN LA BBV	36
II.1.2. EL MERCADO INTERBANCARIO EN MN.....	41
II.2. PROFUNDIZACIÓN DEL MERCADO MONETARIO	44
II.2.1. PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE REPORTO E INTERBANCARIO.....	44
II.2.2. EMISIONES DE LA BBV EN MN.....	46
II.3. EL MERCADO MONETARIO EN ME	53
II.3.1 EL MERCADO INTERBANCARIO EN ME	54
II.3.2. OPERACIONES DE REPORTO EN ME EN LA BBV	55
II.3.3. EMISIONES DE LA BBV EN ME	56
III. VENTA DIRECTA DE VALORES PÚBLICOS A PERSONAS NATURALES	59
III.1. COLOCACIÓN DE VALORES DE VENTA DIRECTA.....	59

III.2. RENOVACIÓN Y CANCELACIONES ANTICIPADAS DE VALORES DE VENTA DIRECTA .	64
III.3. SALDO DE VALORES DE VENTA DIRECTA.....	67
IV. LAS OPERACIONES CON VALORES EMITIDOS POR EL TGN.....	73

I. Las Operaciones de Mercado Abierto del BCB

La política monetaria implementada por el BCB mantuvo su orientación expansiva con el objetivo de sostener la liquidez del sistema financiero en torno a niveles que permitieron contribuir al dinamismo del crédito e impulsar la actividad económica interna, en un contexto de inflación baja y estable.

La ejecución de las Operaciones de Mercado Abierto en 2019 priorizó la inyección de recursos al sistema financiero a través de redenciones netas de instrumentos de regulación monetaria. La Autoridad Monetaria intervino oportunamente con un conjunto de medidas que atenuaron y evitaron mayores descensos de la liquidez en moneda nacional, entre las que destacaron el rescate anticipado de letras reclamables, la otorgación de reportos a entidades financieras admitiendo como colaterales valores de emisores privados, la modificación de las condiciones de emisión de valores de venta directa y la gestión de vencimientos. Asimismo, facilitó el acceso de recursos de corto plazo al sistema financiero a través de sus ventanillas de liquidez, orientadas a restituir la liquidez a corto plazo frente a los eventos adversos registrados entre octubre y noviembre.

Producto de la orientación expansiva de la política monetaria, el saldo de valores de regulación monetaria se redujo de manera significativa respecto a gestiones pasadas. Al cierre de 2019, el saldo alcanzó a Bs510 millones compuesto exclusivamente por valores de venta directa colocados a personas naturales.

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) del Banco Central de Bolivia (BCB) son uno de los instrumentos más importantes de la política monetaria. Comprenden el conjunto de operaciones con valores que realiza el Ente Emisor, en el mercado primario y/o secundario, con el propósito de expandir o contraer la liquidez en cumplimiento a sus funciones de autoridad monetaria. Estas operaciones consisten en la compra, venta, reporto u otras con valores públicos y/o privados ejecutadas a través de los mecanismos de operación autorizados por el Directorio del BCB.

La ejecución de las OMA está sujeta al proceso de toma de decisiones de la política monetaria, es así que en el marco del Programa Monetario que considera un conjunto consistente de metas macroeconómicas y supuestos, el Directorio del BCB determina de forma trimestral los lineamientos generales para las OMA. Sobre esta base y el pronóstico de liquidez del sistema financiero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) semanalmente, o en la periodicidad que determine para sus reuniones, decide la adjudicación de valores de la subasta pública, las condiciones de la oferta de valores (montos, plazos, tasas, modalidad de negociación y otras características), el nivel de la tasa de rendimiento base, el monto disponible y otras condiciones para las operaciones de reporto; asimismo, tiene la potestad de formular recomendaciones para fortalecer la aplicación de la política monetaria a través de OMA.

Durante 2019, la política monetaria del BCB determinó continuar con su orientación expansiva con el objetivo de sostener la liquidez del sistema financiero en torno a niveles que permitan apoyar al

crecimiento de la cartera, atenuar la caída de los depósitos del público en moneda nacional y, a su vez, reducir las presiones sobre el mercado monetario, en un contexto de niveles de inflación controlados.

En esta línea, la ejecución de las OMA priorizó la inyección de recursos líquidos al sistema financiero a través de redenciones netas de valores de regulación monetaria. Se emplearon diferentes instrumentos de OMA que hicieron prevalecer la orientación expansiva del Ente Emisor, entre ellos, el rescate anticipado de letras reclamables, la otorgación de reportos a entidades financieras admitiendo como colaterales valores de emisores privados, la modificación de las condiciones de emisión de valores de venta directa (reducción de las tasas de rendimiento y límite máximo de compra de títulos) y una activa gestión de vencimientos implementada desde la segunda mitad de 2018, además de las ventanillas de liquidez habituales como las operaciones de reporto con valores públicos y los créditos con garantía del Fondo RAL.

En previsión al descenso estacional de la liquidez para abril y mayo por el pago del impuesto a las utilidades, el Ente Emisor, entre otras medidas, determinó ejecutar la opción de rescate anticipado de letras reclamables por un monto de Bs600 millones, de igual forma, en este periodo se destacaron los volúmenes inyectados por concepto de los vencimientos de valores de venta directa por Bs920 millones, producto de la acertada gestión que realizó el BCB desde el segundo semestre de 2018 a partir de la colocación de los bonos BCB Directo a plazo restante y la octava versión del bono BCB Navideño.

Por su parte, la ventanilla de reportos del BCB coadyuvó a restituir la liquidez a corto plazo frente a los eventos adversos registrados entre octubre y noviembre. A partir del 7 de noviembre el Ente Emisor fortaleció su posición expansiva con la otorgación de reportos a entidades financieras aceptando como colaterales Depósitos a Plazo Fijo (DPF) en moneda nacional emitidos por bancos con calificación de riesgo emisor AAA y AA1, que permitió reestablecer gradualmente los niveles de liquidez hacia finales del año, atenuando las presiones sobre el mercado monetario y evitando mayores alzas en las tasas de interés.

De forma simultánea, se aplicaron otras medidas que acompañaron las OMA y fortalecieron el impulso monetario del BCB, que se detallan en el Informe de Política Económica de enero de 2020.

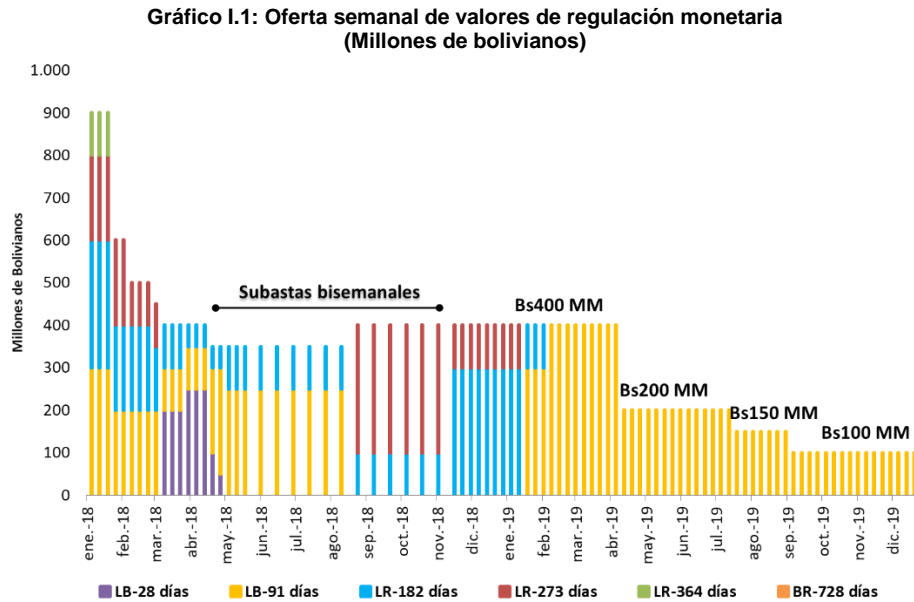
A continuación se presentan los principales resultados alcanzados a partir de la implementación de las OMA que desempeñaron un papel primordial en la consecución de los objetivos de la política monetaria del BCB en 2019.

I.1. OFERTA Y DEMANDA DE VALORES DEL BCB

El comportamiento de la oferta de valores del BCB en subasta señaló la postura de política asumida por la Autoridad Monetaria durante la gestión, mantuvo una frecuencia semanal, disminuyó de forma gradual y cambió su composición hacia el corto plazo.

La oferta de valores se mantuvo en Bs400 millones hasta la primera semana de abril, luego en previsión a la disminución estacional de la liquidez en aquél mes se redujo a Bs200 millones; en la tercera semana

de julio se registró una nueva reducción a Bs150 millones y desde la primera semana de septiembre se fijó en Bs100 millones hasta finalizar la gestión (Gráfico I.1).



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
NOTA: Los datos se presentan en valor nominal.

Durante las primeras semanas del año, la composición de la oferta de valores del BCB fue modificada privilegiando el corto plazo con el propósito de trasladar vencimientos al mes de abril, mientras que se mantuvo en menor proporción la oferta de letras rescatables a 182 y 273 días. A partir de la segunda semana de febrero hasta finalizar la gestión, la totalidad de la oferta se concentró en letras a 91 días buscando programar vencimientos dentro la gestión y crear las condiciones necesarias para realizar inyecciones netas en los meses subsecuentes.

Dada la orientación de política, en 2019 el BCB no ofertó valores bajo el mecanismo de mesa de dinero y priorizó la oferta de valores a través de la subasta pública, mecanismo que le permite al Ente Emisor captar información relevante sobre las condiciones del mercado y las expectativas de los agentes ya que se trata de una modalidad competitiva. De este modo, la oferta registrada en la gestión alcanzó a un total de Bs11.150 millones, concentrados principalmente en el primer trimestre del año y al plazo de 91 días (Cuadro I.1).

**Cuadro I.1: Oferta de valores de regulación monetaria en subasta pública
(Cantidad de títulos)**

Instrumento	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Total 2019	Participación
LB 91 días	4.100.000	2.800.000	1.850.000	1.300.000	10.050.000	90%
LR 182 días	900.000				900.000	8%
LR 273 días	200.000				200.000	2%
Oferta total	5.200.000	2.800.000	1.850.000	1.300.000	11.150.000	100%

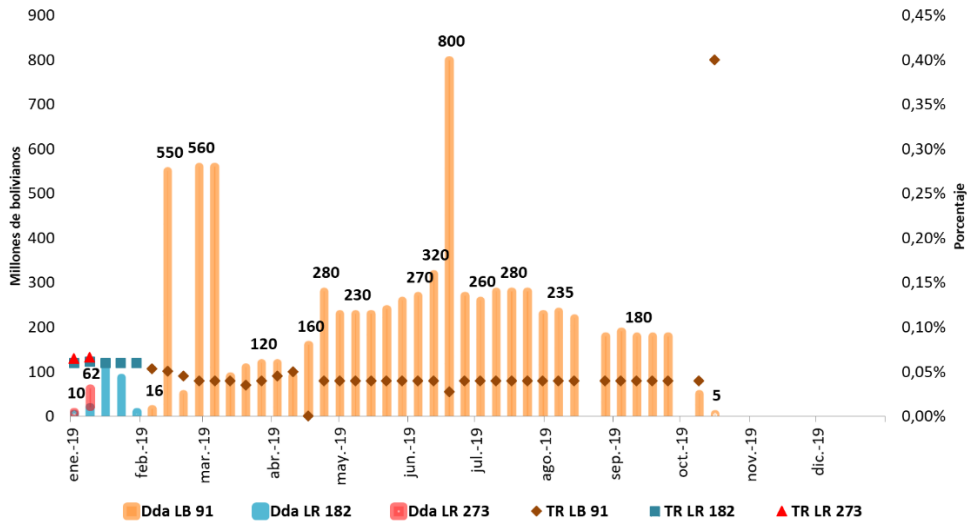
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
NOTAS: LB = Letras del BCB; LR = Letras con opción de rescate anticipado del BCB.
Cada título tiene un valor nominal de Bs1.000.

El BCB, consecuente con el proceso de bolivianización, priorizó las emisiones en moneda nacional (MN) y mantuvo su decisión de no ofertar valores en moneda extranjera (ME). Cabe recordar que el BCB no realiza colocaciones en ME desde septiembre del 2011, ni en Unidades de Fomento de Vivienda (UFV) desde abril de 2012.

Por otra parte, el volumen demandado de valores del BCB a través de la subasta pública también respondió al escenario de liquidez observado en el sistema financiero y estuvo en línea con los montos ofertados por el BCB. Así, la demanda por valores de regulación monetaria en 2019 fue de Bs858 millones, reduciéndose a más de la mitad del monto registrado en 2018 (Bs1.969 millones). La disminución en la demanda fue determinada principalmente por tres factores: la menor disponibilidad de liquidez en moneda nacional de las entidades bancarias, la posición del Ente Emisor de no adjudicar valores y la mayor rentabilidad de las operaciones interbancarias y de reporto negociadas en la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV) comparadas con la rentabilidad ofrecida por los valores públicos del BCB que se mantuvo en niveles bajos. Además, se debe destacar que en el contexto de incertidumbre política y conflicto social por el que atravesó el país, a partir de la última semana de octubre hasta finalizar la gestión no se registraron posturas de demanda de valores del BCB.

En cuanto a la composición por plazos, la demanda se concentró principalmente en letras a 91 días en línea con la mayor oferta del BCB en este plazo, alcanzando el 97% del total demandado, en tanto que la demanda de letras con opción de rescate anticipado a 182 y 273 días representaron el 2,7% y 0,5%, respectivamente. Las posturas de demanda registradas en los plazos descritos, en su mayoría, presentaron tasas de rendimiento en torno a los niveles de las últimas tasas adjudicadas, exceptuando algunas semanas puntuales donde se recibieron posturas con tasas más bajas o más altas. En este escenario, el BCB no validó reducciones ni incrementos en las tasas de interés de sus títulos durante toda la gestión (Gráfico I.2).

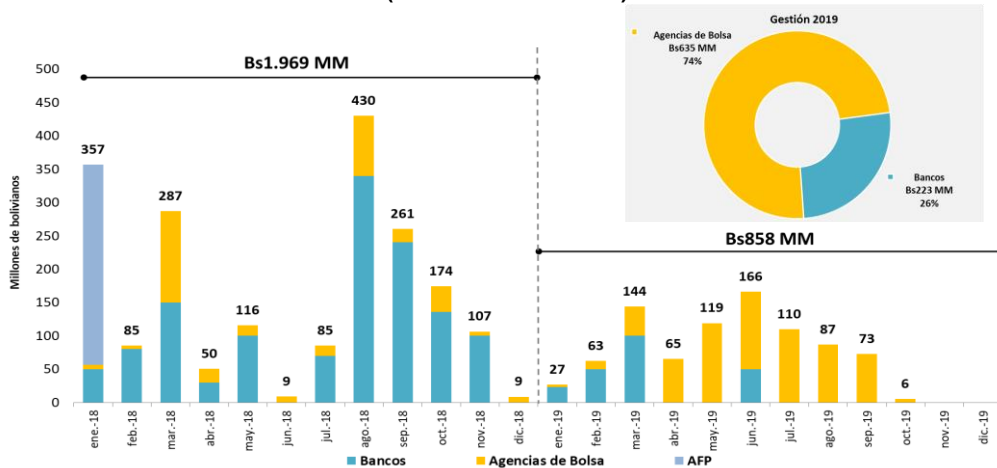
Gráfico I.2: Demanda y tasas de postura de valores de regulación monetaria por plazo (Millones de bolivianos y porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: Dda = Demanda; TR = Tasa de rendimiento de postura promedio ponderada por monto demandado para cada plazo.
 Montos demandados por valores del BCB en subasta pública.
 Los datos se presentan en valor nominal.

A diferencia de lo acontecido en gestiones pasadas, las principales entidades que demandaron valores de regulación monetaria fueron las agencias de bolsa con Bs635 millones, equivalente al 74% del total demandado, desplazando a las entidades bancarias que registraron una demanda por Bs223 millones que representó el restante 26%. Por otro lado, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI), compañías de seguro y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) no participaron directamente en la subasta de valores emitidos por el BCB, en tanto que la participación de las agencias de bolsa fue a cuenta de clientes (Gráfico I.3).

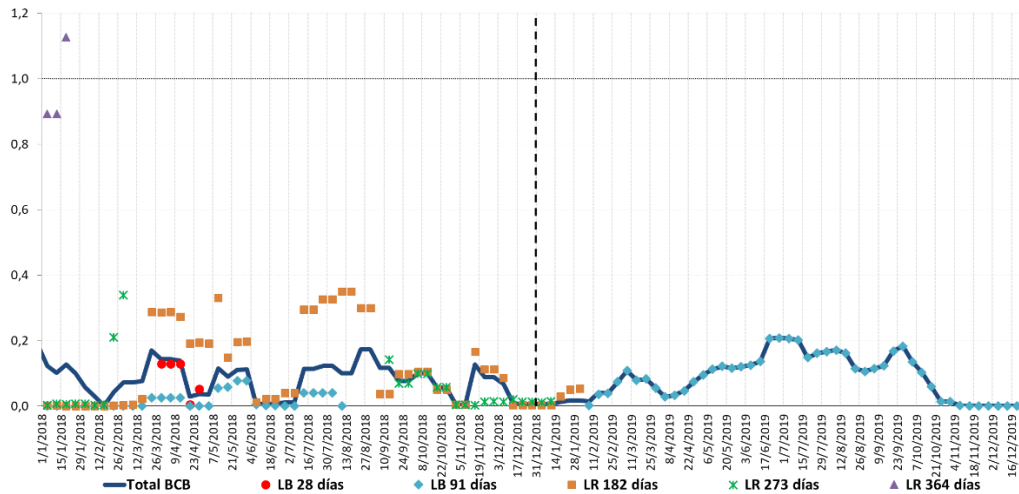
Gráfico I.3: Demanda de valores de regulación monetaria por grupo institucional (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: Montos demandados por valores del BCB en subasta pública.
 Las líneas negras corresponden al total de cada gestión.
 Los datos se presentan en valor nominal.

La evolución del ratio de demanda a oferta en subasta (*bid-to-ask*) fue determinada por el comportamiento de la liquidez en moneda nacional y se mantuvo en torno a 0,1 y 0,2 durante gran parte del año (Gráfico I.4).

Gráfico I.4: Ratio de demanda a oferta de valores de regulación monetaria por plazo (Promedio móvil mensual)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: LB = Letras del BCB; LR = Letras con opción de rescate anticipado del BCB.
 Ratio *bid-to-ask* = Valor demandado / Valor ofertado.

I.2. COLOCACIÓN BRUTA DE VALORES DEL BCB

En línea con la orientación expansiva de la política monetaria, en 2019 las colocaciones de títulos del BCB en subasta pública registraron montos históricamente bajos. Se colocaron letras con opción de rescate anticipado a entidades financieras solo durante las primeras semanas del año, con el propósito de garantizar la inyección neta de valores a partir de los vencimientos programados. De igual forma, los valores de venta directa dirigidos a personas naturales registraron menores volúmenes de colocación con la emisión del Bono “BCB Directo” y la novena versión del Bono “BCB Navideño”, en comparación a la gestión anterior.

RECUADRO I.1

INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN MONETARIA RELACIONADOS CON OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

En los últimos años, el BCB introdujo nuevos instrumentos de regulación monetaria que permitieron reforzar las herramientas utilizadas para regular la liquidez del sistema financiero y señalar su orientación de política monetaria a través de las OMA.

Tradicionalmente el BCB emite sus instrumentos de regulación monetaria de forma simultánea a los valores públicos del TGN y a través de los mismos mecanismos de operación (subasta pública y Mesa de Dinero). Sin embargo, por los objetivos que persiguen, los instrumentos del BCB tienen efectos distintos sobre la liquidez de la economía ya que impactan de forma directa e inmediata sobre el excedente de liquidez de las Entidades de Intermediación Financiera.

Por este motivo, se hace necesario conocer los instrumentos de OMA con los que dispone el BCB para la consecución de sus objetivos como autoridad monetaria y revisar sus principales características.

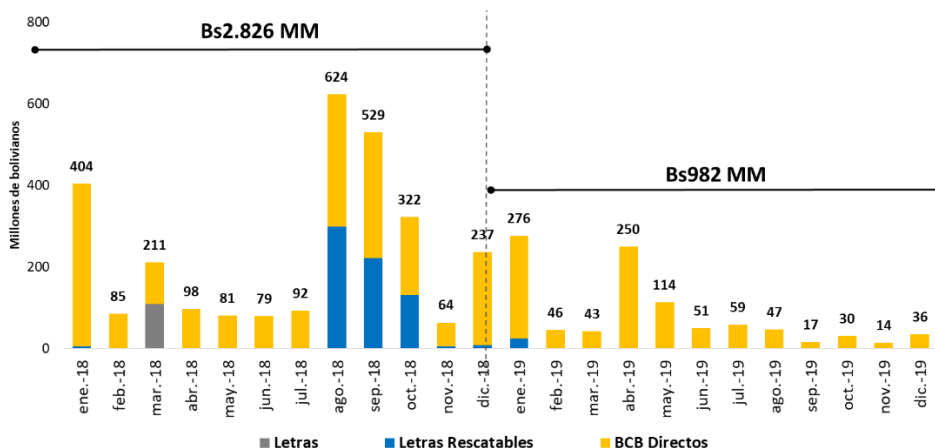
Instrumentos de regulación monetaria relacionados con operaciones de mercado abierto	
Letras y Bonos del BCB	<p>Valores emitidos por el BCB a partir de junio de 2014, en sustitución de las Letras y Bonos del Tesoro "D".</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Letras (LB): redimibles al vencimiento y vendidas a descuento en MN a los plazos habituales de 28, 91, 182, 273 y 364 días. ➤ Bonos (BB): vendidos a rendimiento en MN con una tasa de rendimiento nominal preestablecida, con pago semestral de cupones, al plazo habitual de 728 días.
Letras y Bonos del BCB con opción de rescate anticipado	<p>Valores emitidos por el BCB a partir de diciembre de 2015, incorporan una opción de rescate anticipado por decisión del emisor (BCB). No son sustitutos de las Letras y Bonos del BCB, pero la postura expansiva de la política monetaria de los últimos años llevó a priorizarlos.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Letras (LR): vendidas a descuento en MN a plazos de 182, 273 y 364 días, periodo de protección 91 días. ➤ Bonos (BR): vendidos a rendimiento en MN con una tasa de rendimiento nominal preestablecida, con pago semestral de cupones, al plazo de 728 días, periodo de protección 91 días.
Bonos de venta directa a personas naturales	<p>Valores de corto plazo dirigidos exclusivamente a personas naturales, vendidos a rendimiento en MN con un valor unitario de Bs1.000 a plazos que oscilan entre 56 y 364 días.</p> <p>Desde el inicio de su oferta en agosto de 2011, se emitieron cuatro bonos: "BCB Directo", "BCB Navideño", "BCB Plus" y "BCB Aniversario".</p>
Certificados de Depósito (CD)	<p>Valores empleados desde junio de 2013, redimibles al vencimiento y vendidos a descuento.</p> <p>El Directorio del BCB aprueba la oferta pública y las características específicas de la emisión.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Dirigidos a Entidades que Administran Fondos del Sistema Integral de Pensiones y Entidades Aseguradoras o Reaseguradoras.
Depósito Especial de Regulación Monetaria (DERM)	<p>Instrumento de captación de depósitos de corto plazo empleado desde marzo de 2015, emitido con una TEA preestablecida pagadera al vencimiento.</p> <p>El Directorio del BCB aprueba la oferta total y determina la tasa de interés. La constitución de depósitos es a plazo restante, por el periodo que dure la oferta.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Dirigido a Entidades de Intermediación Financiera con licencia de funcionamiento de ASFI.

El volumen de colocaciones brutas en 2019 guardó coherencia con las directrices del Programa Monetario y con los lineamientos trimestrales que establecieron una redención neta de valores. Las colocaciones ascendieron a un total de Bs982 millones,¹ que representó una disminución de Bs1.844 millones respecto a las colocaciones realizadas en la gestión 2018.

¹ En valor inicial y considerando la colocación de valores en subasta pública y bonos de venta directa.

Según tipo de instrumento, los bonos de venta directa registraron la mayor participación con el 97% de las colocaciones totales por un monto de Bs956 millones² y las letras rescatables alcanzaron una colocación de Bs26 millones obteniendo el restante 3% del total colocado (Gráfico I.5).

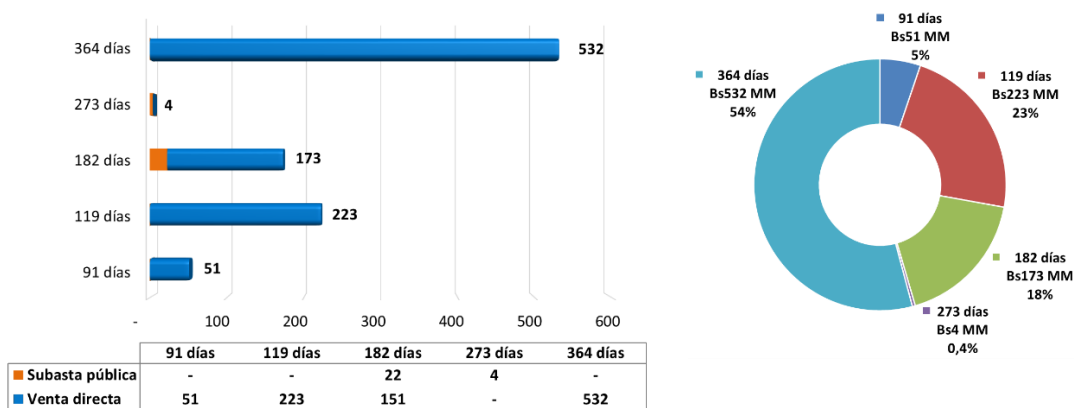
Gráfico I.5: Colocación de valores de regulación monetaria por tipo de instrumento (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los datos se presentan en valor inicial.

En cuanto a la colocación bruta por plazos, en 2019 las colocaciones se concentraron principalmente en los plazos de 364 y 119 días por Bs532 millones (54%) y Bs223 millones (23%), respectivamente (el segundo corresponde a la colocación del Bono BCB-Navideño). El resto de los plazos obtuvo una menor participación que ascendió a Bs228 millones (23%) del total de colocaciones, del cual Bs26 millones corresponde a letras rescatables a 182 y 273 días colocadas durante las primeras semanas de enero (Gráfico I.6).

Gráfico I.6: Colocación de valores de regulación monetaria por plazo (Millones de bolivianos)

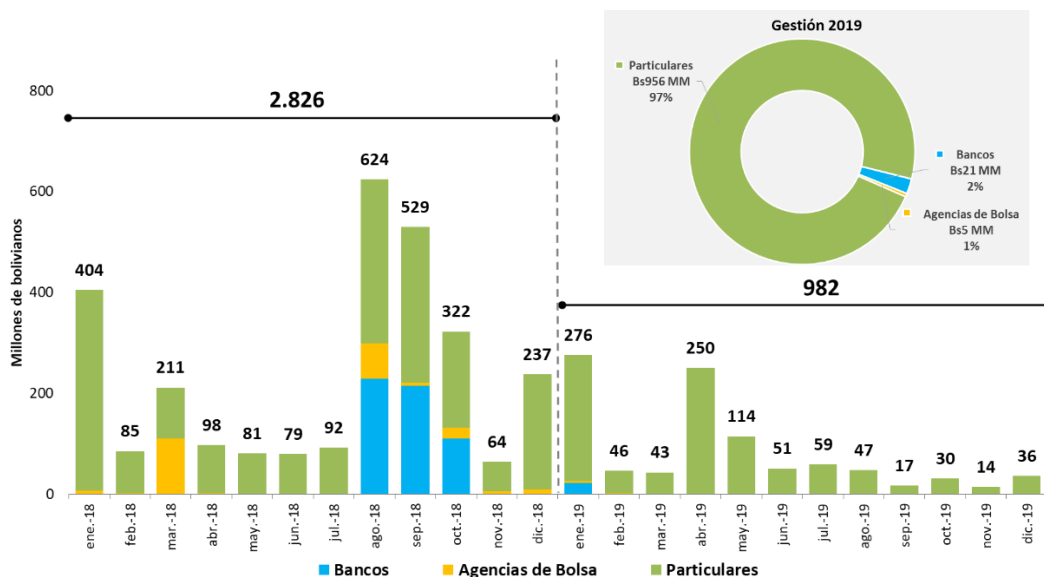


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los datos se presentan en valor inicial.

² Del total colocado en bonos de venta directa, Bs223 millones corresponden a bonos “BCB Navideño” que representó el 23% de las colocaciones dirigidas a personas naturales.

Con relación a las entidades participantes que adquirieron valores de regulación monetaria en 2019, las personas particulares a través de la compra de bonos de venta directa registraron el mayor porcentaje de colocación, obteniendo el 97% del total colocado. Las entidades bancarias alcanzaron una participación del 2% mientras que las agencias de bolsa obtuvieron el restante 1% de las colocaciones del BCB. Cabe destacar que la participación de estas últimas corresponde a operaciones realizadas por cuenta de terceros, principalmente a favor de fondos de inversión (Gráfico I.7).

Gráfico I.7: Colocación de valores de regulación monetaria por grupo institucional (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: Las líneas negras corresponden al total de cada gestión.
 Los datos se presentan en valor inicial.

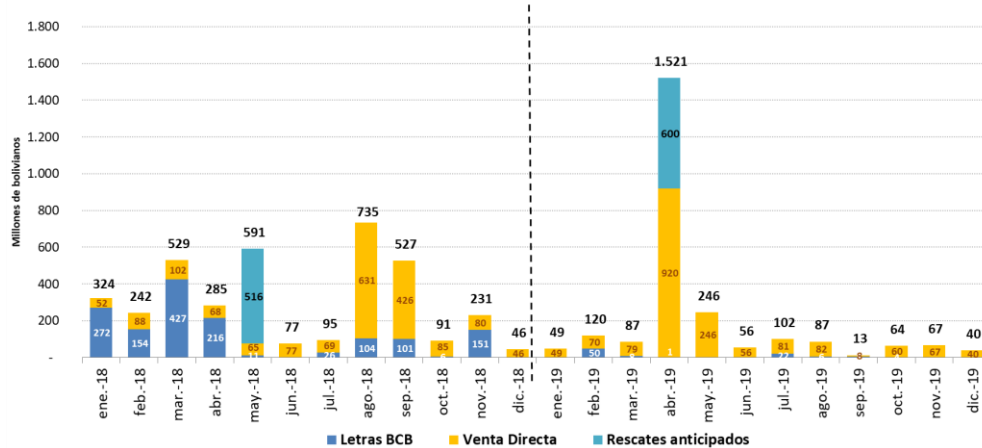
I.3. VENCIMIENTOS Y RESCATE ANTICIPADO DE VALORES DEL BCB

El flujo de vencimientos de instrumentos de regulación monetaria en la gestión 2019 ascendió a Bs1.852 millones, menor en Bs1.406 millones al observado en 2018 debido a las acciones asumidas por el BCB para inyectar liquidez, que implicó una gradual y sostenida reducción en el nivel de colocaciones en las últimas gestiones. A pesar de la disminución observada, este nivel de vencimientos junto a los rescates anticipados de letras reclamables por Bs600 millones, permitieron alcanzar una inyección total de Bs1.452 millones a través de OMA.

La gestión de vencimientos que realizó el BCB estuvo enfocada a garantizar la inyección de recursos en periodos en los que se observan descensos transitorios de liquidez, así la acumulación de vencimientos en 2019 se concentró en el mes de abril y, en menor medida, en mayo, y en conjunto sumaron Bs1.167 millones, el 63% de los vencimientos de la gestión. Este volumen inyectado proviene principalmente de la colocación de bonos “BCB Directo” emitidos a plazo restante entre agosto y noviembre de 2018 y de la emisión de octava versión de bonos “BCB Navideño” a 119 días plazo realizada durante diciembre de

2018 y enero de 2019. Los vencimientos de los bonos de venta directa representaron el 95% del total, el restante 5% corresponde a letras rescatables emitidas a entidades financieras a través de subasta pública (Gráfico I.8).

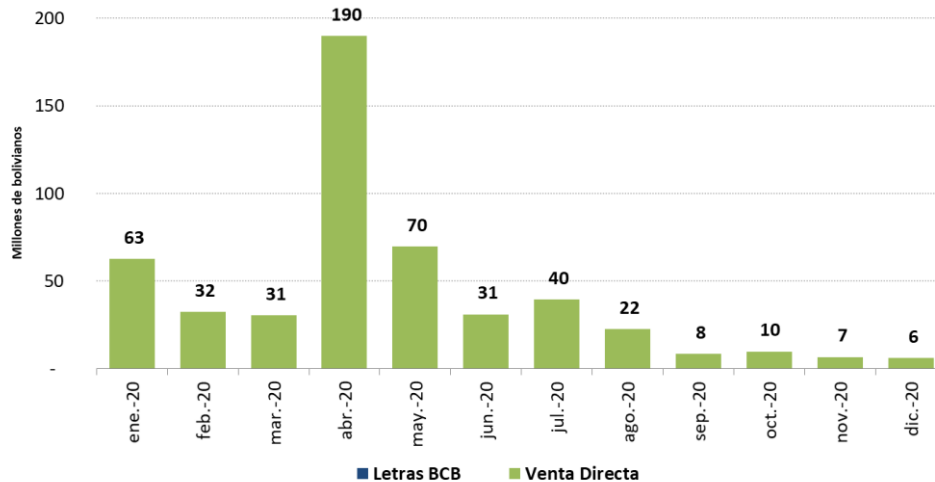
Gráfico I.8: Vencimientos de valores de regulación monetaria por instrumento (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: Los datos de vencimientos por instrumento se presentan en valor final (incluye principal e intereses).
 Los datos de rescates anticipados incluyen intereses devengados hasta la fecha del rescate.

Por otro lado, el perfil de vencimientos de valores de regulación monetaria para la gestión 2020³ está concentrado exclusivamente en valores de venta directa y alcanza a un monto acumulado de Bs510 millones. En la estructura de vencimientos destacan los meses de abril, mayo y enero por orden de importancia (Gráfico I.9).

Gráfico I.9: Perfil de vencimientos de valores de regulación monetaria por tipo de instrumento (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los datos se presentan en valor final (incluye principal e intereses).

³ Considerando el saldo vigente al 31 de diciembre de 2019.

En lo referido a los valores con opción de rescate anticipado emitidos con fines de regulación monetaria, es preciso recordar que fueron introducidos por primera vez en diciembre de 2015. En los años subsecuentes, el BCB continuó con la colocación de estos instrumentos ya que permiten responder ágilmente a necesidades de inyección de liquidez en coyunturas en las que se hace necesario.

En abril de 2019, el Ente Emisor llevó a cabo diferentes medidas que permitieron mitigar descensos en los niveles de liquidez del sistema financiero, entre las cuales destacó el rescate anticipado de letras reclamables del BCB, que fue ejecutada por quinta vez desde la implementación del instrumento.⁴ Se rescataron 11 series de letras reclamables con plazos de emisión de 6 y 9 meses por un monto total de Bs600 millones, que fueron inyectados el 18 de abril de 2019. Se seleccionaron valores con vencimientos en los meses de mayo, junio y julio de 2019, periodos en los que se proyectó una recuperación del excedente de encaje de las entidades bancarias (Cuadro I.2).

Cuadro I.2: Rescate anticipado de valores reclamables del BCB (Bolivianos)

	Tipo de valor	Fecha de rescate	Cantidad de títulos	Precio unitario de rescate promedio	Monto rescatado (Millones de Bs)
Quinto rescate	Letras Rescatables del BCB (LR)	18/04/2019	600.539	999,12	600,01
Total			600.539		600,01

FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Las LR fueron rescatadas a precio de curva de la fecha de rescate calculado de acuerdo con la fórmula de precio unitario de letras (interés simple).
 El precio unitario de rescate corresponde al precio unitario promedio ponderado por monto.

I.4. COLOCACIÓN NETA Y SALDOS DE OMA

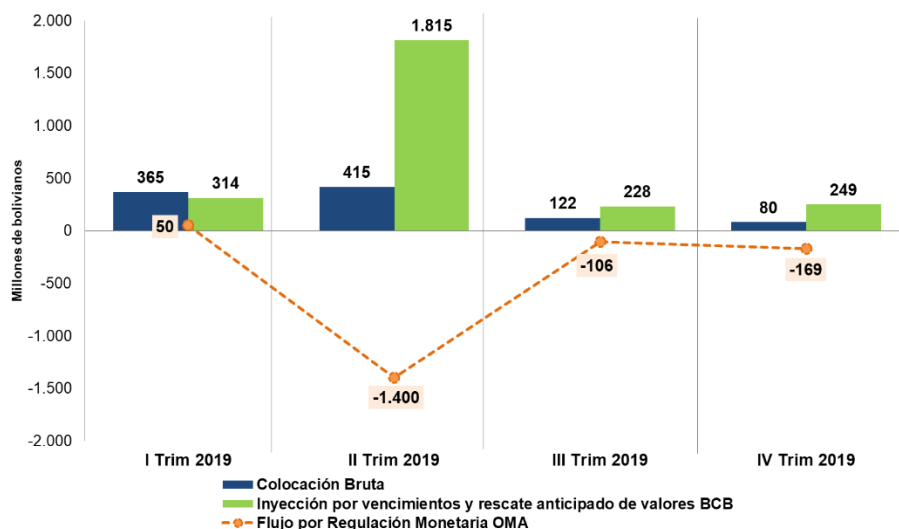
El resultado de las colocaciones netas en 2019 reflejó la orientación expansiva que prevaleció durante la gestión a través de la inyección neta de recursos al sistema financiero que permitió impulsar el crecimiento de la cartera de créditos, atenuar la caída de los depósitos del público en moneda nacional y en consecuencia dinamizar la demanda interna.

En este contexto, en 2019 se registró una redención neta de OMA de Bs1.624 millones,⁵ mayor a la inyección observada en 2018 (Bs1.124 millones). Este resultado fue producto del bajo volumen de colocaciones registradas en la gestión y de los mayores montos inyectados a partir de los vencimientos de valores de regulación monetaria y los rescates anticipados de letras reclamables (Gráfico I.10 y Cuadro I.3).

⁴ En 2016 se efectuaron dos rescates anticipados, en el primero se rescataron 12 series de letras reclamables con plazos de emisión de 6 y 9 meses por un monto total de Bs480 millones y en el segundo se rescataron 4 series de letras reclamables con plazos de emisión de 12 meses por un monto total de Bs431 millones. En 2017 se efectuó el tercer rescate de 8 series de letras reclamables con plazos de emisión de 9 y 12 meses por un monto total aproximado de Bs1.000 millones. En 2018 se ejecutó el cuarto rescate de 11 series de letras reclamables con plazos de emisión de 6 y 9 meses por un monto de Bs600 millones.

⁵ Redención neta de OMA calculada en base a la diferencia de colocación bruta menos vencimientos ajustados por intereses, neto de rescates anticipados.

Gráfico I.10: Colocación bruta, vencimientos y colocación neta (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los datos se presentan en valor inicial.

Cuadro I.3: Flujo trimestral de regulación monetaria a través de OMA (Millones de bolivianos)

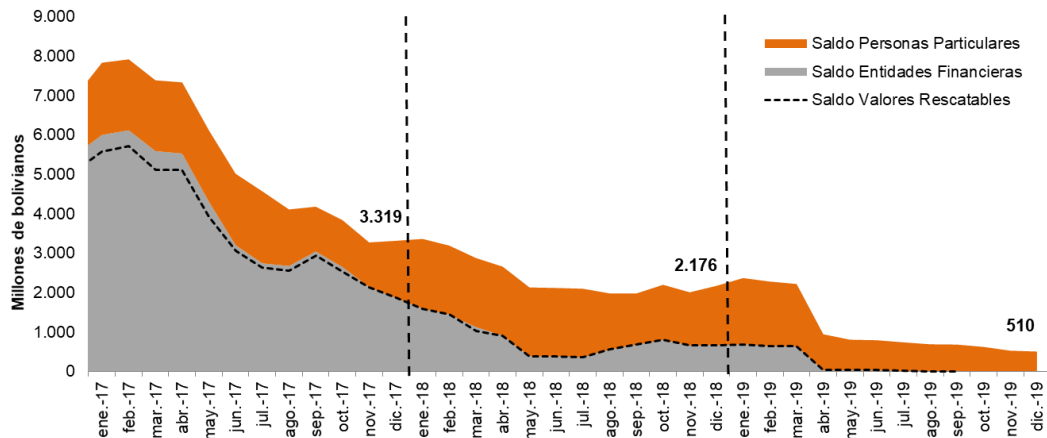
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	2019
Colocación Bruta	365	415	122	80	982
Colocación bruta de valores del BCB	365	415	122	80	982
Inyección por vencimientos y rescate anticipado de valores BCB	314	1.815	228	249	2.607
Vencimientos ajustados por intereses	314	1.215	228	249	2.007
Rescate anticipado valores rescatables BCB		600			600
Flujo por Regulación Monetaria OMA	50	-1.400	-106	-169	-1.624

FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los vencimientos incluyen cancelaciones anticipadas de valores de venta directa, netos de intereses.

Por su parte, la trayectoria del saldo de instrumentos de regulación monetaria presentó una fuerte reducción respecto a los niveles observados en gestiones pasadas como resultado del impulso monetario del BCB iniciado en la segunda mitad de 2014 y de la inyección neta de OMA registrada en 2019. Al cierre de la gestión, este saldo alcanzó a Bs510 millones⁶ que significó un descenso de 77% respecto al saldo observado a finales de 2018 (Bs2.176 millones) y se encuentra concentrado únicamente en valores de venta directa (Gráfico I.11). Se debe destacar que a partir de la segunda semana de octubre de 2019 el BCB no cuenta con saldos de valores emitidos a entidades financieras.

⁶ Los valores de saldos incluyen principal y cupones, expresados a valor final.

**Gráfico I.11: Saldo de valores de regulación monetaria
(Millones de bolivianos)**

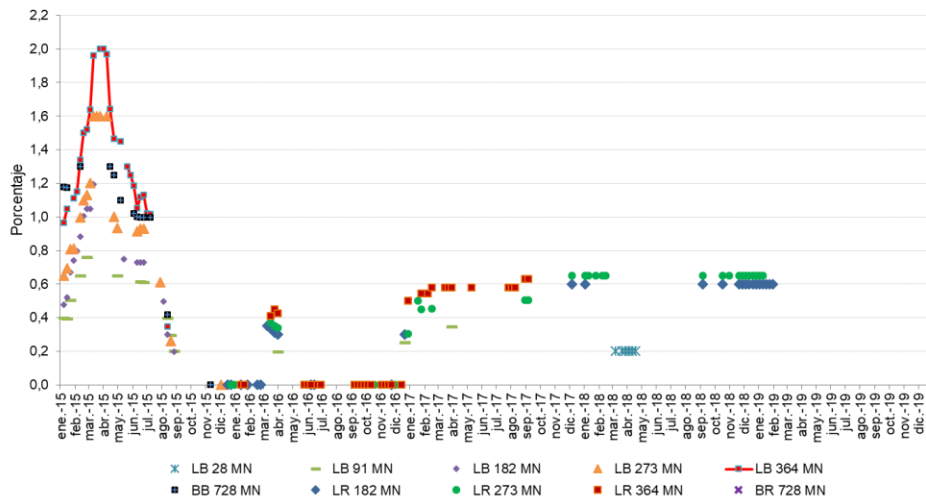


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: Saldos incluyen principal y cupones, expresados a valor final.
 Incluye saldos de letras, bonos y valores de venta directa emitidos por el BCB.

I.5. TASAS DE ADJUDICACIÓN DE VALORES DEL BCB

El BCB mantuvo las tasas de adjudicación en niveles cercanos a cero a través de colocaciones de títulos en subasta registradas durante las primeras semanas del año. Los valores que marcaron tasas durante la gestión fueron las letras rescatables a 182 y 273 días con tasas de rendimiento de 0,60% y 0,65% respectivamente, sin variaciones respecto a los niveles registrados en la gestión anterior (Gráfico I.12).

**Gráfico I.12: Tasas de Adjudicación en subasta y mesa de dinero
(Porcentaje)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Se exponen tasas de rendimiento.

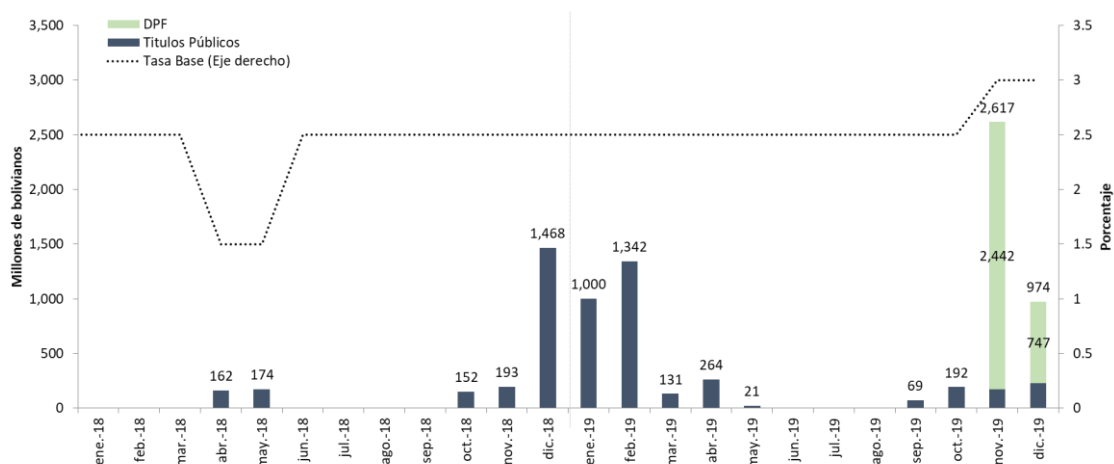
I.6. OTRAS OPERACIONES

I.6.1. OPERACIONES DE REPORTO EN EL BCB

Las operaciones de reporto del BCB constituyen uno de los instrumentos más importantes para otorgar liquidez de corto plazo al sistema financiero. Este mecanismo consiste en la compra de valores públicos y/o de emisores privados por parte del BCB a entidades habilitadas con el compromiso de ambas partes de efectuar la operación inversa al cabo de un plazo y a un precio definidos al inicio de la operación, teniendo como objetivo el de dotar liquidez de corto plazo.

Durante la gestión 2019, se registró un total de Bs6.610 millones en operaciones de reporto en MN, monto que triplicó el volumen de operaciones observado en 2018 (Bs2.151 millones), de los cuales el 52% se realizó mediante colaterales de emisores privados y el 48% a través de valores públicos, mostrando claramente las necesidades de fondeo de corto plazo de las entidades financieras, sobre todo en los meses de enero, febrero y en el último trimestre de la gestión (Gráfico I.13).

**Gráfico I.13: Operaciones de reporto en MN
(Millones de bolivianos)**



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

Entre enero y febrero de 2019 se realizaron operaciones con valores públicos por Bs2.342 millones motivadas por las necesidades puntuales de liquidez de una entidad financiera, en los meses subsiguientes se registraron operaciones por montos inferiores que permitieron cubrir requerimientos temporales de liquidez derivados de pagos estacionales del impuesto a las utilidades.

En el último trimestre de la gestión, la incertidumbre política causada por el periodo electoral ocasionó una fuerte contracción de los depósitos del público en el sistema financiero, desaceleración de la cartera crediticia y elevados volúmenes de compra de divisas al BCB por parte del sistema financiero. Como resultado, se experimentaron descensos importantes en los niveles de liquidez en MN acompañados de altas tasas en el mercado monetario (interbancario y de reportos en la BBV). Por otro lado, la menor disponibilidad de valores públicos en tenencia de las entidades financieras limitó la capacidad del Ente Emisor para direccionar las tasas del mercado monetario a través de sus ventanillas de liquidez habituales.

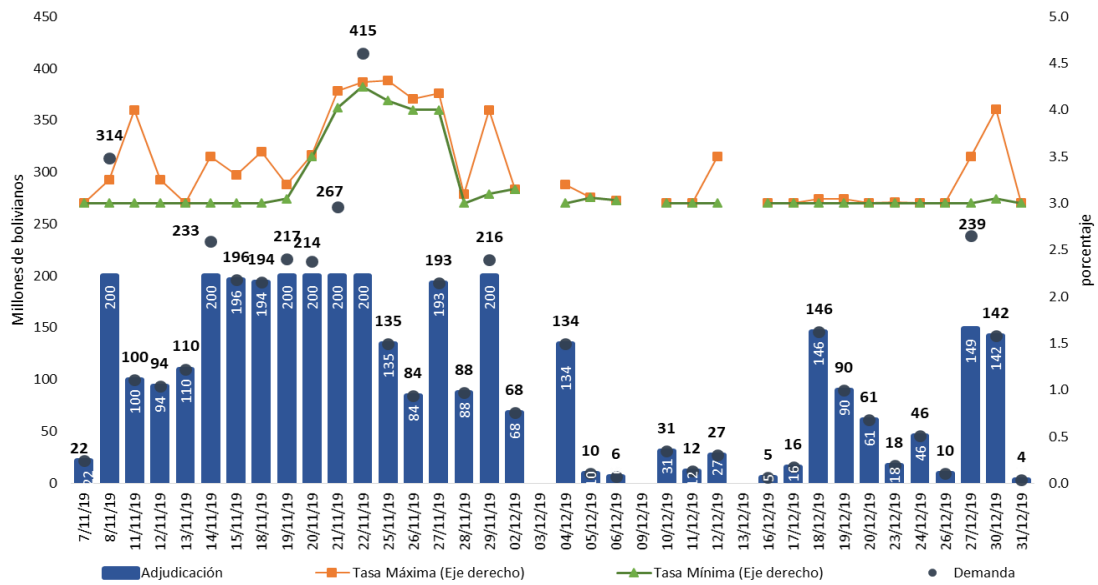
En este contexto general de disminución de los niveles de liquidez y menor margen de acción para dotar recursos de corto plazo a través de las ventanillas de liquidez disponibles, el BCB determinó ampliar los colaterales para la otorgación de reportos a entidades financieras aceptando DPF en MN emitidos por bancos con calificación de riesgo emisor AAA y AA1. Esta ampliación dio inicio el 7 de noviembre de 2019 en complementación a las operaciones de reporto con valores públicos vigentes en ese momento.

Las operaciones de reporto con DPF en MN fueron realizadas a través de Agencias de Bolsa, siendo los únicos agentes autorizados para participar directamente en las operaciones de reporto del BCB, por cuenta propia y de sus clientes (bancos, SAFI, Fondos de Inversión y otros autorizados). Al respecto, se debe destacar que el BCB emitió la Circular Externa CIEX N°65/2019 de 29 de octubre de 2019, a través de la cual se establecieron los requisitos para participar en operaciones de reporto con valores de emisores privados, siempre y cuando no existieran restricciones impuestas dentro de la normativa emitida por las entidades de regulación correspondientes a cada participante.

Los mecanismos de operación a través de los cuales se implementaron las operaciones de reporto con DPF en MN fueron los mismos que se utilizan para las operaciones con valores públicos. Se efectuaron subastas diarias a tasas competitivas y también se puso a disposición la modalidad “primero llegado, primero servido” a través de Mesa de Dinero. En relación a la oferta, el monto inicial ofrecido de las operaciones de reporto (tanto para DPF como para valores públicos) fue de Bs200 millones diarios, y posteriormente fue modificado a la baja a Bs150 millones, dada la recuperación observada en la liquidez del sistema financiero. En lo referido al plazo máximo para estas operaciones, la introducción de colaterales DPF conllevó la ampliación de esta característica pasando de 15 a 45 días. Por su parte, la tasa de rendimiento base y la oferta diaria de reportos determinadas por el BCB, permitieron enviar señales al mercado respecto a la percepción de la Autoridad Monetaria sobre el comportamiento del mercado monetario.

En las primeras semanas de implementación de las operaciones de reporto con DPF, se registraron montos demandados por encima de la oferta diaria establecida, al igual que tasas ofrecidas superiores a la tasa de rendimiento base determinada por el BCB. A partir de la segunda semana de diciembre, la oferta se redujo a Bs150 millones diarios luego de observarse una disminución en los montos demandados y mejores condiciones de liquidez en el último mes del año (Gráfico I.14).

Gráfico I.14: Demanda y adjudicación de operaciones de repo en el BCB con valores emitidos por emisores privados, tasas mínimas y máximas de adjudicación
Del 7 de noviembre al 31 de diciembre de 2019
(Millones de bolivianos y porcentaje)



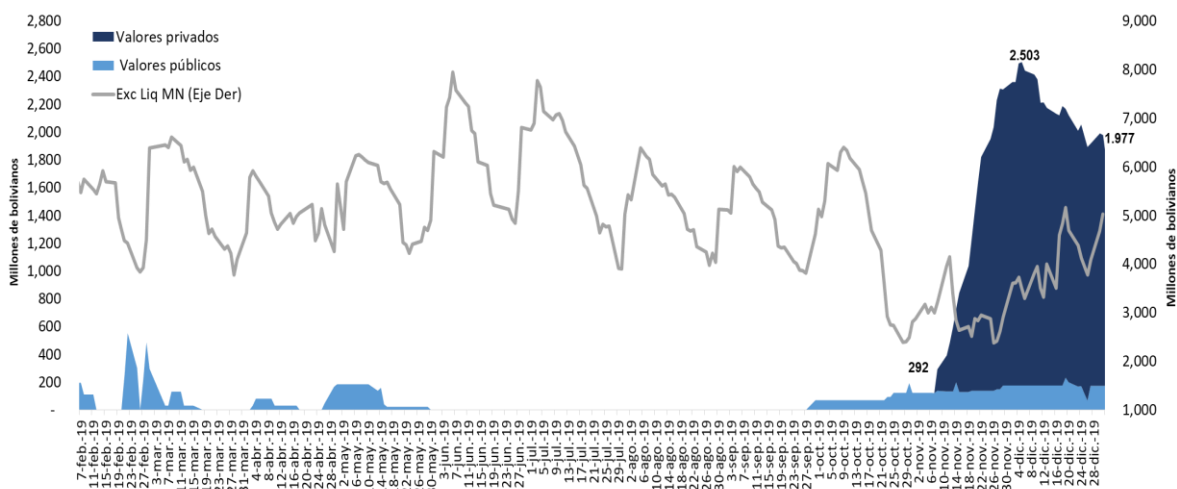
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Por otra parte, desde la fecha de admisión de los colaterales de emisores privados hasta finalizar la gestión, la tasa pactada promedio fue de 3,47% con un máximo de 4,32% y un mínimo de 3%; así también el plazo promedio fue de 35 días, con plazos efectivos mínimos y máximos de 1 y 45 días, respectivamente (Gráfico I.14).

Así, entre noviembre y diciembre de 2019 se registraron operaciones de repo con colaterales públicos y privados por Bs3.591 millones (54% del total operado en la gestión), en un contexto de descenso de los niveles de liquidez en MN, que tocaron su nivel más bajo (Bs2.372 millones) en la última semana de noviembre.

Un hecho a destacar es la reversión de la tendencia observada en el excedente de liquidez en MN, a la par del incremento de los saldos de las operaciones de repo del BCB que registró un máximo de Bs2.503 millones la primera semana de diciembre. El saldo de reportos con el sistema financiero al cierre de 2019 alcanzó a Bs1.977 millones (Gráfico I.15).

Gráfico I.15: Saldos de las operaciones de reporte en el BCB y excedente de liquidez en MN (Millones de bolivianos)



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

Las colocaciones de reportos con valores emitidos por emisores privados en 2019 ascendieron a Bs3.189 millones y destacaron entre sus participantes más relevantes los bancos (Bs2.264 millones; 71%), cuyas operaciones estuvieron motivadas por la cobertura de retiros importantes de depósitos de clientes institucionales. Así también acudieron a este mecanismo agencias de bolsa por cuenta propia (Bs460 millones; 14%), fondos de inversión abiertos (Bs338 millones; 11%), fondos de inversión cerrados (Bs85 millones; 3%) y SAFI por cartera propia (Bs42 millones; 1%; Cuadro I.4).

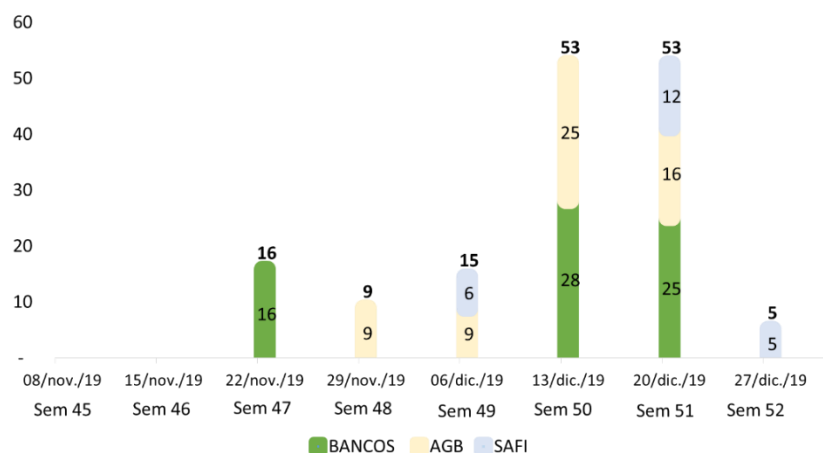
Cuadro I.4: Operaciones de reporte en el BCB con valores emitidos por emisores privados por tipo de entidad Del 7 de noviembre al 31 de diciembre de 2019 (Millones de bolivianos)

Tipo de entidad	Valores Privados	Valores Públicos	Total Adjudicado	Adjudicación (%)	Saldo al 31-dic-19
BANCOS	2.264,2	401,50	2.665,7	74,2	1.412,4
AGENCIAS DE BOLSA	459,5	-	459,5	12,8	340,5
FONDOS DE INVERSIÓN ABIERTOS	338,7	-	338,7	9,4	212,3
FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS	84,8	-	84,8	2,4	12,2
SAFI POR CUENTA PROPIA	41,9	-	41,9	1,2	-
Total	3.189,1	401,5	3.590,6	100,0	1.977,4

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

Las cancelaciones anticipadas de las operaciones de reporte en el BCB durante en 2019 ascendieron a Bs150 millones y fueron realizadas por bancos (Bs69 millones), agencias de bolsa (Bs58 millones) y SAFI junto a sus fondos de inversión (Bs23 millones). Estas operaciones estuvieron motivadas por la necesidad de disponer de los colaterales y fondearse en el mercado secundario de la BBV a través de operaciones de compra-venta en firme, dado que en esta plaza se observaron condiciones más convenientes (Gráfico I.16).

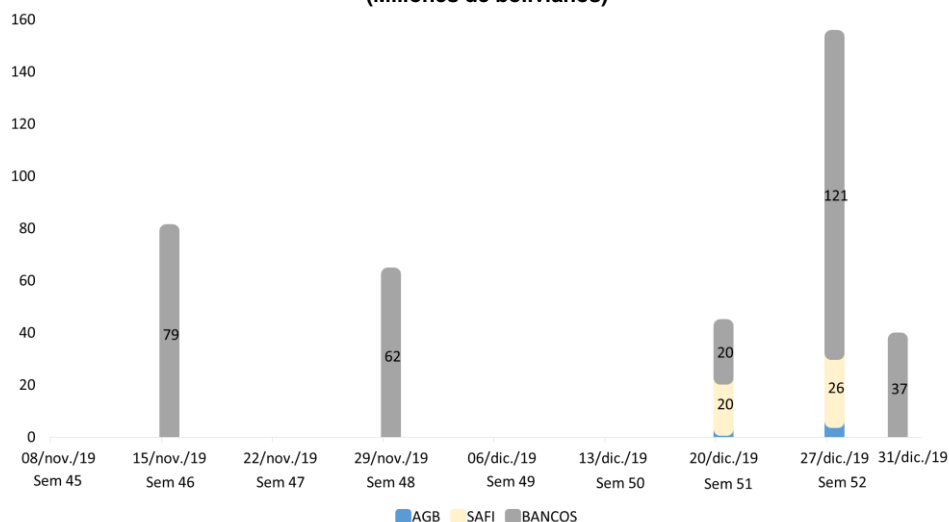
Gráfico I.16: Cancelaciones anticipadas de operaciones de Reporto en el BCB en MN (Millones de bolivianos)



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

Por otra parte, las renovaciones durante 2019 alcanzaron a Bs393 millones, concentrado ampliamente por bancos (Bs326 millones) y, en menor proporción, por SAFI a cuenta de sus fondos de inversión (Bs58 millones) y agencias de bolsa por cuenta propia (Bs9 millones), motivadas por la reinversión de las operaciones de reporto pactadas con el BCB dado el menor coste de fondeo en comparación a las tasas interbancarias y reportos de la BBV, que oscilaron entorno a tasas promedio de 7,28% y 7,06%, respectivamente (Gráfico I.17).

Gráfico I.17: Renovaciones de operaciones de Reporto en el BCB en MN (Millones de bolivianos)

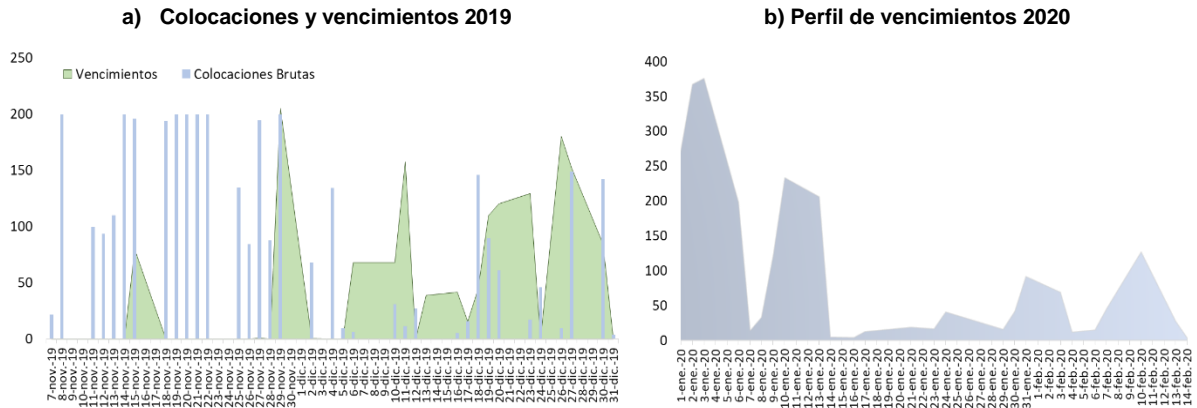


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Por último, los vencimientos de operaciones de reporto con el BCB en 2019 ascendieron a Bs1.497 millones, gran parte de ellos registrados en el último mes del año ya que las operaciones realizadas a plazos máximos de 45 días estuvieron concentradas entre la segunda y tercera semana de noviembre (Gráfico I.18a). Así también, los vencimientos para 2020 se concentran en la primera semana de enero y

corresponden a las operaciones realizadas por una entidad bancaria que tuvo mayores necesidades de fondeo en el periodo de incertidumbre política de finales de 2019 (Gráfico I.18b).

Gráfico I.18: Vencimientos de operaciones de Reporto en el BCB en MN (Millones de bolivianos)



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

RECUADRO I.2

MECANISMO DE COBERTURA ADICIONAL (*MARGIN CALL*) PARA LAS OPERACIONES DE REPORTO EN EL BCB CON DPF

Con el objeto de mitigar fluctuaciones desfavorables de los precios de mercado de los DPF utilizados como colaterales en las operaciones de reporto con entidades del sistema financiero, el BCB diseñó un mecanismo de cobertura adicional (*margin call*) que complementa la prima de cobertura "*haircut*" aplicada a los colaterales según su calificación de riesgo emisor.

El *margin call* busca limitar el deterioro del valor de la cobertura inicial ocasionado por fluctuaciones en las tasas de rendimiento de mercado de los valores de emisores privados colateralizados que podrían observarse durante la vigencia de la operación de reporto. En caso de registrarse operaciones de reporto con colaterales de emisores públicos y privados, el margen de cobertura adicional se aplica únicamente a la fracción de colaterales privados.

Para cada operación de reporto efectuada, se calcula el valor de la cobertura inicial como la diferencia entre el valor de mercado de la cartera de colaterales de emisores privados del día de la operación de reporto y el valor de ida de los mismos.

El BCB realiza un monitoreo diario de la evolución de las tasas de rendimiento de mercado publicados por la EDV correspondientes a los valores de emisores privados transferidos como colaterales para cada operación de reporto, a partir de las cuales se calcula una "tasa de seguimiento" que es igual al promedio ponderado por monto de las tasas de mercado promedio móvil de los últimos 5 días hábiles de cada colateral, a excepción de los primeros 5 días que es calculada a partir del promedio de los días transcurridos de la operación.

En función la evolución de la tasa de seguimiento se determina la activación y desactivación de la cobertura adicional (*margin call*) bajo las siguientes condiciones:

Cuadro 1: Condiciones de activación del *margin call*

Tasa de activación:	Tasa <i>haircut</i> del DPF con mayor calificación de riesgo emisor menos un spread en puntos básicos determinado por el COMA.
Segunda activación:	Cuando el deterioro de la cobertura, que considera el valor de los colaterales iniciales más el valor de los colaterales adicionales, en un determinado día sea igual o mayor al deterioro soportado durante la última activación en tasa.
Tercera activación:	Cuando el deterioro de la cobertura, que considera el valor de los colaterales iniciales más el valor de los colaterales adicionales, en un determinado día sea igual o mayor al 50% del deterioro soportado durante la última activación en tasa.
Tasa de desactivación:	Tasa de activación menos un spread en puntos básicos determinado por el COMA.

Activación del *Margin Call*

Si durante la vigencia de una operación de reporto, la tasa de seguimiento se incrementa hasta alcanzar un valor igual o mayor a la tasa de activación, el BCB activa el *margin call* y solicita por escrito a la agencia de bolsa efectuar el mismo día una transferencia adicional de colaterales por un monto equivalente al deterioro del valor de la cobertura inicial.

En ese caso, el BCB podrá aceptar la reposición del valor de la cobertura inicial mediante la transferencia de valores públicos y/o valores de emisores privados con calificación de riesgo emisor y características autorizadas por el Directorio del BCB.

A fin de facilitar la transferencia de los colaterales adicionales y evitar el problema de fraccionamiento de valores, se ha establecido un límite mínimo para la cobertura adicional que consiste en el valor requerido de colaterales adicionales menos Bs50.000 (Cincuenta mil 00/100 bolivianos), sin existir un límite máximo para esta cobertura adicional.

Límite mínimo	Límite máximo
Cobertura adicional requerida - Bs50.000	Sin límite

Adicionalmente, el BCB podrá aceptar la reposición total o parcial del valor de la cobertura mediante la transferencia de fondos a través del débito en cuenta corriente y/o de encaje de la entidad liquidadora registrada.

***Margin Call* adicionales**

En caso de continuar el deterioro de la cobertura debido a una tendencia al alza de las tasas de rendimiento de mercado de los valores colateralizados, se activan dos *margin call* adicionales:

- **Segunda activación:** Cuando el deterioro de la cobertura a valor de mercado sea igual o mayor al máximo deterioro soportado durante la última activación en tasa, el BCB solicita por escrito a la agencia de bolsa efectuar el mismo día una transferencia adicional de colaterales hasta reponer el valor de la cobertura inicial.
- **Tercera activación:** Cuando el deterioro de la cobertura a valor de mercado sea igual o mayor al 50% del máximo deterioro soportado durante la última activación en tasa, el BCB informa por escrito que en el mismo día procederá con la cancelación anticipada de la operación de reporto sin penalización, para lo cual debitará la cuenta liquidadora respectiva.

Desactivación del *Margin Call*

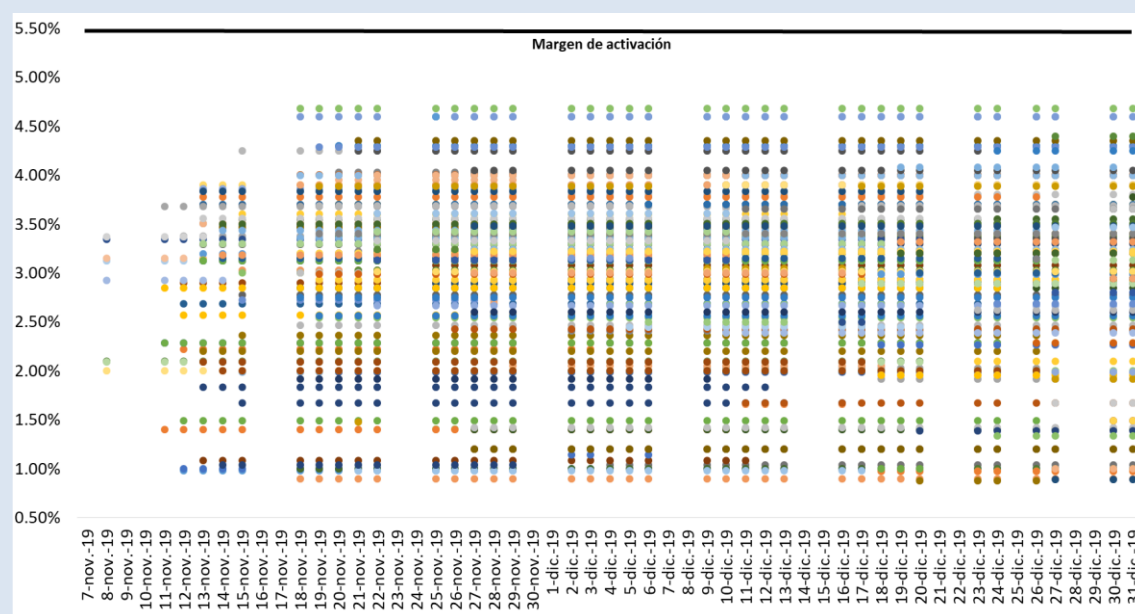
Luego de haberse ejecutado uno o más *margin call* durante la vigencia de una operación de reporto y cuando la tasa de seguimiento alcance un valor igual o menor a la tasa de desactivación, el BCB desactivará el o los *margin call* y procederá con la devolución de los colaterales adicionales otorgados en cobertura que se hubieran transferido en el momento de la ejecución del o los *margin call*.

Evolución de la tasa de seguimiento del *Margin Call*

En el periodo de implementación de las operaciones de reporto con DPF, las tasas de seguimiento calculadas para cada operación de reporto observaron niveles por debajo del límite de activación establecido por el BCB (5,5%) y su trayectoria no registró fluctuaciones significativas. Esta situación

pone en evidencia las condiciones favorables en las que se encuentra el mercado y demuestra que la medida es implementada en un escenario de bajo riesgo para el BCB.

Gráfico 1: Tasas de seguimiento del *margin call* (En porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Debido a que se muestra una evolución temporal de la tasa de seguimiento de cada una de las operaciones de reporte (identificadas por un color específico), la lectura del gráfico debe efectuársela de forma horizontal.

En lo que respecta a reportos en ME, corresponde señalar que desde octubre de 2008 no se realizan operaciones en esta denominación. Asimismo, se debe recordar que desde septiembre de 2011, el BCB ya no oferta títulos en ME, lo cual deja a los inversionistas sin la posibilidad de tener colaterales para realizar estas operaciones con el BCB. No obstante, las entidades tienen la posibilidad de realizar operaciones de reporto cruzado, es decir, requerir moneda extranjera a cambio de valores públicos emitidos en moneda nacional, aunque esto signifique un costo adicional relacionado al diferencial cambiario.

En cuanto a la tasa base de reporto en ME, la misma se mantuvo en 4,00%, con el fin de mantener la estabilidad financiera y permitir que las entidades que así lo requieran, puedan obtener liquidez de corto plazo en ME de forma ágil y a un costo razonable.

I.6.2. PRESTAMOS DE LIQUIDEZ CON GARANTÍA 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 ME⁷.

⁷ La Resolución de Directorio N° 018/2020 de fecha 18 de febrero de 2020, en su Título IV norma el funcionamiento del Fondo de Requerimiento de Activos Líquidos (Fondo RAL).

La creación del Fondo RAL ha permitido desarrollar un instrumento ágil de obtención de liquidez para el sistema financiero, mediante el otorgamiento de créditos en MN y ME garantizados por los activos que mantiene la entidad en el Fondo respectivo. El objetivo de este instrumento es proporcionar liquidez de corto plazo para requerimientos imprevistos del sistema financiero⁸. 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. A diciembre, su tasa de interés es mayor a la tasa base de reporto en 50pb para MN y 150pb para ME.
- 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.⁹

Durante la gestión 2019, los créditos de liquidez en MN ascendieron a Bs4.843 millones, cifra mayor a la registrada en 2018 (Bs1.592 millones).

Las operaciones se concentraron principalmente entre octubre y diciembre (71,3% del monto total solicitado en 2019), periodo que coincide con el descenso de los niveles de liquidez que se tuvo en el sistema financiero a raíz de la disminución de los depósitos del público en el sistema financiero. Por otra parte, el 99,78% fueron créditos para bancos múltiples; el 0,02% corresponde a entidades financieras de vivienda y el 0,2% a cooperativas (Gráfico I.19).

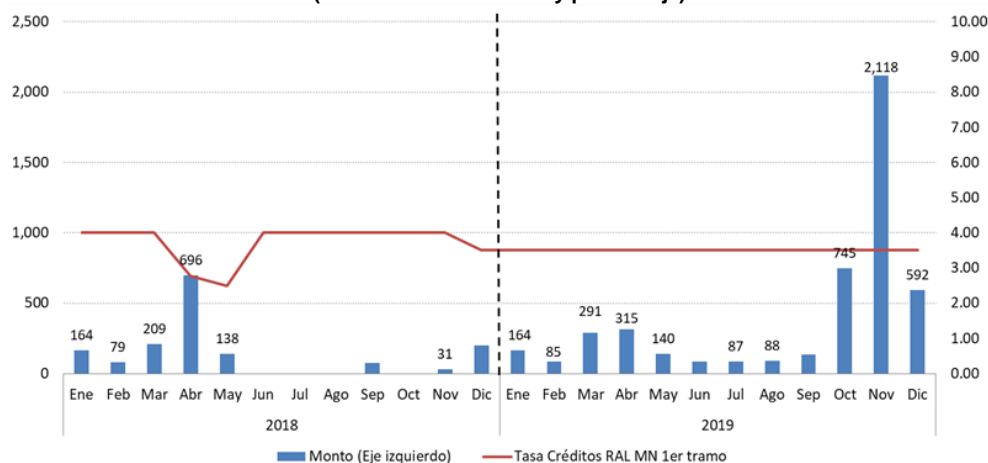
Las operaciones se realizaron a la tasa del 3,50%, durante todo el año en línea con la tasa base de reportos. El 85,8% de los créditos fueron en bajo las condiciones de primer tramo, en tanto que el 14,2% en segundo tramo. El plazo promedio fue de 6 días.

Por otra parte, se realizaron 58 operaciones en créditos de liquidez con garantía del Fondo RAL en MN, 54 efectuadas por bancos múltiples; 2 por entidades financieras de vivienda y 2 por cooperativas.

⁸ 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.

⁹ 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.

**Gráfico I.19: Créditos de liquidez en MN con garantía al Fondo RAL
(Millones de bolivianos y porcentaje)**



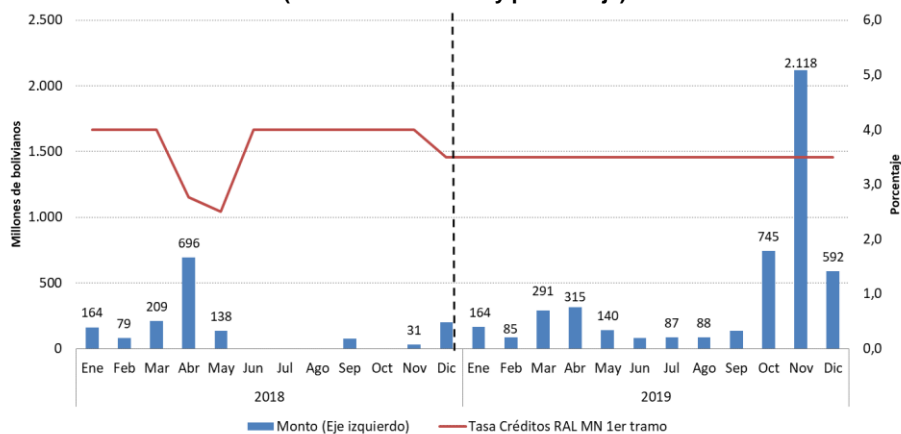
FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

En ME, la demanda de créditos de liquidez con garantía al Fondo RAL ascendió a \$us313 millones, superior a lo registrado en 2018 (\$us106 millones).

El 86,6% del monto operado fue realizado por el principal captador de fondos de esta ventanilla de liquidez, 13% fue operado por una entidad bancaria estatal, mientras que el 0,4% por una entidad financiera de vivienda (Gráfico I.20). La tasa de interés utilizada para las operaciones fue la del 1er tramo de créditos con garantía del Fondo RAL en ME, es decir 5,50% a un plazo promedio de 6 días.

En la gestión, se efectuaron 32 operaciones de créditos en ME, 31 de ellas realizadas por bancos múltiples y 1 por una entidad financiera de vivienda.

**Gráfico I.20: Créditos de liquidez en ME con garantía al Fondo RAL
(Millones de dólares y porcentaje)**



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

II. El mercado monetario

En un contexto de desaceleración de la economía que incidió sobre una ralentización del crecimiento de los depósitos del público en el sistema financiero, durante gran parte de 2019 las medidas de política monetaria del BCB jugaron un importante rol en fortalecer la liquidez del sistema en moneda nacional y en generar un efecto favorable sobre las expectativas de los participantes del mercado monetario.

Sin embargo, la incertidumbre política asociada al proceso electoral acontecido entre octubre y noviembre derivó en importantes retiros de depósitos por parte del público, desaceleración de la cartera crediticia y compras sustanciales de divisas al BCB por parte del sistema financiero. Como resultado, los niveles de liquidez disminuyeron notoriamente y el mercado monetario enfrentó fuertes tensiones que presionaron a incrementos sustanciales de las tasas interbancarias y de reportos.

En respuesta, el BCB activó todas las ventanillas de liquidez disponibles que fueron complementadas con la otorgación de reportos a entidades financieras aceptando como colaterales DPF en MN emitidos por bancos con calificación de riesgo emisor AAA y AA1. La importante inyección de liquidez efectuada logró atenuar su caída y acotar el alza de las tasas de interés de corto plazo.

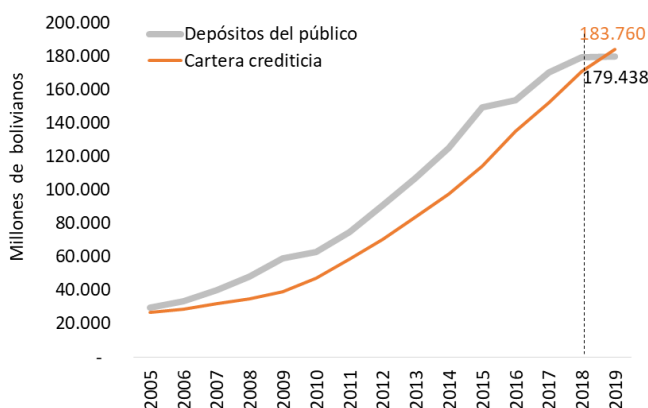
El mercado monetario está constituido por el conjunto de transacciones financieras de corto plazo efectuadas en el mercado interbancario y en el mercado de reporto de la BBV, incluidas las operaciones de reporto realizadas por el BCB con el sistema financiero.

Las operaciones interbancarias se efectúan a un plazo de hasta 30 días y tienen como propósito atender las necesidades temporales de liquidez de las entidades bancarias derivadas de la cobertura de retiros de depósitos, requerimientos de encaje legal, pagos estacionales de impuestos y otras operaciones temporales relacionadas con la gestión de pasivos y activos financieros de las entidades. Por su parte, las operaciones de reporto efectuadas en la BBV se realizan a un plazo de hasta 45 días y están orientadas a la valoración y búsqueda de oportunidades de mercado que permitan rentabilizar recursos a corto plazo, además también de permitir fondear vencimientos de operaciones pasadas. Finalmente, las operaciones de reporto del BCB con el sistema financiero tienen como fin estabilizar el mercado monetario e intentar guiar las tasas de este mercado.

II.1. EL MERCADO MONETARIO EN MN

En 2019, el ritmo de actividad económica se desaceleró y los depósitos del público en el sistema financiero registraron un estancamiento que afectó severamente las condiciones de liquidez del sistema, dado que la cartera crediticia continuó una senda expansiva, aunque moderada, respecto a gestiones pasadas (Gráfico II.1).

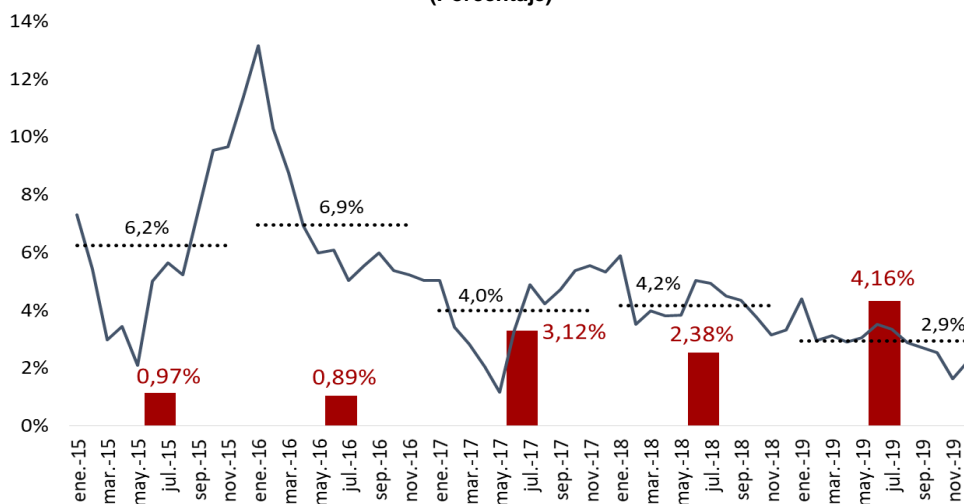
Gráfico II.1: Depósitos del público y cartera crediticia del sistema financiero (Millones de bolivianos)



FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
 ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Al respecto, es oportuno destacar que desde una perspectiva de largo plazo la menor disponibilidad de liquidez en MN contrastada con la creciente escala de operaciones crediticias del sistema financiero (ratio de liquidez) ha repercutido sobre los niveles de equilibrio de las tasas de interés del mercado monetario (Gráfico II.2). Así, mientras que ratios de alrededor del 6% en 2015 y 2016 fueron acompañadas con tasas promedio del mercado monetario por debajo del 1%, ratios menores de alrededor del 4% en 2017 y 2018 coexistieron con tasas promedio de alrededor del 3%. En 2019, la mayor contracción del ratio de liquidez convivió con tasas promedio del mercado monetario de alrededor del 4%.

Gráfico II.2: Ratio liquidez MN/Cartera crediticia y tasas del mercado monetario en MN (Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Bolsa Boliviana de Valores
 ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Las tasas del mercado monetario están representadas por un promedio ponderado de las tasas de reporte negociadas en la BBV y las tasas interbancarias negociadas entre bancos.

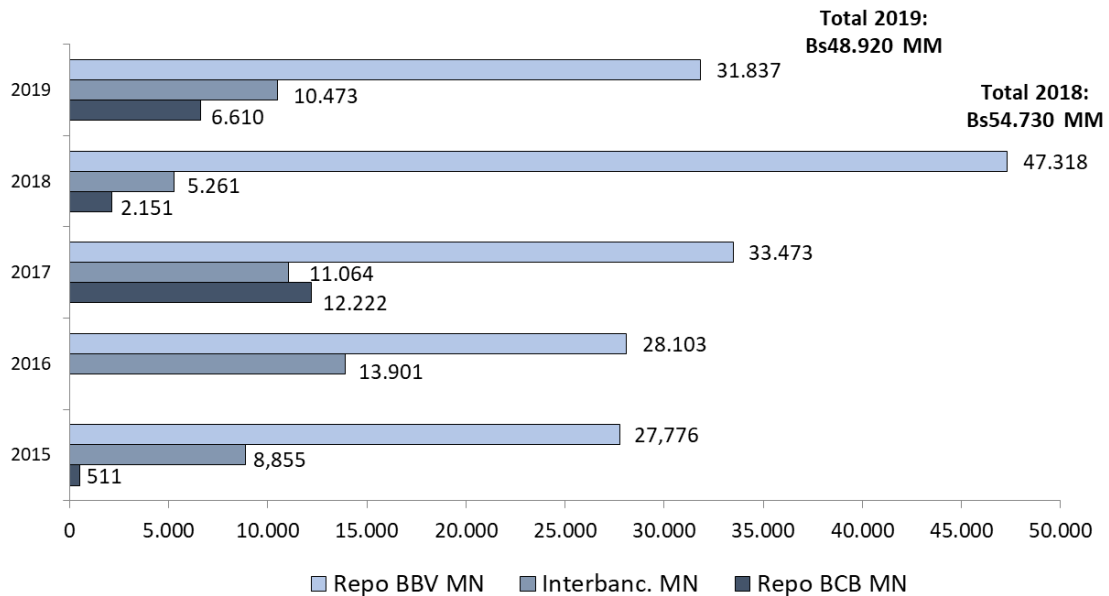
Durante el periodo enero-septiembre de 2019, la liquidez se mantuvo relativamente estable con transitorias disminuciones en los primeros meses del año relacionados con el repunte de los desembolsos de cartera crediticia (fines de febrero y marzo) y los pagos del impuesto las utilidades de las empresas, IUE (fines de enero, abril y julio).

El conjunto de medidas relacionadas con el rescate anticipado de valores BCB reclamables, la disponibilidad de la ventanilla de reportos y los desembolsos de préstamos de los Fondos CPVIS II y III, respaldaron la liquidez del sistema y propiciaron un ambiente de expectativas favorables a los participantes del mercado monetario.

Sin embargo, entre octubre y noviembre de 2019 la incertidumbre política asociada al proceso electoral derivó en importantes retiros de depósitos por parte del público, desaceleración de la cartera crediticia y compras sustanciales de divisas al BCB por parte del sistema financiero. Como resultado, los niveles de liquidez en MN disminuyeron preocupantemente y el mercado monetario enfrentó fuertes tensiones que presionaron a incrementos sustanciales de las tasas de corto plazo. En respuesta, el BCB activó nuevamente las ventanillas de liquidez disponibles, que fueron complementadas con la otorgación de reportos a entidades financieras aceptando como colaterales DPF en MN emitidos por bancos nacionales con calificación de riesgo emisor AAA y AA1.

En este contexto general de desaceleración de la actividad económica y de disminución de los niveles de liquidez, en 2019 el mercado monetario en MN registró una disminución de 10,6% respecto a la gestión 2018 (Gráfico II.3). El volumen de operaciones de repo negociados en la BBV disminuyó en 32,7% respecto a 2018 como resultado de una disminuida capacidad de ahorro y liquidez de la economía que menguó la disponibilidad de recursos para inversión bursátil. A ello se sumó la decisión de los principales inversionistas en reportos (bancos múltiples) por restringir sus operaciones con el fin de apoyar desembolsos de cartera crediticia. A pesar de todo ello, las operaciones de repo representaron dos tercios de las transacciones del mercado monetario.

Gráfico II.3: Comportamiento del mercado monetario en MN
(Millones de bolivianos)



FUENTE:
ELABORACION:
NOTA:

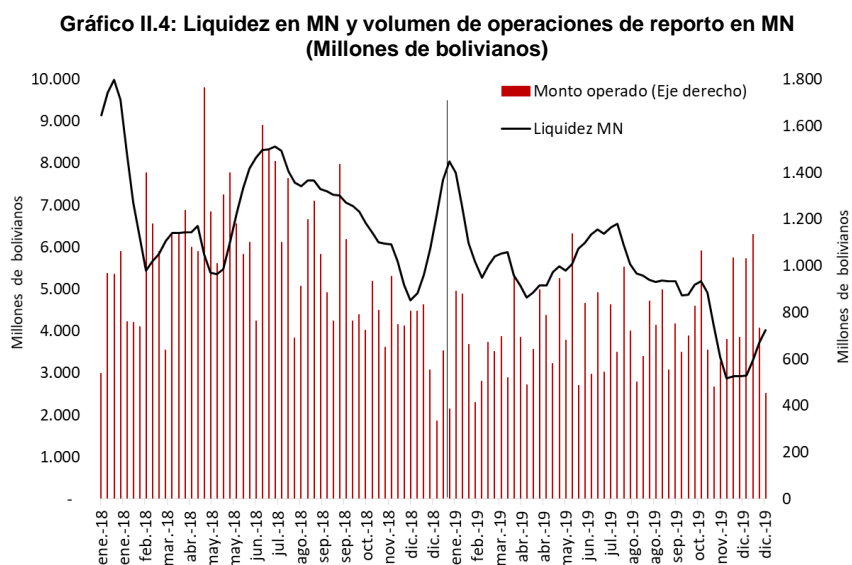
Banco Central de Bolivia
BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
Se excluyen las operaciones de cruce de la operaciones de repo BBV debido al efecto “outlier” que pueden provocar en el análisis, siendo operaciones pactadas a tasas convenidas entre clientes de una misma Agencia de Bolsa, que pudieran no reflejar un comportamiento de mercado.

Contrariamente, las operaciones interbancarias aumentaron en 99,1% respecto a 2018. Debido a que las mismas se apoyan en consideraciones de administración de efectivo en el corto plazo, la necesidad de enfrentar retiros de depósitos, de proporcionar soporte a los desembolsos de cartera crediticia y de renovar operaciones, llevó a algunas entidades bancarias a demandar volúmenes crecientes de operaciones interbancarias a lo largo de diferentes momentos de la gestión 2019 en los cuales hubo una apremiante necesidad de liquidez¹⁰.

Por su parte, las operaciones de reporto del BCB con el sistema financiero repuntaron notablemente en 2019 (incremento de 207,3% respecto a 2018) y cobraron un protagonismo relevante en el último trimestre del año, ayudando a atenuar la disminución de la liquidez en MN y a acotar de forma importante el fuerte incremento de tasas de interés experimentado en el mercado monetario.

II.1.1. OPERACIONES DE REPORTO EN MN NEGOCIADOS EN LA BBV

En 2019, el volumen de operaciones de reporto negociado en la BBV registró Bs31.837 millones, 32,7% menor al observado en 2018. Durante la primera mitad del año, las medidas de inyección de liquidez del BCB proporcionaron un soporte favorable a las expectativas de los participantes del mercado monetario. En este contexto y durante este periodo el volumen de negociación de operaciones de reporto fue moderado. A partir de entonces, la disminución de los niveles de liquidez se espera que hubiese derivado en un incremento de las transacciones de reporto por la necesidad de enfrentar la tensión, sin embargo, las mismas se estancaron debido principalmente al comportamiento de los principales inversionistas institucionales en reportos (Gráfico II.4).



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

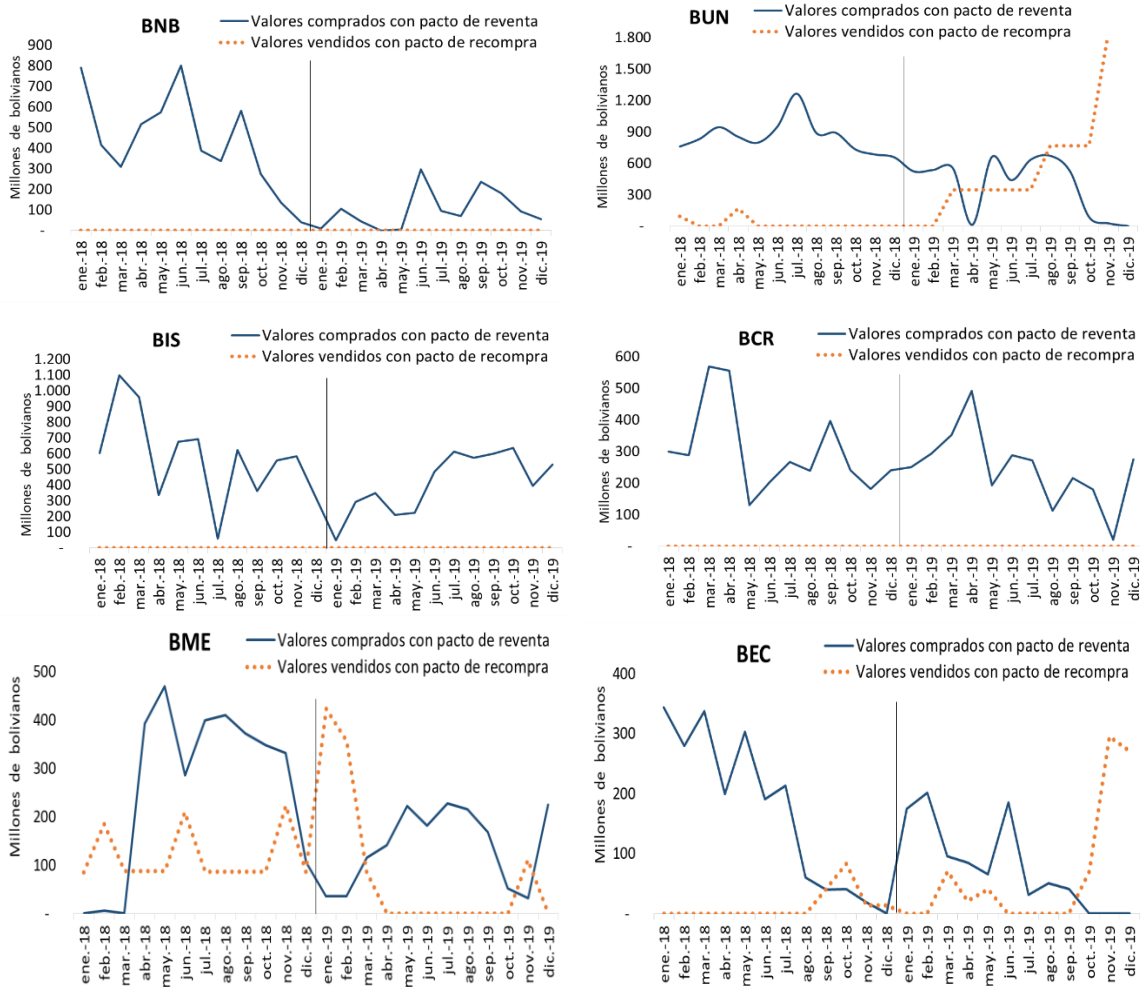
En 2019, la disminución de los niveles de liquidez estrechó la disponibilidad de recursos de los inversionistas institucionales y los llevó a reducir su participación en la plaza bursátil para efectuar

¹⁰ Véase acápite II.1.2.

transacciones en operaciones de compra/venta definitiva y en operaciones de reporto. En lo que concierne a estas últimas operaciones, los bancos múltiples con orientación corporativa son los principales compradores de valores con pacto de reventa en la BBV (agentes reportadores) (Gráfico II.5).

Nótese que una posición en valores comprados con pacto de reventa implica una inyección de liquidez a corto plazo. Una posición en valores vendidos con pacto de recompra implica un fondeo de recursos a corto plazo.

Gráfico II.5: Posición en operaciones de reporto de los principales inversionistas (Saldos en millones de bolivianos)



FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
 ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

El retraimiento de estos participantes en su posición de inversión a lo largo de 2019 moderó la inyección de liquidez de corto plazo. En el último trimestre, se sumó su reticencia a liberar liquidez, inicialmente por la expectativa de contar con reservas para apoyar desembolsos de cartera crediticia y, posteriormente, por la incertidumbre que alentó una mayor preferencia por liquidez. Es notorio también que uno de los principales bancos, de significativa importancia en la dotación de liquidez al sistema, llegó a revertir su

posición hacia el fondeo neto de recursos ante la necesidad de enfrentar importantes retiros de depósitos de clientes institucionales.

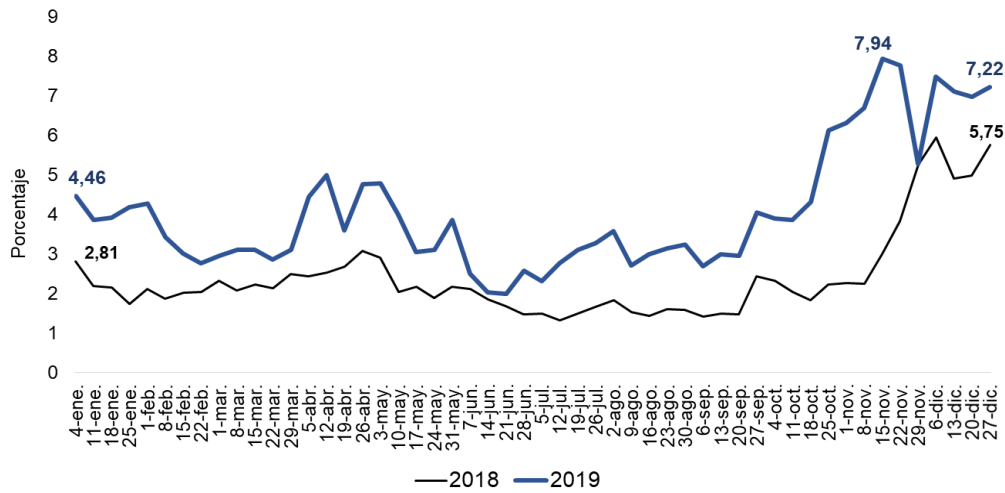
Por otra parte, el incremento de la compra de dólares al BCB por parte del sistema financiero también incidió sobre la disminución de la disponibilidad de liquidez en MN del sistema y, consiguientemente, sobre las condiciones de liquidez sobrellevadas por el mercado monetario (Gráfico II.6).



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

Respecto a la evolución de las tasas de rendimiento en operaciones de reporto negociadas en la BBV, éstas marcaron una tendencia a la baja entre enero y septiembre de 2019, llegando a promediar 3,35% (240 puntos básicos más bajo que al cierre de 2018), en el contexto de una activa respuesta del BCB en la atenuación de la disminución de la liquidez (Gráfico II.7). Solo se registraron repuntes transitorios a fines de enero, abril y julio, periodos en los cuales se paga el impuesto a las utilidades de las empresas (IUE) de los sectores minero; bancario, comercio y servicios; e, hidrocarburos y manufactura, respectivamente.

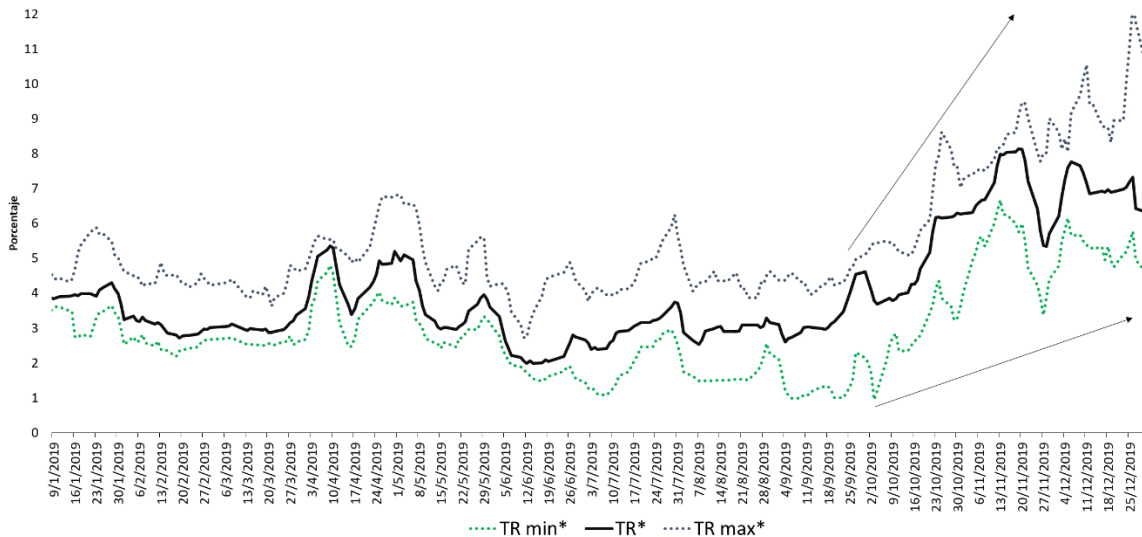
Gráfico II.7: Tasas de rendimiento en operaciones de reporto negociadas en la BBV (Porcentaje)



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

Al iniciar el último trimestre del año, los niveles de liquidez disminuyeron notoriamente y el mercado monetario enfrentó fuertes tensiones que presionaron a incrementos sustanciales de las tasas de reportos pactadas. Éstas subieron hasta alcanzar un máximo de 7,94% a mediados de noviembre y se mantuvieron persistentemente altas hasta fin de año (Gráfico II.8).

Gráfico II.8: Tasa de rendimiento diaria de reporto en MN máxima, mínima y promedio (Porcentaje)



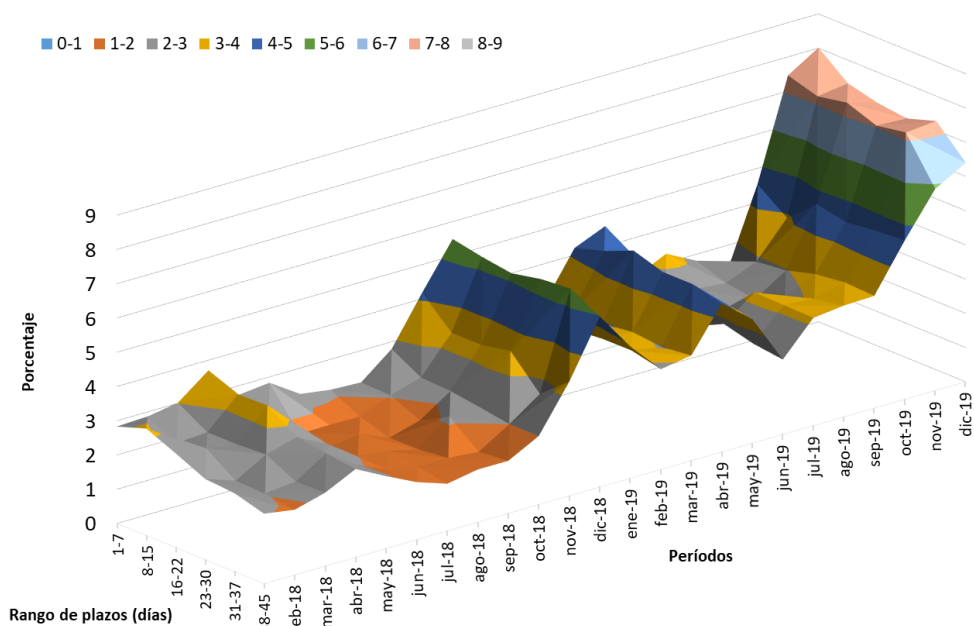
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Bolsa Boliviana de Valores.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 DATOS: Los datos presentados corresponden a promedios móviles de 4 periodos semanales.

La tensión experimentada por el mercado de reportos en este periodo se reflejó también en un incremento importante de la dispersión de tasas negociadas, así como en que una alta proporción de las transacciones se pegara a las tasas máximas negociadas.

En respuesta, en la segunda semana de noviembre el BCB complementó su ventanilla de liquidez con las operaciones de reporto con el sistema financiero aceptando como colaterales DPF en MN emitidos por bancos con calificación de riesgo emisor AAA y AA1 y tasas de reporto ofrecidas entre 3% y 4%. La medida logró reestablecer gradualmente los niveles de liquidez y acotar de forma importante el incremento de tasas.

No obstante, las tasas de rendimiento de las operaciones de reporto se mantuvieron persistentemente altas y podrían explicarse por un conjunto de factores que fueron reforzándose unos a otros. Por una parte, en periodos de fuerte tensión como las experimentadas en abril-mayo y octubre-noviembre, los agentes reportadores cambian su comportamiento hacia una mayor preferencia por liquidez y refuerzan las condiciones críticas adversas del mercado. Las tasas negociadas en los plazos cortos tienden a ser más altas que en el resto de los plazos, debido a que además incorporan la incidencia de los costos de corretaje (Gráfico II.9).

Gráfico II.9: Tasas de rendimiento en operaciones de reporto negociadas en la BBV, según plazos (Porcentaje, rango de plazos y periodos)



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

Por otra parte, hubo reticencia a liberar liquidez por parte de los principales inversionistas en el mercado de reportos por la necesidad de atender el repunte de los desembolsos de cartera crediticia del sistema bancario a fin de año (Gráfico II.11b).

Finalmente, los datos permiten conjeturar que algunas entidades financieras pequeñas agotaron los valores disponibles en sus carteras con las características requeridas por el BCB, lo cual las obligó a recurrir a la BBV y negociar en reporto valores con menor calidad crediticia (Cuadro II.1). Esto también contribuyó a mantener persistentemente altas las tasas de rendimiento de las operaciones de reporto de la BBV.

Cuadro II.1: Operaciones de reporto en la BBV, según ranking de colateral negociado (Millones de bolivianos y porcentaje)

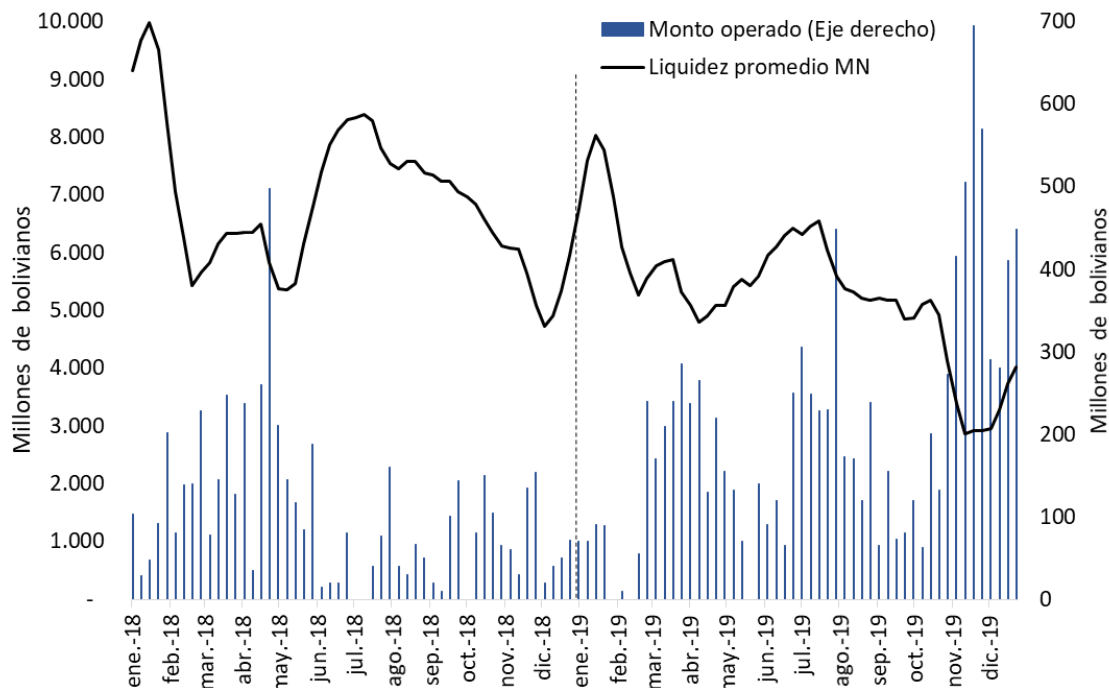
Al 06 de diciembre			Al 13 de diciembre			Al 20 de diciembre			Al 27 de diciembre		
Titulos reportados	Monto (En millones de Bs)	Tasa de Rendimiento Promedio (En %)	Titulos reportados	Monto (En millones de Bs)	Tasa de Rendimiento Promedio (En %)	Titulos reportados	Monto (En millones de Bs)	Tasa de Rendimiento Promedio (En %)	Titulos reportados	Monto (En millones de Bs)	Tasa de Rendimiento Promedio (En %)
DPF BME	197.79	7.41	DPF FIE	234.35	7.01	DPF FIE	80.77	7.03	DPF FFO	111.44	7.34
DPF BSO	149.42	7.48	DPF BME	193.39	7.62	DPF BSO	80.74	7.05	DPF BME	69.15	7.24
DPF FIE	112.99	7.82	DPF BNB	116.45	6.78	DPF FFO	77.80	7.00	DPF BSO	66.77	7.11
DPF NFB	106.07	7.76	DPF BSO	88.53	7.16	DPF BIS	73.74	6.91	DPF BNB	32.78	7.11
DPF BUN	98.97	7.87	DPF FFO	88.19	7.62	DPF BME	66.39	6.64	DPF FIE	29.53	7.41
DPF BNB	70.65	7.25	DPF BGA	82.80	6.78	DPF NFB	56.17	6.34	DPF FEF	26.24	8.42
DPF FFO	67.52	7.82	DPF BIS	72.96	7.34	DPF BNB	55.73	6.84	DPF BGA	26.44	7.28
DPF BEC	38.83	6.96	DPF NFB	59.42	6.88	BTS TGN	34.62	7.43	DPF BUN	20.12	7.00
DPF FEF	31.60	7.96	DPF BEC	53.82	7.29	DPF BGA	29.71	6.99	DPF BEC	17.68	7.20
DPF BGA	30.55	6.81	BTS TGN	32.28	6.71	DPF FEF	28.36	7.38	DPF NFB	15.10	7.22
BTS TGN	30.08	6.50	DPF FEF	15.20	7.00	DPF BEC	24.53	7.10	BTS TGN	10.00	7.50
Otros	95.77	6.76	Otros	98.19	6.39	Otros	123.92	7.10	Otros	28.84	6.89
Total	1.030.22	7.48	Total	1.135.57	7.11	Total	732.47	6.98	Total	453.19	7.22

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

II.1.2. EL MERCADO INTERBANCARIO EN MN

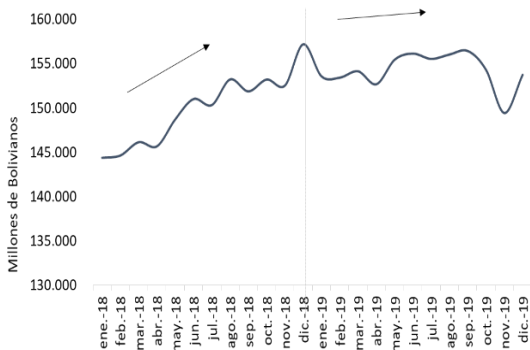
En 2019, el volumen de operaciones interbancarias registró Bs10.473 millones, 99,1% mayor al observado en la gestión 2018. En un contexto de disminución relativa de los niveles de liquidez, estas operaciones fueron sistemáticamente crecientes a lo largo del año y estuvieron motivadas no sólo por la necesidad de atender retiros de liquidez de clientes institucionales de los bancos y de renovar operaciones, sino también de brindar apoyo a la creciente colocación de cartera crediticia, verificada principalmente en la primera mitad de año (Gráfico II.10 y Gráficos II.11a y II.11b).

Gráfico II.10: Liquidez en MN y volumen de operaciones interbancarias en MN (Millones de bolivianos)



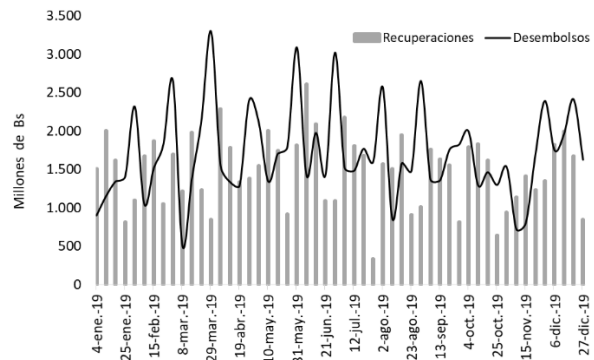
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.11a: Saldo de depósitos del público en el sistema financiero (Millones de bolivianos)



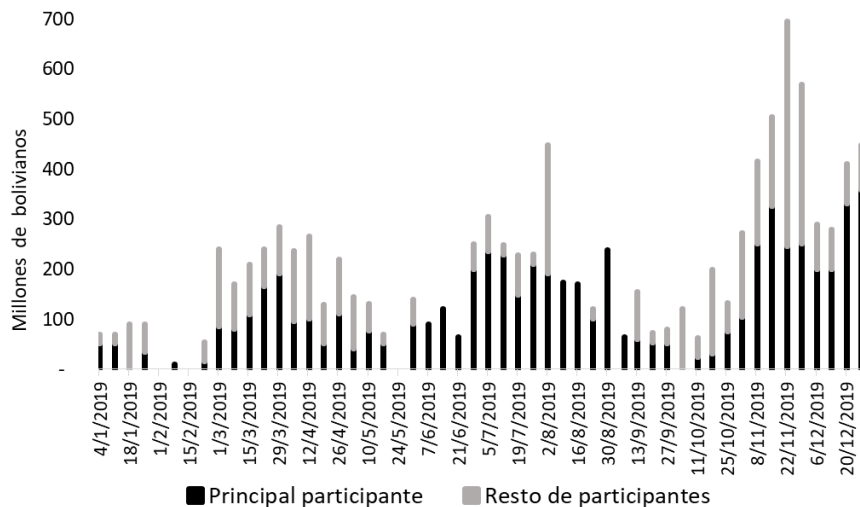
FUENTE: Banco Central de Bolivia – Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Gráfico II.11b: Flujo de desembolsos y recuperaciones de cartera crediticia (Millones de bolivianos)



La participación del principal banco demandante de estas operaciones continuó siendo relevante y explicó el 59% de las operaciones totales. La particularidad fue que en esta gestión hubo una participación más diversificada de participantes en periodos de necesidad crítica de liquidez como marzo (importantes desembolsos de cartera crediticia), abril (pago del IUE sectores de la banca, comercio y servicios), fines de julio (pago del IUE de los sectores industrial y petrolero) y octubre-noviembre (retiros de depósitos del público en el sistema financiero); (Gráfico II.12).

Gráfico II.12: Operaciones interbancarias en MN, según participantes (Millones de bolivianos)

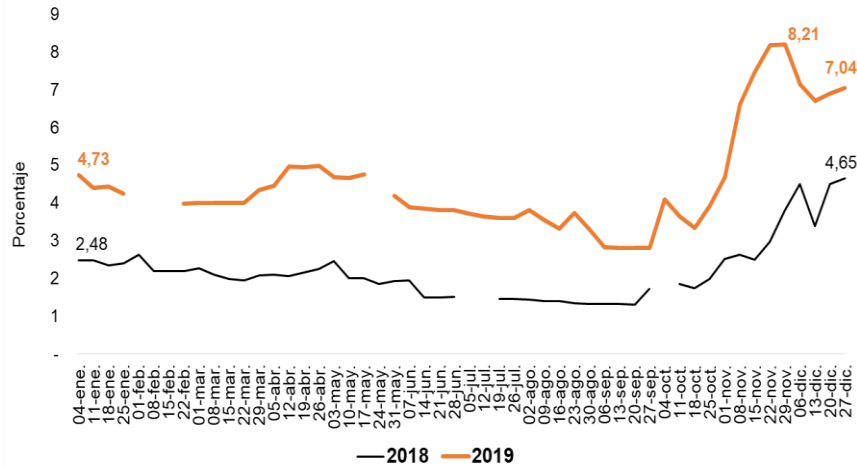


FUENTE: Banco Central de Bolivia – Entidades de intermediación financiera
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Las tasas interbancarias reflejaron esta dinámica. Persistieron en niveles relativamente altas durante los primeros cuatro meses con un promedio de 4,39% y disminuyeron entre mayo y septiembre cuando los niveles de liquidez habían comenzado a reestablecerse, alcanzando un mínimo de 2,80%. Posteriormente, ante la rápida y sustancial disminución de los niveles de liquidez experimentada en el

último trimestre del año, el mercado interbancario advirtió una fuerte tensión que empujó las tasas hasta niveles máximos de 8,21% (Gráfico II.13).

Gráfico II.13: Tasa de interés en operaciones interbancarias (Porcentaje)

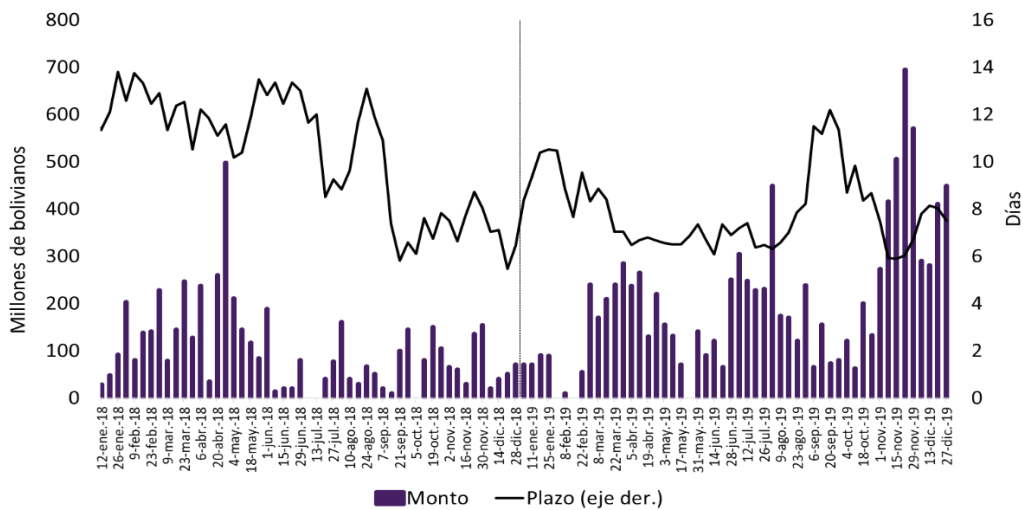


FUENTE: Banco Central de Bolivia – Entidades de Intermediación Financiera
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

En este último periodo, bancos que tradicionalmente se caracterizaron por mantener importantes niveles de excedentes de liquidez recurrieron a efectuar operaciones interbancarias de fondeo ante pronunciados retiros de depósitos de clientes institucionales.

Respecto a los plazos pactados, éstos se mantuvieron en alrededor de 8 días en promedio, denotando la necesidad transitoria de liquidez por parte de las entidades captadoras. Sin embargo, durante el periodo crítico de contracción de liquidez, octubre-noviembre, destacó la disminución de plazos aplicada por parte de las entidades colocadoras, debido a su mayor preferencia por liquidez (Gráfico II.14).

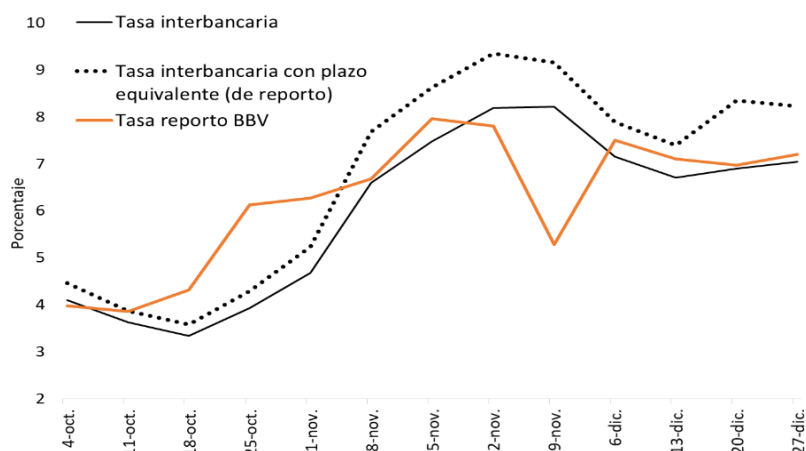
Gráfica II.14: Montos operados y plazos en el mercado monetario (En millones de bolivianos y días de plazo)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Entidades de Intermediación Financiera
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

En los últimos dos meses, los plazos de los préstamos interbancarios tres veces más bajos que los plazos de las operaciones de reporto dieron lugar a una mayor rentabilidad relativa de las operaciones interbancarias, motivando a los bancos con excedentes de liquidez a preferir rentabilizar sus recursos en esta plaza (Gráfico II.15).

Gráfico II.15: Rentabilidad relativa en operaciones interbancarias y de reporto de la BBV (Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia – Entidades de Intermediación Financiera
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

II.2. PROFUNDIZACIÓN DEL MERCADO MONETARIO

Debido a que la consideración de la profundización de los mercados de reporto e interbancario adopta necesariamente una perspectiva de largo plazo, la evaluación de lo ocurrido en 2019, respecto a 2018, se efectuará en este contexto.

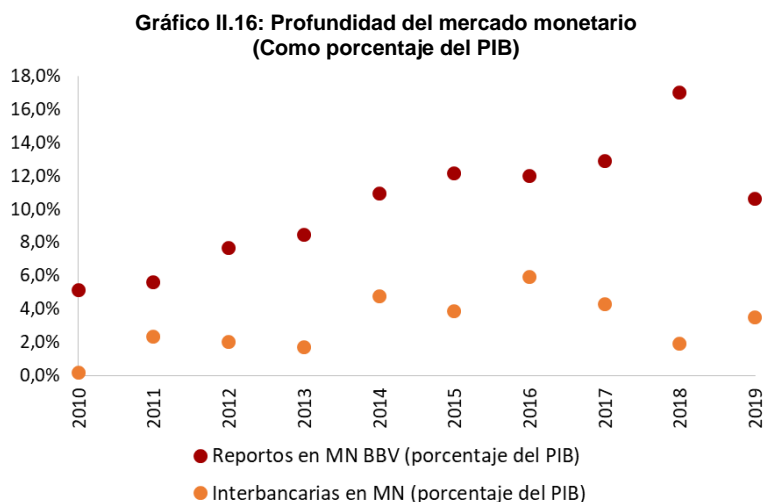
Cabe señalar que el desenvolvimiento de los mercados de compra/venta de valores en firme y de reportos en la plaza bursátil, así como el comportamiento de las transacciones interbancarias, están determinadas en buena medida por el nivel de actividad económica y las condiciones de liquidez prevalecientes a cada momento. Son también relevantes para el mercado monetario los mecanismos de emisión primaria de valores en la BBV y la subasta de valores públicos del BCB, debido a que proporcionan una mayor disponibilidad y diversidad de valores a ser negociados.

II.2.1. PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE REPORTO E INTERBANCARIO

Dadas las características diferenciadoras de las operaciones de reporto frente a las operaciones interbancarias, señaladas en el primer acápite de este capítulo, el volumen y la frecuencia de operaciones de reporto tiende a ser mucho mayor que el de los préstamos interbancarios. En 2019, la profundidad del mercado de reportos, medida a partir del volumen de operaciones de reporto en MN efectuadas en la BBV como porcentaje del PIB, alcanzó a 10,6%, menor en 6,4 puntos porcentuales respecto a 2018. Como ya se señaló en párrafos anteriores, esto se debió a la disminución de los niveles de liquidez que estrechó la disponibilidad de recursos de los inversionistas institucionales.

Se observa también una mayor profundidad de las operaciones interbancarias en MN en 2019 (3,5% del PIB y 1,6 puntos porcentuales por encima de 2018), la cual reflejó que estas operaciones tienen una estrecha correlación inversa con las condiciones de liquidez imperantes. Es decir, aumentan en periodos de contracción de la liquidez y disminuyen en periodos de expansión de aquella (Gráfico II.16).

En una perspectiva de largo plazo, ambos indicadores de profundidad experimentaron un comportamiento fluctuante, aunque con una clara tendencia creciente en el tiempo.



FUENTE: Banco Central de Bolivia, Bolsa Boliviana de Valores y entidades de intermediación financiera
ELABORACION: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

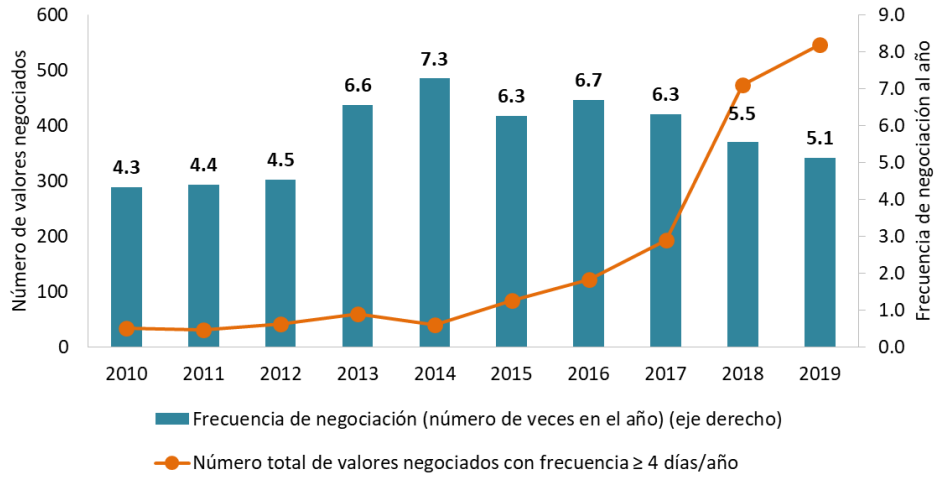
Con relación a la evaluación del grado de liquidez, ésta se efectúa considerando solamente las operaciones de reporto negociadas en la BBV debido a la mayor amplitud de información disponible. Se cuantifica un indicador proxy relacionado con la evolución de la frecuencia de transacciones en operaciones de compra/venta definitiva de valores. Este indicador tiene el propósito de medir la facilidad relativa con que se liquidaría un valor en el mercado en caso de incumplimiento del pacto de recompra (o reventa) de una operación de reporto.

Para efectuar esta medición, se tomó como valor representativo a los Depósitos a Plazo Fijo negociables, denominados en moneda nacional, los cuales tienen una significativa participación en las negociaciones de compra/venta definitiva y en reporto efectuadas en la BBV (80% en promedio anual los últimos 4 años). Se toma en cuenta todos y cada uno de aquellos DPF en MN cuya frecuencia de negociaciones durante un año superó el umbral de 4 veces y se obtiene un promedio simple. El ejercicio muestra que durante 2019 la frecuencia de negociación de un mismo valor en operaciones de compra/venta definitiva fue de 5,1 veces, menor a 5,5 veces al registrado en 2018 (Gráfico II.17).

Paralelamente, destaca también que durante el periodo de referencia el número de DPF en MN transados con frecuencia de negociación de más de 4 veces/año aumentó a 546 valores, 15,2% mayor al observado en 2018.

En una perspectiva de largo plazo, una atención conjunta a ambos indicadores de liquidez muestra una evolución creciente en el tiempo.

**Gráfico II.17: Grado de liquidez del mercado de compra/venta de la BBV
(En cantidad de valores negociados y frecuencia de negociación)**

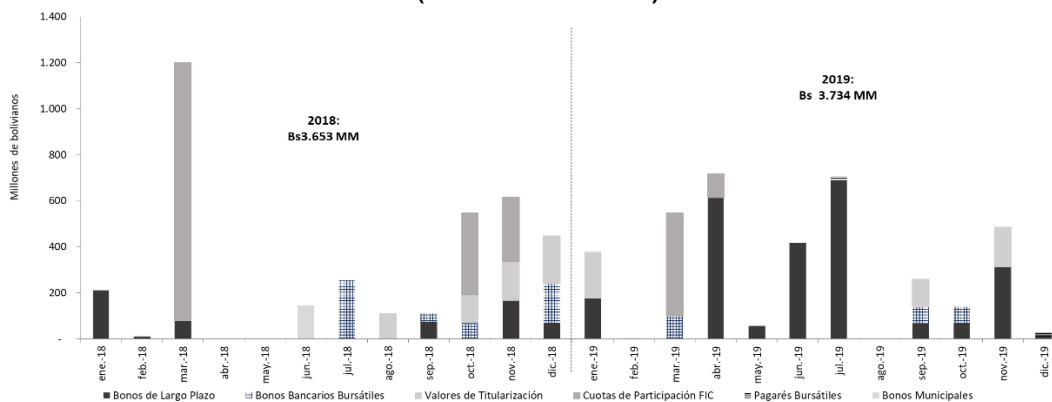


FUENTE: Entidades de intermediación financiera, Bolsa Boliviana de Valores (BBV)
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

II.2.2. EMISIONES DE LA BBV EN MN

La emisión y colocación de valores en MN en la BBV se recuperó en 2019 alcanzando un total de Bs4.821 millones, 2% mayor al emitido en 2018. Se observó que buena parte de las emisiones estuvo concentrada entre los meses de marzo y julio, tanto por la estabilidad de las condiciones de liquidez en el periodo, como por la necesidad de renovar valores en cartera por parte de inversionistas institucionales. Los bonos de largo plazo (BLP) tuvieron una participación importante (65%), seguido por las cuotas de participación (CP, 15%), valores de titularización de contenido crediticio (VTD, 13%) y bonos bancarios bursátiles (BBB; 6%); (Gráfico II.18).

**Gráfico II.18: 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.

Con relación a los BLP, éstos fueron emitidos por empresas productivas y de servicios a mediano y largo plazo (entre 3 y 10 años). Los fondos captados tuvieron como destino principal el financiamiento de capital

de inversión, capital de operaciones y el recambio de pasivos. Sobresalieron las emisiones de TELECEL III y IV por Bs710 millones, ITACAMBA 1 y 2 por Bs543 millones, SOBOCE 3 y 4 por Bs304 millones, ENDE TRANSMISIÓN por Bs287 millones y BISA LEASING por Bs70 millones.

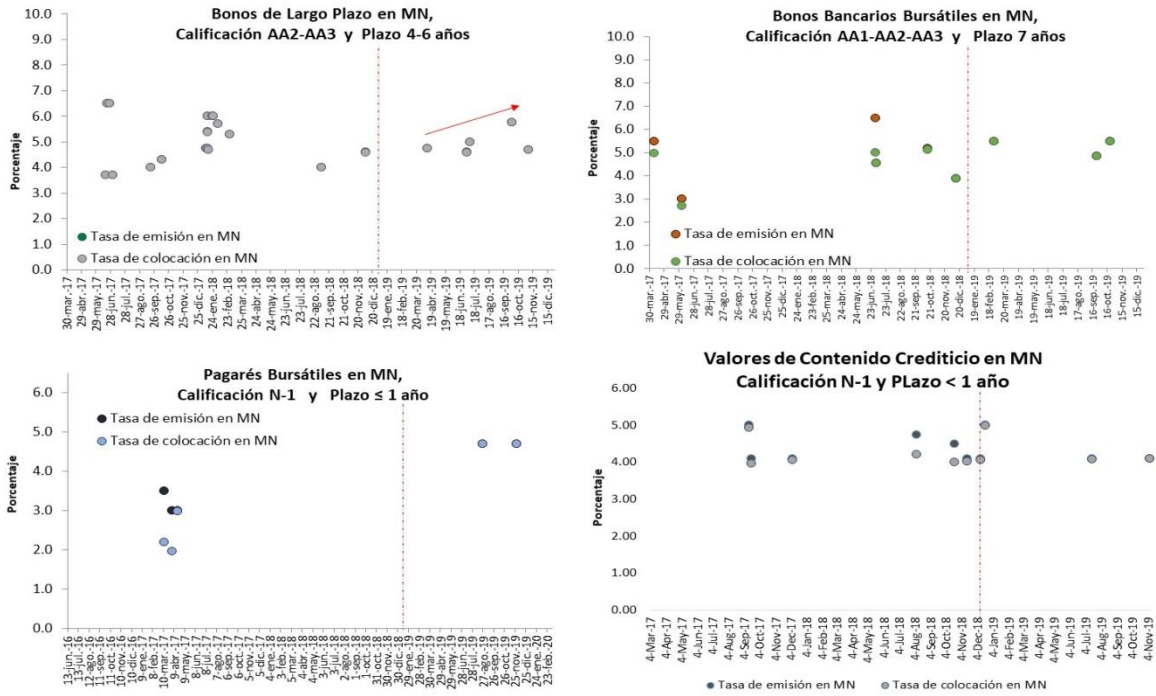
Las CP emitidas por los Fondos de Inversión Cerrados (FIC) son instrumentos con plazos de más de 10 años y, consiguientemente, son demandados regularmente por inversionistas con perfil de largo plazo. En la gestión 2019 destacó la emisión de INTERFIN FIC administrado por FIPA DE SAFI S.A. (Bs549 millones emitidos y colocados), cuyo objeto principal es invertir, por cuenta propia y riesgo de los participantes, en valores de renta fija sin oferta pública emitidos por entidades de intermediación financiera para el crecimiento de sus carteras de créditos de vivienda de interés social, créditos destinados al sector productivo, entre otros.

Por su parte, los VTD son instrumentos de corto y mediano plazo emitidos con cargo a un patrimonio autónomo y son administrados por Sociedades de Titularización. Los valores registraron un plazo de 1 a 10 años y tuvieron como principal destino el fondeo de cartera de microcréditos de Instituciones Financieras de Desarrollo, así como el financiamiento de capital de inversión y operaciones de una cadena nacional de farmacias. Destacaron las emisiones de BDP-ST 045 Crecer y BDP-ST 047 Crecer por Bs170 millones cada una, BDP-ST 046 PROMUJER IFD por Bs120 millones y BDP-ST 042 CIDRE IFD por Bs100 millones.

Respecto a los BBB, éstos son instrumentos de largo plazo emitidos por bancos, cuya captación de fondos tiene como principal destino el financiamiento de cartera crediticia y el fortalecimiento patrimonial (cuando los instrumentos son bonos subordinados). En 2019 destacaron las emisiones de BIE por Bs100 millones, BGA y BSO por Bs70 millones respectivamente.

Con relación a las tasas de emisión y colocación de valores en el mercado primario de la BBV, es importante señalar que en la gestión 2019, en el contexto de una tendencia descendente de la liquidez en MN, las tasas de emisión y colocación en el mercado primario de los valores de mediano y largo plazo mayormente negociados registraron un ligero incremento (Gráfico II.19).

Gráfico II.19: Tasas de emisión y colocación de la BBV en MN de valores seleccionados, Según calificación de riesgo, del instrumento y plazo (Porcentaje)



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

RECUADRO II.1

COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ABIERTOS EN PERIODOS DE TENSIÓN DE LIQUIDEZ

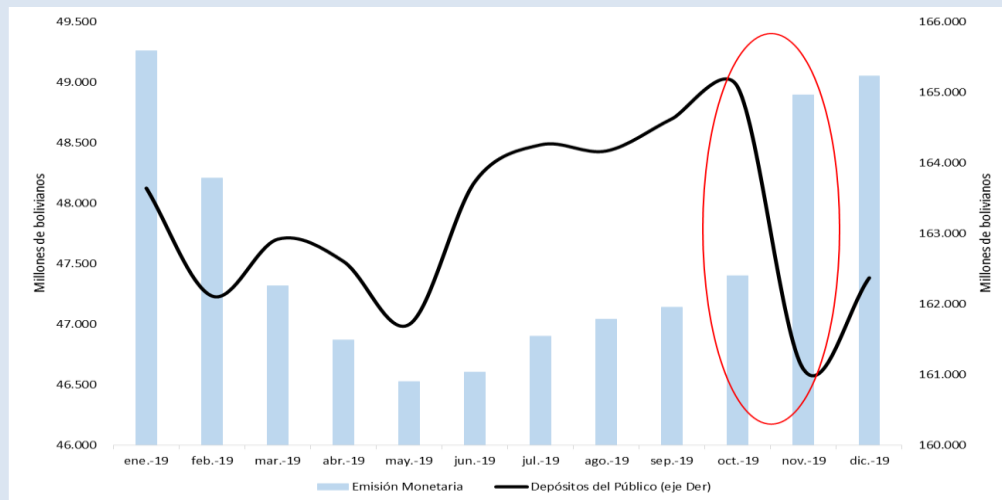
Los Fondos de Inversión son un canal importante entre el ahorro e inversión en el mercado de valores. Están constituidos por un patrimonio autónomo administrado por Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI). En un Fondo de Inversión Abierto (FIA) el patrimonio es variable, las cuotas de participación colocadas entre el público (personas naturales y jurídicas) son redimibles directamente por el Fondo y su plazo de duración es indefinido.

Según la normativa, poseen límites permitidos y límites restrictivos. Entre los primeros, destacan la distribución de inversiones en valores de renta fija por emisor y según una determinada calificación de riesgo; la venta máxima en reporto; y, el porcentaje mínimo y/o máximo de liquidez, de acuerdo a su objeto, política de inversión y política de rescates, entre otros. Entre los segundos, destacan los límites a la concentración de valores en la cartera del Fondo, entre otros.

La experiencia ha mostrado que los Fondos de Inversión Abiertos son muy sensibles a las condiciones de liquidez imperantes en el sistema, más aún cuando se presenta un evento adverso de importancia. Por ejemplo, en 2002, en un contexto de incertidumbre política asociado al proceso electoral se generó una tensión en los mercados financieros que causaron una sustancial disminución del valor de la cartera de inversión administrada por las SAFI's. Ésta cayó en 52%, desde un nivel máximo de \$us415 millones a \$us208 millones de dólares al finalizar dicha gestión.

Recientemente, entre octubre y noviembre de 2019 el país ingresó nuevamente a un periodo de tensión relativamente similar que repercutió sobre los mercados financieros y monetarios. Los depósitos del público en el sistema de intermediación financiera ahondaron su tendencia al estancamiento y cayeron en un tiempo bastante acotado. A medida que los depósitos del público disminuían, la emisión monetaria se incrementó de manera importante en señal de un incremento de la demanda de dinero en moneda nacional, destinada al atesoramiento y/o a la sustitución por activos en moneda extranjera (Gráfico 1).

Gráfico 1: Depósitos del público en MN y Emisión Monetaria
(En millones de bolivianos)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) y Banco central de Bolivia (BCB)

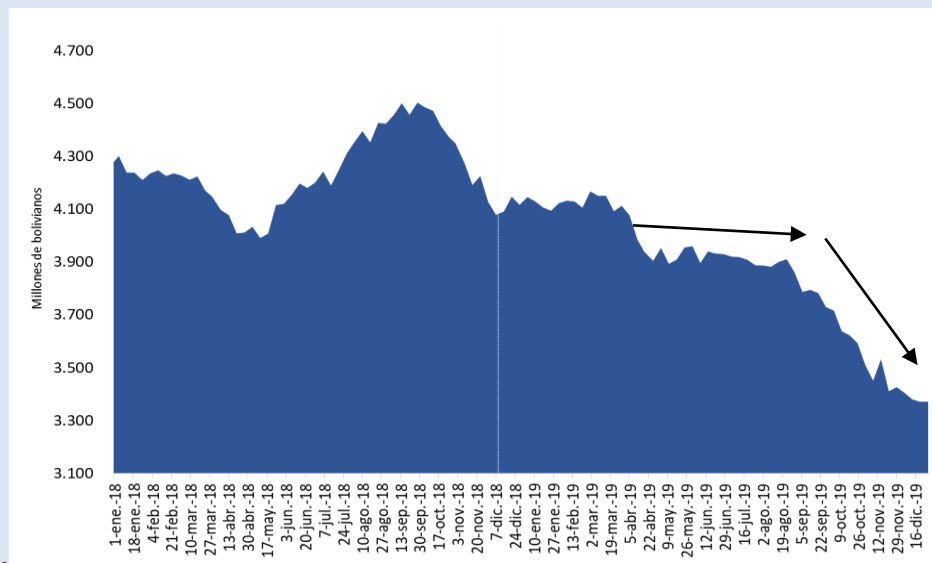
Las compras de divisas al BCB por parte del sistema financiero repuntaron en el último cuatrimestre y se manifestaron parcialmente en un incremento de los depósitos en moneda extranjera en el sistema de intermediación financiera, así como en un incremento de la cartera de fondos de inversión abiertos en moneda extranjera.

Así, los Fondos de Inversión Abiertos en ambas denominaciones monetarias sintieron de diferente manera los efectos adversos de la tensión de liquidez y vale la pena analizar su evolución de acuerdo a la coyuntura presentada en el último cuatrimestre de 2019.

Evolución de la cartera de los Fondos de Inversión abiertos en MN

Como resultado de una desaceleración de ritmo de actividad económica y de los depósitos del público en el sistema financiero, que afectó las condiciones de liquidez del sistema durante la gestión 2019, la cartera promedio de los FIA en MN se redujo en 9,01% respecto al promedio de 2018. La evolución descendiente de la cartera se hizo más pronunciada a partir de septiembre, llegando a finales de gestión a una cartera total de Bs3.372 millones, 18% menor el relación a finales de 2018 (Gráfico 2)

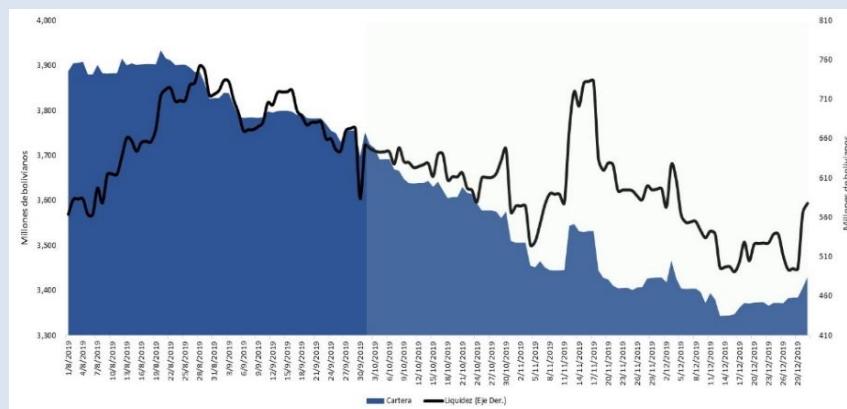
Gráfico 2: Evolución de la cartera de los Fondos de Inversión Abiertos en MN (Millones de Bolivianos)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

El rescate de las cuotas de participación efectuada por los ahorristas entre septiembre y diciembre de 2019 fue cubierto inicialmente por un creciente stock de liquidez constituido precautoriamente. Sin embargo, a medida que se confirmaba la seriedad del episodio de tensión de liquidez, las SAFI's se esforzaron por mantener disponibilidades suficientes para enfrentar los crecientes rescates. El ratio liquidez/cartera se mantuvo en el periodo alrededor de 16,9% (Gráfico 3).

Gráfico 3: Cartera de los Fondos de Inversión Abiertos en MN y liquidez disponible (Millones de Bolivianos)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

Para hacer efectivo este esfuerzo, velando porque la rentabilidad de los Fondos de Inversión administrados no fuera afectada significativamente, las SAFI's tuvieron que modificar la composición de su cartera sacrificando unos activos más que otros. Tomando en cuenta la información disponible sobre la composición total de la cartera en MN y ME, así como la elevada participación de MN en el total, se observa que los DPF fueron los activos elegidos para obtener la liquidez requerida (Cuadro 1).

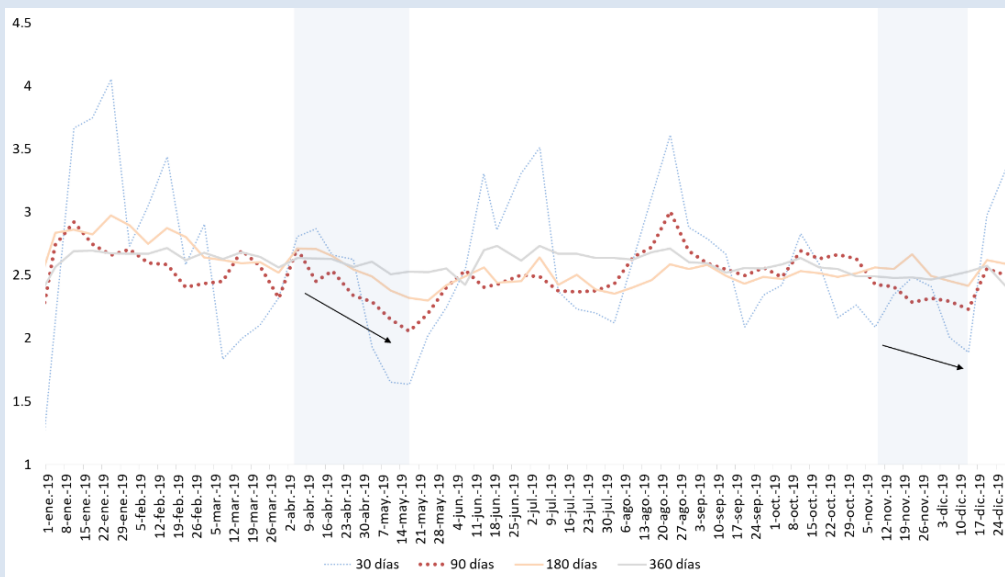
Cuadro 1: Composición de la cartera de los Fondos de Inversión Abiertos en MN y ME, por tipo de instrumento (Porcentaje)

Instrumento	nov-18	feb-19	may-19	ago-19	nov-19
DPF	50%	48%	49%	47%	45%
Liquidez	16%	17%	18%	21%	21%
BBB	12%	12%	12%	11%	12%
Inv. Extranjero	8%	8%	9%	9%	9%
BLP	8%	8%	7%	6%	6%
Reporto	2%	3%	2%	2%	2%
Otros	4%	5%	5%	4%	4%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

Dado el menor rendimiento nominal de los DPF de plazos cortos, se infiere que el sacrificio recayó en ellos. El Gráfico 4 muestra que entre octubre y noviembre de 2019 se registró una caída en las tasas de rendimiento de los FIA en MN para los plazos de 30, 90 y 180 días. Mientras que las tasas de rendimiento nominal más altas en los plazos más largos permanecieron estables, lo cual permitiría conjeturar que los DPF a estos plazos tuvieron menos modificaciones en la cartera de los FIA. Esta misma experiencia se habría observado en el mes de abril de 2019.

Gráfico 4: Rentabilidad de las tasas de rendimiento de los Fondos de Inversión Abiertos en MN (Porcentaje)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

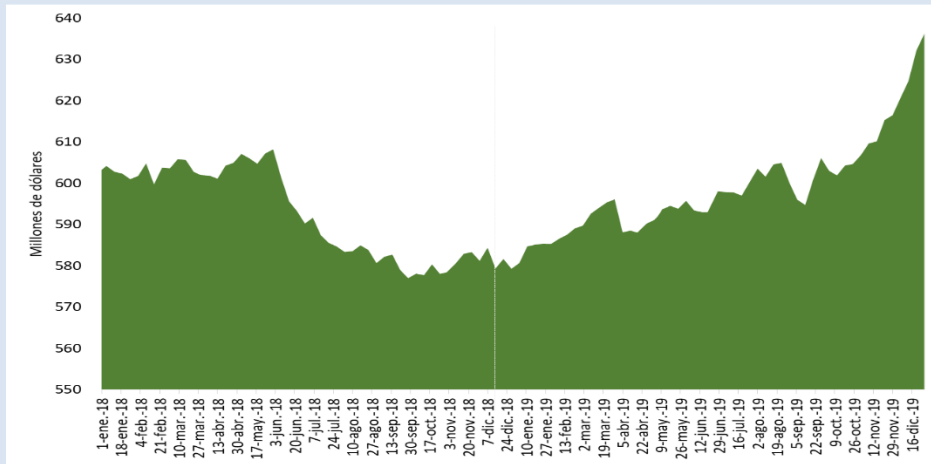
Finalmente, es también importante señalar que las SAFI participaron activamente del mecanismo de fondeo del BCB que a partir de la segunda semana de noviembre de 2019 admitió en sus operaciones de reporto con el sistema financiero, valores de emisores privados, con plazo máximo de hasta 45 días y a tasas base de rendimiento en reporto entre 3,0% y 4,0%. Entre la vigencia de esta medida y fines de

la gestión 2019, las SAFI contrataron reportos por un total de Bs460 millones a un plazo promedio de 45 días (Gráfico 4).

Evolución de la cartera de Fondos de Inversión en ME

Los Fondos de Inversión en Moneda Extranjera tuvieron un desempeño diferente en relación a sus similares en Moneda Nacional, ya que se mostraron como una alternativa de resguardo de los ahorros del público ante la crisis coyuntural existente en el país. Es así que la cartera de estos fondos en ME llegó a \$us636 millones, 9,8% mayor a lo registrado a finales de 2018 (Gráfico 5).

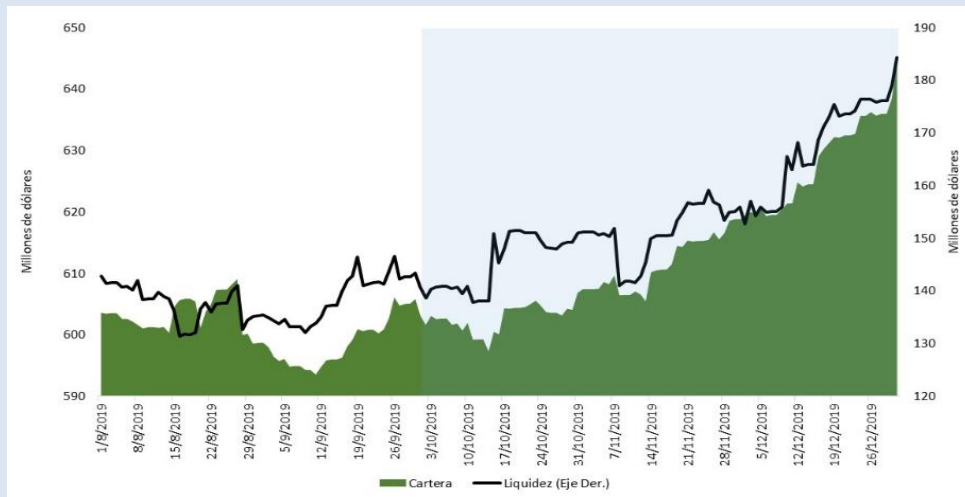
Gráfico 5: Evolución de la cartera de los Fondos de Inversión Abiertos en ME (Millones de Dólares)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

Así también, las disponibilidades de liquidez en ME de las SAFI aumentaron de manera directamente proporcional a su cartera, en un contexto de incremento de los depósitos del público en esta denominación (Gráfico 6)

Gráfico 6: Cartera de los Fondos de Inversión Abiertos en ME y liquidez disponible (Millones de Dólares)



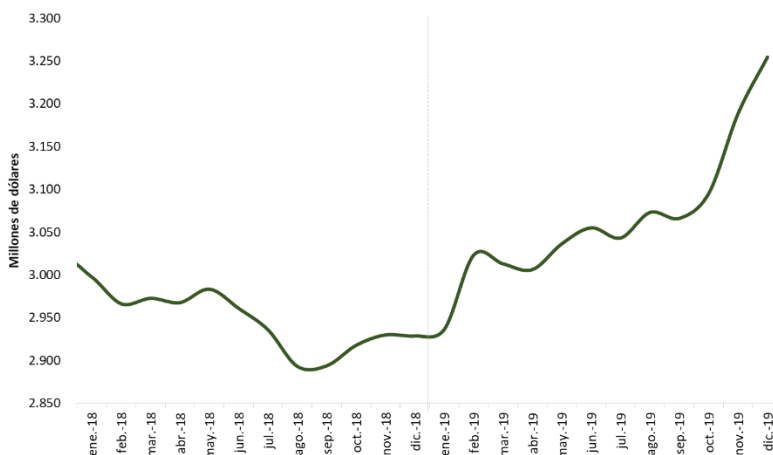
Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI)

Así pues, en el último periodo de tensión del mercado, los fondos de inversión han tomado sus debidas previsiones para cubrir sus necesidades de fondeo, contando con un stock de liquidez que permita cubrir las, habiendo modificado su composición de cartera sin incidir de manera importante en los plazos de mayor rentabilidad (mayores a 360 días), permitiendo que las SAFIS no tengan caídas sustanciales en sus carteras como las que tuvieron en 2002.

II.3. EL MERCADO MONETARIO EN ME

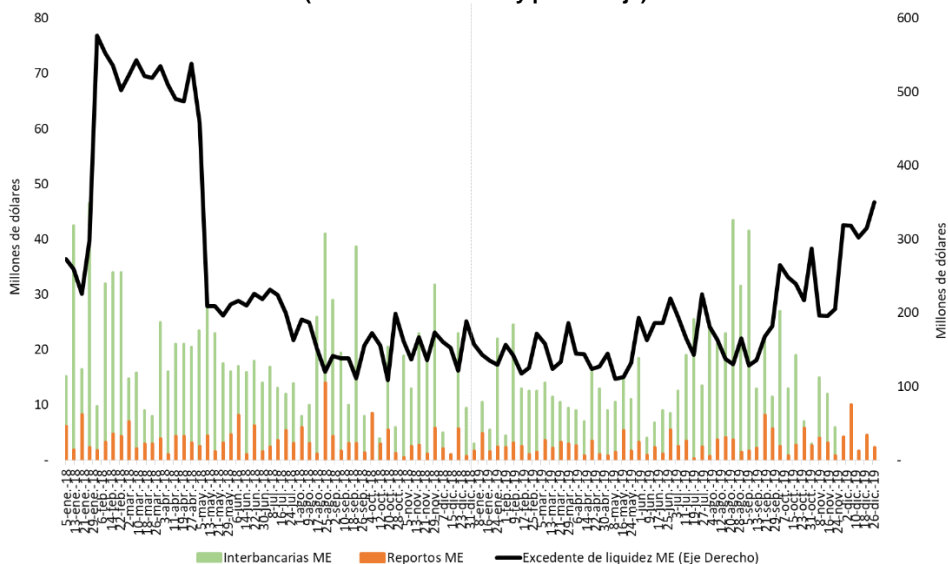
En 2019, el mercado monetario en ME fue influenciado por los siguientes factores: la exacerbación de expectativas del público que derivaron en un incremento de la demanda de dólares y el repunte de los depósitos del público en moneda extranjera. El saldo de los depósitos pasó de \$us3.066 millones a comienzos de año a \$us3.255 millones en el último trimestre (Gráfico II.20). Como resultado, los niveles de liquidez en ME repuntaron en el segundo semestre (Gráfico II.21).

Gráfico II.20: Depósitos del público en ME del sistema financiero (Millones de dólares)



FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema financiero.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

Gráfico II.21: Excedente de liquidez en ME y volúmenes operados en el Mercado Interbancario y operaciones de reporto en la BBV (Millones de dólares y porcentaje)

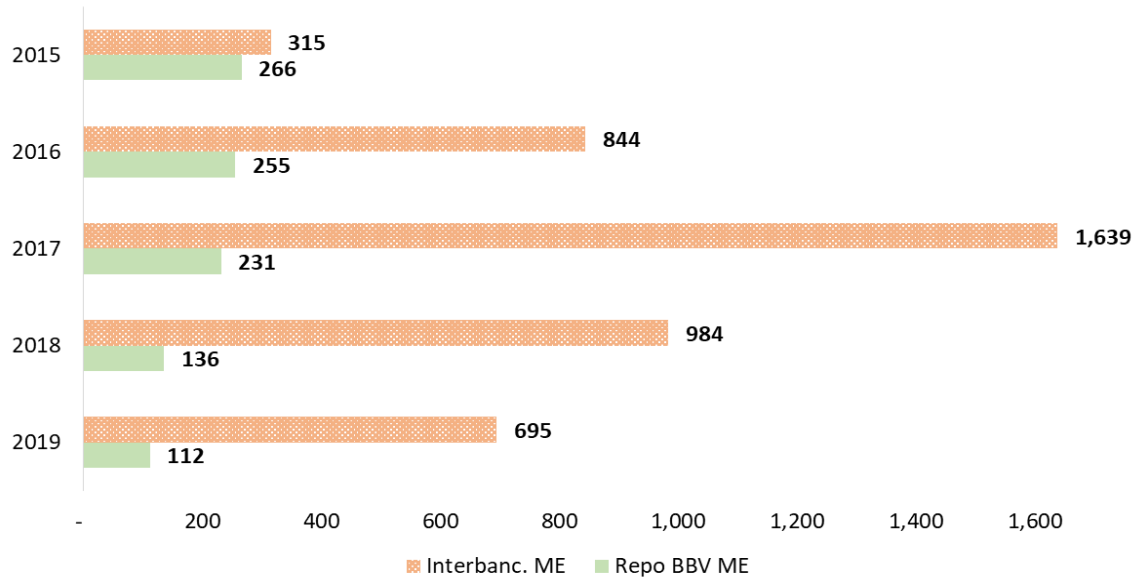


FUENTE: Autoridad de Supervisión del Sistema financiero.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

En este contexto, el mercado monetario en ME registró un volumen operado de \$us807 millones, 28% menor al total operado en 2018 (\$us1.119 millones). La fuerte disminución de operaciones registrado por

el mercado interbancario (29%) coincidió con una importante reducción de operaciones de reporto efectuadas en la BBV (17%). Por otra parte, cabe señalar que a pesar de que el BCB oferta diariamente reportos en ME, no se registró ninguna operación de reporto en ME desde octubre de 2008, en un contexto marcado por el proceso de bolivianización en el cual está encaminada la política monetaria (Gráfico II.22).

Gráfico II.22: Monto operado anual en el mercado monetario en ME (Millones de dólares)



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

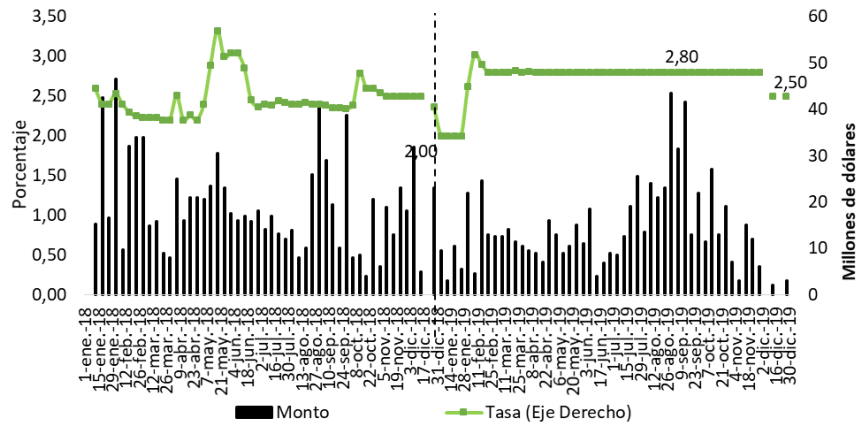
II.3.1 EL MERCADO INTERBANCARIO EN ME

En 2019, el volumen transado de operaciones interbancarias en ME registró una reducción de 29% en comparación con el registrado en 2018. Alcanzó un total de \$us695 millones y estuvo motivado por la necesidad de fondos requerida por inversionistas institucionales ante emisiones de valores en ME en la BBV y operaciones de comercio exterior.

Cabe destacar nuevamente que el volumen de compra de divisas al BCB por parte del sistema financiero atenuó no solamente la presión ejercida sobre la liquidez en ME sino también la presión sobre las tasas interbancarias al alza, manteniéndolas estables durante casi toda la gestión.

La tasa pactada alcanzó un máximo de 3,02%, en la primera semana de febrero debido a la presión al alza ejercida por la principal entidad bancaria captadora de fondos a causa de la necesidad de nivelar su excedente de liquidez en ME. Posterior a ello, la tasa se mantuvo en 2,80% durante gran parte de la gestión. A fines de año, como resultado de la moderación de la exacerbación de expectativas y de la normalización del comportamiento de la demanda de dólares, la tasa se redujo a 2,50% (Gráfico II.23).

Gráfico II.23: Monto operado semanal y tasas de rendimiento del mercado interbancario en ME (Millones de dólares y porcentaje)



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

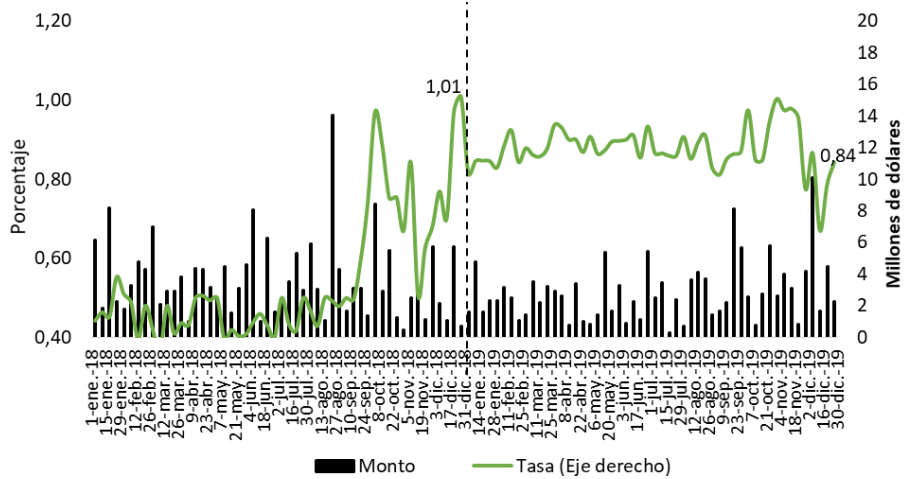
En relación a los volúmenes operados, se observa un incremento entre los meses de julio y septiembre explicado por las necesidades de fondeo destinados a la compra de valores en ME emitidos en el mercado primario de la BBV, además de las operaciones de comercio exterior regularmente efectuadas.

II.3.2. OPERACIONES DE REPORTO EN ME EN LA BBV

Tomando en cuenta la baja disponibilidad de valores privados en esta denominación como resultado del proceso de bolivianización de las operaciones de intermediación financiera y a pesar de una mayor emisión de valores privados nuevos, las operaciones de reporto en ME efectuadas en la BBV alcanzaron un volumen de \$us112 millones, 18,2% menor que en 2018 y el nivel histórico más bajo de los últimos doce años.

En correspondencia, las tasas negociadas se mantuvieron en niveles promedio estables (0,88%). Se debe resaltar que, a finales de gestión las tasas comenzaron a tender a la baja, asociadas al repunte de los niveles de liquidez en ME (Gráfico II.24).

Gráfico II.24: Monto operado semanal y tasas de reporte negociadas en la BBV en ME (Millones de dólares y porcentaje)

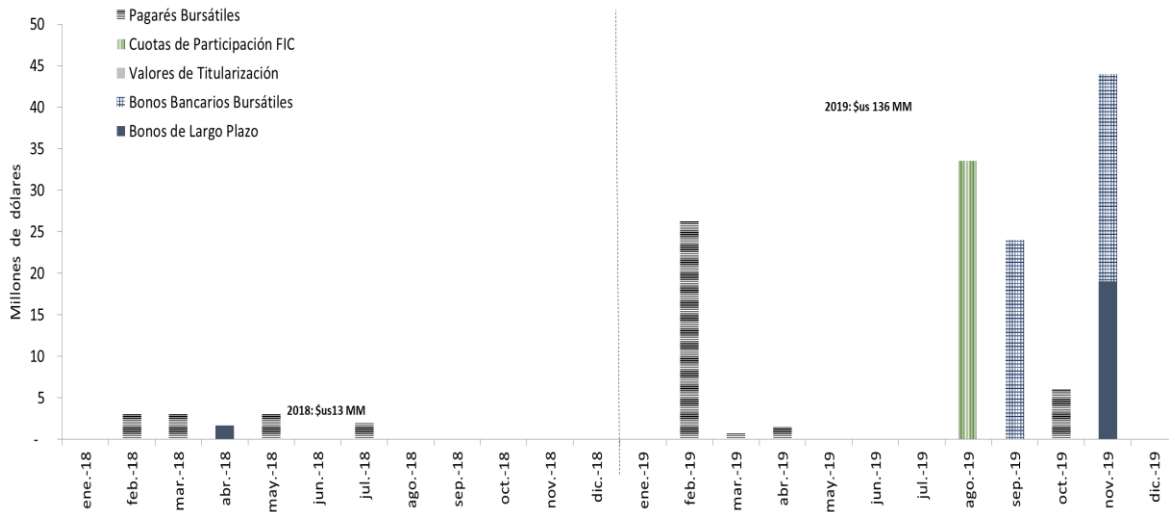


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.

II.3.3. EMISIONES DE LA BBV EN ME

En 2019, los crecientes niveles de excedente de liquidez en ME observados desde el mes de agosto motivaron a la emisión y colocación de valores privados en esta denominación. Se registró un valor total de emisiones en ME por \$us136 millones, 9 veces mayor al registrado en 2018 (Gráfico II.25). Destacaron las emisiones de Bonos Bancarios Bursátiles (BBB, 36%), Cuotas de Participación de Fondos de Inversión Cerrados (CP, 25%), Pagarés Bursátiles (PGB, 25%) y Bonos de Largo Plazo (BLP, 14%).

Gráfico II.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.

Los BBB fueron emitidos entre 3 y 5 años y estuvieron representados por los valores de BME y BNB por \$us25 millones cada uno, teniendo como destino la colocación de cartera crediticia. Las CP fueron representados por DIVERSO IMPORT-EXPORT FIC, administrada por CAP¹¹ por \$us37,4 millones destinado a beneficiar a las micro, pequeña, mediana y grandes empresas, principalmente del sector exportador. En cuanto a los PGB, destacó ILLAPA por \$us25 millones. Finalmente, la emisión de BLP se concentró en los bonos JALASOFT por \$us9 millones, que tuvieron como destino capital de operaciones.

¹¹ Capital para el Crecimiento Empresarial Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.

III. Venta directa de valores públicos a personas naturales

En línea con la orientación expansiva de la política monetaria, el BCB redujo las tasas de rendimiento y los límites máximos de adquisición de los valores de venta directa, lo que disminuyó significativamente sus colocaciones y permitió redireccionar recursos tanto hacia las entidades financieras como a otras formas de ahorro.

La disminución de la tasa de reinversión en valores de venta directa junto a volúmenes importantes de cancelaciones anticipadas observadas en los meses de octubre y noviembre, dieron como resultado una disminución del saldo de valores de venta directa a niveles no registrados desde 2014.

III.1. COLOCACIÓN DE VALORES DE VENTA DIRECTA

Con el objeto de profundizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria y contar con mecanismos adicionales de OMA que permitan regular la liquidez del sistema financiero, en 2007 el BCB inició con la emisión de Letras del Tesoro en MN y Unidades de Fomento a la Vivienda (UFV) dirigidas a personas naturales y jurídicas. Las tasas ofrecidas fueron definidas de acuerdo a las tasas resultantes de la última subasta adjudicada en OMA, con una oferta ilimitada y en función de la demanda por parte del público¹².

Posteriormente, en 2011 se realizó una reingeniería financiera al instrumento con la finalidad de potenciar su capacidad de regular la liquidez en manos de personas naturales, creándose de esta forma el bono BCB Directo cuya principal característica y cambio respecto a las Letras del Tesoro fue que estaría exclusivamente dirigido a personas naturales. La emisión del título se enmarca en el “Programa de Emisiones de Valores de Venta Directa” inscrito en el Registro del Mercado de Valores de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), que contiene todas las características generales de los valores de venta directa del BCB y se constituyó en el marco general para posteriores emisiones del instrumento, cada una con objetivos y características diferentes en función del lineamiento de política monetaria, siendo los más importantes y recurrentes las emisiones del bono BCB Directo y BCB Navideño.¹³

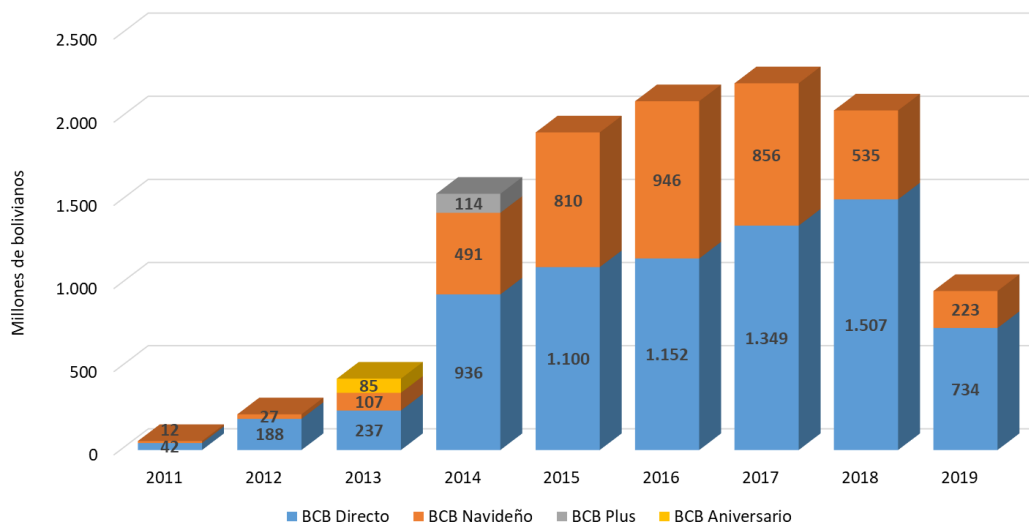
En la gestión 2019, se colocó un total de Bs956 millones en valores de venta directa, de los cuales el bono BCB Directo registró una participación del 77% (Bs734 millones) y el bono BCB Navideño alcanzó al 23%

¹² La colocación de Letras, entre 2007 y 2011, alcanzó un total de Bs622 millones.

¹³ Desde mayo a septiembre de 2013 se emitió el bono BCB Aniversario con el fin de coadyuvar la transmisión de la política monetaria a las tasas pasivas del sistema financiero y ampliar la base de ahorristas. Los plazos referenciales fueron de 273 y 364 días, con tasas de rendimiento del 4,50% y 5,00%, respectivamente. En tanto que desde abril a noviembre de 2014 se emitió el bono BCB Plus cuya compra estaba disponible para aquellos inversionistas que alcanzaron su límite máximo de tenencia en bonos BCB Directo. El plazo fue único de 364 días con tasas de rendimiento definidas por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto en función al lineamiento de política monetaria, las cuales fluctuaron entre 3,00% al 5,30%.

(Bs223 millones¹⁴) del total colocado.¹⁵ Se destaca la reducción significativa en los volúmenes colocados a través de instrumentos de venta directa con relación a los últimos años y, de manera específica, respecto a 2018 frente al cual disminuyó en 53% (Gráfico III.1), lo que está directamente relacionado con la orientación de política monetaria asumida por el Ente Emisor, que determinó recortes en las tasas de rendimiento y reducción de los límites máximos de compra por participante, con el objetivo de reorientar potencialmente recursos hacia el sistema financiero y de esta forma impulsar el crédito.

Gráfico III.1: Colocación de valores de venta directa por instrumento (Millones de bolivianos)



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

En efecto, respecto a los bonos BCB Directo, la gestión inició con tasas del 5,00%, 4,00% y 3,50%, para los plazos de 364, 182 y 91 días plazo, respectivamente. Posteriormente en mayo de 2019 se recortaron las tasas en 100 puntos básicos, cerrando el año con tasas de 4,00%, 3,00% y 2,50%, a los mismos plazos señalados anteriormente¹⁶ (Gráfico III.2).

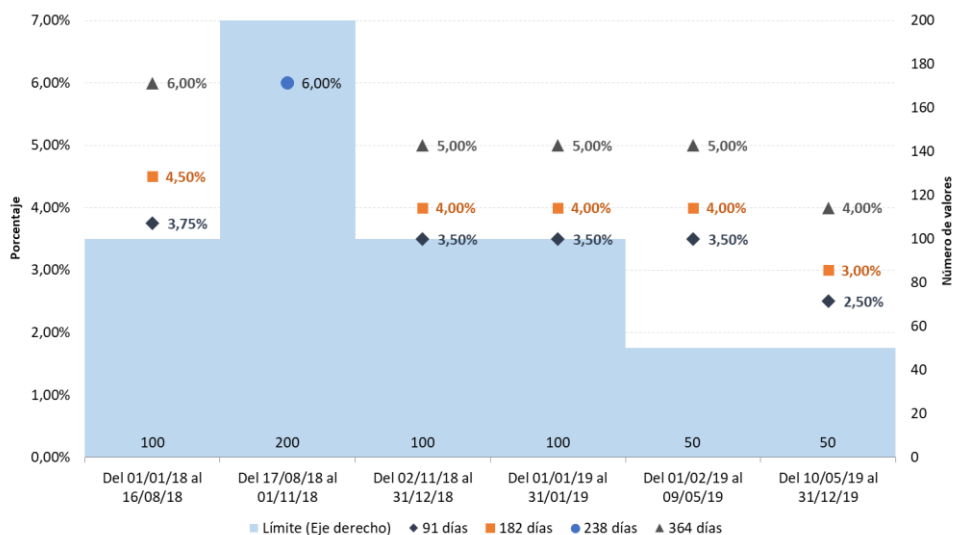
De igual forma, el límite máximo de compra de títulos por comprador fue reducido a la mitad en febrero de 2019, pasando de 100 a 50 valores por comprador, manteniéndose en este nivel hasta finalizar el periodo (Gráfico III.2). Esta disminución permitió liberar recursos potenciales al sistema financiero, pues obligó a que los tenedores de valores reorienten sus inversiones a medida que vencían los plazos.

¹⁴ La colocación del bono BCB Navideño en 2019, incorpora información de dos versiones del instrumento: bono BCB Navideño 2018-2019 con la emisión realizada en enero de 2019 y bono BCB Navideño 2019-2020 a través de la emisión iniciada el 16 de diciembre de 2019.

¹⁵ Al igual que en años anteriores, la colocación se realizó en plataforma de atención al cliente del BCB, por medio del Agente Colocador y a través de medios electrónicos. Este último mecanismo ofrece mayor comodidad y facilidad para los interesados en adquirir valores de venta directa, ya que se lo realiza por internet desde el lugar de preferencia del inversionista.

¹⁶ Las tasas a 91 y 182 días con las que se cerró la gestión 2019 son las más bajas históricas desde 2011. En tanto que la tasa a 364 días igualó la más baja que se presentó desde agosto de 2011 a mayo de 2012.

Gráfico III.2: Tasas de rendimiento y límites máximos de compra de bonos BCB Directo (Porcentaje y número de valores)



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

Como resultado de la modificación de tasas de rendimiento y del límite máximo de compra de valores, la colocación de bonos BCB Directo se redujo fuertemente entre 2018 y 2019, pasando de Bs1.507 millones a Bs734 millones (Gráfico III.2), con lo que se reorientó recursos hacia las entidades financieras, para que éstas puedan a su vez dinamizar el crédito.

Con relación al bono BCB Navideño, como en anteriores gestiones, en 2019 se emitió con el objetivo de trasladar recursos de fin de año a meses en los cuales se presenta una disminución estacional de la liquidez en el sistema financiero¹⁷. Sus características fueron modificadas en 2019, con una reducción de la tasa de rendimiento del 6,00% al 4,50% y del límite máximo permitido de valores por comprador de 100 a 50 valores. Estas modificaciones impactaron en las colocaciones del bono BCB Navideño, las cuales pasaron de Bs535 millones a Bs223 millones entre la gestión 2018 y 2019 (Cuadro III.1).

Cuadro III.1: Tasas de rendimiento y límites máximos de compra de bonos BCB Navideño (Porcentajes, número de valores y millones de bolivianos)

		Tasa de rendimiento	Límite máximo de compra	Total Colocado BCB Navideño
2018	Enero	7,00%	100	535
	Diciembre	6,00%	100	
2019	Enero	6,00%	100	223
	Diciembre	4,50%	50	

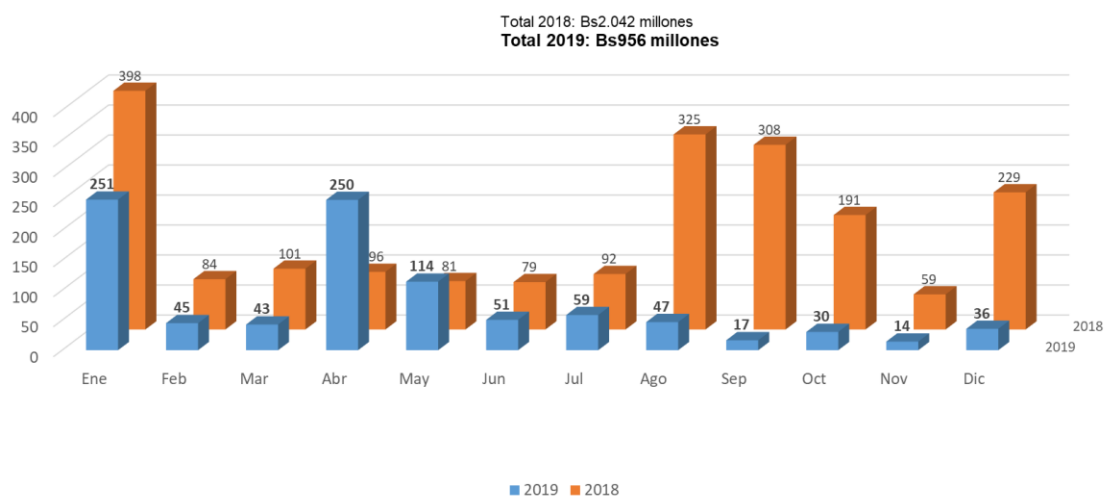
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
NOTA: La tasa de rendimiento y límite máximo de compra para enero de 2018 corresponden al instrumento bono BCB Navideño 2017-2018, en tanto que la tasa de rendimiento y el límite máximo de compra para diciembre de 2018 y enero de 2019 corresponden al instrumento bono BCB Navideño 2018-2019. Finalmente, los datos de diciembre de 2019 corresponden al instrumento bono BCB Navideño 2019-2020.

¹⁷ En el mes de abril, de manera estacional se presenta una reducción de la liquidez en el sistema financiero, debido al pago del impuesto a las utilidades que deben realizar diversos sectores económicos.

En cuanto a la colocación mensual de valores de venta directa, la de 2019 mostró un perfil distinto al observado entre 2015-2018, periodos que presentaban volúmenes colocados importantes a inicios y finales de gestión debido a las colocaciones del bono BCB Navideño, y también entre los meses de agosto a septiembre, producto de la reinversión de los vencimientos de este instrumento.

En efecto, las colocaciones de enero de 2019 alcanzaron a Bs251 millones, menor al volumen colocado en el mismo mes de 2018 (Bs398 millones), debido a la menor tasa de rendimiento ofrecida para el bono BCB Navideño que paso del 7,00% al 6,00%. En tanto que en mes de diciembre de 2019 la reducción es mucho más significativa, pasando de Bs229 millones a Bs36 millones, en este caso debido a la combinación de dos factores determinantes: la reducción en la tasa de rendimiento y el recorte del límite máximo de valores permitidos por comprador para el bono BCB Navideño (Gráfico III.3).

Gráfico III.3: Colocaciones mensuales de valores de venta directa 2019-2018 (Millones de bolivianos)

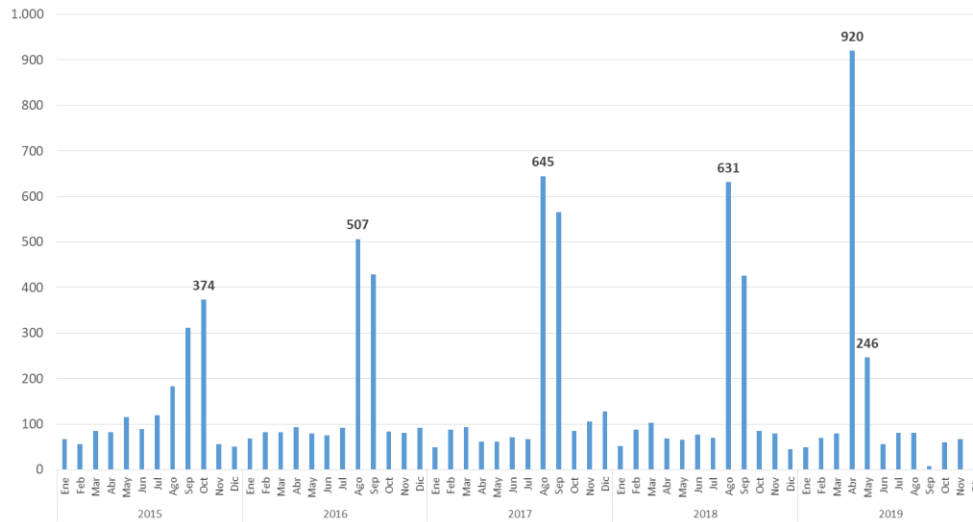


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Asimismo, destacan los montos colocados en los meses de abril y mayo de 2019. Esta situación se atribuye a la reinversión parcial de los vencimientos provenientes de las colocaciones del bono BCB Navideño 2018-2019 y del bono BCB Directo emitido a plazo restante¹⁸ efectuadas desde el 17 de agosto al 1 de noviembre de 2018. Este último instrumento concentró vencimientos para el 12 de abril de 2019 que representaron el 71% del total correspondiente a ese mes. En efecto, en los meses de abril y mayo de 2019 se programaron vencimientos por Bs1.166 millones, de los cuales Bs920 millones de los valores de venta directa vencieron en abril (Gráfico III.4).

¹⁸ El bono BCB Directo a plazo restante tuvo una característica diferenciadora respecto a todos los bonos BCB Directo ofertados por el Ente Emisor, y es el hecho de que las colocaciones tenían como fecha de vencimiento el mismo día viernes 12 de abril de 2019; lo cual contrastó con las características regulares de los bonos BCB Directo. Esto se realizó con el objetivo de trasladar vencimientos importantes de valores de venta directa a semanas antes de la conclusión del periodo de pago impositivo de diversas actividades económicas.

**Gráfico III.4: Programación de vencimientos de valores de venta directa
(Millones de bolivianos)**

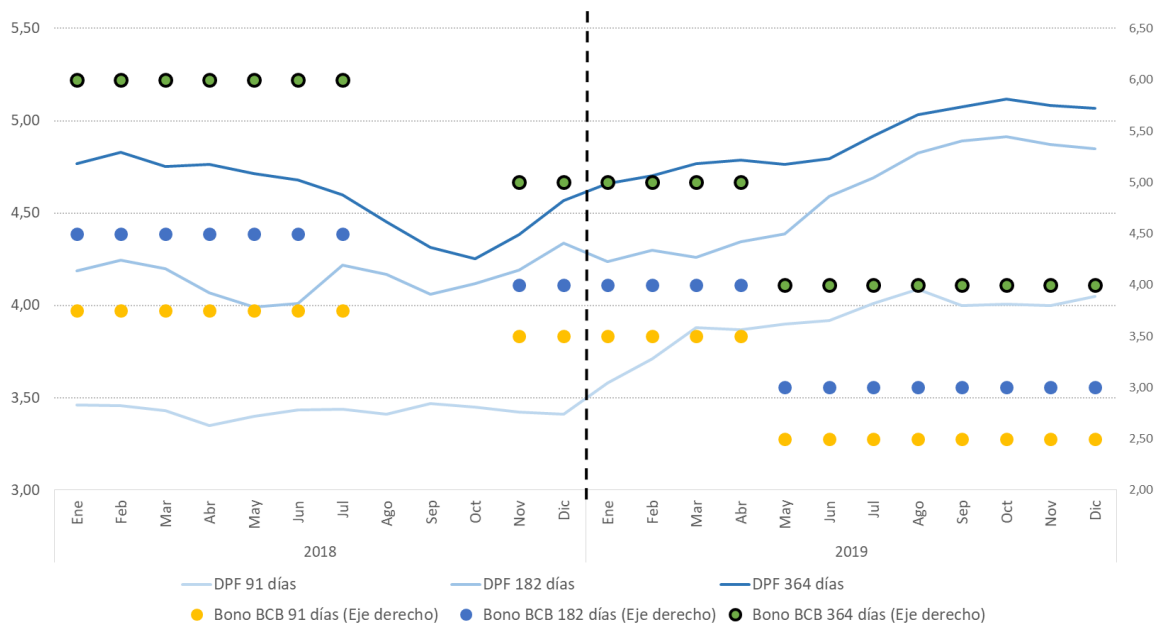


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Los recortes de tasas de rendimiento y límites máximos de compra de los bonos BCB Directo y Navideño tuvieron como objetivo desalentar la inversión en estos instrumentos. La medida tuvo el efecto esperado y se reforzó en un contexto de incremento de tasas de interés de Depósitos a Plazo Fijo¹⁹ del sistema financiero boliviano (Gráfico III.5). El diferencial de tasas de interés resultante motivó a la población a reorientar sus recursos hacia las entidades financieras, medida que precisamente estuvo en línea de la política monetaria del BCB, ya que logró incrementar los recursos prestables en el sistema financiero.

¹⁹ Se realiza la comparación con DPF emitidos MN debido a que se considera un activo sustituto a los valores de venta directa del BCB..

Gráfico III.5: Tasas de interés de DPF y rendimiento de bonos BCB Directo (Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: Entre el 17 de agosto y el 1 de noviembre de 2018 se emitió el bono BCB Directo a plazo restante, con una tasa de rendimiento del 6,00% anual y con un plazo único de 238 días, ambos datos que no son reflejados en el gráfico, motivo por el cual se tiene una discontinuidad para los bonos BCB Directo en 2018.

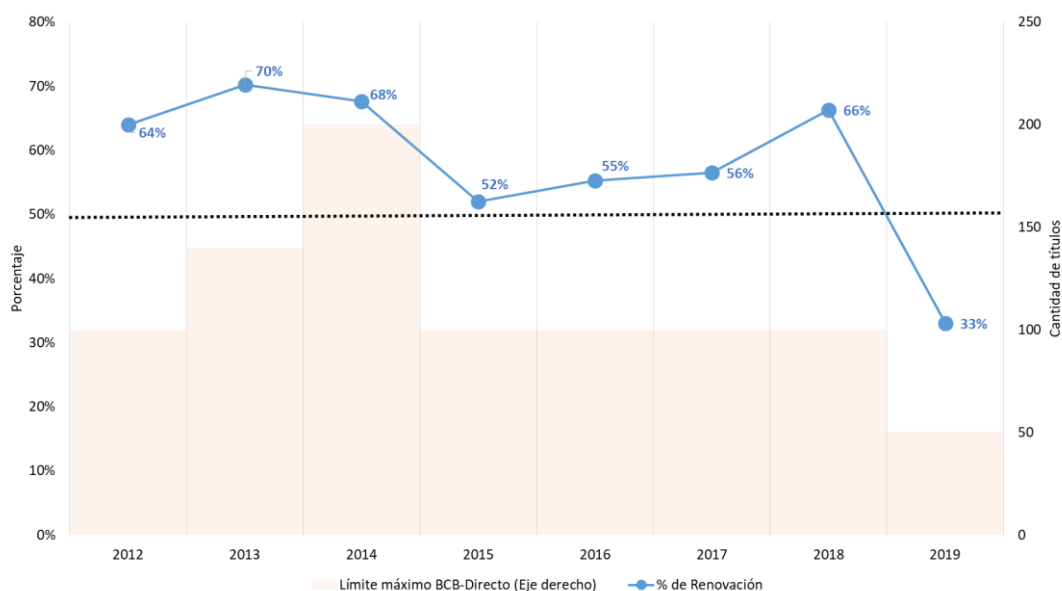
Las tasas de interés de DPF son un promedio móvil de 3 meses.

III.2. RENOVACIÓN Y CANCELACIONES ANTICIPADAS DE VALORES DE VENTA DIRECTA

Cuando las personas naturales tenedoras de bonos BCB Directo o Navideño, realizan una nueva colocación de valores en la misma fecha de vencimiento o en días posteriores, la operación se considera como una renovación, debido a que los recursos son reinvertidos en valores de venta directa.

Desde que el BCB comenzó con la colocación de valores de venta directa, el porcentaje de renovación anual superó el 50% (en algunos años llegó a niveles cercanos al 70%). Sin embargo, en 2019 presentó una reducción a solo el 33% (Gráfico III.6).

Gráfico III.6: Renovación en valores de venta directa (Porcentaje)

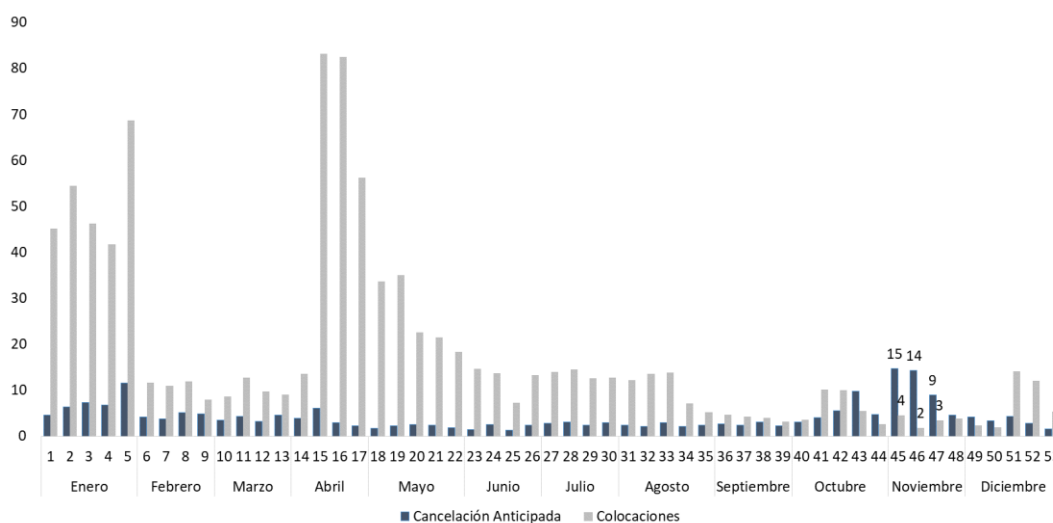


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTA: El límite máximo corresponde al permitido en bonos BCB Directo el último día de cada año

Los recursos que no fueron reinvertidos en valores de venta directa, se reorientaron al sistema financiero y también a otras formas de atesoramiento.

Con relación al volumen de cancelaciones anticipadas, durante la gestión 2019 se observaron dos periodos cortos en los cuales este comportamiento fue significativo. El primero fue en el mes de enero, donde las cancelaciones anticipadas alcanzaron un promedio de Bs7 millones semanales y estuvieron motivadas por un intercambio de bonos BCB Directo por bonos BCB Navideño, que ofrecían una tasa de rendimiento más alta. El segundo, acaecido entre mediados de octubre y la tercera semana de noviembre, con cancelaciones que alcanzaron un promedio de Bs10 millones semanales, debido al clima de incertidumbre que vivió el país (Gráfico III.7).

**Gráfico III.7: Cancelaciones anticipadas y colocaciones semanales
(Millones de bolivianos)**

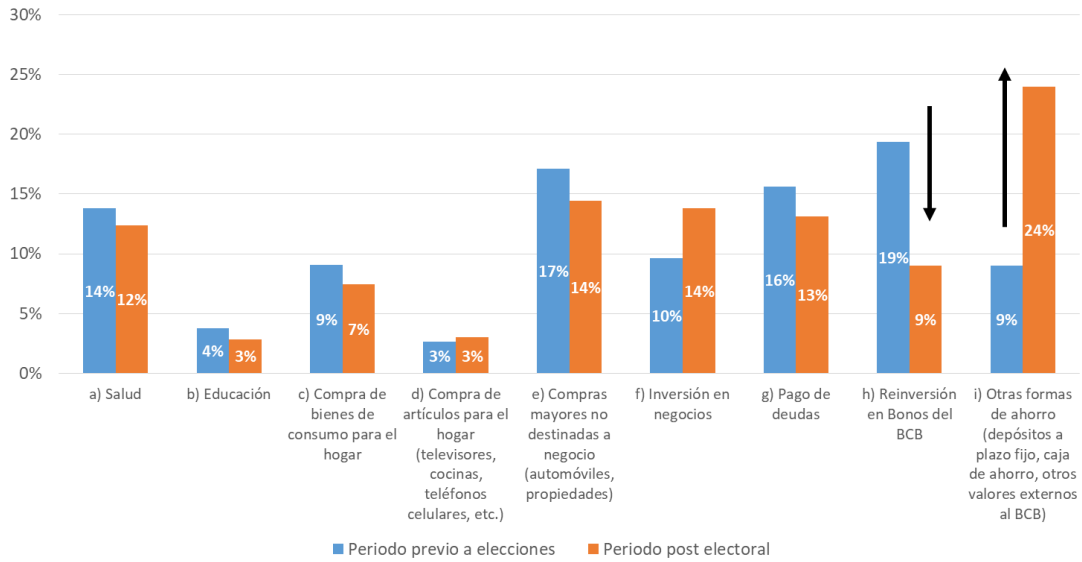


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Los recursos que fueron cancelados anticipadamente de manera importante en el año, no fueron reinvertidos en su totalidad en valores de venta directa como se explicó anteriormente, más aun en el periodo post-electoral.

Tomando en cuenta el destino de los recursos de una cancelación anticipada, se observó que en el periodo que va de enero al 19 de octubre (previo a las elecciones generales de Bolivia), el 19% de los inversionistas que realizaron cancelaciones anticipadas de sus títulos destinaron los recursos mayoritariamente a la reinversión en los mismos valores de venta directa. Contrariamente, en el periodo post electoral se observó que el principal destino de los recursos por cancelaciones anticipadas fue dirigido en un 24% a otras formas de ahorro (en desmedro de la reinversión en valores de venta directa), probablemente por fuera del sistema financiero debido a que en ese periodo se registró también una disminución de depósitos (Gráfico III.8).

Gráfico III.8: Destino de los recursos obtenidos en cancelaciones anticipadas (Porcentaje)

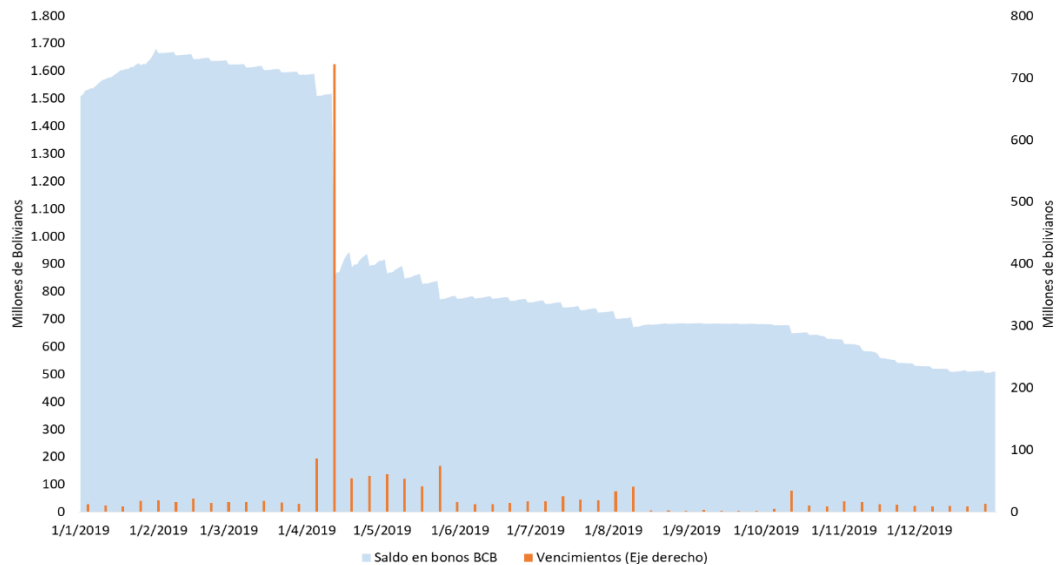


FUENTE: Banco Central de Bolivia
 ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto
 NOTAS: Dentro de las categorías disponibles para consultar al inversionista respecto al uso de los intereses generados en valores de venta directa, se tiene la categoría "Otros" que porcentualmente es la respuesta más significativa. Sin embargo, para efectos de análisis, se excluye esta respuesta para amplificar las otras respuestas que son más concretas y brindan mayor información.
 El periodo previo a elecciones abarca datos desde el 1 de enero al 20 de octubre de 2019. El periodo post electoral, desde el 21 de octubre hasta cerrar la gestión.

III.3. SALDO DE VALORES DE VENTA DIRECTA

El saldo de valores de venta directa alcanzó a Bs510 millones al cierre de la gestión 2019, menor en Bs998 millones respecto al cierre de la gestión pasada (Bs1.508). Las causas se encuentran en la reducción de las tasas de rendimiento y límites máximos permitidos por comprador, comentados en el acápite III.1, que motivaron una reducción en la tasa de reinversión. Los importantes volúmenes de cancelaciones anticipadas contribuyeron también a la reducción del saldo (Gráfico III.9).

**Gráfico III.9: Saldos de venta directa y vencimientos programados
(Millones de bolivianos)**



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

Conforme al Gráfico III.9, el saldo registra la principal baja en abril de 2019, ya que debido a la reducción en límite máximo de compra permitido, gran parte de los recursos que vencían el 12 de abril tuvieron que ser retirados del BCB, lo que permitió reorientar potenciales recursos al sistema financiero, en un momento en el que se tiene una baja estacional en la liquidez como resultado del pago de impuesto a las utilidades de diversos sectores de actividad económica.

III.4. CARACTERIZACIÓN DE LAS COLOCACIONES E INVERSIONISTAS EN VALORES DE VENTA DIRECTA

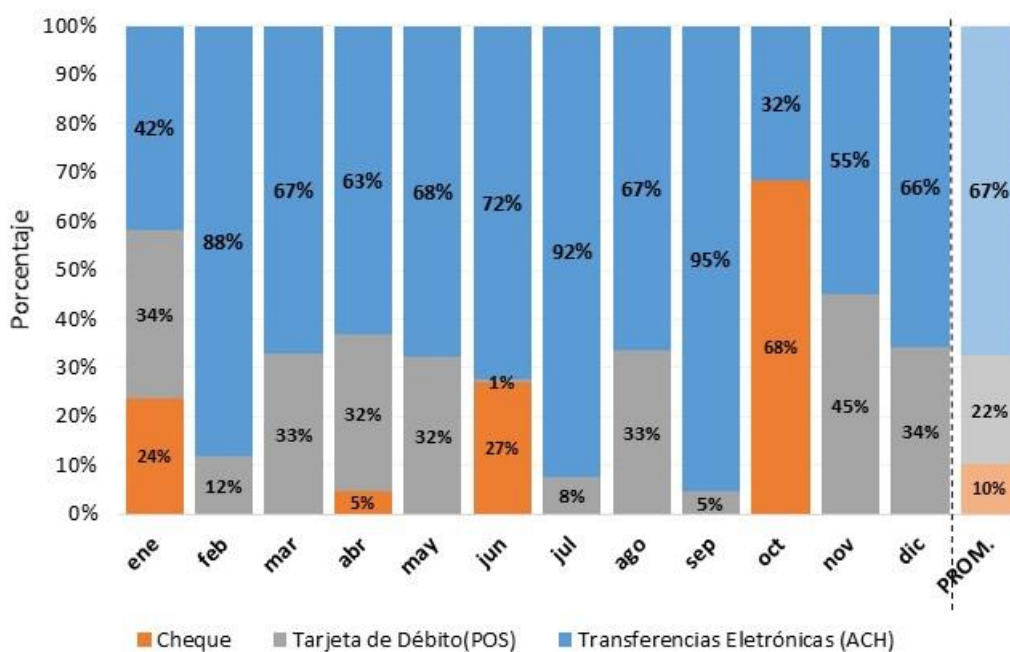
Los valores de venta directa pueden ser colocados por tres mecanismos de operación: en plataforma de atención al cliente del BCB, por medio de Agentes Colocadores y a través de medios electrónicos (por medio del Sistema de Venta Directa por Internet), esto para brindar mayores alternativas de adquisición de los bonos por parte de inversionistas.

Las colocaciones realizadas por el Agente Colocador son significativamente más importantes, alcanzando a un 79,1% del total colocado en 2019 (Bs757 millones), debido a la presencia de agencias y sucursales con las que cuenta a nivel nacional. En plataforma de atención al cliente del BCB se colocó el 20,4% (Bs195 millones), otorgando a los inversionistas la posibilidad de adquirir los valores de venta directa en

efectivo, cheque o mediante el pago con tarjeta de débito (con el uso de dispositivos POS²⁰). Finalmente, las colocaciones por medios electrónicos representaron el 0,5% en 2019 (Bs5 millones).

Respecto a las colocaciones realizadas en el BCB y agrupando estas con las efectuadas por medios electrónicos, con el fin de analizar la importancia que tienen los mecanismos alternativos respecto al pago en efectivo, se tiene que al igual que en gestiones anteriores, los principales medios de pago alternativos al efectivo fueron las transferencias electrónicas y tarjetas de débito, con promedios mensuales de 67% y 22%, respectivamente. El mecanismo electrónico de colocación de valores, que se efectiviza con transferencias por internet fueron especialmente importantes en febrero, julio y septiembre; en tanto que el pago mediante tarjeta de débito, en noviembre, enero y diciembre (en estos dos últimos meses debido a la colación de los bonos BCB Navideño que genera una demanda significativa de los inversionistas) (Gráfico III.10).

Gráfico III.10: Colocaciones brutas alternativas al efectivo según medio de pago (Porcentaje)



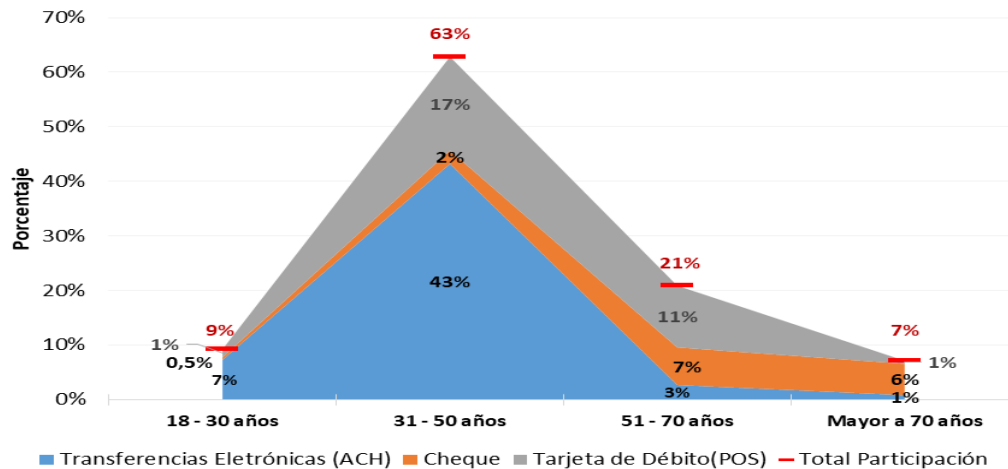
FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Por otra parte, incorporando la variable edad a la modalidad de pago, la mayor participación de colocaciones se registró en inversionistas con edad de entre 31 y 50 años (63%), quienes prefirieron hacer uso de transferencias electrónicas (43%) y pagos con tarjeta de débito (17%). En segundo lugar se encuentra el grupo de personas de entre 51 y 70 años (21%) que utilizaron principalmente tarjetas de débito para la adquisición de sus valores (11%).

²⁰ Punto de Venta (Point of Sale – POS por sus siglas en inglés), es un dispositivo que permite el uso de instrumentos electrónicos de pago en puntos de venta de bienes y servicios para procesar órdenes de pago por contacto o proximidad, la información es capturada en comprobantes de papel o por terminales electrónicas diseñadas para transmitir la información.

El uso de cheques es más importante a medida que se asciende en el grupo de edad, ya que entre los 18 y 30 años de edad, este mecanismo representa el 6% (0,5% del 9% total en el rango), en tanto que en el grupo de edad de mayores a 70 años representa el 86% (6% del 7% total en el rango) (Gráfico III.11).

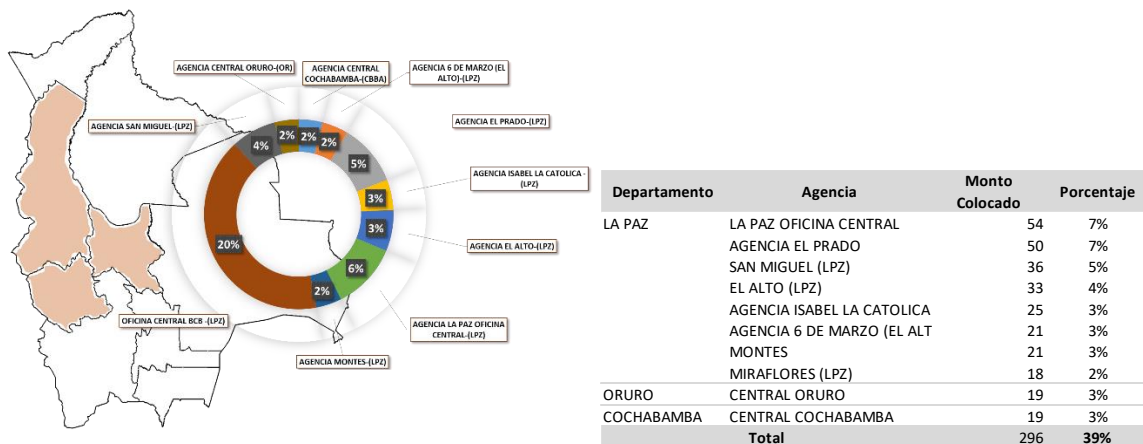
Gráfico III.11: Colocaciones brutas alternativas al efectivo por rango de edad (Porcentaje)



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

En cuanto a las colocaciones realizadas por el Agente Colocador, en 2019 se colocaron valores de venta directa en un total de 160 Agencias, situándose las 10 más importantes en los departamentos de La Paz, Oruro y Cochabamba (Gráfico III.12).

Gráfico III.12: Agencias con mayor colocación, por departamento (Millones de bolivianos y porcentaje)

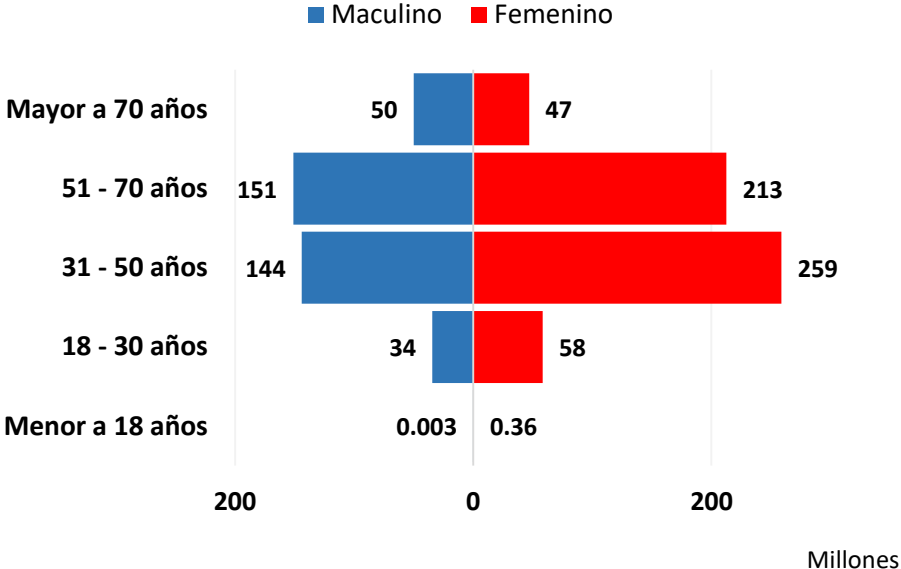


FUENTE: Banco Central de Bolivia
ELABORACIÓN: BCB-Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto

Respecto al número de inversionistas de valores de venta directa, en la gestión 2019 ascendió a 27.648, lo que refleja una reducción del 36% respecto a lo alcanzado en 2018 (43.352).

Por grupos de edad, durante 2019 la mayor cantidad de inversionistas con valores de venta directa se registró en mujeres de entre 31 y 50 años (Bs259 millones), seguido de mujeres de entre 51 y 70 años (Bs213 millones). Cabe destacar que, a excepción del rango de edad de mayores a 70 años, las mujeres tienen la participación mayoritaria en la colocación de valores de venta directa (Gráfico III.14).

Gráfico III.13: Colocación según género, por rango de edad (Millones de bolivianos)



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

Por lo descrito, la colocación de valores de venta directa en 2019 permitió reforzar la orientación de política monetaria del BCB, incentivando la reorientación de recursos hacia el sistema financiero, de tal forma de incrementar potencialmente los recursos prestables y así impulsar la actividad económica.

IV. Las operaciones con valores emitidos por el TGN

Las operaciones con valores emitidos por el TGN respondieron a las necesidades de financiamiento fiscal prevalecientes en la gestión, mientras que las condiciones de emisión en cuanto a plazos, tasas y precios fueron establecidas de acuerdo a la política de endeudamiento de mediano y largo plazo del TGN.

La oferta de bonos del TGN en 2019 se realizó bajo dos modalidades: subasta pública y Mesa de Dinero, la primera se mantuvo constante a lo largo del año en Bs600 millones semanales, en tanto que la oferta en Mesa de Dinero se realizó en semanas puntuales en función a las necesidades de financiamiento observadas por el TGN. La demanda de estos títulos alcanzó un total de Bs6.993 millones y estuvo determinada por las menores disponibilidades de liquidez de los inversionistas institucionales. En este contexto, las colocaciones brutas de valores del TGN ascendieron a Bs3.361 millones, en tanto que los vencimientos alcanzaron Bs2.822 millones, esto se tradujo en una colocación neta de Bs539 millones que permitió obtener recursos de financiamiento adicionales para el TGN. En consecuencia, el saldo de valores del TGN al 31 de diciembre de 2019 observó un incremento gradual durante la gestión y cerró en Bs20.341 millones.

En cumplimiento de su función como Agente Financiero del Gobierno, el BCB participa en la emisión, colocación y administración de valores de deuda pública, por cuenta y cargo del Tesoro General de la Nación (TGN).²¹ 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 TGN.²² El Consejo está conformado por representantes del BCB y del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP).²³

A diferencia de los valores de regulación monetaria emitidos por el BCB, las emisiones de valores públicos que realiza el TGN persiguen el objetivo de financiamiento fiscal y su impacto sobre el control de la liquidez depende de la ejecución del gasto público. Cuando los recursos que son captados de las operaciones con valores del TGN 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.

²¹ Ley N° 1670, Ley del Banco Central de Bolivia, artículo 29.

²² El Consejo define la emisión, cantidad ofertada, moneda, plazo, adjudicación y frecuencia de la subasta.

²³ Resolución de Directorio del BCB N° 128/2003. Capítulo II, artículo 6.

**RECUADRO IV.1
VALORES PÚBLICOS DEL TGN**

Los valores públicos del TGN son emitidos con objetivos distintos a los instrumentos utilizados por el BCB y tienen como finalidad el financiamiento fiscal de las operaciones del TGN a través del mercado interno. Estos instrumentos son ofertados de forma simultánea a los valores del BCB y utilizan los mismos mecanismos de operación (subasta pública y Mesa de Dinero), sin embargo no forman parte de las OMA del Ente Emisor.

Una particularidad que permite diferenciar las operaciones con valores del TGN es su plazo de emisión, que comprende el mediano y largo plazo, en contraposición a los valores emitidos con fines de política monetaria, que son de corto plazo por el objetivo que persiguen.

A fin de conocer de forma clara los instrumentos con los que dispone el TGN para sus operaciones de financiamiento, a continuación se describen sus principales características.

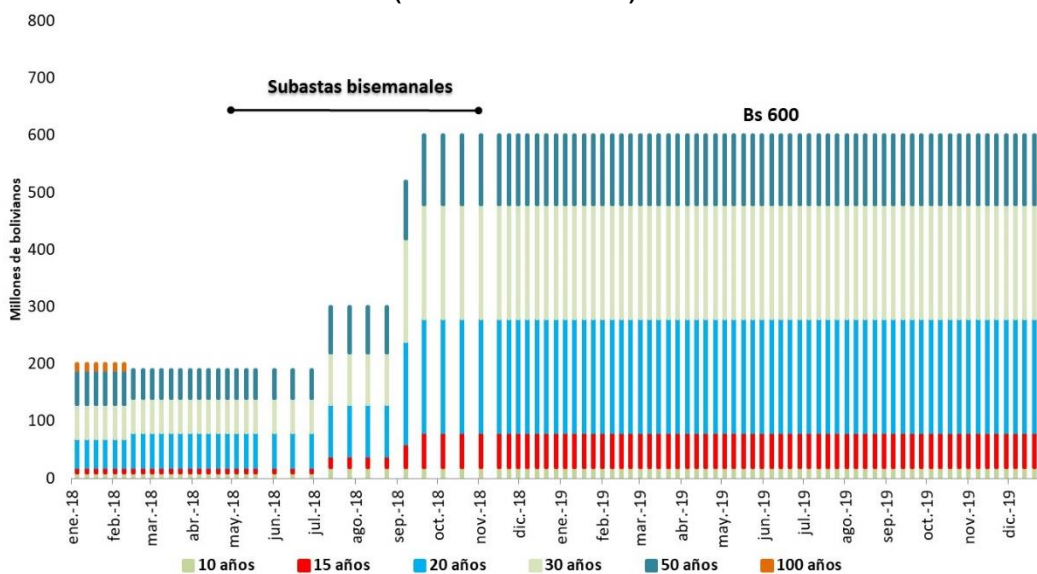
Valores públicos del TGN	
Letras del TGN (LT)	<p>A partir de junio de 2014, el BCB ha dejado de utilizar estos instrumentos para sus operaciones de regulación monetaria, por tanto son títulos que pueden ser utilizados con fines de política fiscal para financiar requerimientos de liquidez de corto plazo del TGN. En este sentido, la responsabilidad para su pago recae exclusivamente en el TGN.</p> <p>Son valores nominativos de renta fija, redimibles al vencimiento y vendidos a descuento. Los plazos habituales de estos instrumentos fueron de 91, 182 y 364 días.</p> <p>Desde el año 2007 el TGN dejó de colocar Letras, concentrando sus colocaciones en Bonos con plazos mayores a un año.</p>
Bonos del TGN (BT)	<p>Al igual que las LT, a partir de junio de 2014 son utilizados por el TGN exclusivamente con fines de financiamiento fiscal de más largo plazo y su responsabilidad de pago es asumida por el TGN en su integridad.</p> <p>Son valores a rendimiento, nominativos, emitidos con una tasa de rendimiento nominal preestablecida (tasa cupón), con pagos semestrales de cupones. El precio de venta con respecto a la par determina el rendimiento efectivo.</p> <p>Estos instrumentos se emiten actualmente en MN y los plazos habituales de emisión son 10, 15, 20, 30 y 50 años,¹ aunque en el pasado el TGN también emitió Bonos con plazos de 2, 4, 6 y 8 años y hasta febrero de 2018 también se ofertaron papeles a 100 años.</p>
Bonos del TGN emitidos a favor de las AFP	<p>Son valores a rendimiento, con pagos anuales de cupones, emitidos a la par y con una tasa de rendimiento efectiva preestablecida.</p> <p>Fueron colocados por el TGN directamente a las AFP, para financiar el costo de la reforma del sistema de pensiones a partir de 1997. En principio, y hasta el año 2002, eran emitidos en MVDOL a un plazo de 15 años con interés anual de 8%. Posteriormente, a partir del 2003, se colocaron en MNUFV a plazos de 9 y 15 años y a tasas de interés anual de 5% y 4,5%, respectivamente, emisión que cesó en agosto de 2007 como consecuencia de la mejora en la posición fiscal.</p> <p>El BCB acepta la utilización de estos Bonos para realizar operaciones de reporto.</p>

¹ Las tasas de rendimiento nominales en 2019 fueron de 3,2%, 3,6%, 3,8%, 4,0% y 4,1%, respectivamente.

Durante la gestión 2019, la oferta de valores públicos del TGN se mantuvo en Bs600 millones semanales con la misma composición por plazos vigente desde septiembre de 2018 que dio mayor preferencia a los bonos de 20 y 30 años con una oferta de Bs200 millones en cada caso, seguido del plazo a 50 años por Bs120 millones, en tanto que el volumen ofertado para los bonos de menor plazo de 10 y 15 años ascendió en conjunto a Bs80 millones. Esta composición por plazos estuvo acorde con la política de endeudamiento

de mediano y largo plazo del TGN y se realizó exclusivamente en MN dando continuidad con su política de bolivianización²⁴ (Gráfico IV.1).

**Gráfico IV.1: Oferta semanal de valores del TGN
(Millones de bolivianos)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
NOTA: Los datos se presentan en valor nominal.

Además de la oferta de valores públicos en subasta, el CAVT determinó realizar ofertas bajo el mecanismo de Mesa de Dinero. Esta modalidad de oferta de títulos le permitió al Tesoro la posibilidad de determinar los plazos, las tasas nominales (cupón) y las tasas de rendimiento efectivas a las cuales estaba dispuesto a financiarse, además que le otorgó la opción de ampliar el monto inicialmente ofertado en la subasta para obtener un mayor financiamiento fiscal y señalar a los participantes sobre los precios y tasas que estaba dispuesto a validar para las subsiguientes subastas.

Así, en 2019 el CAVT decidió realizar ofertas en Mesa de Dinero en ocho ocasiones y en la última semana de noviembre ofertó por primera vez bonos a 5 años bajo este mecanismo.²⁵ El monto semanal ofertado en Mesa de Dinero no superó el monto remanente no adjudicado en subasta, exceptuando la semana de noviembre cuando se registró una oferta por Bs750 millones, superior a la oferta determinada para la subasta (Bs600 millones).

Con todo, la oferta de valores del TGN se realizó bajo las dos modalidades: subasta pública y Mesa de Dinero, ésta última determinó mayores necesidades de financiamiento fiscal para el primer y último trimestres del año (Cuadro IV.1).

²⁴ La oferta de valores del TGN se realiza exclusivamente en MN desde junio de 2009.
²⁵ El bono a 5 años no forma parte de la oferta habitual de valores del TGN en subasta.

**Cuadro IV.1: Oferta de valores del TGN por mecanismo de colocación
(Cantidad de títulos)**

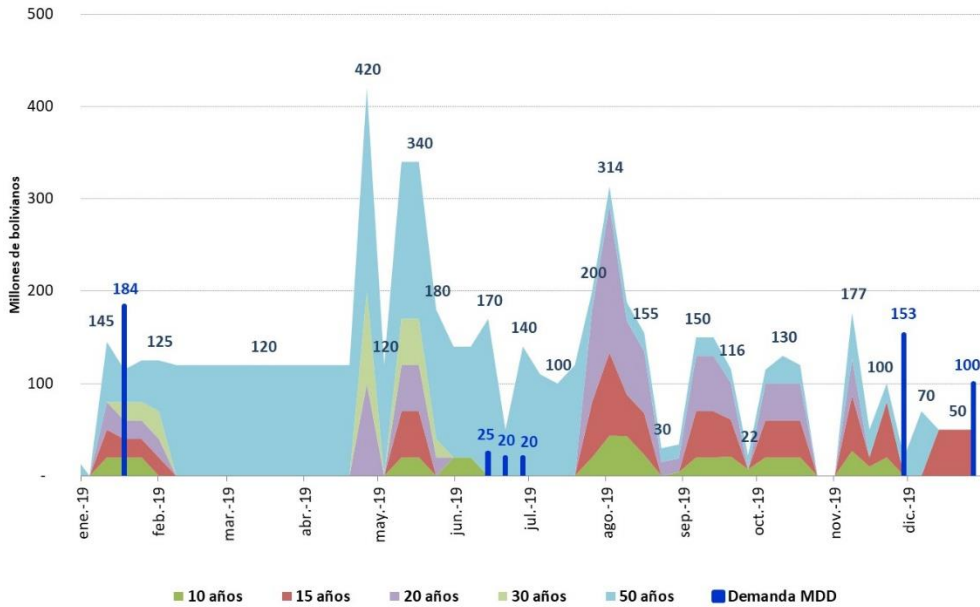
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Total 2019
Subasta Pública					
BT 10 años	260.000	260.000	260.000	260.000	1.040.000
BT 15 años	780.000	780.000	780.000	780.000	3.120.000
BT 20 años	2.600.000	2.600.000	2.600.000	2.600.000	10.400.000
BT 30 años	2.600.000	2.600.000	2.600.000	2.600.000	10.400.000
BT 50 años	1.560.000	1.560.000	1.560.000	1.560.000	6.240.000
Mesa de Dinero					
BT 5 años				150.000	150.000
BT 10 años			49.500	150.000	199.500
BT 15 años	30.000		30.000	250.000	310.000
BT 20 años	170.000			150.000	320.000
BT 30 años	200.000			150.000	350.000
BT 50 años	55.000	70.000			125.000
Oferta total	8.255.000	7.870.000	7.879.500	8.650.000	32.654.500

FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: BT = Bonos del TGN.
 Cada título tiene un valor nominal de Bs1.000.

Por su parte, la demanda de valores del TGN bajo los mecanismos descritos ascendió a Bs6.993 millones, del cual Bs6.491 millones (93%) fueron registrados a través de la modalidad de subasta pública. Los meses que registraron mayores volúmenes demandados fueron abril y mayo, toda vez que el TGN no había realizado adjudicaciones de títulos desde el mes de febrero con el fin de evitar desplazar el financiamiento del sector privado en un periodo que registró menores niveles de liquidez en el sistema financiero; esta situación generó mayor preferencia por papeles del TGN, en particular de parte de las AFP por la naturaleza de sus inversiones que se orientan hacia el largo plazo. Posteriormente, se observó una disminución en la demanda y en el mes de agosto volvió a repuntar dado que el TGN mostró su predisposición a adjudicar bonos a plazos inferiores a los 50 años y se observó mayor puja entre los participantes para adjudicarse estos títulos.

La preferencia de la demanda estuvo asociada a la estructura de la oferta de valores públicos y se concentró en bonos de 50, 20 y 15 años, los cuales en conjunto sumaron el 88% del total demandado en 2019. Específicamente, la demanda de valores a 50 años registró un total de Bs3.782 millones (54%), de 20 años por Bs1.203 millones (17%) y los bonos a 15 años por Bs1.200 millones (17%), en tanto que los bonos a 10 y 30 años observaron menores niveles demandados por Bs459 millones (7%) y Bs346 millones (5%), respectivamente; asimismo el bono a 5 años tuvo una demanda por Bs3 millones (0,04%). La demanda de valores en Mesa de Dinero se registró en semanas puntuales y fue determinada por los montos ofertados por el TGN bajo esta modalidad (Gráfico IV.2).

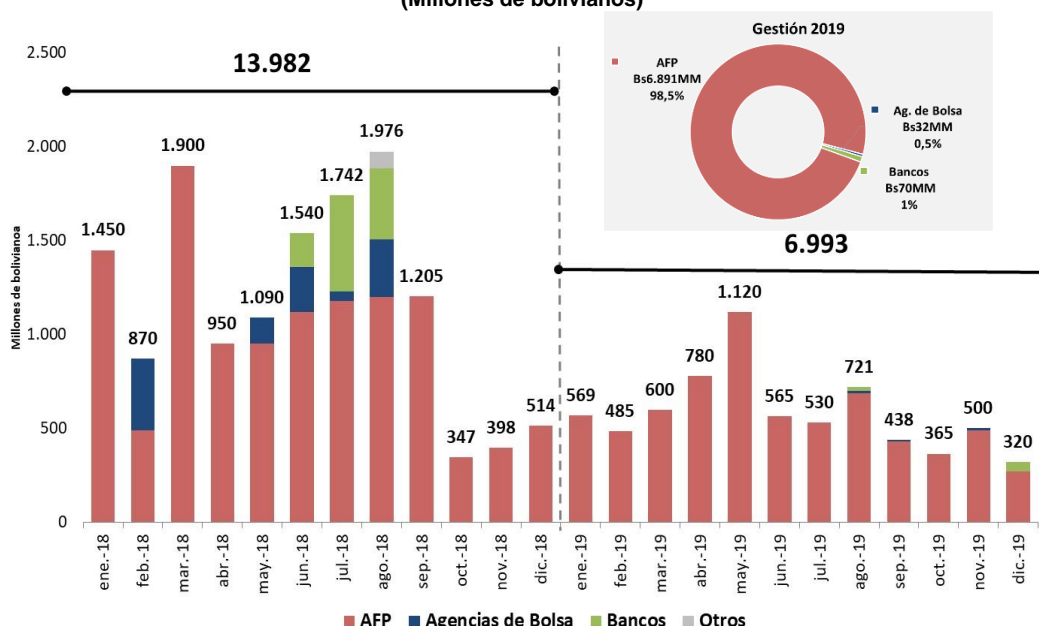
Gráfico IV.2: Demanda bruta de valores del TGN por instrumento y mecanismo (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: Incluye montos demandados por valores del TGN en subasta por plazo (áreas) y Mesa de Dinero – MDD (barras).
 Los datos se presentan en valor nominal.

En lo que respecta a la demanda por valores del TGN según institución, similar a lo acontecido en gestiones pasadas, destaca la participación de las AFP que demandaron un total de Bs6.891 millones, equivalente al 98,5% del monto total demandado. Las entidades bancarias demandaron valores por un total de Bs70 millones (1%), mientras que las agencias de bolsa registraron una demanda de Bs32 millones (0,5%). Las SAFI y compañías de seguro no registraron posturas de demanda en 2019. Corresponde señalar que los volúmenes demandados en 2019 fueron inferiores a los observados en 2018 en línea con las menores disponibilidades de liquidez de las entidades financieras y dado el menor requerimiento de estos valores por parte de inversionistas institucionales (Gráfico IV.3).

Gráfico IV.3: Demanda bruta de valores del TGN por grupo institucional (Millones de bolivianos)

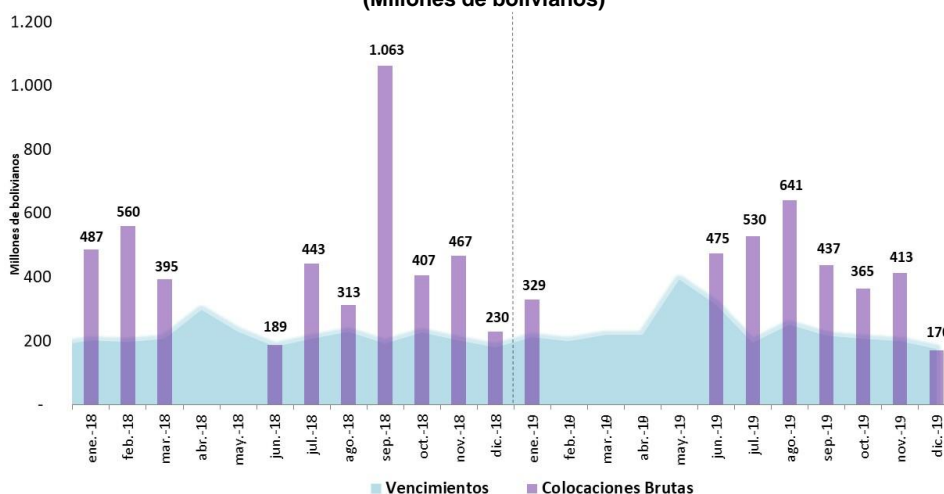


FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: Incluye montos demandados por valores del TGN en subasta y mesa de dinero.
 Las líneas negras corresponden al total de cada gestión.
 La categoría otros incluye SAFI y compañías de seguro.
 Los datos se presentan en valor nominal.

En el contexto descrito, en 2019 la colocación bruta de valores del TGN ascendió a Bs3.361 millones, mientras que los vencimientos alcanzaron Bs2.822 millones,²⁶ esto se tradujo en una colocación neta de Bs539 millones que permitió obtener recursos de financiamiento adicionales para el TGN. Las colocaciones efectuadas se concentraron especialmente en la segunda mitad del año, periodo en el cuál éstas ascendieron a Bs2.556 millones, equivalente al 76% del monto total colocado en 2019, esto debido a que el TGN no realizó adjudicaciones entre febrero y mayo y se mostró más proclive a realizar colocaciones a partir de junio en respuesta a la demanda observada por parte de los principales inversionistas institucionales (Gráfico IV.4).

²⁶ Incluye el pago de capital y cupones. Los vencimientos de bonos colocados en subasta y Mesa de Dinero ascendieron a Bs1.191 millones, mientras que los bonos que fueron emitidos por el TGN directamente a las AFP registraron vencimientos por Bs1.631 millones.

Gráfico IV.4: Colocación y vencimientos de valores del TGN (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los valores de colocación están expresados en valor inicial. Los vencimientos incluyen bonos colocados en subasta y mesa de dinero y bonos emitidos por el TGN de forma directa a las AFP.

Del total de colocaciones de la gestión, el 85% (Bs2.858 millones) se realizó a través de la subasta pública competitiva y el restante 15% (Bs502 millones) fue colocado bajo el mecanismo de Mesa de Dinero con las condiciones definidas por el TGN en cuanto a plazos, tasas y precios de emisión (Cuadro IV.2).

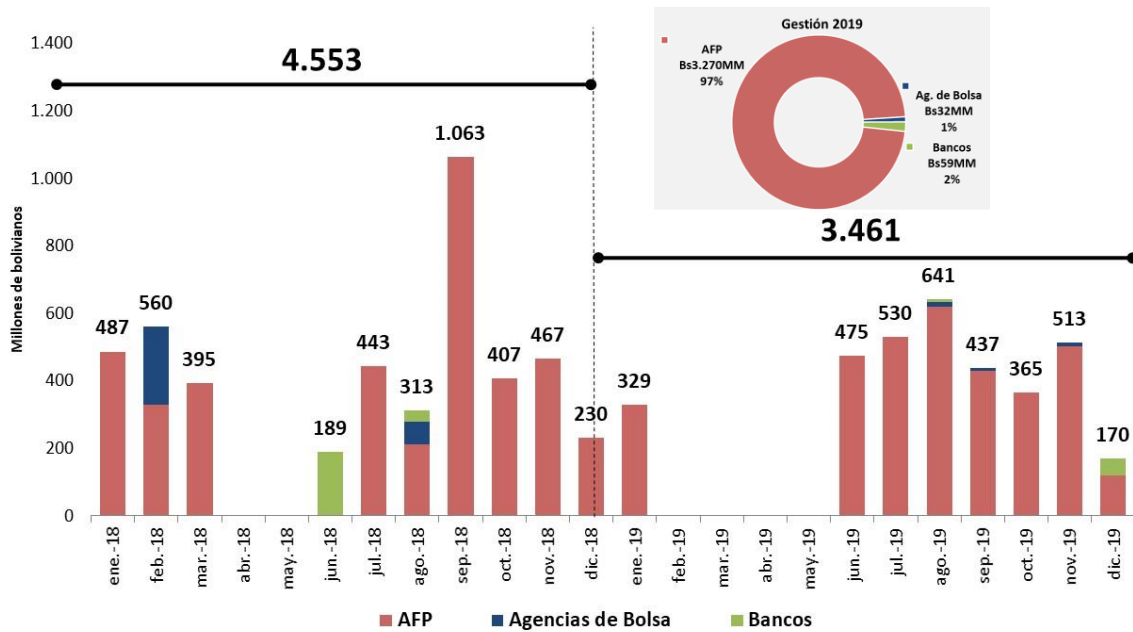
Cuadro IV.2: Colocación de valores del TGN por grupo institucional y mecanismo (Millones de bolivianos)

	AFP	Bancos	Agencias de Bolsa	Total	Participación
Subasta pública	2.821	9	29	2.858	85%
Mesa de Dinero	449	50	3	502	15%
Total	3.270	59	32	3.361	100%

FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los datos se presentan en valor inicial.

En lo que se refiere a las colocaciones por grupo institucional, las AFP se adjudicaron Bs3.270 millones, que representa el 97% del monto total colocado en 2019. Los bancos alcanzaron una colocación de Bs59 millones, que refleja 2% del total, y finalmente los agencias de bolsa se adjudicaron Bs32 millones, el 1% restante. Dada la mayor participación de las AFP, se debe destacar que las condiciones en las que fueron realizadas estas colocaciones permitieron un refinanciamiento de la deuda del TGN concentrado en el largo plazo (Cuadro IV.2 y Gráfico IV.5).

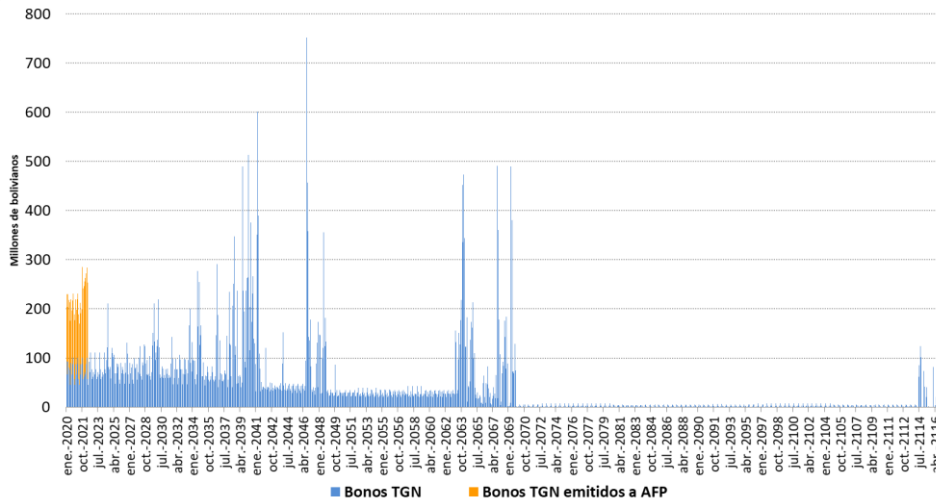
Gráfico IV.5: Colocación de valores del TGN por grupo institucional (Millones de bolivianos)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTAS: Los valores de colocación están expresados en valor inicial.
 Las líneas negras corresponden al total de cada gestión.
 Incluye colocación de valores del TGN en subasta y mesa de dinero.

El perfil de vencimientos futuros de valores del TGN se caracteriza por una distribución de pagos de largo plazo que se extiende hasta el año 2116 con la emisión de valores a 100 años plazo. Los vencimientos se encuentran concentrados en MN, con excepción de los bonos que fueron emitidos por el TGN directamente a las AFP que presentan un perfil de vencimientos denominado en UFV que concluye en mayo de 2022. Dentro del perfil de vencimientos destaca la distribución relativamente uniforme a lo largo del tiempo, con excepción de períodos puntuales, como son los años 2038-2041, 2046-2048, 2063-2064 y 2067-2069, que corresponden a los vencimientos de los valores emitidos a 20, 30 y 50 años plazo (Gráfico IV.6).

**Gráfico IV.6: Perfil de vencimientos de valores del TGN por moneda
(Millones de bolivianos)**

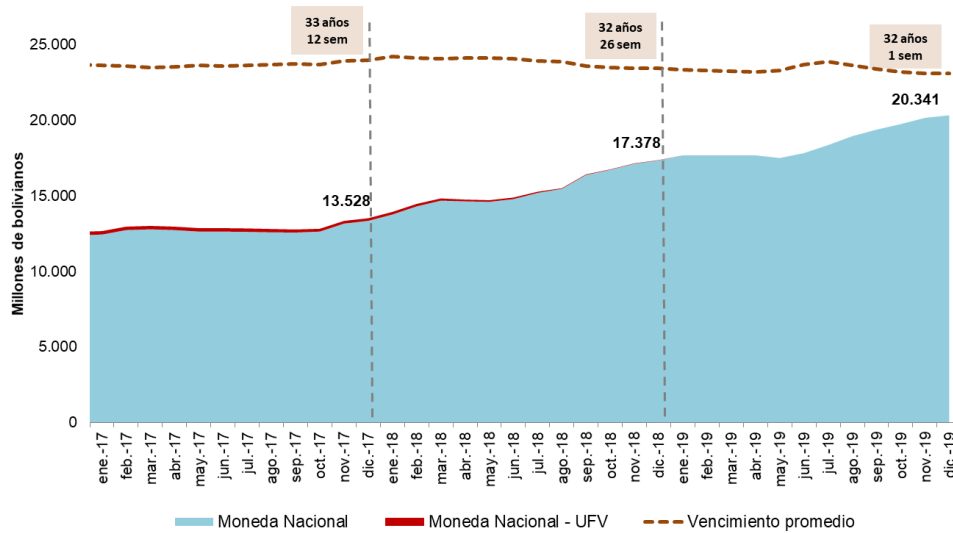


FUENTE: Banco Central de Bolivia y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los vencimientos de bonos del TGN emitidos directamente a las AFP denominados en UFV están valorados al tipo de cambio fijo del Programa Monetario 2020 (UFV 2,3618).
 Los vencimientos incluyen principal y cupones.

Como resultado de las determinaciones asumidas por el CAVT y considerando las operaciones con valores del TGN registradas durante 2019, el saldo de valores del TGN cerró la gestión en Bs20.341 millones,²⁷ cifra superior en Bs2.963 millones respecto al cierre de 2018 (Bs17.378 millones). Por otra parte, existió una leve disminución en el plazo promedio de los vencimientos del TGN, pasando de 32 años y 26 semanas en 2018 a 32 años y 1 semana en la gestión 2019, debido al incremento en la colocación de valores a 10, 15 y 20 años. La totalidad del saldo de valores de financiamiento fiscal colocados en subasta y Mesa de Dinero esta denominada en MN. Este resultado permitió al TGN consolidar una estructura de deuda interna adecuada y profundizar el uso de la MN en el mercado financiero (Gráfico IV.7).

²⁷ Los valores de saldos del TGN no incluyen intereses (cupones) y no consideran los bonos que fueron emitidos por el TGN directamente a las AFP.

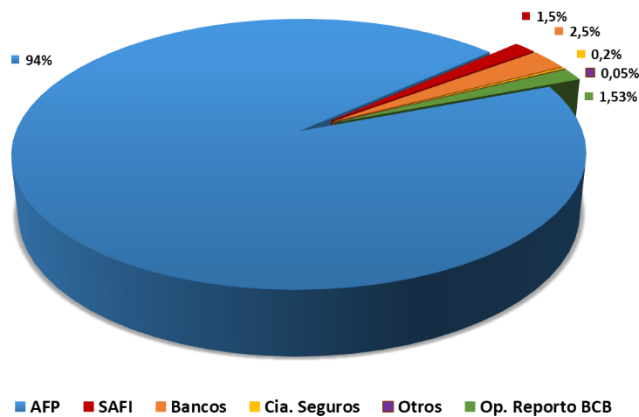
**Gráfico IV.7: Saldo de valores del TGN y vencimiento promedio
(Millones de bolivianos)**



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Los valores de saldos no incluyen intereses (cupones).

Al 31 de diciembre de 2019, los principales tenedores de valores del TGN fueron las dos AFP por cuenta de los Fondos de Capitalización Individual que administran, con una participación del 94%, el restante 6% se encuentra distribuido entre bancos (2,5%), SAFI y sus fondos de inversión (1,5%), compañías de seguro (0,2%) y en menor proporción agencias de bolsa, entidades jurídicas y personas naturales, además de la fracción correspondiente al BCB por concepto de valores reportados (Gráfico IV.8).

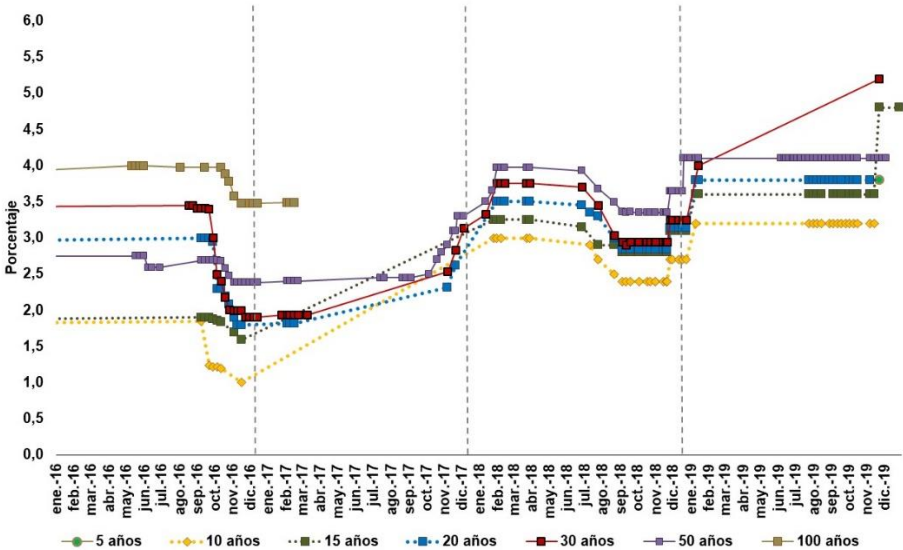
**Gráfico IV.8: Saldos de valores TGN por último titular
Al 31 de diciembre de 2019
(Porcentaje)**



FUENTE: Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. (EDV).
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Porcentajes sobre saldos expresados a valor de mercado al 31/12/2019 de bonos del TGN y cupones desprendidos.

En 2019, las tasas de adjudicación de bonos del TGN en todos los plazos oscilaron en torno a los niveles de sus tasas de rendimiento nominal (cupón). En la última semana de noviembre se destaca la colocación de bonos a 5, 15 y 30 años bajo el mecanismo de Mesa de Dinero registrando un incremento en tasas de 120 puntos básicos, tanto en las tasas nominales como en las tasas de rendimiento efectivas, el cual fue propiciado por el TGN a fin de captar mayor financiamiento. De este modo, las tasas de adjudicación de bonos del TGN presentaron variaciones positivas respecto a sus niveles del año anterior. En efecto, en los plazos de 5, 15 y 30 años, se cerró la gestión con tasas de rendimiento de 3,80%, 4,80% y 5,20%, las cuales corresponden a valores colocados en Mesa de Dinero; en tanto que a los plazos de 10, 20 y 50 años, las últimas tasas marcadas en Subasta Pública, fueron de 3,20%, 3,80% y 4,10%. En todos los casos corresponden a adjudicaciones realizadas a la par, es decir a tasas de rendimiento igual a sus tasas nominales de emisión (Gráfico IV.9).

Gráfico IV.9: Tasas de rendimiento de valores del TGN (Porcentaje)



FUENTE: Banco Central de Bolivia.
 ELABORACIÓN: BCB – Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto.
 NOTA: Incluye tasas de rendimiento de valores del TGN colocados bajo los mecanismos de subasta y Mesa de Dinero.



Ayacucho esquina Mercado
Teléfono: (591-2) 2409090
Fax: (591-2) 2661590
Línea gratuita: 800-10-2023
www.bcb.gob.bo
bancocentraldebolivia@bcb.gob.bo
La Paz - Bolivia