

UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRÉS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

CARRERA: ECONOMÍA



TESIS DE GRADO

Las Operaciones de Mercado Abierto en Bolivia

(PERIODO 1987 - 1993)

Postulante: Julio Misael Peña Tudela

Tutor : Lic. Julio Viveros Burgos

La Paz - Bolivia

1994

DEDICADO

A MIS PADRES:

*Juan de Dios Peña y en memoria de Bertha Tudela,
por su amor, apoyo, comprensión y ejemplo que
siempre me brindaron en cada momento y por la
dedicación expuesta en mi formación profesional.*

A MI ESPOSA Y HERMANOS

*Nury Rodriguez, Magda y Juan José Peña.
Por el valioso apoyo que me brindaron.*

AGRADECIMIENTO

Quiero dejar constancia de mi agradecimiento a todas las personas que me brindaron su colaboración para la realización de este trabajo. En especial la colaboración sincera y desinteresada del Sr. Lic. Julio Viveros B., Profesor Tutor de la Tesis, quien con su valiosa ayuda hizo posible la realización de este trabajo.

También quiero agradecer a los Sres. Lic. Justo Patzi P., Lic. Roberto Ticona G., Lic. Marcelo Aguirre y Lic. Walter Guzmán, quienes con sus comentarios y observaciones valiosas supieron guiarme hasta la conclusión de este estudio.

INDICE GENERAL

CAPITULO I

1.	INTRODUCCION	
1.1	Consideraciones Preliminares	1
1.2	Marco Teórico	3
1.2.1	Discusión de Enfoques sobre la Política Monetaria	3
1.2.2	Principales instrumentos de política económica	4
1.2.3	Teorías sobre operaciones de mercado abierto	8
1.3	Importancia de las operaciones de mercado abierto .	9
1.4	Objetivos y alcances	10
1.5	Problemática de las operaciones de mercado abierto en Bolivia	11
1.5.1	Planteamiento del problema	11
1.5.2	Formulación de la hipótesis	13
1.6	Metodología y técnicas de investigación	14

CAPITULO II

2.	ANALISIS DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	
2.1	Iniciación y constitución de las Operaciones de Mercado Abierto en Bolivia Período 1987 a 1989 .	17
2.1.1	Objetivos iniciales durante el período 1987 a 1989	26
2.2	Principales repercusiones del período 1989 a 1993 de las Operaciones de Mercado Abierto en Bolivia	28
2.2.1	Alcances finales durante el período 1989 - 1993	54

C A P I T U L O I I I

3.	COMPORTAMIENTO ANALITICO DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO EN AMBOS PERIODOS	
3.1	Los CD's y la Política Económica en ambos períodos 1987 a 1993	58
3.2	Las Implicaciones de los CD's. en la Política Monetaria	66
3.2.1	Principales funciones del Banco Central de Bolivia	66
3.2.2	Los CD's y el Programa Financiero	68
3.2.3	La participación de los CD's en las Divisas del Banco Central de Bolivia	73
3.2.4	Los CD's y el Mercado del Crédito	75
3.2.5	Los CD's y el Mercado de Valores	78
3.2.5.1	El Mercado del Dinero	82
3.2.5.2	El Mercado de Capitales	82
3.2.6	Los CD's y el Encaje Legal (Encaje Remunerado)	83
3.3	Las Implicaciones de los CD's. en la Política Fiscal	85
3.3.1	El Déficit Cuasifiscal en la Economía Boliviana	87
3.3.2	Las Letras del Tesoro General de la Nación (LT's)	93
3.3.3	Análisis de gráficos sobre contracción monetaria y desequilibrio en el mercado de bienes	96
3.4	Conclusiones y Recomendaciones	99
3.5	Bibliografía	108
3.6	Cuadros, Anexos y Gráficas	110

C A P I T U L O I

1. INTRODUCCION

1.1 Consideraciones Preliminares

Los cambios ocurridos en la orientación económica del país desde 1985, que en conjunto se los ha denominado "Nueva Política Económica" (NPE), tuvieron desde su inicio el propósito de efectuar un proceso de desestatización de la economía, aunque en principio se enfatizó en la estabilidad monetaria y el seguimiento de la política fiscal, una vez conseguido este objetivo se buscó armonizar todos los sectores de la economía con sus lineamientos de una economía de mercado.

La implementación de la nueva política económica se la puede dividir en dos períodos, el primero de estabilización y el segundo de crecimiento económico, relacionado con un proceso acentuado de privatización asociado al financiamiento externo e inversión extranjera.

Pese a la estabilidad monetaria no se ha logrado superar el problema de desequilibrio fiscal, a ello contribuyó la mora en el pago de facturas de gas por parte de la Argentina. Esta mora tuvo que ser cubierta en gran medida, mediante la emisión de certificados de depósitos a plazo fijo negociables del Banco Central de Bolivia, dichas emisiones se constituyeron en la principal fuente indirecta de financiamiento interno del déficit, esta emisión aunque no fue inflacionaria, implicó un incremento del déficit cuasifiscal, definido como el costo neto incurrido por las instituciones financieras públicas debido a actividades relacionadas con la otorgación de transferencias y subsidios que

fueron llevados a cabo por otros organismos del gobierno general¹.

Los programas de ajuste estructural, en el campo económico, cuentan con varios instrumentos para conseguir las metas propuestas en los campos monetario, fiscal y cambiario; de la combinación adecuada de los mismos, surgen las medidas de ajuste destinadas a eliminar los desequilibrios externos e internos como el déficit fiscal y el déficit en la balanza de pagos.

La modalidad de estabilización monetaria en el caso boliviano ha respondido a las siguientes cuatro líneas de acción: reducción de la demanda agregada, ajustes en los precios relativos, apertura de los flujos comerciales y financieros y medidas de cambio estructural. La primera línea de acción ha estado orientada a reducir la demanda interna a través de la implementación de políticas monetarias y fiscales contractivas; la segunda apuntaba hacia la restitución de las señales del mercado como mecanismo de asignación de recursos, eliminándose para ello controles sobre la mayor parte de los precios, partiendo de la introducción de un nuevo régimen de tipo de cambio (administrado llamado bolsín); Igualmente se liberalizó el mercado de trabajo para el sector privado y la tasa de interés en el mercado financiero, finalmente, la tercera y cuarta línea se relacionan con la reestructuración del aparato productivo y administrativo del Estado y la apertura de la economía, como parte de la transformación estructural de la misma.

¹ Ver "Determinantes del déficit del sector público en Bolivia" en: "Análisis económico". UDAPE, 1992, pp. 159 - 163.

1.2 Marco Teórico

Bajo la visión de que toda acción por parte del Banco Central de Bolivia, como ente emisor y de control monetario se convierte en una política activa según sea el objetivo propuesto. Podemos inferir la necesidad de un ámbito económico donde la participación del Estado mediante el Banco Central determine una política monetaria macroeconómica; por lo que analizaremos dos líneas del pensamiento económico que proporcionan paradigmas teóricos, susceptibles de ser contrastados con la realidad del país, los mismos son la Teoría Monetarista y la teoría Keynesiana.

1.2.1 Discusión de Enfoques sobre la Política Monetaria²

Los Economistas de tendencia monetarista recomiendan la necesidad de manejar con sumo cuidado la cantidad de dinero concretizado en billetes y monedas en poder del público y los depósitos a la vista; dentro de esta argumentación la Escuela de Chicago, sostiene que la Política Monetaria debe tener como principal objetivo la estabilidad de los precios y luchar contra la inflación. De ahí que este enfoque sostiene que el Estado no debe practicar una Política activa; adoptando medidas contra la recesión, desempleo, operaciones de mercado abierto, manejo de tasas de redescuento y manejo discrecional de la tasa de interés y de la tasa de Encaje Legal.

En oposición a la concepción monetarista, la concepción Keynesiana recomienda que en una fase de contracción económica se debe combinar políticas activas fiscales y monetarias, para ello se recomienda que una política fiscal activa debe estar orientada a

² Para las discusiones entre políticas pasivas y activas me base en el trabajo del profesor Patricio Meller. Ver "Keynesianismo y monetarismo. Discrepancias metodológicas". CIEPLAN 1988. Santiago de Chile, pp. 281 - 321.

amortiguar las variaciones del ciclo económico, mantener el crecimiento del producto y del empleo.

Para ello se propone el aumento del gasto autónomo, esta política debe estar acompañada con medidas anticíclicas como los impuestos progresivos, gasto de inversión en obras públicas y aumento de transferencias en gastos sociales; paralelamente, la política de gasto autónomo debe estar acompañada con una política monetaria activa que en una fase de contracción se debe incentivar las Operaciones de Mercado Abierto, mediante la venta de Certificados (CD's), bonos, pagarés y valores, de este modo disminuir la oferta monetaria y aumentar la tasa de encaje legal a fin de deprimir las actividades económicas en épocas de inflación y restar disponibilidad de fondos al Sistema Bancario.

En efecto, se trata de quitar liquidez a la economía mediante una restricción de la demanda efectiva, cuyo impacto se traduce en la disminución del producto, desempleo e ingreso nacional.

1.2.2 Principales instrumentos de política económica

Los tipos de políticas con que el gobierno, en general cuenta para lograr los grandes objetivos de empleo, producción, estabilidad interna y externa se llaman políticas de estabilización, comprende el manejo de distintos instrumentos que están a su disposición para alcanzar, directa o indirectamente los objetivos propuestos.

Los instrumentos de la política pueden agruparse en tres grupos: política fiscal, política de ingreso y política monetaria. La primera definida como el conjunto de medidas tomadas por el gobierno en cuanto a la determinación del tamaño y composición del presupuesto nacional, afectando los niveles del producto interno bruto, el ingreso nacional, los niveles de empleo y de precios; su efecto en la actividad económica se lleva a cabo mediante las

variaciones que produce en el nivel de ingreso disponible del público, por otra parte las variaciones en el gasto público tienen un efecto directo sobre el gasto realizado en la economía, al formar parte de la demanda agregada, vale decir los gastos en bienes de consumo, inversión real, gasto del gobierno y exportaciones; al mismo tiempo, producen cambios secundarios en el gasto total, en la medida en que el sector privado se vea obligado a modificar sus gastos al afectarse su ingreso disponible por la política impositiva.

Un aumento en el déficit o una reducción en el superávit tiene un efecto expansivo en la economía y contrariamente, una disminución del déficit o un incremento del superávit serían de carácter contractivo, en resumen diremos que la Política Fiscal tendrá efectos sobre el nivel y en la composición del producto interno bruto, según sea el tipo del gasto y los tipos de impuesto que se utilicen; por otra parte utilizando las normas fiscales, el Gobierno puede aumentar o reducir los impuestos y aumentar o reducir las erogaciones según lo requiera la situación de manera que las normas fiscales pueden ser expansionistas frente a un aumento en los gastos del gobierno o una disminución de los impuestos a manera de estimular la Economía en épocas de receso; o utilizar normas fiscales contraccionistas disminuyendo los gastos del gobierno y aumentando los impuestos para deprimir las actividades económicas en épocas de inflación.

La Política de Ingreso a través de esta política se pretende frenar las presiones inflacionarias resultantes de grupos monopólicos, para cumplir con el objetivo de ocupación plena, por otra parte comprende programas gubernamentales tendientes a limitar o tener bajo control, las peticiones de parte de los grupos de trabajadores de mayores salarios, así como los intentos de las empresas de elevar los precios de los bienes que producen; pretendiendo con ellos disminuir las presiones inflacionarias originadas por alza en los costos a los factores de producción.

La política monetaria puede concebirse como la manipulación de los instrumentos financieros por parte del Banco Central, con el objetivo de lograr, en lo posible, el pleno empleo, la máxima producción, la estabilidad de precios y el equilibrio externo e interno en la balanza de pagos, cuyas principales variables financieras están constituidas por el medio circulante y por el crédito de tal forma que podemos aceptar la definición: que por política monetaria queremos significar las acciones del Banco Central destinadas a influir sobre las condiciones del crédito; y el comportamiento del dinero y sus sustitutos (es decir la oferta de dinero, depósitos en cuenta corriente, varios tipos de depósitos a plazo y otros instrumentos líquidos)³.

Para la aplicación de la política monetaria está cuenta con varios instrumentos como ser:

El encaje legal, cuya finalidad es el de contraer o expandir la capacidad crediticia de los bancos comerciales mediante saldos en efectivo que deben mantener los bancos, esto se logra a través de las reacciones que producen las variaciones del encaje legal en el medio circulante, siendo el resultado de la base monetaria (dinero primario) multiplicado por el coeficiente denominado multiplicador del dinero, el cual depende del comportamiento del público como de los bancos en cuanto a las reservas en efectivo que están obligados a mantener.

El redescuento, cuya finalidad influye en la política crediticia a través de las limitaciones que el Banco Central impone al mercado financiero mediante los plazos y tasas de redescuento, también puede definirse como la variación en las condiciones bajo las cuales los bancos comerciales pueden acudir al financiamiento del Banco Central, mediante el descuento de documentos de crédito

³ Samuelson, Paul, " Money Interest Rates and Economic Activity " New York American Bankers Association 1967.

concedidos por ellos y mediante la concesión de créditos directos con garantía de sus colocaciones (prestamos); una de las principales condiciones de este financiamiento es la llamada tasa de redescuento definida como el tipo de interés que cobra el Banco Central por los créditos que concede a los bancos y cuya variación estimula o desestimula el uso de tales recursos.

Operaciones de mercado abierto, es el instrumento más importante de la política monetaria que opera a través de la colocación de títulos valor por parte del Banco Central en el mercado financiero, éste decide por cuenta propia si hay mucho dinero o poco dinero y procede a comprar o a vender títulos en el mercado, dichas compras o ventas afectan al mercado monetario de tres modos diferentes: el efecto en el volumen del encaje bancario, el efecto en el precio y en rentabilidad de los valores comprados y vendidos los mismos que tienen repercusiones en el precio y la tasa de interés y finalmente la expectativa en lo concerniente al futuro comportamiento de los precios y el rendimiento de los valores; ahora bien los títulos valor en nuestro estudio viene representado por los Certificados de Depósito Negociables (CD's.), los mismos que son emitidos al portador por el Banco Central de Bolivia transferibles en cualquier momento y en los cuales se establece la obligación del emisor a pagar el valor nominal del título en la fecha de vencimiento.

Las tasas de interés son las que en más se evidencian los efectos de la política monetaria sobre la producción, haciendo diferenciaciones selectivas en las tasas de valores como forma de estimular o desestimular actividades diversas, influir en la captación de recursos y afectar el nivel del crédito.

Los topes de cartera, este instrumento limita al crédito en forma global (control cuantitativo), como lo orienta hacia actividades consideradas prioritarias (control cualitativo).

Persuasión Moral, con este instrumento se llega a tener mayor conciliación de intereses entre la Banca Central y bancos comerciales.

Al tratar de estimular o deprimir las actividades económicas, el Gobierno o el Banco Central utiliza normas monetarias que pueden ser expansionistas frente a un aumento en la oferta de dinero y disminución de las tasas de interés, para estimular la economía en épocas de receso; o aplicar normas monetarias contraccionistas disminuyendo la oferta de dinero o aumento en las tasas de interés para prevenir la inflación.

La política monetaria deberá abordarse desde una perspectiva de su relación entre los distintos instrumentos de política económica que deben contribuir a cumplir con los logros del programa económico en el área gubernamental.

1.2.3 Teorías sobre operaciones de mercado abierto

Si bien las operaciones de mercado abierto operan a través de la colocación de títulos valor por parte del Banco Central en el mercado financiero, la ventaja teórica de dicho instrumento sobre los demás especialmente respecto al redescuento, consiste en que representa un medio más directo de control monetario, esto siempre y cuando el mercado financiero y el de bonos en particular estén bien desarrollados y que los valores con que se realicen tales operaciones representen la parte principal de los títulos financieros existentes en el país; para que dichas operaciones tengan un buen éxito debe darse los siguientes requisitos:

- Que los bancos comerciales aumenten o disminuyan sus préstamos de acuerdo con el aumento o disminución de sus reservas.

- Que la demanda de créditos aumente o disminuya de acuerdo con los cambios en la base del crédito y los tipos de interés.

- Finalmente que no se produzcan fuerzas contrarias que contrarresten la medidas anteriormente descritas.

1.3 Importancia de las operaciones de mercado abierto

La principal función asignada a las operaciones de mercado abierto mediante la emisión de títulos valor (certificados de depósito negociables) es compensar en el corto plazo los desequilibrios del programa financiero; la programación financiera es una técnica que relaciona adecuadamente las disponibilidades y necesidades de recursos de un país con el objeto de obtener los niveles deseados de producción, inflación y determinación de los principales precios de la economía, la ejecución en forma disciplinada de este programa, además de los objetivos que persigue permite enviar señales positivas al mercado interno y a los organismos internacionales, sobre cuyas bases se generan las expectativas de los agentes económicos y son determinantes en la formación del ahorro e inversión, el nivel de tasas de interés y el flujo de recursos externos; es por esta razón que todo Gobierno pone el mayor empeño en su elaboración y ejecución y en caso de existir desequilibrios, se aplica las medidas correctivas necesarias.

El producto final de la programación financiera es una proyección de flujo de fondos del Sistema Financiero donde se evalúa los recursos previstos tanto internos como externos, en los recursos figura la renta tributaria del gobierno, el dinero, el cuasi-dinero, las exportaciones, los prestamos y créditos externos; en la lista de los usos se encuentra los gastos públicos, las necesidades de crédito bancario de los sectores público y privado y finalmente las importaciones.

De esta manera surgen los certificados de depósitos negociables (CD's), en circunstancias cuando aparecen imponderables que hagan peligrar el cumplimiento de metas en un programa

financiero, como un financiador o un colchón de los déficit circunstanciales de los sectores fiscal, externo y/o financiero por lo tanto los certificados de depósito negociables corrientes actúan en el corto plazo.

Ahora bien del flujo circular de la economía boliviana, podemos indicar que la oferta de certificados de depósito negociables dependen de la existencia de desequilibrios en los sectores fiscal, externo y financiero, y su demanda estará sujeta no solo al rendimiento que ofrezca frente a otra clase de activos financieros, sino además a la capacidad de generar ahorro tanto en la economía formal como informal. (Ver anexo 1).

1.4 Objetivos y alcances

El objetivo principal de este trabajo, es analizar de un modo sistemático los efectos de las operaciones de mercado abierto en la economía boliviana. También, establecer los nexos que existen entre la política monetaria y fiscal, es decir la relación entre el financiamiento de los gastos fiscales y la regulación de la cantidad de dinero necesario en la economía en un momento determinado.

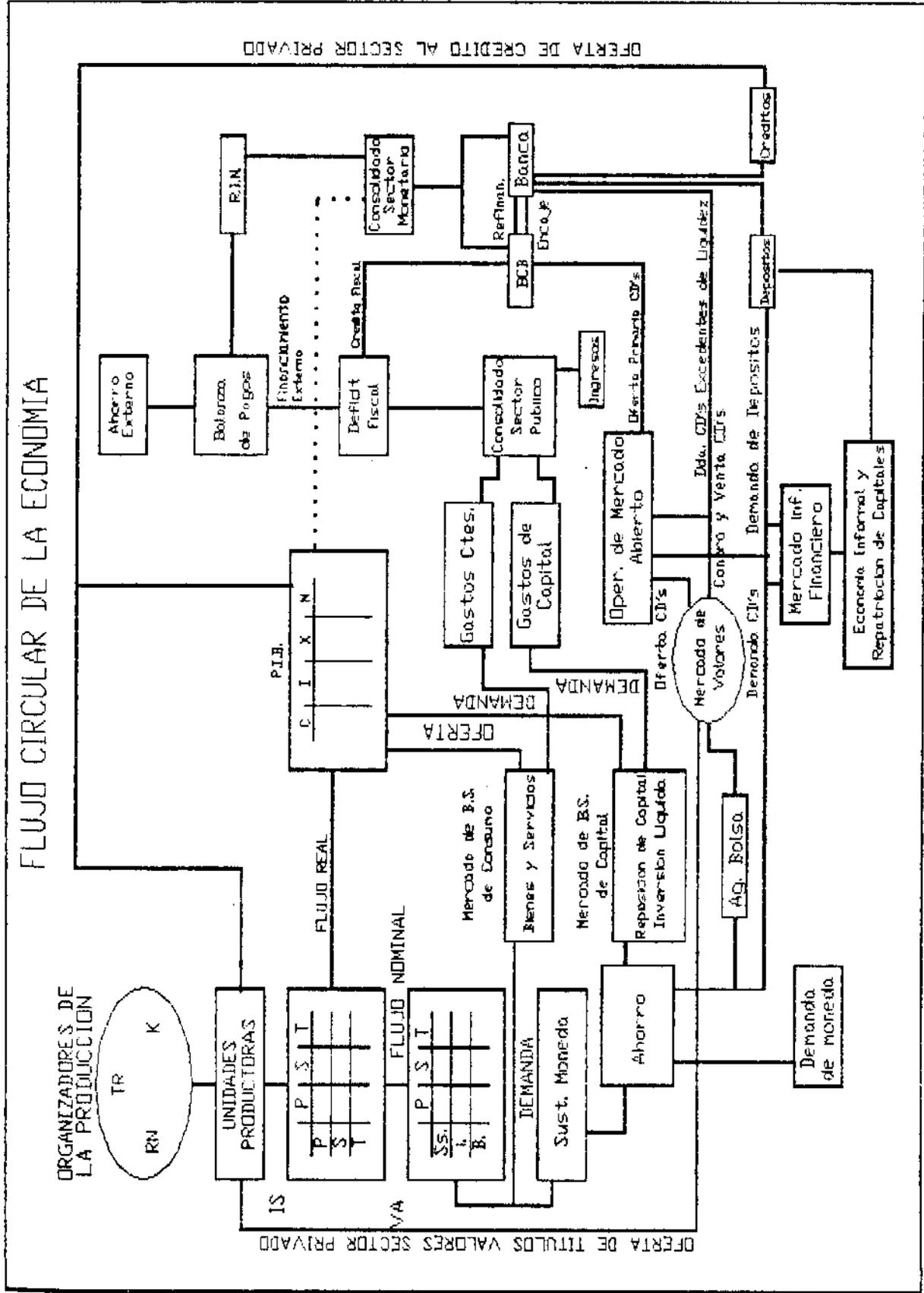
*** Objetivos complementarios**

Mejoramiento de la política monetaria en Bolivia por medio de su instrumento las operaciones de mercado abierto; con la emisión de certificados, letras de tesorería, bonos y otros valores.

Análisis sobre las funciones del Banco Central de Bolivia sobre la aplicación de las operaciones de mercado abierto y si estas derivan en una política monetaria (concretamente las tasas de interés).

ANEXO 1

FLUJO CIRCULAR DE LA ECONOMÍA



TR = Trabajo P = Insumos Primarios S = Sueldos y Salarios C = Consumo M = Importaciones DYS = Bienes y Serv.
 RN = Recursos Nat. S = Insumos Secundarios I = Intereses VA = Valor Agregado CDr's = Certif. ECB
 K = Capital T = Insumos Terciarios B = Rentas Beneficias X = Exportaciones IE = Insumos PEN = Res. Int. Métricas

1.5 Problemática de las operaciones de mercado abierto en Bolivia

El déficit cuasifiscal debido a que en la economía boliviana, la política monetaria esta supeditada a una política fiscal activa que practicaron los gobiernos durante los últimos nueve años, es necesario hacer un análisis de los déficit generados en el área financiera del sector público; estos déficit en su generalidad son el resultado de operaciones destinadas a financiar políticas que en realidad tienen un carácter estrictamente fiscal, aunque efectuados con instrumentos que son eminentemente monetarios; es decir que los gastos efectuados por las autoridades monetarias en gran medida no están relacionados con las funciones específicas de regulación y control monetario que tiene a su cargo el Instituto Emisor.

En este sentido, los factores generadores del déficit son los que corresponden a intereses pagados por los certificados de depósito del Banco Central, instrumentos que cumplen objetivos de financiamiento del gasto fiscal más que de política monetaria contractiva que aplicaron los Gobiernos; para 1989 y 1993 el egreso más importante corresponde a los intereses pagados por los certificados de depósito negociables emitidos por el Banco Central de Bolivia.

1.5.1 Planteamiento del problema

Los economistas recomiendan que debe existir un mecanismo de compatibilización entre la política monetaria y política fiscal. Sin embargo, en la práctica los gobiernos subordinan la primera a la segunda; de este modo surge el problema de incompatibilización de funciones entre ambas políticas antes mencionadas, tal es el caso de las operaciones de mercado abierto como instrumento monetario, mediante la emisión de certificados de depósito a plazo (CD's), que deberían servir para el control monetario de expansión o contracción del dinero en la economía. Pero en el fondo era una

forma de financiar los recursos al Tesoro General de la Nación, dando lugar a la generación de déficit parafiscal.

De lo anterior se deduce que un desequilibrio parafiscal, supone aumentar el gasto público del gobierno, sin tener un impacto positivo en el crecimiento del producto real ni en la demanda de mano de obra, tampoco ha existido un aumento sustantivo de inversión autónoma, sino simplemente el incremento de gastos corrientes. Dentro de este contexto, se trata de configurar el planteamiento de problemas, definidos estos como un proceso de incertidumbre y duda, referente a las causas que dieran origen al problema de déficit parafiscal como resultante de la emisión de certificados de depósito a plazo fijo.

El planteamiento de los problemas están divididos en un problema central y otros problemas secundarios, donde se formulan algunas interrogantes pertinentes a la temática del trabajo de investigación presentada.

*** Problema Central**

Durante el período de análisis (1987-1993), se pretende considerar en el presente trabajo de investigación, ¿Si las funciones que cumplió el Banco Central de Bolivia fueron de política monetaria o política parafiscal por medio de las operaciones de mercado abierto, ya que dentro la programación presupuestaria se ha notado persistentemente la situación deficitaria del sector fiscal?

*** Problemas Secundarios**

El Tesoro General de la Nación debería ser quien tenga el control y la administración de los títulos valor, de manera que las operaciones de mercado abierto sean más eficaces y así cumplir con los objetivos de política monetaria.

Un elemento de amplia preocupación, se relaciona con la tasa de descuento de los certificados de depósito a plazo fijo, que mediante las operaciones de mercado abierto deberían influir en la determinación de las tasas de interés del sistema bancario en general.

Es importante mencionar que no se cumplen operaciones de mercado abierto en nuestro país debido a un problema institucional, mas que todo la dependencia que existe del Banco Central en cada gestión de gobierno.

1.5.2 Formulación de la hipótesis

"En el presente trabajo se admite que la emisión de certificados de depósito a plazo fijo negociables del Banco Central de Bolivia estrictamente se asimilan a una política parafiscal, destinada a cubrir los desequilibrios del programa financiero, antes que una política monetaria orientada a realizar operaciones de mercado abierto, vale decir de expansión o contracción de la oferta monetaria".

*** Hipótesis Complementaria**

Asimismo, se considera que las Operaciones mediante la emisión de los Certificados de Depósito a Plazo Fijo ha constituido un costo financiero para el Banco Central de Bolivia y que repercute en definitiva en la situación deficitaria del Sector Fiscal, a pesar del esfuerzo implementado con la Reforma Tributaria que entró en vigencia en mayo de 1986, no se logró del todo el equilibrio presupuestario en Bolivia.

1.6 Metodología y técnicas de investigación

Metodología

El enfoque metodológico se basa en aproximaciones sucesivas entre el marco teórico sustentado y los hechos relevantes sobre las operaciones de mercado abierto y sus efectos macroeconómicos en Bolivia en el período 1987-1993.

El concepto de método de aproximaciones sucesivas se fundamenta en el hecho de que los científicos sociales trabajan en un espacio probabilístico restringido para contrastar sus proposiciones teóricas con los hechos relevantes, por la misma razón de que las ciencias sociales, no es una ciencia experimental como la química y la física, de ahí que el investigador tiene que seguir varias etapas de aproximación para verificar sus hipótesis.

Las vías de aproximaciones son dos: primero una observación directa del investigador sobre las operaciones del mercado abierto impulsado por el Banco Central de Bolivia.

La segunda vía consiste en analizar los estudios específicos e información documental que existe sobre la temática elegida, examinando algunos de los efectos sustantivos que se han dado en el mercado financiero y en el sector fiscal⁴.

En síntesis, el enfoque metodológico supone configurar la elaboración de la tesis en tres escenarios de análisis:

En el primer escenario se hará referencia al marco teórico mediante los argumentos y proposiciones pertinentes a las

⁴ Soriano, Rojas Raúl en: "Guía para investigaciones sociales". Universidad Autónoma de México, 1977, pags. 11-180.

operaciones del mercado abierto, haciendo resaltar el uso de instrumentos de la política monetaria y su relación con la política fiscal.

Un segundo escenario está dedicado al análisis de las operaciones de mercado abierto, tomando como referencia dos períodos en los cuales tuvo incidencia las operaciones de mercado abierto; el primer período comprende el inicio de dichas operaciones 1987 a julio de 1989 y el segundo período de agosto de 1989 a la gestión 1993.

Finalmente, el tercer escenario está destinado al análisis comparativo de las operaciones de mercado abierto en ambos períodos, mostrando las interrelaciones que tienen los certificados de depósitos a plazo fijo con la política monetaria y la política fiscal.

De ese modo, el tercer escenario concluye con algunas recomendaciones para un manejo adecuado de la política monetaria, proponiendo de que las operaciones de mercado abierto sean más eficaces de manera tal que pueda cumplir con el objetivo fijado dentro de la política económica de Bolivia.

Técnica

- Recopilación de información primaria proveniente del Banco Central de Bolivia.

- Recopilación de información secundaria en base a estudios e información documental existente en el Banco Central de Bolivia y otras fuentes provenientes de algunos países latinoamericanos como Brasil, Costa Rica y Mexico.

- Elaboración de indicadores monetarios y fiscales vinculados a las operaciones del mercado abierto como la tasa de crecimiento

anual y acumulativo; los valores absolutos y los porcentajes de las variables pertinentes a las operaciones de mercado abierto.

C A P I T U L O I I

2. ANALISIS DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

2.1 Iniciación y constitución de las Operaciones de Mercado Abierto en Bolivia Período 1987 a 1989

La economía boliviana en la mitad de los años 80 ha sufrido una alta tasa de inflación, la peor parte que llevaron de esta situación fueron los consumidores del mercado interno, por que la elevación de los precios encarece los bienes esenciales, este encarecimiento es similar a la implantación de impuestos sobre el consumo de la población, de este modo los economistas asimilan la inflación como el impuesto que desmejora el nivel de consumo de la población.

El problema de inflación según la Teoría Neoclásica Monetarista surge como resultado del incremento excesivo en la cantidad de dinero, más concretamente en el aumento de la emisión monetaria que tiene un alto grado de liquidez y provoca un desequilibrio macroeconómico, entre la cantidad de dinero y la disponibilidad de bienes en el mercado. Dentro del contexto después del D.S. 21060 las autoridades monetarias implementaron una Política de las Operaciones de Mercado Abierto, frente a una contracción monetaria a raíz de una lenta recuperación de ingresos fiscales y como parte de un programa de presupuesto equilibrado en el país.

De esta manera las Operaciones de Mercado Abierto en nuestro país se han iniciado mediante Decreto Supremo No 21316 del 3 de julio de 1986, en su artículo 17 el Gobierno de la República autorizó al Banco Central de Bolivia la emisión de Certificados de Depósitos a Plazo Fijo (CD's), este nuevo instrumento de Política Monetaria tiene una estrecha relación con el modelo económico establecido mediante D.S. 21060 del 29 de Agosto de 1985.

Existen tres tipos de Certificados de Depósito emitidos por el Banco Central: El primer tipo corresponde a los certificados de depósito corrientes que pueden ser adquiridos por cualquier persona natural o jurídica, del Banco central o de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), por intermedio de agentes autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV); el segundo tipo de certificados corresponde a los CD's. originados por el Crédito del Banco Mundial 1925/BO para la reestructuración de la banca nacional, estos no se tranzan en la bolsa, son redimibles en cinco años y las emisiones han sido a partir de diciembre de 1988; finalmente el tercer tipo corresponde a certificados de Seguridad Social, los cuales se emiten como consecuencia de la promulgación del D.S. 21137 de noviembre de 1985, por el cuál se obliga a las Instituciones del régimen de seguridad social a depositar sus recursos en el Banco Central, quedando prohibidas de mantener saldos monetarios en las entidades financieras privadas; de estos tres tipos de certificados los únicos que realizan operaciones de mercado abierto son los CD's. corrientes y que serán analizados en el transcurso de los capítulos siguientes.

En fecha 11 de diciembre de 1987 el Directorio del Banco Central de Bolivia mediante Resolución de Directorio No 299/87, faculta al Instituto Emisor, efectuar Operaciones de Mercado Abierto; vale decir la emisión de (CD's), los mismos que se definen como una promesa de pago del capital más intereses a la fecha de vencimiento con las siguientes características:

- La Emisión de Certificados de Depósito a Plazo Fijo corrientes deberá ser de tres modalidades, en moneda nacional (MN), moneda nacional con mantenimiento de valor (MVDOL) y moneda extranjera (ME), hasta un equivalente a 50 millones de dólares a diferentes vencimientos.

- Los certificados de depósito incluirán los requisitos esenciales como ser nombre del Banco Central de Bolivia como ente

emisor, nombre del titular del certificado nominativo o "al portador" según sea el caso, luego las palabras "Depósito en Moneda Nacional (MN)" "Depósito en Moneda Extranjera (ME)" o "Depósito en Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor (MVDOL)" según corresponda el certificado, el valor nominal en la moneda correspondiente en forma numeral y literal, las fechas de emisión, plazo y vencimiento. Por otra parte deberá llevar la firma de los representantes autorizados del Banco Central, así como también señales y medios de seguridad (Nro. de seguridad) y por último deberá figurar la tasa de interés anual y el tipo de cambio oficial en la fecha de emisión.

- El pago de intereses será de dos modalidades, pago de intereses al vencimiento de los depósitos y otra en la que se pagarán los intereses cada mes.

- Los plazos y las tasas de interés para cada depósito serán diferenciados en función a la moneda en que se efectúe cada depósito y el plazo del mismo para lo cual se contará con plazos de 30, 90, 180 y 360 días.

- Debido a que estos certificados de depósitos se constituyen en las primeras Operaciones de Mercado Abierto (OMA), en el país se han determinado que las colocaciones se realicen de una forma similar al del bolsín para fijar las tasas de interés por efecto de la oferta y la demanda, factor que podrá incidir particularmente en las tasas activas y pasivas del Sistema financiero.

Durante la gestión 1988 y debido a la creciente demanda de certificados de depósito a plazo fijo por Instituciones Financieras, empresas privadas y pequeños ahorristas mediante Resolución de Directorio, No 127/88 del 24 de Agosto de 1988 se autoriza al Banco Central ampliar la emisión hasta un equivalente a 150 millones de dólares a diferentes monedas y vencimientos.

Las colocaciones de los Certificados de Depósito Negociables durante la gestión 1987 y 1988 fueron las siguientes:

En la gestión 1987 concretamente en el mes de diciembre cuyo mes fue el único de esa gestión se han logrado colocar la suma de 7.06 millones de dólares, en cambio en la gestión 1988 se puede observar que iniciando la gestión en el mes de Enero se logro colocar la suma de 22.54 millones de dólares y se concluyo la gestión en el mes de diciembre con la suma de 75.42 millones de dólares, siendo este el monto mayor de colocación durante esta gestión. (Ver cuadro 1 y gráfica 1).

Las tasas de crecimiento mensual, durante esta gestión fueron de forma irregular donde se puede observar, que en promedio anual, se tiene un crecimiento de 29,47%; pero en los meses de abril, mayo, octubre y noviembre las tasas de crecimiento no alcanzaron el 5%, registrándose además una tasa negativa del 1% en el mes de junio de 1988. (Ver cuadro 1 y gráfica 2).

La participación que tuvieron las colocaciones por monedas en el total mensual de la gestión 1988, fue la preferencia por las emisiones en moneda extranjera las mismas que han significado las mayores captaciones desde el inicio de las operaciones, continuando en toda la gestión alrededor del 58%, a partir del mes de marzo las proporciones han tenido un comportamiento regular con el 57% del total de las captaciones, observándose significativos incrementos en los meses de agosto, noviembre y diciembre, lo que hace elevar el anterior promedio anual a 60,88%.

Las preferencias mensuales por emisiones en moneda nacional tuvieron una tendencia decreciente partiendo en el mes de enero con 26,74% de participación para finalizar en el mes de diciembre con el 11,97% siendo éste el porcentaje mínimo de participación en esta moneda, el promedio anual de la gestión llego a 17,30%.

En lo referente a las preferencias mensuales por emisiones en mantenimiento de valor también tuvieron un movimiento irregular siendo el porcentaje más alto en el mes de abril con 30,87% y el promedio mensual durante el año fue de 21,83% (ver cuadro 1 y gráfica 3).

En cuanto a las emisiones por sectores de la gestión 1988 vemos que el Sistema Bancario Nacional, que incluye los bancos comerciales privados, el Banco del Estado (Actualmente en Liquidación) y otras instituciones financieras como las Mutuales de Ahorro y Préstamo, concentran para fines de diciembre más del 81% de la demanda de CD's. de este total más del 50% corresponde al Sector Bancario y Mutuales y casi el 30% correspondía al Banco del Estado; este último se ha convertido en 1988 en uno de los principales demandantes de CD's del Banco Central de Bolivia; la concentración de aproximadamente el 80% de las emisiones de CD's en el Sistema Bancario Nacional fue una constante en todo el período, (Ver Anexo 2).

En lo referente a intereses generados por las colocaciones debo indicar que los intereses pagados durante la gestión analizada fue de \$us.5.366.115.- y en cuanto a los intereses percibidos a partir del mes de abril el Banco Central de Bolivia, mediante la Gerencia de Asuntos Internacionales, efectuó depósitos a plazo fijo en bancos del exterior a manera de constituir un respaldo a los recursos captados internamente mediante las emisiones de CD's.; sin embargo el monto colocado en el exterior es mucho menor que el monto captado en el país. (la colocación promedio mensual de 20.00 millones de dólares), dichos intereses durante la gestión fueron de \$us.1.057.000.- en consecuencia la inyección de dinero a la economía nacional por pago de intereses sobre CD's representa casi 5.1 veces más respecto al monto de intereses percibidos por colocaciones en bancos del exterior, el monto neto de intereses pagados fue el siguiente:

Intereses Percibidos	\$us.1.057.000
Intereses Pagados	\$us.5.366.115
Gastos netos	(\$us.4.309.115)

En cuanto a las tasas de descuento estas no sufrieron modificaciones desde el mes de mayo, manteniéndose invariables con promedios ponderados, así se tiene en moneda nacional a 30 días es 21%, a 90 días 22%, a 180 días 22.5%, finalmente a 360 días el 23%, mientras que en mantenimiento de valor y moneda extranjera tenemos que en los diferentes plazos la tasa fue la misma siendo que a 30 días el 13,50%; a 90 días 14%, a 180 días el 14,5% y a 360 días el 15%; notandose que el incremento es de 0,5% mensual. (Ver cuadro 3 y gráficas 7,8 y 9).

En cambio el sistema bancario ha pagado 15.52% en promedio representando una mayor tasa de interés que el Banco Central de Bolivia en sus certificados de depósito cuyo promedio fue del 14.25%, sin embargo el dato de referencia del Sistema Bancario es una media de las tasas de interés ofertadas en todos los tipos de depósito de cada uno de los bancos del sistema financiero, contemplando depósitos a plazo fijo y cajas de ahorro.

Durante la gestión 1989, en febrero de ese año mediante Resolución de Directorio No 028/89 se reglamenta la emisión de Certificados de Depósito mediante el sistema de Licitaciones Semanales y Mesa de Dinero, con las siguientes características:

- Se establecen licitaciones semanales de Certificados de Depósito con participación exclusiva de los bancos del sistema.

- Se utilizan tasas de rendimiento calculables en base a 52 semanas (364 días).

- Los plazos de los Certificados de Depósito son de 6-13-26 y 52 semanas.

- Se establece un mecanismo de venta de Certificados de Depósito (entre licitaciones) denominado Mesa de Dinero. mediante el cual se adjudican Certificados a la tasa de rendimiento promedio resultante de la última licitación y ajustada por el tiempo transcurrido entre ésta y la fecha de adjudicación.

- Los Certificados de Depósito son nominativos y al portador, transferibles por endoso a personas naturales y jurídicas.

- La modalidad en el pago de interés, determina que sean cancelados al vencimiento, eliminando los pagos mensuales que tenía el anterior sistema.

Durante esta gestión y mediante Decreto Supremo No 22139, del 21 de febrero de 1989, el Gobierno ha facultado al Banco Central de Bolivia a reglamentar las condiciones y modalidades bajo las cuales el Instituto Emisor recibirá excedentes financieros de las entidades públicas. y por otra parte mediante Resolución de Directorio No 028/89 del Banco Central de Bolivia excluye a las entidades del Sector Público no Financiero a la participación directa o indirecta en la compra de Certificados de Depósito licitados o vendidos a través de la mesa de dinero del Banco Central de Bolivia; esto trae como consecuencia que en fecha 23 de febrero de 1989, mediante Resolución de Directorio No 040/89, se creó una nueva categoría de Certificados de Depósitos a plazo fijo para captar los excedentes financieros de entidades del sector público no financiero, estos Certificados se han denominado certificados del sector público y han sido emitidos exclusivamente para el sector público no financiero, excluyendo al Tesoro General de la Nación; estos Certificados eran transferibles por endoso, y solo se han emitido en mantenimiento de valor, a dos plazos 13 y 52 semanas, no reeditarán ningún tipo de interés y no serán renovables automáticamente.

En marzo de 1989 mediante Resolución de Directorio No 064/89 se introducen algunas modificaciones mediante un nuevo Reglamento para la emisión de Certificados de Depósito con las siguientes características:

- En las licitaciones participarán personas privadas naturales o jurídicas.

- El Banco del Estado por entonces era la única entidad autorizada del Sector Público para captar Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia.

- El mecanismo de Mesa de Dinero, se denominara en adelante Mesa de CD's.

- Se habilitaran Cuentas Corrientes - Licitación de CD's. Moneda Extranjera con cada Banco y Mutual, exclusivamente para efectuar operaciones de Certificados de Depósito en moneda extranjera.

Las colocaciones Durante la Gestión 1989 y con el fin de mostrar en forma mas objetiva el comportamiento mensual de la colocación de CD's por monedas en el (cuadro 1), podemos observar que durante los meses de enero y febrero se registraron los niveles más altos por colocaciones de Certificados, en Enero se colocaron 86.10 millones de dólares, en febrero 87.43 millones de dólares teniendo un incremento de 1,54% frente al anterior mes; los meses antes de Julio inclusive experimentaron fuertes reducciones; situación que se explica fundamentalmente por los siguientes factores:

- las modificaciones introducidas a través de las Resoluciones de Directorio Nos 028/89 y 064/89.

- La decisión del supremo gobierno expresada en el Decreto Supremo No 22139 de fecha 21 de febrero de 1989, de no permitir la utilización de los Certificados de Depósito por parte del Sistema Bancario en la constitución de su encaje legal requerido.

- La incertidumbre política vivida en el país a mediados del año por el cambio de gobierno, lo que ha originado que el mes de Julio se presente como el más crítico, cuyo monto ha registrado 31.49 millones de dólares significando una disminución de 54.61 millones de dólares en relación a Enero de 1989; el promedio del primer semestre nos muestra la suma de 53.69 millones de dólares. (Ver cuadro 1 y gráfica 1).

Durante esta gestión la tasa de crecimiento mensual mostró un incremento de 14,17% en Enero frente a Diciembre del año anterior y en el mes de mayo de 11.14%, frente al anterior mes; siendo estos los únicos meses donde se ha podido observar incrementos, en cambio se nota decrementos considerables en los meses de marzo con (43,27%); en el mes de abril (23.23%), en junio de (3,91%) y en el mes de julio (22,64%). (Ver cuadro 1 gráfica 2).

En cuanto a las preferencias por las colocaciones debemos decir que moneda extranjera es el que tiene mayor porcentaje de participación representando el 64.90% en promedio mensual, frente al 24.33% de la preferencia en mantenimiento de valor y 10.97% en lo referente a moneda nacional; ahora bien este mismo porcentaje en promedio de 64.90% representa un incremento de 4.02 puntos porcentuales frente al promedio de 60,88% de la gestión anterior; por su parte en mantenimiento de valor registra un incremento del 21,93% en promedio de la gestión anterior frente al primer semestre de 1989 de 24.33%, en cuanto a moneda nacional tenemos un decremento de 17,30% promedio de la gestión anterior baja a 10.87% promedio del primer semestre de 1989. (Ver cuadro 1 y gráfica 3).

2.1.1 Objetivos iniciales durante el período 1987 a 1989

Entre los objetivos iniciales que tuvo este período en la gestión 1987, se puede indicar que este nuevo instrumento de Política Monetaria ha alcanzado varios objetivos entre los de mayor importancia tenemos:

- Incentivo al ahorro interno a través del traslado de recursos que formaban parte de los billetes y monedas en poder del público y los depósitos que existían en los bancos en cuentas corrientes.

- Se introdujo al Mercado Financiero un nuevo mecanismo del manejo monetario, con el propósito de que la autoridad monetaria además de los instrumentos tradicionalmente utilizados como son las Tasas de interés, el Encaje Legal y Redescuento tengan también Operaciones de Mercado Abierto.

- Otro objetivo fue de motivar a las personas jurídicas y naturales a que trasladen sus ahorros que mantienen en el exterior, a nuestro país otorgándoles seguridad y mejores tasas de interés que las que obtenían.

Durante este primer período 1987 - 1989 las acciones que se realizaron a través de las Operaciones de Mercado Abierto fueron que se lograron captar mediante la venta de los Certificados de Depósito, un monto total a julio de 1989 de \$us.985.932.000.- monto que ha tenido efecto en muchos aspectos de nuestra economía como por ejemplo: restricción de la masa monetaria lo que ocasionó fue el de frenar la inflación, sin esta medida podría haber sido más alta que la registrada.

Por otra parte mediante las Operaciones de Mercado Abierto se iniciaron en el país las emisiones primarias de títulos valor, dando confiabilidad al público en las transacciones financieras con

títulos de este tipo, lo cual dio lugar a la creación de un mercado bursátil y funcionamiento de la bolsa de valores, de esta manera promover un mercado de capitales en el país.

Entre los problemas que se han presentado en la gestión 1987 fueron: La forma de introducir el sistema contable, la emisión de certificados, así como los pagos de interés, al mecanismo computarizado general del Banco Central, para lograr mayor eficiencia y seguridad en el manejo de estas operaciones; luego reducir el monto mínimo de los depósitos a fin de que los pequeños y medianos ahorristas tengan acceso a esta nueva modalidad de ahorro, y por último la falta de publicidad en cuanto a las emisiones de estos certificados, donde era preciso coordinar con la Banca Estatal, Privada, Confederación de Empresarios y otras Instituciones para motivar la compra de títulos de valor por parte de estos organismos.

Posteriormente durante la Gestión 1988 el trabajo del programa publicitario para la venta de Certificado de depósito fue elaborado, pero el proyecto de resolución no fue aprobado. se lograron bajar las tasas de interés del Sistema Financiero vale decir en lo referente a tasas activas y pasivas, mediante acciones paralelas como ser una mayor inyección de recursos y el funcionamiento de mecanismos adecuados para que los CD's sean demandados y comercializados. Por otra parte, continua siendo el Sector Bancario el que demanda la mayor proporción de Certificados de Depósito con el 81.4% del total emitido hasta fin de año, dentro de esta proporción el Banco del Estado significaba casi el 30%, seguido por el Banco Mercantil con casi el 10% y el Banco de la Unión con 7,4% los demás bancos no alcanzarón el 6%, este comportamiento fue que de acuerdo a disposiciones legales en vigencia, los bancos del sistema podían constituir con CD's hasta un 50% de su encaje legal requerido, en tal sentido, el promedio de Certificados utilizados para este objeto solo alcanzaba 38% en MN., 43% en ME y 42% en MVDOL, por otro lado se observa que en

promedio, la proporción de CD's constituidos en Encaje Legal respecto de los adquiridos por los Bancos era de 92% en MN., 82% en ME. y 68% en MVDOL, lo que quiere decir que la gran demanda de CD's por parte del sistema bancario se debe casi exclusivamente a la facilidad de efectuar depósitos de Encaje Legal con éstos, teniendo además la ventaja de ganar intereses sobre los montos encajados.

Para finalizar como conclusión debo señalar que durante la Gestión 1989, las colocaciones totales muestran un período claramente diferenciado entre enero y julio de 1989 se caracteriza por un permanente descenso a partir del mes de febrero, llegando al menor nivel en Julio del mismo año; el cambio en los mecanismos operativos para la colocación de Certificados de Depósitos, así como la situación política y social que vivió el país durante la primera mitad del año, fueron los factores determinantes para este comportamiento.

2.2 Principales repercusiones del período 1989 a 1993 de las Operaciones de Mercado Abierto en Bolivia

En este segundo período, con el objetivo de mejorar y perfeccionar el mecanismo de la emisión de CD's. y de alguna manera coadyuvar al desarrollo del Mercado de Valores y poder lograr ventajas efectivas en las Operaciones de Mercado Abierto; el Banco Central de Bolivia ha puesto en vigencia un nuevo reglamento sobre la emisión de CD's. mediante Resolución de Directorio No 214/89 de fecha 8 de Noviembre de 1989, la cuál introduce modificaciones sustanciales que marcan además el inicio de las Operaciones con Títulos - Valor en la Bolsa Boliviana de Valores; estas modificaciones se resumen de la siguiente manera:

- Las licitaciones en adelante se denominan Subastas de CD's.

- Los Certificados de Depósitos Negociables se transan en la Bolsa Boliviana de Valores eliminando el mecanismo anterior de mesa de CD's.

- Los CD's. tiene valores nominales mínimos cuyos montos son los siguientes:

Moneda Nacional	Bs. 1.000
Moneda Extranjera	\$us.1.000
MVDOL. Equivalente	\$us.1.000

- Los plazos son de 4, 13, 26 y 51 semanas; asimismo estos plazos van asociados a una letra para su mejor identificación, (Códigos Nemotecnicos) así tenemos:

4 semanas	o	28 días plazo	=	"A"
13 semanas	o	91 días plazo	=	"B"
26 semanas	o	182 días plazo	=	"C"
51 semanas	o	357 días plazo	=	"D"

Por tanto existen doce posibles series de CD's resultantes de la combinación de 3 monedas y 4 plazos; el Banco Central de Bolivia, emitirá los CD's. los días miércoles de cada semana; y para su perfecta identificación, todo título lleva el número de semana del año en el que fue emitido, llevando consigo una clave específica, de manera que permita conocer exactamente el día de su vencimiento, así tenemos a manera de ejemplo CD-MN-A0191 lo que significa Certificado de Depósito en moneda nacional a plazo de 4 semanas y emitido el miércoles de la semana Nro.1 de 1991.

- La base de cálculo de la Tasa de Descuento es de 360 días en reemplazo del sistema anterior de 52 semanas.

- Los CD's serán emitidos únicamente al "portador".

La incertidumbre política vivida en el país durante el período de 1989 por el cambio de gobierno, origino diferentes movimientos en las colocaciones de los Certificados de depósito a plazo fijo negociables, a partir de agosto de ese año se pudo percibir un repunte considerable hasta llegar al monto de 75.3 millones de dólares en diciembre lo cual represento un incremento de 42.3 millones de dólares respecto a agosto, que era de 32.9 millones de dólares. (Ver cuadro 2 y gráfica 4.1).

En lo referente a la tasa de crecimiento podemos observar que en el segundo período de la Gestión 1989 de Julio a Agosto se tuvo un crecimiento del 4,71% en cambio en los meses restantes a diciembre fueron muy irregulares obteniendo el promedio de crecimiento del 19,30% en este segundo semestre. (Ver cuadro 2 y gráfica 5).

En cuanto a la participación por monedas tenemos que este segundo semestre de la gestión 1989 persiste la preferencia por moneda extranjera llegando su punto mas alto en el mes de noviembre a 87,02% de participación, frente a 28,95% en moneda nacional con mantenimiento de valor, en el mes de agosto que fue el porcentaje de mayor relevancia y finalmente en moneda nacional con participación de 3,94% en el mes de diciembre; en cuanto a promedios mensuales de la gestión tenemos en primer lugar con 81,96% en moneda extranjera; en segundo lugar moneda nacional con mantenimiento de valor con 15,71% y finalmente moneda nacional con 2.33% de participación. (Ver cuadro 2 y gráfica 6).

Las colocaciones de los Certificados de Depósito Negociables tuvo grandes variaciones en la gestión 1990, así tenemos que el nivel máximo alcanzado fue en el mes de noviembre cuyo monto fue de 140.09 millones de dólares; continuando en el mes de octubre con 134,43 millones de dólares; finalmente el promedio llego a 114,64 millones de dólares en esta gestión, lo que significo el 95,54% de

incremento frente al promedio de la anterior gestión que fue de 58,60 millones de dólares. (Ver cuadro 2 y gráfica 4).

Las colocaciones de Certificados de Depósito Negociables por monedas fueron: En moneda nacional la colocación menor corresponde a 1.33 millones de dólares en el mes de mayo, representando el 1.34% de participación vigente mensual, a partir del mes de junio, fecha en que se modifica la tasa de descuento favorablemente y exclusivamente para moneda nacional, hace que el límite superior de oscilación sea superado con facilidad llegando el mes de septiembre a su nivel máximo de 41.40 millones de dólares representando el 32,21% de saldo vigente a esa fecha, para descender en el mes de diciembre al monto de 13.95 millones de dólares con participación relativa de 13,20%; ahora bien el promedio mensual de toda la gestión fue de 14.54 millones de dólares.

En moneda extranjera la colocación menor del año corresponde al mes de junio con 69.55 millones de dólares cuyo porcentaje representa el 80,65% de la participación vigente a esa fecha, la colocación mayor corresponde al mes de marzo cuyo monto es de 115.81 millones de dólares representando el 88,62% de los saldos, esta tendencia fue ascendente de enero al mes de mayo, para luego descender en el mes de julio hasta llegar a cerrar con 76.89 millones de dólares con participación relativa de 72,77%; el promedio mensual en toda la gestión fue de 87.96 millones de dólares.

En moneda nacional con mantenimiento de valor la colocación menor del año corresponde al mes de agosto con 6.48 millones de dólares cuyo monto representa en porcentaje de participación de 5.19% de saldo vigente a esa fecha; el monto máximo alcanzado corresponde al mes de octubre con un monto de 22.13 millones de dólares cuyo monto significa el 18.47% de participación. (Ver cuadro 2 y gráfica 4).

De todo lo expuesto anteriormente; moneda nacional ha sido la que mayores oscilaciones tuvo con grandes incrementos y caídas en períodos cortos, en cambio si bien se ha dado cambios en moneda extranjera y mantenimiento de valor ello ha sido sistemático y con variaciones leves, manteniendo ambas monedas su posición participativa dentro de ciertos márgenes.

En cuanto a la Emisión, Colocación y Remanentes de CD's por plazos tenemos que: Las emisiones no tuvieron el comportamiento fijado, ello se demuestra tanto en los cuadros de remanentes como en las colocaciones en bolsa por días de vida, lo cual ha afectado en forma negativa no sólo para el manejo contable, sino también en una estadística poco confiable, aproximada a la verdad, distorsionando en muchos casos la información cuando se trataba de usar las colocaciones por plazos; la falta de experiencia por una parte y por otra la de límites superiores de emisión han conducido a que estos no respondan a un esquema planificado, permitiendo de esta manera que la estabilidad imponga su regla mediante la presencia del Banco Central de Bolivia en la Bolsa Boliviana de Valores como el gran instrumento alentador del mercado secundario, donde en una primera instancia (Nov.89 -Mar.90), colocaba títulos a la misma tasa de descuento ofrecidos en subasta para posteriormente modificar su comportamiento y operar con tasas equivalentes hasta final de la gestión.

La emisión total del año 1990 alcanzó a 1.922.595.- títulos de los cuales el 30,85% fue en MN, el 57,69% fue en ME y el 11,46% fue en MV.

Las colocaciones en subasta han tenido grandes variaciones y oscilaciones debiendo mencionar que en todo tiempo las colocaciones en ME fueron las que predominaron en esta gestión; llegando a representar en el total del año el 77.41% mientras que en MN el 12.04% y en MV fue del 10.54%, por otra parte es importante mencionar que la gran demanda por Certificados de Depósito

Negociables se concentro en el plazo A (4 semanas) en todas las monedas, representando del total colocado en subasta en el año el 91,82% y el plazo B (13 semanas) el 6,69% , la relación de CD's colocados en subasta respecto a la emisión fue muy variable representando entre el 46,10% y 68,10% por mes, y el total de la gestión el 57,9% siendo la cantidad de 1.112.641.- títulos.

Las colocaciones en bolsa tuvieron muchas variantes a lo largo del año, en las formas de operar con los CD's. remanentes, en una primera fase el Banco Central de Bolivia operaba como corredor de bolsa realizando las llamadas recompras para volver a acomodar en la bolsa el mismo título por el tiempo de vida restante, por otra parte los remanentes pese al tiempo transcurrido mantenían las tasas de descuento originales a cada plazo lo cual daba lugar a que los corredores esperen que los Certificados de plazo C (26 semanas) o plazo D (51 semanas), estén en los plazos B ó A para demandar y ganar una especie de premio por su espera.

En una segunda fase los hechos antes señalados fueron corregidos y el B.C.B. suprimió las recompras por una parte y por otra los remanentes fueron colocados de acuerdo al tiempo de vida que le quedaba al Certificado de Depósito Negociable, sin importar el plazo al que pertenecía, lo cual tenía un principio de equidad de lo que significa el uso de dinero en el tiempo. Las colocaciones en bolsa al igual que en la subasta tuvo predominio ME con el 47% y MN solo alcanzo al 39,4% , en cuanto a plazos se impuso el plazo A con el 75,7% y el plazo B con el 14,5% , si a esta última proporción se hace el ajuste por día de vida, se llegará a la conclusión que cerca del 90% de las colocaciones en bolsa fueron del plazo A.

Por otra parte la proporción más alta colocada en bolsa corresponde al mes de julio con 54,2% respecto a la emisión del mes, que incluye remanentes de otros meses, finalmente de la

emisión total del año, las colocaciones en bolsa representan el 30,9% aproximadamente 594.285.- títulos en total.

Durante esta Gestión 1990 la tasa de crecimiento mensual mostró grandes variaciones siendo el punto máximo en el mes de agosto teniendo un crecimiento de 31,08% frente al anterior mes; los meses de abril, mayo, junio y diciembre fueron los mas críticos llegando a tener tasas de crecimiento negativas, siendo (10,37%), (15,17%), (13,22), respectivamente; correspondiendo el monto mas bajo al mes de diciembre con (24,57%). (Ver cuadro 2 y gráfica 5).

En cuanto a la participación por monedas durante esta gestión la preferencia fue por moneda extranjera aunque tuvo pequeñas oscilaciones se mantuvo en el primer semestre por encima del 80% llegando a representar hasta el 90,06% de las colocaciones, en el mes de mayo, su punto mas bajo se dio el mes de septiembre con solo el 61.73% de participación; en moneda nacional con mantenimiento de valor la participación fue irregular durante la gestión llegando a su punto máximo de 16,47% en el mes de octubre y la mas baja en el mes de agosto con 5.19% de participación, finalmente en moneda nacional la participación fue en forma ascendente durante el año, siendo el punto mas alto el mes de septiembre con 32.21%; el promedio anual que tuvieron las tres monedas fueron en primer lugar moneda extranjera con 77.41%, moneda nacional con 12.04% y finalmente mantenimiento de valor 10,55% de participación. (Ver cuadro 2 y gráfica 6).

Las tasas de descuento a lo largo del año han tenido variaciones tanto en los plazos como en las monedas así tenemos que en moneda nacional para el plazo A de 4 semanas a partir de mes de enero de 32% en junio se incrementa en 4 puntos porcentuales llegando a diciembre con el 36%; en el plazo B de 13 semanas a partir del mes de enero parte con 32,93%, en junio se incrementa en 4,91 puntos porcentuales llegando hasta el mes de diciembre a 37,84%; en el plazo C de 26 semanas parte del mes de enero con

34,34% y en junio se incrementa en 5,08 puntos porcentuales vale decir 39,42%; luego disminuye a partir del mes de julio en 2,87 puntos porcentuales llegando hasta fines de la gestión a 36,55%; finalmente en el plazo D de 51 semanas se parte en enero con 37,29%, al igual al plazo C se incrementa en junio a 39,55% y disminuye a partir de julio a 34,16% hasta diciembre. En moneda extranjera y mantenimiento de valor la evolución de las tasas de descuento es similar tal es el caso de que en el plazo A parte con 14% y se incrementa al 15% en el mes de diciembre; en el plazo B de 14,18% sube a 15,18%; en el plazo C de 14,44% sube a fin de año a 15,44% y finalmente en el plazo D de 14,96% sube a 15,96%, en general se incrementan en un punto porcentual todos los plazos. (Ver cuadro 4 y gráficas 10, 11 y 12).

En cuanto a los intereses pagados por las colocaciones de Certificados en esta gestión 1990, podemos observar que en MN los montos mas altos cancelados por intereses correspondieron a los meses de septiembre y octubre donde las colocaciones en esta moneda alcanzaron su nivel mas alto, en términos globales durante el año 1990, del total de intereses pagados por colocaciones que fue de 65.30 millones de bolivianos; MN representa el 25% vale decir 16.32 millones de bolivianos. (Ver cuadro 7).

Para moneda extranjera las oscilaciones que se dan en los montos mensuales pagados por mes son pequeños en relación a lo que se emitía en moneda nacional, esto muestra la mayor estabilidad de las colocaciones en ME y una mejor distribución de las demandas por plazo; en resumen los intereses pagados por colocación de CD's, el 63% corresponde a ME vale decir 41.13 millones de bolivianos, finalmente en MVDOL la proporción de las colocaciones por si mismo muestra el poco impacto en la proporción de intereses pagados, sin embargo resulta ser la más regular en su comportamiento mensual, llegando a representar el 12% del total de intereses pagados durante la gestión 1990 vale decir 78.36 millones de bolivianos.

La colocación de CD's por grupos Institucionales fue el siguiente: El Sistema Bancario ha jugado un papel determinante en los montos colocados durante esta gestión, cuya participación regular a lo largo del año representa en MN el 72,45% , ME el 62,12% y en MVDOL el 73,02% . La participación que por entonces tuvo el Ex-Banco del Estado fue regular en ME; eventual en MN y MVDOL, pese a que en esta última mantenía saldos pequeños por operaciones realizadas en plazo D , siendo el 2,21% en MN su participación, en ME el 18.08% y en MVDOL con el 16.42% de los montos globales por monedas. Las mutuales su participación ha sido preponderante en ME 13,06% y en pequeña proporción en MN 2,75% en ambas monedas su participación ha sido ascendente a lo largo del año; por último los particulares la visión que tienen los mismos difiere substancialmente del resto de las agrupaciones, de ahí que en MN ha tenido una participación ascendente llegando a representar del total anual en MN el 16,69% en ME el 4,74% y en MVDOL el 4,66%. En resumen el Sistema Bancario Privado más el Ex-Banco del Estado durante esa gestión concentraba más del 80% de las colocaciones en las tres monedas.

Las Operaciones de Mercado Abierto durante la gestión 1990 tuvo un significado particular, ya que culminaron un esfuerzo de llegar a darle la dinámica apropiada a la colocación de certificados de depósito; esto en función a la oferta y demanda del mercado, además de enmarcar las emisiones de acuerdo al programa monetario y a la Política Monetaria del Gobierno, dirigida a bajar los tipos de interés del Sistema Bancario Nacional con el objeto de dar incentivos a las Inversiones.

Las colocaciones de CD's durante el año 1991, se dividen en dos fases claramente diferenciadas, la primera bajo el sistema vigente desde 1988, mediante el cuál las solicitudes no eran competitivas, esta primera fase muestra un ascenso permanente de cifras que se inician con 128.30 millones de dólares en enero de 1991 y llega a 170.12 millones de dólares en abril; en cambio la

segunda fase se inicia en mayo con la implementación de la subasta pública competitiva, el mismo que incorpora topes tanto en la cantidad de títulos ofertados como en los tipos máximos de descuento, este nuevo ciclo de actividad enmarcada dentro de las leyes del libre mercado y las expectativas de Política Monetaria, puesto en juego en una primera instancia se produce la reducción de las colocaciones la cual conlleva simultáneamente a la reducción en los tipos de descuento, una vez producido el cambio de modalidad de adjudicación en subasta la colocación alcanza su punto máximo en el mes de septiembre con un monto total de 170.02 millones de dólares finalizando el año con 128.27 millones de dólares. (Ver cuadro 2 y gráfica 4).

Las colocaciones de Certificados por monedas fueron las siguientes: En moneda nacional la relativa estabilidad en el tipo de cambio y el mantenimiento de los tipos de descuento, fueron factores positivos para que las colocaciones en moneda nacional fueran ascendentes, el monto mas bajo corresponde a enero con 13.41 millones de dólares representando el 10,45% de participación mensual, el monto mas alto corresponde a 77.22 millones de dólares en el mes de septiembre, representando el 45,42% de saldo vigente mensual a la fecha, posteriormente empieza a descender hasta llegar a 57.15 millones de dólares en el mes de diciembre, representando el 44,56% de participación relativa al mes y el promedio de la gestión es de 47.77 millones de dólares; en términos relativos moneda nacional ha tenido participación entre el 10.48% y el 45,42% lo cual muestra una tendencia a la preferencia por esta moneda, dadas las ventajas de una estabilidad cambiaria, acompañada por un alto tipo de descuento.

En moneda extranjera mantuvo un ritmo ascendente tanto en valor absoluto como en participación relativa el punto mas alto fue en el mes de marzo llegando a 123.86 millones de dólares, representando el 73,51% de saldo vigente de participación mensual, mostrando a partir de esa fecha un descenso en forma cíclica, con

altas y bajas en diferentes fechas, en julio llego a 86.16 millones de dólares para luego recuperarse levemente en septiembre a 91.47 millones de dólares luego descendió en forma sostenida alcanzando el mes de diciembre a un monto total de 69.66 millones de dólares la misma representa el 54,31% de saldo vigente de participación.

El proceso seguido por mantenimiento de valor ha sido inverso al de moneda nacional y moneda extranjera ya que desde el mes de enero, fecha en que alcanza su monto máximo de 23.35 millones de dolares, posteriormente se produce un descenso hasta llegar a 1.45 millones de dólares en el mes de diciembre, en términos relativos su participación en el global alcanza a 18,20% y 1.13% posteriormente. (Ver cuadro 2 y gráfica 4.2).

Durante esta Gestión 1991 la tasa de crecimiento mensual mostró grandes variaciones siendo el punto máximo en el mes de enero teniendo un crecimiento de 21.42% frente a la anterior gestión; los meses de mayo, junio, julio, octubre, noviembre y diciembre fueron los mas críticos llegando a tener tasas de crecimiento negativas, finalizando el mes de diciembre con (7.75%). (Ver cuadro 2 y gráfica 5).

En cuanto a la participación por monedas durante esta gestión la preferencia fue por moneda extranjera aunque tuvo pequeñas oscilaciones se mantuvo en el primer semestre por encima del 60% llegando a representar hasta el 62.66% de promedio de participación, frente a 31,45% de moneda nacional y 5,89% en mantenimiento de valor, en moneda nacional con mantenimiento de valor la participación fue en forma descendente durante la gestión partiendo de 18,21% de participación en enero llego a su punto mínimo de 1,13% en el mes de diciembre, finalmente en moneda nacional la participación fue en forma ascendente durante el año, en enero se parte de 10,45% y llega el mes de diciembre con 44.56%; de participación el promedio anual que tuvieron las tres monedas fueron en primer lugar moneda extranjera con 62.66%, moneda

nacional con 31.45% y finalmente mantenimiento de valor 5.89% de participación. (Ver cuadro 2 y gráfica 6).

En cuanto a la Emisión, colocación y remanentes de certificados por plazos tenemos: La primera acción que fue tomada en esta gestión corresponde a la salida del Banco Central de Bolivia de la Bolsa Boliviana de Valores, el 23 de marzo de 1991, debido a las siguientes razones:

- La presencia de operadores de rueda del B.C.B. en la Bolsa Boliviana de Valores, sometía a la autoridad monetaria a las reglas de un Ente Privado, como también le sometía a las reglas de la Comisión Nacional de Valores.

- Se participaba de una actividad especulativa como es la bolsa, cuando la función del Banco Central de Bolivia solo se debería centrar en realizar Política Monetaria, finalmente se quitaba espacio al crecimiento de las operaciones en el Mercado Secundario.

Como resultado de la salida del Banco Central de Bolivia de la Bolsa Boliviana de Valores las emisiones se reducen a la cantidad demandada de CD's en subasta, sin tener excedentes.

La segunda acción se refiere a la implantación de subastas con solicitudes competitivas, vale decir el libre juego de la Oferta y la Demanda, donde los precios más altos tienen una mayor opción a la adjudicación de un limitado número de títulos emitidos en cada moneda y plazo; estas dos acciones marcaron una nueva etapa en la vida de las Operaciones de Mercado Abierto, aproximándonos al verdadero papel que debe cumplir este mecanismo de Política Monetaria.

Las Emisiones hasta la semana 12 vale decir que corresponde al 20 de marzo de 1991, tenían el complemento implícito de

colocaciones en subasta semanales mas remanentes para colocar en el mercado secundario, a partir del 22 de marzo se decide el retiro del Operador de Bolsa del Banco Central hecho que tuvo su incidencia sobre la cantidad de títulos emitidos reduciéndose al total de solicitudes aplicadas para la emisión, donde aún subsiste el sistema de tipos de descuento impuesto por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto.

A partir de la semana 18 (corresponde al 2 de mayo), previa a una amplia difusión sobre los mecanismos de operación y explicaciones en detalle al público en general, se ha implementado el nuevo sistema de emisiones, con sujeción a los términos de la Resolución de Directorio No 027/91 de fecha 26 de marzo de 1991 que contiene las modificaciones pertinentes a la Resolución de Directorio No 214/89 de fecha 8 de noviembre de 1989 que se refiere al reglamento para la emisión y operación con CD's. y las características del nuevo sistema son los siguientes:

- El Banco Central de Bolivia con anticipación de 48 horas al día de la subasta, emite una publicación en dos órganos de prensa de difusión nacional, las cantidades de títulos a subastarse y los tipos de descuento tope máximo para las propuestas.

- Los solicitantes hacen la entrega de sus solicitudes en formularios específicos (particulares, bancos del sistema y agentes) en sobre cerrado hasta hrs.11 a.m. de cada miércoles en el Banco Central piso 19.

- Posteriormente el Comité de Operaciones de Mercado Abierto y en presencia del público procede a la apertura de sobres y la lectura de las propuestas.

- La información de cada solicitud se transcribe en el sistema computarizado diseñado para este fin, mediante el cuál podemos obtener datos sobre las solicitudes adjudicadas, no adjudicadas,

rechazadas y los prorrateos en función de la demanda; la información se entrega al departamento operativo de la sección Operaciones de Mercado Abierto para que se proceda a la devolución de los montos de las solicitudes no adjudicadas y contabilizar las adjudicadas.

- Finalmente los resultados de esta nueva forma de operar se resume en lo siguiente: Aproximación al programa monetario, reducción de los tipos de descuento, que inciden sobre los tipos de interés vigentes en el mercado bancario y también la reducción en la carga al Banco Central por el pago de interés.

El comportamiento de los montos emitidos durante el año, por moneda y plazo fueron en total de 1.785.959.- títulos emitidos que se distribuyen en MN 901.883.- títulos, en ME 742.585.- y en MVDOL 141.491.- títulos emitidos, si bien hasta el mes de abril las reglas de juego en las subastas no habían cambiado, ya que se tenía una variable eliminada como es la emisión de remanentes para colocar en el mercado secundario, para el mes de mayo ingresar de lleno a las subastas competitivas, donde las cantidades a ser subastadas como los tipos de descuento tope, se vinculan al programa monetario y las expectativas de bajar el tipo de interés en el mercado financiero.

Las colocaciones durante la gestión 1991 fueron de 1.289.658.- títulos colocados, con las siguientes características en moneda nacional durante el año tuvieron un comportamiento inverso, ya que en el mes de Enero el grueso de las colocaciones se encontraba concentrado en los plazos mas cortos, plazo A de 4 semanas con el 67,12% de participación. plazo B de 13 semanas con 29,97%, sobre un total de 23.319.- títulos colocados inicialmente, para el mes de julio cambiar a 12,07% y 33,83% en los plazos A y B respectivamente, a partir de esa fecha los cambios son sostenidos cerrando en el mes de diciembre con 32% en el plazo B, 33,82% en el plazo C y 34,16% en el plazo D.

En moneda extranjera tiene un comportamiento similar a MN iniciando el año en el plazo A con el 87,93% , plazo B 11,02%, plazo C 0,56% y plazo D con 0,48% de participación de un total de 69.301.- títulos colocados, teniendo un cambio inverso en el transcurso del año y cerrar en diciembre con 20,75% en el plazo A, 61,99% en el plazo B y 15.9% en el plazo C y 1,35% en el plazo D de participación, finalmente en moneda nacional con mantenimiento de valor de un total de 427.000.- títulos durante esta gestión también tuvieron un comportamiento similar al de ME con 35,21% en el plazo A y 64,79% en el plazo C de participación.

Como consecuencia de la aplicación del Nuevo sistema de subasta de Certificados de Depósito a Plazo Fijo, la participación por moneda durante la gestión esta liderizada por Moneda extranjera con un promedio anual del 62,66% equivalente a 807.842.- títulos colocados, esto como resultado de la Política Monetaria implantada por el Gobierno, en segundo lugar se encuentra Moneda nacional con un promedio anual de 31.45% equivalente a 405.984.- títulos colocados y Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor con un promedio anual de 5,89% equivalente a 75.832.- títulos colocados.

En lo referente a tipos de descuento estos tuvieron el siguiente comportamiento, en Moneda Nacional el plazo A inicia el año con un tipo de descuento de 36,49% disminuyendo casi en forma constante hasta mayo, fecha en que se inician las subastas competitivas, fijándose el tipo de descuento en esa subasta en 33,01% para que en el transcurso de las subastas siguientes sufrir una caída sostenida y ubicarse al final del año en 23.45% que significa una disminución de 13 puntos, los demás plazos también tuvieron el mismo comportamiento el plazo B de 38,32% bajar a 23,28%, el plazo C de 36,98% bajar a 22,99% y el plazo D de 34,49% bajar a 22,30%. (Ver cuadro 4 y gráficas 10,11,12).

En moneda extranjera el comportamiento que tuvo es que en el plazo A el tipo de descuento se situaba en 15,67% para caer en

forma sostenida y situarse en la última subasta del año en 8,84%, los demás plazos tiene similar comportamiento el plazo B de 15,86% baja a 8,99%, el plazo C de 16,08% bajar a 9.23% y el plazo D de 16,52% bajar a 9,60%; finalmente en moneda nacional con mantenimiento de valor su comportamiento fue también descendente similar al de moneda extranjera con algunas pequeñas variaciones. (Ver cuadro 4 y gráficas 10,11 y 12).

Los intereses pagados por colocaciones de CD's. durante la gestión 1991 fueron de \$us.26.682.850,91 distribuidos en MN que tuvo un crecimiento notable de mes a mes representando el 50,63% del monto total pagado por concepto de intereses equivalente a \$us.13.509.864.94; en ME también fue creciente a lo largo del año representando el 44,43% equivalente a \$us.11.853.825.97; finalmente en MVDOL el monto cancelado por intereses no viene a ser muy significativo, teniendo una participación de 4.94% equivalente a \$us1.319.160.00.

Los saldos de CD's. por Grupos Institucionales y monedas tuvieron el siguiente comportamiento en moneda nacional el Sistema Bancario ha mejorado su participación de enero a diciembre con un ascenso sistemático de 47,69% a 49,38% con altas y bajas en diferentes períodos, alcanzando su máxima participación en el mes de julio con 71,82% y un promedio anual de 58,2% representando 333.27 millones de dólares; el Ex-Banco del Estado tuvo un comportamiento similar al Sistema Bancario en esa gestión, pasando su participación del 13,14% al 19,97% alcanzando una participación máxima en el mes de febrero con el 26,26% y un promedio anual de 17,94% representando 103.06 millones de dólares; finalmente las mutuales han sufrido un descenso vertiginoso en su participación del 6% al 0,60% en la gestión, llegando a ser su participación anual de 1,6% representando 9.17 Millones de dólares.

En moneda extranjera el Sistema Bancario hasta el mes de abril tuvo un ascenso importante, con el nuevo sistema de subasta

disminuyo su participación en valor absoluto sin que ello afecte en su aporte relativo, teniendo un promedio anual de 62.12% representando \$us.715.721.- ; el Ex-Banco del Estado de febrero a diciembre, mantuvo un monto con pequeñas variaciones con una participación del 9,8%, las mutuales disminuyendo su participación del 17,74% en el mes de Enero al 11,87% en el mes de diciembre.

En mantenimiento de valor el Sistema Bancario del 90,06% de participación bajo al 80,01% pero en términos absolutos representando \$us.93.414.- el total de la gestión, por el contrario el Ex-Banco del Estado incremento su participación de 0.7% al 13.78%.

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) que realizo el Banco Central de Bolivia a través de la colocación de Certificados de Depósito Negociables (CD's), durante la gestión 1992 se caracterizaron por una tendencia a la disminución de los saldos, es decir una descolocación neta, dicha política de descolocación fue impulsada para el logro de algunas metas del Programa Financiero, que permitió la aplicación de una mayor expansión del Crédito Interno Neto (CIN) al Sector Privado, la base para dicha política fue una disminución de las necesidades de financiamiento al Sector Público no Financiero (SPNF) es decir, una situación fiscal saneada, de esta manera se buscó eliminar lo que en algunas ocasiones se restaba liquidez para los prestamos a los sectores productivos y que perjudicaba a la inversión privada.

El mecanismo elegido para lograr dicho objetivo implicó el ofertar tasas de descuento inferiores al promedio de las tasas pasivas del Sistema Bancario, aún cuando sus captaciones mostraron la continuidad en su tendencia creciente, dicha expansión de la liquidez bancaria no se dirigió a los títulos del Banco Central de Bolivia, como lo habían hecho en el pasado, en efecto el rendimiento ofertado influyó a que las Instituciones Bancarias como principales participantes del mercado disminuyeran la proporción de

sus colocaciones en títulos del Banco Central, similar caso ocurrió con el resto de los participantes del mercado de valores y en particular de los CD's del Banco Central de Bolivia, que contrajo su participación. A través del funcionamiento de las Operaciones de Mercado Abierto en el mercado de dinero un aspecto fundamental de este instrumento es el manejo de liquidez de los bancos, los efectos de la descolocación mediante una tasa menor de rendimiento buscaron que las instituciones financieras se vean con una mayor presión de liquidez impulsando, de esta manera a una expansión de la oferta de fondos prestables y una disminución de las tasas bancarias, si bien la minimización del costo de los recursos captados por los bancos (tasa pasiva y otros), requiere de un manejo de cartera adecuado, buscando que la menor cantidad posible de efectivo quede en caja improductivamente, frente a un bajo rendimiento de los CD's los bancos buscaron colocaciones alternativas y tal vez asumiendo mayor riesgo, de esta manera se genera una dinámica donde las tasas de interés tienden a disminuir y la expansión crediticia impulsa un mayor nivel de actividad; en síntesis podemos indicar que la base de esta estrategia fue que el sector privado no financiero SPNF disminuyó sus necesidades de financiamiento del BCB, permitiendo que la Política Monetaria a través de las OMA tenga la posibilidad de impulsar la inversión y el crecimiento del sector industrial.

Un análisis comparativo de los saldos a fin de año desde 1988 nos muestra que en la gestión 1992 es la de menor significación, en efecto en 1992 el stock de CD's corrientes alcanzo a 47.39 millones de dólares mientras que en 1988 fue de 75.42 millones de dólares, en 1989 fue de 75.32 millones de dólares, en 1990 de 105.67 millones de dólares, en 1991 de 128.27 millones de dólares y en 1993 de 61.28 millones de dólares tal como podemos observar en el (cuadro 1,2 y 2.1); la tendencia decreciente de las captaciones del Banco Central de Bolivia, se presento desde fines del año anterior como producto del cambio en la política de las Operaciones de Mercado Abierto con las disminuciones de las tasas de interés.

La estructura por monedas muestra un regreso a la dolarización de las Operaciones de Mercado Abierto, de un proceso creciente de participación de los CD's en moneda nacional que tuvieron en los años anteriores, en 1992 se observa una tendencia a la disminución acelerada de participación, uno de los aspectos a destacar es que a partir de junio se acelera la tendencia declinante, para diciembre de 1992 se tiene que un 25,51% esta constituido por CD's en moneda nacional, mientras que en 1991 era un 44.56% señalando una tendencia de retorno a situaciones dolarizadas mediante las Operaciones de Mercado Abierto; ahora bien el punto mas alto de participación en ME corresponde al mes de noviembre con 72%, en MN corresponde al mes de mayo con 55.81% y finalmente en MVDOL al mes de septiembre con 7.80%. (Ver cuadro 2,1 y gráfica 4.2).

En lo referente a las tasas de descuento ofrecidas se caracterizaron por una evolución declinante, que fue uno de los aspectos orientados a desincentivar la demanda de títulos del Banco Central de Bolivia y de esta manera lograr objetivos monetarios, como resultado de una demanda deprimida y una oferta nominalmente elevada las subastas mostraron en su gran mayoría, situaciones de exceso de oferta, por otra parte también es necesario destacar el resultado que arrojó la combinación de tasas menores y descolocación neta sobre los pagos por intereses; un análisis comparativo muestra que en 1992 se pago mucho menos por este concepto que en el año anterior Bs.54.700.000.- frente a Bs.101.100.000.- respectivamente.

Las colocaciones por moneda y plazo en general han tenido un comportamiento declinante a lo largo de 1992, en moneda nacional de 213.880.- títulos colocados en 1991 disminuirán a 49.451.- en el año 1992, en moneda extranjera se da una descolocación por la mayor cantidad de cancelaciones que de adjudicaciones, de 69.693.- títulos colocados en 1991 declinaron a 34.091.- en el año 1992 y finalmente en Moneda nacional con mantenimiento de valor de 1.451.- títulos disminuirán a 1.205.- para el año 1992.

Las colocaciones por agente durante 1992 tuvo una evolución hacia la mayor participación de los agentes del sector financiero y un retroceso de los agentes no financieros; este comportamiento nos señala que las Operaciones de Mercado Abierto dejaron de competir con el sistema bancario por los recursos del público y que asumieron un rol de mayor ligazón al mercado de dinero y a la liquidez bancaria; los agentes privados, incluidos los agentes de bolsa, disminuyeron su demanda de CD's porque representaba una opción de inversión no competitiva. para los bancos y demás intermediarios financieros, el manejo de liquidez siguió necesitando de la opción de los CD's, pero el corto plazo se constituyo en el elemento de preferencia para la inversión, debido a la rápida rotación de los CD's. a 4 semanas.

Las colocaciones totales por agente fueron de 47.39 millones de dólares teniendo una participación el Sistema Bancario de 78,7% equivalente a 37.29 millones de dólares expandiendo siempre su tradicional predominio, las mutuales de 16.3% equivalente a 7.74 millones de dólares quienes incrementaron su participación con relación a los demás agentes y finalmente los particulares compuestos por los agentes de bolsa y algunos pocos particulares propiamente dichos que muestran un proceso de retraimiento en su participación de 5% equivalente a 2.36 millones de dólares.

Las subastas de Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia durante 1992 muestran el siguiente comportamiento: En la Oferta las Operaciones de Mercado Abierto se caracterizaron por ofrecer, tasas de descuento inferiores al promedio de las tasas pasivas del Sistema Financiero, una cantidad de títulos que resulto ser elevada o suficiente, de manera que respondiera a los requerimientos de la demanda a esos precios, inclusive en la mayoría de las subastas se mostraron excesos de oferta y fue más importante en moneda extranjera y a plazos cortos.

En la Demanda el comportamiento que tuvo las Operaciones de Mercado Abierto fueron mas declinantes principalmente en moneda nacional y en los últimos meses debido al tipo de cambio que se fue acelerando; la tasa de rendimiento llego a niveles que desalentaron la inversión, los agentes no bancarios se replegaron en mayor medida y los mismos bancos disminuyeron la proporción en que colocaban en CD's sus captaciones; normalmente en las subastas la demanda era mucho menor que la oferta principalmente en moneda nacional y en los plazos mayores.

En la gestión 1992, continuó el proceso de disminución de las tasas de descuento de los CD's, que empezó a mediados de 1991 con la nueva modalidad de subasta competitiva y la nueva orientación de política monetaria del Banco Central Bolivia, dados los mayores márgenes de expansión del crédito al sector privado por los menores requerimientos de éste por parte del sector público no financiero, la política monetaria a través de las Operaciones de Mercado Abierto, busco inducir la disminución de tasas del sistema financiero ofreciendo tasas menores al promedio de las tasas pasivas.

El comportamiento a la disminución de las tasas de descuento en 1992 no fue constante ya que se observaron períodos donde se elevaron febrero y marzo, para continuar posteriormente con la tendencia antes mencionada; a partir de una oferta en el plazo de 4 semanas de 22.13% en moneda nacional en el mes de enero y de 8,70% en moneda extranjera y mantenimiento de valor en la primera subasta, se tuvo un primer período hasta marzo, donde las tasas ofertadas se elevaron 25,40% y 10,2% respectivamente, para posteriormente entrar en un nuevo ciclo de declinación que continuo hasta fin de año cuando llegaron a 19,5% y 7,5% respectivamente; en el plazo B tenemos que de 21.45% disminuyo a 20.09% en moneda nacional y en moneda extranjera y mantenimiento de valor de 8.35% bajo a 7.55%; en lo referente al plazo C de 21,10% en moneda nacional bajo a 20,14% y en moneda extranjera y mantenimiento de

valor de 8,45% disminuyo a 7,65%; finalmente para el plazo D en moneda nacional de 20,40% disminuyo a 20,19% y en moneda extranjera y mantenimiento de valor de 8,75% bajo 7,75% a fin de esta gestión. (Ver cuadro 4 y gráficas 10,11 y 12).

las tasas resultantes de las subastas, tomándolas como promedio ponderado, se acercaron bastante a la tasa ofertada; este fenómeno fue consecuencia de la disminución de la demanda y una elevada oferta de títulos por la autoridad monetaria que hacia fácil la aceptación de posturas que buscaran la tasa mas alta.

Los intereses pagados por colocaciones de CD's durante 1992, alcanzaron los \$us.13.385.503.-, cuya composición refleja la mayor participación en el monto pagado en MN o sea en porcentajes un 66% equivalente a \$us.8.885.817.- en cambio en ME y MVDOL fue el equivalente de \$us.4.090.782.- y \$us.185.437.-; la alta tasas ofrecidas para las captaciones en esa moneda que implicaba un premio al riesgo cambiario, se reflejaron en un mayor monto abonado y la fuerte concentración de vencimientos de títulos en MN debido a la elevada colocación del año 1991 en plazos largos, también explica la mayor participación de la MN en el pago de interese a los CD's.

La parte normativa correspondiente a la gestión de 1993, se ha iniciado con la promulgación de la nueva Ley de Bancos y Entidades Financieras por el Honorable Congreso Nacional, Ley No. 1488 de fecha 14 de abril de 1993, el mismo que en su Artículo 143 referido al Banco Central de Bolivia, inciso octavo recomienda la ampliación de las Operaciones de Mercado Abierto al Banco Central de Bolivia y por otra parte mediante artículo 85 indica que los Encajes adicionales, establecidos por el ente emisor, podrán ser constituidos con instrumentos financieros bursátiles de renta fija

y la disposición de iniciar los encajes legales adicionales deberán ser en una fecha posterior.⁵

En fecha 23 de Noviembre de 1993 mediante Resolución de Directorio No 142/93 en su artículo 8 resuelve adoptar la siguiente definición, el encaje legal adicional cuyo monto resultante de aplicar los porcentajes de encaje legal que fija el Directorio del Banco Central de Bolivia adicionales al encaje legal mínimo, sobre el total de pasivos con el público a la vista, ahorro y plazo; captados por las entidades de intermediación financiera bancaria en las diferentes monedas, podrá ser constituido, a partir del 3 de mayo de 1994, con títulos valores bursátiles del Banco central de Bolivia que serán emitidos para este fin, dichos títulos valores deberán ser endosados en garantía y depositados en el Instituto Emisor.

En fecha 7 de diciembre de 1993 El Directorio del Banco Central de Bolivia emite tres Resoluciones de Directorio:

La primera No 148/93 donde se aprueba el reglamento del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA), constituyendo un organismo dependiente del Directorio del B.C.B., encargado del manejo y administración de las operaciones de mercado abierto; entre sus atribuciones se encuentran:

- la definición de las tasas de descuento máximas de corte, cantidades ofertadas, plazos y monedas de los CD's., de acuerdo con la Política Monetaria.

- Convocar públicamente a la sesión de la subasta de CD's. por lo menos con un día de anticipación, como también declarar total o

⁵ Ley General de Bancos y Entidades Financieras República de Bolivia Honorable Senado Nacional Ley Nro.1488 del 14 de abril de 1993 Pag.25 y 37.

parcialmente desierta la subasta en los siguientes casos, cuando no se presenten posturas o cuando estas no cumplan con requisitos establecidos.

- Instruir a la Sub-Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto la intervención en el mercado secundario y efectuar operaciones de reporto con LT's.

- Finalmente en el marco de los reglamentos de la LT's y CD's, el Banco Central de Bolivia podrá realizar operaciones de compra, venta, y reporto de LT's. en el mercado secundario, por cuenta y riesgo propios, bajo normas establecidas por el COMA.

La segunda Resolución de Directorio No 149/93 la misma que aprueba un nuevo reglamento acorde con las disposiciones que actualmente rigen, dada la necesidad de perfeccionar y dinamizar las Operaciones de mercado abierto, efectuando ajustes y actualizar las disposiciones que regulan la emisión y operación de los CD's., con las siguientes disposiciones:

- Las subastas públicas competitivas se realizaran en el B.C.B. previa convocatoria, la misma que será publicada por lo menos con un día hábil antes de la realización de la subasta, mencionando la cantidad ofertada de CD's. por moneda.

- Podrán participar las personas naturales y jurídicas de derecho privado y los de derecho público autorizados legalmente, para este efecto deberán recabar de la Sub-gerencia de operaciones de mercado abierto el respectivo formulario, donde se especifique el nombre o razón social del demandante, número de posturas, tasa de descuento ofertada, número de títulos, moneda y plazo, forma de pago etc. y luego presentar en sobre cerrado con firma del solicitante o representante legal.

- Las solicitudes se depositarán en la SOMA, hasta una hora antes de la apertura de sobres, esta presentación determinará que el demandante se someta a los términos del presente reglamento, no pudiendo retirar su solicitud; posteriormente en la sesión de subasta se procederá a la apertura y lectura de solicitudes, luego serán revisadas las mismas, aceptándolas o rechazándolas, ya sea por falta de provisión de fondos o que la información este incompleta.

- La provisión de fondos para la compra de CD's. se ejecutara mediante abono en la cuenta Provisión para adquisición de CD's. del B.C.B. (solo para Instituciones Bancarias); mediante depósito en la cuenta Acreedores Diversos CD's. del B.C.B. o con CD's. vencidos endosados a favor del B.C.B.; finalmente mediante transferencias cablegraficas (telex - fax) y otros debidamente confirmados.

- finalmente la otra modificación se refiere a la adjudicación de CD's. en subasta será efectuada a la tasa propuesta por el demandante y en orden ascendente, partiendo de la tasa de descuento mas baja, hasta el nivel donde se agoten los recursos de la oferta y/o hasta el nivel donde se registre la tasa máxima de corte, luego realizada la revisión de las solicitudes y la verificación de la provisión de fondos, el COMA procederá a la adjudicación respectiva.

La tercera Resolución No 150/93 referida al reglamento para operaciones con Letras emitidas por el Tesoro General de la Nación (LT's), esta resolución surge posteriormente al D.S. 23380 del 29 de diciembre de 1992, donde fueron creadas para otorgar liquidez temporal al Tesoro General de la Nación; Este reglamento tiene por objeto establecer una comisión de carácter interinstitucional, integrada por representantes del Ministerio de Hacienda y Desarrollo Económico y del Banco Central de Bolivia, encargada de establecer la política y condiciones para la colocación, adjudicación y redención de las LT's. "C" en el mercado primario

(Letras de Tesorería cuya emisión servirá para financiar sus requerimientos temporales de liquidez).

Las disposiciones de este reglamento son las siguientes:

- La de determinar la administración y control de la emisión y procesamiento de las LT's a cargo del B.C.B. y establecer los procedimientos para la subasta, adjudicación y redención de las LT's.

- Las Letras del Tesoro General de la Nación son títulos valor nominativos de contenido crediticio, emitidos por el T.G.N. y adjudicados mediante subasta pública competitiva, al amparo de lo dispuesto por el artículo 4to. del D.S. Nro.23380 del 29 de diciembre de 1994.

- Finalmente debo indicar que el reglamento de la LT's. es similar al reglamento de los CD's. con algunas diferencias pequeñas, como ser que el B.C.B. administra las operaciones de las LT's. referidas a subasta, adjudicación y redención por cuenta y cargo del T.G.N., con mas amplitud analizaremos posteriormente estas Letras, mas el convenio Interinstitucional.

Las colocaciones durante la Gestión 1993, nos muestra un tendencia creciente a partir de enero con 52.64 millones de dólares hasta llegar a 101.06 millones de dólares en el mes de octubre, para luego ir descendiendo al mes de diciembre al monto de 61.28 millones de dólares, con las siguientes tasas de crecimiento para llegar al punto mas alto un incremento del 37,18% en el mes de febrero y el mayor decremento en el mes de diciembre del (39.35%); finalmente el promedio de crecimiento de la gestión fue del 4.34%. (Ver cuadro 2.1 y gráfica 5).

En lo referente a la preferencia por monedas tenemos que en primer lugar, se encuentra ME con un promedio anual de 69,71%,

seguido de MN con 15,51% y finalmente MVDOL con 14,77%; el punto mas alto de participación fue en el mes de mayo con 83,22% en ME, luego en el mes de julio con 21,47% en MN y finalmente en MVDOL 33,51% en el mes de diciembre. (Ver cuadro 2.1 y gráfica 6).

Analizando las tasas de descuento para esta gestión vemos que se mantienen en forma constante las mismas; en las tres monedas y sus respectivos plazos por varios meses, vale decir de enero a julio, así tenemos que en MN para el plazo de 4 semanas de 19,50% se mantiene y en agosto se incrementa hasta llegar a 20,50% finalmente desciende a 18,50% en diciembre; en ME para el mismo plazo de 9,01%, llega a 11,35% y baja a 7,20% a fin de año, en MVDOL de 9% llega a 11% y baja a 6,90%; para el plazo de 13 semanas MN de 20,09% sube a 21,12% y baja a 18,80%; en ME de 7,95% baja a 7,40% y en MVDOL de 7.95% baja a 6.90% ; similar caso sucede con los demás plazos. (Ver cuadro 2.1 y gráficas 10,11 y 12).

Durante esta gestión 1993 el pago de intereses también tuvo un comportamiento similar a la anterior gestión, fue también disminuyendo en un porcentaje de 37,92%, vale decir de Bs.54,7 millones baja a Bs33,96 millones, esta disminución es debido principalmente a la tendencia de dejar de lado las colocaciones de los certificados y ser reemplazados por otro tipo de instrumentos de las Operaciones de Mercado Abierto; es en esta gestión donde hacen su aparición las Letras del Tesoro General de la Nación (LT's).

El monto total de las colocaciones desde el inicio en diciembre de 1987 hasta diciembre de 1993 de los Certificados de depósito negociables corresponde a \$us.6.454.519.000-.

2.2.1 Alcances finales durante el período 1989 - 1993

El segundo período comprendido entre agosto y diciembre de 1989 se caracteriza por un repunte en el nivel de captaciones como

consecuencia del retorno a la estabilidad política y social que a su vez determinó la recuperación de la confianza en el Sistema Financiero; sin embargo la preferencia por CD's, en Moneda Extranjera y por plazos cortos se acentúa aun más durante 1989.

La tendencia ascendente de las tasas de rendimiento y descuento fue la principal característica del período analizado, habiéndose registrado la mayor alza en Moneda Nacional a principios del cuarto trimestre con la finalidad de incentivar las captaciones en esta moneda; como también en moneda extranjera y mantenimiento de valor se fueron incrementando en menor porcentaje.

Por último el hecho más destacable de la gestión 1989, lo constituye la aprobación del nuevo reglamento de los Certificados de Depósitos Negociables mediante la Resolución de Directorio 214/89 de fecha 8.11.89 a partir del cual se da inicio a las actividades y operaciones en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV).

Entre los problemas que se presentaron en la gestión 1990 fue de que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto, quien tenía a su cargo la decisión de subir o bajar las tasas de descuento, las mismas que se realizaban sin una mecánica de determinación de la misma, dando lugar a que todas las aplicaciones para la adjudicación de CD's. en subasta sean no competitivas eliminando de esta manera el libre juego de la oferta y la demanda que bien podría orientar sobre la vigencia de las tasas de interés en el mercado financiero.

Para la parte operativa y la aplicación de responsabilidades específicas, se debería ajustar el procedimiento estructural de la emisión de CD's., donde exista un Decreto Supremo indicando el responsable y receptor de los recursos captados, limitándose el Banco Central de Bolivia a administrar y coordinar la emisión autorizada por el organismo responsable; proceder a la apertura del libre juego de la oferta y la demanda, estableciendo que, en las

subastas las solicitudes sean competitivas para lo que se debería adoptar un sistema que module las tasas de descuento y finalmente ajustar las emisiones en subasta de modo que puedan responder a objetivos establecidos tanto para implementar una Política Monetaria como para cumplir compromisos Institucionales, también se debería crear mecanismos de investigación para determinar la liquidez en el público y las instituciones financieras sobre cuya base informativa se podría preveer un comportamiento y realizar ajustes a las tasas de descuento.

Durante la gestión 1991 se puede indicar que el nuevo sistema de Subastas implementado a partir del 2 de mayo de 1991 ha tenido efectos directos sobre las siguientes variables: El tipo de moneda tuvo su mayor demanda en Moneda Nacional; la baja en los tipos de descuento que trajo como consecuencia repercusión en los tipos de interés en el Sistema Financiero; reducción en el pago por concepto de interés y finalmente la aproximación al verdadero papel que debería cumplir los CD's. en la Política Monetaria.

Las Operaciones en el Mercado Secundario, es decir la compra y venta de CD's entre agentes implica que la cartera de quienes realizan dichas operaciones sufren modificaciones, es en ese sentido que durante las gestiones 1992 y 1993 la estructura de la tenencia de CD's por agentes se transformo significativamente dado el gran dinamismo que adquirió en los últimos meses del año la colocación de títulos en el mercado secundario por parte del Ex-Banco del Estado, quien vendió un número significativo de su cartera y de la Federación Nacional de Cooperativas (FENACRE), ambas entidades fueron los principales agentes oferentes en el Mercado Secundario por su parte, el Banco de Santa Cruz, Mercantil y de Inversión realizaron las más importantes operaciones de compra.

Entre los problemas presentados en la gestión 1992 respecto al mercado secundario debemos decir la no participación del B.C.B. en

este y la experiencia todavía reciente en nuestro mercado, hizo que las operaciones se circunscribieran principalmente a la compra, venta y operaciones de reporto entre los bancos con escasa participación de otros agentes autorizados por la CNV.

Debería haber un seguimiento mas cercano de la evolución de las operaciones en el mercado secundario, como forma de tener una percepción más certera del mercado, además la conexión mas fluida de información con la Bolsa Boliviana de Valores y un seguimiento mas continuo de los agentes de Bolsa.

Como conclusiones podemos indicar que en estas gestiones 1992 y 1993 las tasas de descuento tuvieron el impacto esperado sobre la demanda, la disminución de ellas produjo una contracción de la demanda de títulos, siendo que del total de CD's ofertados el 22,2% no fue demandado o colocado; y por otra parte la disminución del déficit cuasifiscal del B.C.B. fue importante por que fueron bajando de Bs.101.1 millones en 1991, llega en 1992 a Bs.54.7 millones y finalmente a Bs.33.96 millones respectivamente, esto llevo principalmente a la disminución de las tasas de descuento y a la transferencia de obligaciones al Tesoro General de la Nación por parte del Banco Central de Bolivia.

C A P I T U L O I I I

**3. COMPORTAMIENTO ANALITICO DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO
 EN AMBOS PERIODOS****3.1 Los CD's y la Política Económica en ambos períodos 1987 a 1993**

A partir de 1987 los CD's han jugado un papel preponderante en diversos campos de la actividad financiera del país. La Deuda Interna del Banco Central de Bolivia contraída a través de CD's permitió entre otras cosas amortiguar el impacto de los desequilibrios de la Balanza de Pagos, generar recursos para respaldar el financiamiento del déficit del Sector Público no Financiero, (mediante el encaje remunerado) y promocionar el Mercado de Valores, por otra parte influir en la liquidez del Sistema Financiero y finalmente la Tasa de Descuento de los CD's de alguna manera liderizó las tasas de interés del Sistema financiero tanto tasas activas como las tasas pasivas.

Las operaciones con los Certificados de Depósito se iniciaron a finales de la Gestión 1987 con una colocación de \$us.7.06 millones y durante la gestión 1988 las colocaciones se fueron incrementando mes tras mes debido a la participación cada vez más creciente del sector bancario y particulares, cerrando esta gestión con la colocación de \$us.75.44 millones, Durante la gestión 1989; las colocaciones totales muestran dos períodos claramente diferenciados.

El primer período entre enero y julio de 1989 se caracteriza por un permanente descenso a partir del mes de febrero, siendo que en este mes de febrero se llegó a colocar \$us.87.52 millones y luego disminuir y llegar al menor nivel en Julio del mismo año, con \$us.31.50 millones; el cambio en los mecanismos operativos para la colocación de CD's, así como la situación política y social que

vivió el país durante la primera mitad del año, fueron los factores determinantes para ese comportamiento.

El segundo período comprendido entre agosto y diciembre se caracteriza por un repunte en el nivel de captaciones como consecuencia del retorno a la estabilidad política y social que a su vez determinó la recuperación de la confianza en el Sistema Financiero; sin embargo la preferencia por CD's, en Moneda extranjera y por plazos cortos se acentúa aun más durante 1989.

La tendencia ascendente de las tasas de rendimiento y descuento fue la principal característica del período analizado, habiéndose registrado la mayor alza en Moneda Nacional a finales de la gestión 1989 con la finalidad de incentivar las captaciones en esta moneda.

Por otra parte durante este período los niveles totales registraron una disminución de \$us.10,7 millones que representan el 12,5% de disminución en términos relativos comparando diciembre con enero del mismo año, durante los meses de enero y febrero se registran los niveles más altos por colocación de Certificados a diferencia de los meses antes de Julio inclusive que experimentaron fuertes reducciones; sin embargo a partir de agosto se percibe un repunte considerable hasta llegar al monto de \$us.75,3 millones en diciembre, lo cual significa un incremento de \$us.43,8 millones con respecto a julio y una tasa de crecimiento de 139.20%.

- Las colocaciones de CD's en Moneda Nacional sufrieron una fuerte disminución de un monto de Bs.27.151.000.- registrados en febrero al mes de septiembre se tiene Bs.24.000.-, sin embargo durante el último trimestre el nivel de colocaciones en esta moneda logra repuntar hasta alcanzar el monto de Bs.8.809.000.- en el mes de diciembre.

- El comportamiento de las colocaciones en Moneda Extranjera se caracteriza por continuas disminuciones que empezaron a partir del mes de marzo alcanzando \$us.20,1 millones en el mes de julio es decir el nivel mas bajo durante el año frente a \$us.57,7 millones en el mes de febrero, en cambio se registra un ascenso a partir de agosto hasta llegar a \$us.61,7 millones en diciembre; finalmente debemos indicar que en mantenimiento de valor tuvo una evolución similar al de moneda nacional, aunque la disminución se prolonga hasta el mes de noviembre, para luego tener un leve repunte en el mes de diciembre alcanzando a \$us.10,5 millones, (Ver cuadro 1 y 2).

Durante la gestión 1990 las colocaciones de los certificados tuvieron un comportamiento irregular, partiendo en el mes de enero con \$us.82.64 millones; y concluir el mes de diciembre con \$us.105.66 millones el punto mas alto de colocación corresponde al mes de noviembre cuyo monto es de \$us.140.09 millones.

En lo referente a las gestiones 1991, 1992 y 1993 debo indicar que la primera tuvo también un crecimiento irregular pero con la diferencia de que el promedio de colocación mensual sobrepasa el monto de \$us.150.00 millones, el monto mayor de colocación corresponde al mes de septiembre con \$us.170.12 millones, esta gestión si bien tuvo las mayores colocaciones de todo el período analizado; ocasiono el mayor incremento del déficit fiscal llegando a Bs.101.1 millones; esto debido a las cancelaciones que el Banco Central de Bolivia tuvo por concepto de intereses; en cuanto a la gestión 1992 esta se caracteriza por una constante disminución partiendo en el mes de enero con una colocación de \$us.104.58 millones y disminuir a \$us.47.38 millones a diciembre, el punto mas alto de colocación fue el mes de marzo llegando a \$us.114.37 millones; este descenso ocasionó la disminución del déficit fiscal a Bs.54.7 millones, cuyos factores para esta disminución fueron por una parte la baja en las colocaciones y por otra el pago de intereses por cuenta del Tesoro General de la Nación; finalmente la

gestión 1993 se caracteriza por tener un movimiento irregular llegando su promedio de colocación a \$us.75.60 millones, su punto mas alto es en el mes de octubre con \$us.101,05 millones y el punto mas bajo el mes de enero de \$us.52,83 millones.

- La evolución de las tasas anuales de rendimiento y descuento tuvieron su impacto en la gestión 1987 y 1989 en dos períodos; siendo los siguientes:

a) Período del 10.03.89 al 14.11.89 donde las adjudicaciones de CD's. establecidos por el Banco Central de Bolivia son fijadas por las Tasas de Rendimiento, vale decir que en la primera licitación efectuada el 10.03.89, esta nueva modalidad sustituye a las Tasas de Interés fijas del Sistema anterior, todo esto determinado a partir de esa fecha en las sesiones del Comité de Operaciones de Mercado Abierto y en forma semanal.

Un análisis de la evolución durante este período se puede resumir de la siguiente manera:

Las tasas de rendimiento sufrieron modificaciones en cuanto a los plazos durante este período; inicialmente presentaban plazos de 30,90,180 y 360 días; posteriormente modifican a 6,13,26 y 52 semanas en el mes de febrero de 1989; finalmente se modifican los plazos mínimos y máximos vale decir a 4,13,26 y 51 semanas, esta modificación se efectúa en el mes de noviembre de 1989 para las tres monedas; en este sentido moneda nacional en todos los plazos tuvo la tendencia a disminuir inicialmente, para luego tener un ascenso considerable; así tenemos que para el plazo mínimo partiendo de 22,25%, en enero de 1988 disminuyo a 21% en el mes de febrero de 1989, luego tuvo un incremento considerable a diciembre de 1989 llegando a 34,5%; lo que representa un incremento de 13,5 puntos porcentuales; para el plazo de 13 semanas tenemos que de 22,75% disminuye a 22% y luego sube a 35,55%, representando un crecimiento de 13,55 puntos porcentuales; a 26 semanas tenemos que

de 23,25% disminuye a 22.50% y luego sube a 35,55%, representando 13,05 puntos porcentuales de crecimiento; finalmente para el plazo de 51 semanas de 23,75% baja a 23% y luego tuvo un ascenso el mas considerable de 17,5 puntos porcentuales de crecimiento llegando a 40,50% la tasa de rendimiento.

En moneda nacional con mantenimiento de valor y moneda extranjera, el comportamiento fue similar en ambas monedas, pero diferente en relación a moneda nacional pues en todos los plazos presentaron incrementos, aunque estos no fueron muy considerables así tenemos que en el plazo de 4 semanas de 12,27% en MVDOL y 11,37% en ME llega a 16.2% ambas monedas, al mes de Noviembre de 1989; a 13 semanas se tiene de 12,77% en MVDOL y 11,87% en ME se incrementa a 16,50% y 16,43% respectivamente; en el plazo de 26 semanas tenemos de 13,27% en MVDOL y 12,37% en ME se incrementa a 16,77% en ambas monedas; finalmente en el plazo de 51 semanas de 13,77% en MVDOL y 12,87% en ME se incrementa a 17,46% en ambas monedas.

Este comportamiento que tuvieron las tres monedas durante el período de análisis, muestra que inicialmente las tasas durante varios meses de enero de 1988 a febrero de 1989 se mantiene en forma constante las tasas con algunas modificaciones pequeñas de mes a mes; a partir del cambio que hubo en los plazos y la aproximación del cambio de gobierno en nuestro país durante la gestión 1989, trae como consecuencia la subida de las tasas de rendimiento debido a la disminución de invertir en los certificados y la corrida que presentaron los demandantes de los títulos entre el período de marzo a noviembre de 1989; la subida de las tasas era una manera de incentivar a los demandantes a poder invertir en los títulos valor con ciertas tasas preferenciales.

b) En el período del 15.11.89 al 31.12.89 , como resultado de la aplicación del reglamento de CD's negociables, entra en vigencia la utilización de tasas de descuento, las mismas que fueron fijadas

por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto en las sesiones semanales de subasta.

Las tasas de rendimiento vigentes hasta la fecha indicada sirvieron de base para la fijación de las tasas de descuento, sin embargo habiéndose reducido los plazos de 6 a 4 semanas, en la categoría mínima y de 52 a 51 semanas en la categoría máxima, las tasas de descuento en estos plazos implícitamente se vieron incrementadas. La única variación registrada en el período de análisis fue la sgte: En el mes de noviembre la tasa en moneda nacional sufrió una disminución de 0,01% para el plazo de 13 semanas y de 0.76% para el plazo de 51 semanas; en cambio en moneda extranjera y mantenimiento de valor la disminución fue de 0.05% para el plazo de 4 semanas y de 0.11% para el plazo de 51 semanas, con relación a octubre de 1989.

Posteriormente en las Gestiones 1990 - 1991 - 1992 y 1993 las tasas de descuento presentaron comportamientos bastante irregulares, así tenemos que para moneda nacional y en los diferentes plazos, las tasas inicialmente tienden a incrementarse de 32% en 1990 llegan a un punto más alto en el mes de febrero de 1991 con 36,74%; luego tiende a disminuir a 18,50% a diciembre de 1993, lo que significa 18.20 puntos porcentuales de disminución para el plazo de 4 semanas; para el caso de mantenimiento de valor y moneda extranjera el comportamiento que tienen es similar, inicialmente de 14% al mes de enero de 1990 sube a 15.75% en el mes de febrero de 1991 y luego disminuye a 7,20% en MVDOL y 6,90% en ME, a diciembre de 1993; representando 8,55 y 8.85 puntos porcentuales de disminución respectivamente; lo propio sucede con los otros plazos; este segundo período nos muestra claramente el incremento de las colocaciones de los certificados de depósito a plazo negociables, por una parte debido al incentivo que estos sufren, por ser mas atractivas las tasas de descuento que las que proporciona el sistema bancario.

Así tenemos que la relación que existe con las colocaciones de dichos certificados durante este mismo período es el siguiente, el promedio de colocaciones en el año 1991 sobrepasa los \$us.152.35 millones en total, de las tres monedas y paulatinamente va disminuyendo a un promedio de \$us.88.78 millones en 1992 y finalmente llegar a \$us.75.60 millones en 1993, tal cuál fue el comportamiento de las tasas de descuento en las tres monedas y en los plazos establecidos.

Finalmente a fines del año 1993 las tasas en las tres monedas tienden a disminuir al igual que las colocaciones debido a la transferencia de obligaciones por parte del Banco Central de Bolivia al Tesoro General de la Nación, vale decir las cancelaciones de intereses sobre la colocación de los Certificados.

El proceso de desmonetización de la economía de nuestro país, a tratado de ser modificada mediante cambios en las tasas de interés de los CD's, el proceso continuo de desmonetización de la economía, es una preocupación permanente de las actividades económicas del Gobierno, debido a que está impidiendo efectuar una política monetaria efectiva, e imposibilitando el uso del señoreaje por parte del Banco Central como medio de financiamiento de los desequilibrios macroeconómicos. La otra forma es la dolarización, los agentes económicos demandan reservas internacionales no sólo para efectuar transacciones externas sino para mantener el poder adquisitivo de la moneda; de esta manera el Gobierno requiere de un mayor monto de reservas internacionales para hacer frente a este tipo de demanda.

Durante todo el período de análisis la desmonetización no a sido un fenómeno reciente se inicio en los primeros años de la década de los ochenta, posteriormente el problema de la desdolarización en los años de 1979 a 1982 y el proceso hiperinflacionario que concluye a fines de 1985, por una parte y los programas de ajuste iniciados en 1985, que determinaron una

disminución de la oferta de dinero por otra, pueden ser las causas de dicho fenómeno, en la actualidad nadie está dispuesto a aceptar el fenómeno de la inflación y por lo tanto los excedentes financieros líquidos que poseen son convertidos inmediatamente en dólares como forma de resguardarse al deterioro posible del poder adquisitivo de la moneda local.

En junio de 1990, la actualidad monetaria decidió utilizar los Certificados de Depósito Negociables (CD's); como instrumento de monetización de la Economía, donde se remunera a los CD's en moneda nacional en proporción mayor que a los de moneda extranjera, hasta mayo de ese año, los certificados en moneda nacional a 28 días tenían una tasa de rendimiento de 32,82% anual, a partir de junio suben a 37,04% en forma proporcional vale decir que se incrementan los rendimientos de los CD's a mayores plazos, mientras que los CD's en moneda extranjera, se mantienen para esa misma fecha en 14,15% aunque el mes siguiente sube a 15,18%, con esta medida se esperaba una traslación de la demanda de CD's en moneda extranjera a moneda nacional, y la trasmisión de dicha política hacia la banca, en otras palabras se esperaba generar una competencia por recursos domésticos con los bancos para que estos a su vez, otorguen mayores incentivos a la demanda de depósitos en moneda nacional y de esta manera reiniciar el proceso de monetización.

Los resultados de su aplicación son los siguientes: se incremento en forma significativa la demanda de los CD's en moneda nacional de una participación de 1,3% en el total de los CD's, en mayo de 1990 paso a 32,2% en septiembre de ese mismo año, para nuevamente declinar a fines de la gestión al 13.2%.

En cuanto a la modificación de las tasas de interés en moneda nacional del Sistema Bancario, estas se comportaron en forma muy errática en relación a la tasa de descuento de los CD's contrariamente a lo que sucede en moneda extranjera, en efecto mientras las tasas de rendimiento subían al 37,04% y permanecían en

ese nivel a lo largo de todo el semestre, las tasas de interés del Sistema Bancario para depósitos en moneda nacional, caían de 31,31% en mayo a 18,39% en agosto, para luego fluctuar alrededor del 23% hasta diciembre de 1990.

En consecuencia podemos concluir que la utilización de los Cd's como instrumento de monetizar la economía, hasta el momento no alcanzó el objetivo deseado lo único que consiguió fue incrementar el déficit cuasifiscal del Banco Central de Bolivia.

3.2 Las Implicaciones de los CD's. en la Política Monetaria

3.2.1 Principales funciones del Banco Central de Bolivia

En términos generales se puede indicar que las operaciones más relevantes del Banco Central de Bolivia, se concentran en seis grupos:

- Operaciones ligadas al manejo de las Reservas Internacionales incluidas las transacciones de cambio, estas presentaron resultados superavitarios en los años que no hubo pago de servicio sobre crédito de Corto Plazo; en estas operaciones se encuentran los intereses ganados sobre depósitos externos, los ingresos financieros por convenio de crédito recíproco, comisiones sobre venta de divisas, diferencias cambiarias y la revaluación de las reservas de oro y plata; finalmente los costos financieros provenientes de las obligaciones externas de corto plazo.

- Las operaciones ligadas al endeudamiento externo del Sector Público no financiero, en general presentaron resultados financieros superavitarios en atención a la comisión recibida del sector público no financiero por el manejo de su endeudamiento.

- Las operaciones ligadas al manejo del crédito de desarrollo para el sector productivo, constituyen programas de financiamiento

especial ejecutados a través del Sistema Financiero, con fines de fomento tanto al sector productivo privado como público; hasta 1987 estas operaciones presentaban resultados deficitarios ya que además de la tasa de interés subsidiada, el Banco Central compartía con las Instituciones de Crédito Intermediario (ICI's) el riesgo de la no recuperación del Capital, sin embargo con la aplicación del D.S. Nro. 21660 del 10 de julio de 1987 llamado (Decreto de reactivación); se determina pasar el riesgo de la no recuperación del Capital a los intermediarios Financieros; instituyéndose además la otorgación de Créditos sólo con cláusula de mantenimiento de valor y/o en moneda extranjera, los intermediarios financieros por su parte pueden cargar un máximo de cinco puntos porcentuales sobre la tasa LIBOR.

- Las Operaciones ligadas al Crédito Interno del Sistema Financiero representan ingresos para el B.C.B. comprenden intereses y comisiones sobre créditos documentados al Sistema Financiero y los intereses por sobregiros en la cuenta Encaje Legal.

- Las Operaciones ligadas al crédito interno al Sector Público no financiero, representando ingresos y gastos administrativos para el Banco Central de Bolivia, a través de este mecanismo captura el gobierno el impuesto inflación proveniente de la mantención de dinero por parte del público.

- Las Operaciones de Mercado Abierto desde 1987 a través de la Emisión de Certificados de depósito CD's, constituyen costos para el Banco Central de Bolivia, la presencia de los CD's y el uso de éstos para alcanzar las metas del programa financiero, nivel deseado de Reservas Internacionales Netas y composición de los activos del B.C.B., obedece tanto a fines de regulación monetaria como a desequilibrios fiscales.

3.2.2 Los CD's y el Programa Financiero

Los recursos que capta el Banco Central de Bolivia por la colocación de los Certificados tienen objetivos de cumplimiento de metas del Programa financiero del Gobierno, los criterios para la colocación de CD's, en general se hallan relacionados con problemas fiscales y de ajuste externo manteniéndose dentro del area de regulación monetaria y originando un costo financiero cada vez mas creciente.

Cuando se observa en las cuentas monetarias del B.C.B. crecimientos excesivos en el crédito al sector público no financiero (SPNF), debido a desajustes fiscales y por tanto una elevada participación de los activos domésticos en el total, se corre el riesgo de no cumplir con las metas programadas de acumulación de reservas internacionales netas y de endeudamiento interno del SPNF, consecuentemente se recurre a la emisión de mayor volumen de CD's, a través de la utilización de una mayor tasa de descuento, como incentivo; a su vez esto permitirá recuperar finalmente, los niveles deseados de acumulación de reservas internacionales netas y modificar la composición de los activos domésticos del Banco Central de Bolivia.

No obstante el mecanismo de ajuste implica un costo para el Banco Central que va expresado en el pago de intereses a la tasa de descuento contratada, de no haberse incurrido en el desajuste fiscal se hubiera evitado este costo, de aquí que corresponde imputar la pérdida incurrida como de carácter cuasifiscal.

Si partimos de la identidad central del Modelo de Programación Financiera (Balance Monetario del Banco Central de Bolivia) y consideramos las características actuales de la Economía Boliviana (Economía pequeña y abierta, con régimen de tipo de cambio administrado, bajo desarrollo del sistema financiero y altamente dolarizada), fácilmente puede concluirse que el uso intensivo de

los CD's puede tener efectos macroeconómicos adversos, para esto partimos de que el costo incurrido por el B.C.B. por las operaciones de emisión de CD's es una fuente de expansión monetaria y por tanto implica una presión sobre los recursos que pueda generar el Instituto Emisor en moneda nacional y sobre el nivel de reservas internacionales.

La Ecuación de Balance Monetario del Banco Central en forma reducida es:

$$EM = RIN + CIN$$

donde: EM = Base Monetaria; RIN = Reservas Internacionales Netas;
CIN = Crédito Interno Neto.

Por su parte : $CIN = CNSP + CNSF + OAN$

donde: CNSP = Crédito Neto al Sector Público no Financiero.
CNSF = Crédito Neto al Sistema Financiero.
OAN = Otros Activos Netos incluyendo cuentas del B.C.B.

Por su parte de acuerdo al destino o la creación de pasivos del B.C.B. la Base Monetaria puede ser expresada como:

$$EM = C$$

donde: C = Circulante en poder del público y de los Bancos.

Ahora bien el costo que representa el pago de intereses por la colocación de CD's en moneda nacional, se traduce en una mayor emisión monetaria que expresa por el lado de los pasivos en circulante (C) y por el lado de los activos, en un mayor endeudamiento del sector público consolidado, esto es un endeudamiento del propio Banco Central, que posteriormente incidirá

en una disminución de su patrimonio neto, por tanto en términos de flujos, el término otros activos netos puede ser escrito como:

$$FOAN = OFOAN + i \text{ CD's}$$

donde: i = tasa media de descuento que paga el B.C.B. por los Certificados de Depósito CD's., el monto total de certificados de depósitos y OFOAN el flujo de otros activos netos por otros conceptos.

A medida que se incentive a los demandantes con una mayor tasa de descuento, se podrá emitir un mayor volumen de CD's tanto en MN, ME y MVDOL, el efecto de esta situación será un mayor monto de erogación por concepto de pago de intereses (i CD's); consecuentemente aumentará el Crédito interno Neto, como parte de un conjunto de otros factores, por otra parte el efecto expansivo del pago de intereses sobre la Emisión Monetaria se manifestara por el lado de los pasivos en mayor circulante, este aumento generará mayor demanda de divisas con lo que las reservas internacionales tenderán a disminuir.

El papel de los Cd's en el programa financiero es amortiguar en el corto plazo los déficit operacionales del Sector Público, los desequilibrios coyunturales de la Balanza de Pagos y/o del Sector Financiero privado o público, si las perspectivas de desequilibrio de los sectores fiscal, externo y financiero responden a factores estructurales, sería lo menos recomendable hacer uso de los CD's como fuente alternativa de financiamiento, por ser en la actualidad la fuente mas cara que existe en el mercado.

Las Operaciones de Mercado Abierto generan un costo que afecta negativamente a los resultados del Banco Central y como cualquier déficit fiscal financiado por la Autoridad Monetaria disminuye las reservas internacionales o incrementa la Emisión monetaria, según el tipo de moneda que haya sido emitido el certificado de depósito,

no tomar en cuenta este gasto en la Programación Monetaria podría, dependiendo del monto afectar al equilibrio de las cuentas Macroeconómicas.

La demanda de CD's es sensitiva a la tasa de rendimiento en moneda extranjera y a las expectativas generadas por problemas de tipo político. Los Bancos mayores demandantes de CD's son los que más rápidamente reaccionan ante los cambios señalados; y esta demanda del sistema financiero se debe a que la dinámica de recepción de depósitos del público es superior a su colocación; consecuentemente, los excedentes de liquidez son destinados a la compra de CD's con el objetivo de que no les genere resultados negativos.

La metodología para la determinación del déficit Cuasifiscal originado por los Certificados se calcula mediante la siguiente identidad:

$$M = P + D$$

Donde (M) es el saldo de CD's emitido por el B.C.B. en un determinado período de tiempo, su emisión es "bajo la par", que equivale a decir a un precio (P), menor de su valor nominal de redención, la diferencia se denomina descuento (D); la misma esta determinada por el producto del precio de los CD's y la tasa de descuento (d).

$$D = P * d$$

Suponiendo que el período de vigencia del certificado es de un año; sustituyendo tenemos:

$$M = P (1 + d) \quad \text{y} \quad P = M * 1/(1+d)$$

Para calcular el precio de los Cd's en moneda extranjera usamos el subíndice "me" en todos sus componentes:

$$Pme = Mme * 1/(1+dme)$$

Los recursos captados en moneda extranjera (Pme), junto con las demás divisas provenientes de otras fuentes, son colocados en el exterior en depósitos a la vista y/o a plazo; otra parte son mantenidos en forma de billetes y monedas en la caja del Banco Central, se supone que tanto los depósitos vista como los billetes y monedas no tienen ningún rendimiento a diferencia de los depósitos a plazo cuyo rendimiento puede ser la tasa libor u otra tasa promedio que le pagan al Banco Central.

Por otra parte se supone que los CD's en moneda nacional y mantenimiento de valor tampoco generan ingreso, ya que sólo representa una contracción o esterilización de la moneda local; para poder determinar el ingreso que generan las divisas provenientes de los CD's, al que denominamos "Ime", debemos suponer además, que la totalidad de divisas que ingresan al Banco Central, se distribuyen en partes iguales para su colocación en depósitos vista, plazo y billetes y monedas; por lo tanto los CD's en moneda extranjera estarán depositados en el exterior a plazo fijo en una proporción "k" definido como, el cociente entre depósitos a plazo (DPL) y el total de divisas (STD).

$$k = DPL / STD$$

De esta manera, el ingreso de las divisas generadas por los Cd's será el producto de:

$$Ime = Pme * k * LIBOR$$

Una vez determinado "Ime" y el costo total de los CD's, por diferencia encontramos el déficit cuasifiscal generado por los Cd's.

$$DCF = D - Ime$$

3.2.3 La participación de los CD's en las Divisas del Banco Central de Bolivia

Uno de los problemas claves en la programación financiera es el referido al nivel del stock de la reservas internacionales que posee un país en un determinado período de tiempo, se señala que se debería tener por lo menos un stock equivalente a tres meses de importaciones, niveles inferiores podrían ocasionar desajustes en la Economía; baste recordar que cuando empezaron a agotarse nuestras divisas en los primeros años de los ochenta y no existían fuentes que las retroalimentaran, como consecuencia se inicio el proceso hiperinflacionario en nuestro país.

Las Reservas Internacionales Netas del B.C.B. (RIN) están compuestas por las reservas brutas a las cuales se restan las obligaciones a corto plazo; las Reservas Brutas generalmente están divididas en dos subgrupos la primera conformada por las divisas y comprenden a los fondos que se encuentran en los Bancos del exterior en forma de depósitos a la vista o plazo y los billetes y monedas que se encuentran en el Banco Central, la segunda referida a otros componentes de reservas Internacionales, estas, están conformados por el oro físico, parte del cual se hallan en custodia en el exterior y otra en el Banco Central, la tenencia de Derechos Especiales de Giro (DEG) originados por convenios con el FMI, la tenencia de pesos Andinos convenio con ALADI y las retenciones de gas a la Argentina , como el Fondo de Desarrollo Argentino Boliviano.

Las fuentes que alimentan al subgrupo de divisas provienen de las exportaciones tanto del sector público como privado, los

desembolsos de la Deuda Externa, de los Certificados de depósito y encaje legal en moneda extranjera.

El uso de las divisas esta destinado a cubrir las demandas para las importaciones de Bienes y Servicios tanto públicos como privados, los requerimientos de divisas del Bolsín, el pago de la deuda a capital e intereses, cubrir los vencimientos de los CD's y otros.

Una de las preocupaciones de un programa financiero es poder mantener un nivel programado del stock de las reservas internacionales y poder regular su flujo; cuando el flujo de salida es superior al de entrada se recurre a incrementar las divisas con el instrumento de corto plazo, el mismo que se puede controlar mediante la emisión de CD's, pero no es una solución al problema sino tan solo un paliativo, el siguiente paso será la aplicación de instrumentos de Política Económica capaces de mejorar por una parte los ingresos de divisas, entre las cuales están una gama de Políticas de Comercio exterior y cambiaria y por otra parte las salidas, principalmente mediante ajustes a los desequilibrios financieros del sector publico.

Cuantitativamente dentro del flujo promedio de ingresos de divisas en las gestiones 1988 - 1990 las exportaciones generaron la mayor cantidad de recursos llegando a 40%, le sigue el financiamiento externo con 24%, los CD's con una participación muy modesta del 7%; por su parte del total del flujo de salida de divisas las importaciones y el bolsín representaron el 67%, el servicio de la deuda externa significo el 19% y la redención de los CD's estuvo en el orden del 5% , tomando como dato estos porcentajes en el flujo de entrada y salida de CD's representaron un porcentaje menor, no obstante, cabe destacar que dada la condición de ser un activo financiero de corto plazo y haber estado concentrado en gran proporción en la Banca, una eventual corrida de CD's podía haber afectado significativamente el stock de divisas y

por supuesto el equilibrio financiero, si la banca decide redimir sus certificados de depósito a plazo, CD's podría haber puesto en peligro el equilibrio financiero y afectar las metas trazadas mediante la política monetaria.

3.2.4 Los CD's y el Mercado del Crédito

El comportamiento de las tasas de interés en nuestro país después de su liberalización en agosto de 1985 era tan previsible, el nivel de tasas reales en la mayoría de las experiencias de estabilización luego de agudos procesos de hiperinflación, se ha mantenido en forma elevada, al menos por algún tiempo, no obstante en el caso de nuestro país, después de 5 años de estabilización los resultados no han sido satisfactorios, las tasas han permanecido en niveles tales que no fueron suficientemente atractivos para la inversión, entre los determinantes de las tasas de interés se puede señalar que la tasa de interés LIBOR es la base para la determinación de las tasas pasivas de interés del sistema bancario.

En nuestro país podría tomarse como tasa de interés representativa local la que paga el Banco Central a los CD's en moneda extranjera, ya que es la tasa que permite atraer recursos internos y externos, sirven para compensar y mantener los desequilibrios del programa financiero, empíricamente se ha comprobado que a partir de abril de 1988 hasta la gestión 1993 las tasas de depósitos a plazo fijo en moneda extranjera que ofrece el sistema bancario, esta correlacionada con la tasa de rendimiento de los CD's en moneda extranjera, este comportamiento parece lógico, porque en la medida que dichas tasas se alejen demasiado, los agentes económicos volcarán sus recursos al activo mas rentable, por lo tanto se podría indicar que la Banca toma como referencia la tasa de rendimiento de los certificados de depósito negociables (CD's) para determinar la tasa de interés pasiva; ahora bien, los factores que inciden en el comportamiento de la tasa de interés activa que es la que interesa a las unidades productivas, está en

función a la eficiencia de la Banca y la Política gubernamental, ya sea en cuanto al Encaje Legal, Impuestos y Supervisión Bancaria.

En la medida que se acentúen los desequilibrios financieros en las áreas Fiscal, Monetaria y Sector Externo, las tasas de rendimiento para los CD's serán mayores a fin de obtener los recursos suficientes para cubrir dichos desequilibrios; esta tasa se constituye en el piso para la determinación de las tasas pasivas de interés del Sistema Bancario, el techo, es decir la tasa de interés que se cobra al prestatario, (tasas activas) dependerá de la eficiencia de la banca, la política del Gobierno, y las condiciones de competencia en el mercado del crédito.

La concentración de CD's en la banca origina perdida de grados de libertad de la Política Monetaria , por lo que se debería propender a diversificar mas la cartera mediante la disminución del monto de los CD's por ejemplo a \$us.100.- y Bs.100.- en vez de los que actualmente rigen \$us.1.000.- y Bs.1.000.-

De esta manera la accesibilidad del público será mas directa; complementariamente se debería informar y orientar al público, mediante los medios de comunicación masiva, sobre las seguridades y la conveniencia de invertir en CD's.; muchas veces el Público manifiesta que no tiene la debida confianza en los valores fiscales, pero paradójicamente sus depósitos que son colocados en el Sistema Bancario, sirven para la compra de CD's por parte de la Banca.

Durante las gestiones analizadas podemos observar lo siguiente: las tasas activas de interés anual del Sistema Bancario, presentaron montos superiores con relación a las Tasas de Descuento de los Certificados de Depósito Negociables; tanto en moneda nacional como en mantenimiento de valor y moneda extranjera; por otra parte las tasas activas en moneda nacional muestran un comportamiento irregular, partiendo en 1987 con 43,17% de promedio

a fin de gestión, disminuye a 37,91% a fin del año 1991 y posteriormente se incrementan a 59.62% a diciembre de 1993; en mantenimiento de valor y moneda extranjera presentan disminuciones cada año; de 30,06% en 1987 baja a 16.16% en 1993 y de 28,45% en 1987 baja a 7.85% en 1993, todos estos porcentajes se refieren a promedios anuales, (ver el cuadro 5 y gráfica 13); sintetizando podríamos indicar que las tasas activas siempre representaron ser mas altas que las tasas de descuento.

Para el análisis de las Tasas Pasivas de interés anual del sistema bancario, durante las gestiones 1987 a 1993 las dividiremos en dos partes; la primera correspondiente a Caja de Ahorros donde podemos observar que en moneda nacional durante todo el período, tuvieron un comportamiento tendiente siempre a la disminución así tenemos en 1987 de 25,01% llego a 18.50% en 1990 y luego se incrementa a 20.74% en 1993, en cambio en moneda extranjera presenta un movimiento diferente pues tiende a incrementarse año tras año, así tenemos 7,23% en 1988, sube a 8,19% en el año 1992 y luego baja a 7,75% en 1993; realizando una comparación con las tasas de descuento diremos que estas últimas siempre fueron superiores a las tasas pasivas tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, ver (cuadro 6 y gráficas 10, 12 y 14).

La segunda corresponde a las tasas pasivas de interés anual para los Depósitos a plazo fijo del Sistema Bancario, para el análisis, me referire a promedios de los porcentajes anuales; así tenemos que en moneda nacional las tasas pasivas tuvieron una tendencia a la disminución de 32,72% en 1987, bajaron a 19.65% en el año 1993; en moneda nacional con mantenimiento de valor y moneda extranjera, también presentaron esa tendencia a la disminución vale decir de 15,43% en 1987 bajo a 9.71% en 1993 y de 17,77% en 1987 bajo a 10.15% en 1993 respectivamente; realizando una comparación con las tasas de descuento de los certificados de depósito negociables vemos que durante los años analizados de 1987 a 1993 vemos que en las tres monedas, las tasas pasivas del sistema

bancario fueron siempre superiores en promedios a fines de cada gestión, a excepción de los años 1989 y 1990 donde las tasas de descuento fueron superiores a las tasas pasivas, concretamente en depósitos a plazo Fijo tal como podemos observar en los (cuadros 5,6 y las gráficas 15,16,17 y 18).

3.2.5 Los CD's y el Mercado de Valores

Mercado de Valores significa que es el lugar físico donde se negocian, todo tipo de títulos, constituyendo los mismos en la mayor parte ofertada, la denominación de Bolsa es sinónimo de mercado de valores y sus principales características son:

- Las operaciones se centralizan en un recinto determinado.
- El mercado se organiza como un ente ideal con personería jurídica.
- Existen reglas y preceptos establecidos por leyes y por reglamentos del mercado como ente jurídico.
- Las operaciones se tramitan no por las partes interesadas directamente, sino por intermediarios autorizados.
- Los bienes que se negocian son homogéneos y fungibles dentro de cada tipo de títulos valores de que se trate.
- Los precios se establecen por la libre acción de la oferta y la demanda.
- Las operaciones deben corresponder a una real compra-venta de títulos-valores y las autoridades del mercado deben asegurarse de que la operación sea real y no simulada y esté correctamente registrada y publicada.

Los mercados de valores constituyen una concentración de oferentes y demandantes de bienes que poseen características especiales, y esto los distingue de los mercados tradicionales de mercancías, siendo la mercancía los títulos valores, sólo que estos no se encuentran expuestos para que los adquirientes los examinen y adquieran los que mejor aspecto tienen o que parezcan poseer la mayor utilidad práctica; sino que las operaciones se hacen a través de intermediarios.

El mercado de valores contribuye al incremento del ahorro en la Economía realizando una asignación de recursos mas eficientes dirigiéndolos para inversiones más productivas, para ser más viable la operación del mercado de títulos valores es necesario tener al mismo tiempo:

- Una estructura del mercado, compuesta por la Bolsa, por los corredores de bolsa y los intermediarios de la oferta publica.
- Los Activos financieros con registro en la Bolsa Boliviana de Valores.
- Inversionistas con disposición de dirigir sus ahorros para estos activos.

En efecto en 1979 se crea la Comisión Nacional de Valores, organismo Estatal que regula, supervisa y fiscaliza en el mercado bursátil; años después en octubre de 1989, es el inicio de las actividades de la Bolsa Boliviana de Valores, siendo una organización del Sector Privado con domicilio en la ciudad de La Paz, la misma que tiene por objetivo facilitar las transacciones con títulos valores y poner en contacto a los oferentes y demandantes de títulos valores; simultáneamente se constituyen los Agentes de Bolsa, los cuales se dedican a actuar como intermediarios en el Mercado Bursátil, entre el público

inversionista, empresas privadas y organismos estatales que emiten títulos valores.

Finalmente se introduce en este mercado, el primer título valor de carácter público los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia (Certificados de Depósito Negociables CD's); los mismos que han realizado una labor promotora del mercado bursátil, ya que se constituyen como el principal título valor y casi el único hasta fines de 1990 que se comercializa en la Bolsa, la evaluación de la Bolsa de Valores señala que desde octubre de 1989 hasta fines de 1990, se han transado en CD's un monto equivalente a 500 millones de dólares.

Las Instituciones que participan en el mercado de valores son: La Comisión Nacional de Valores que fue creada en agosto de 1979, Sus principales atribuciones son:

- Dictar normas de carácter general relativos a las empresas emisoras de valores, a las bolsas de valores, agentes de bolsa y otros intermediarios para que ajusten sus operaciones a las disposiciones Legales.

- Disponer la realización de inspecciones a los emisores de valores inscritos en el registro de la Comisión Nacional de Valores.

- Organizar sumarios administrativos por incumplimiento o infracción, aplicando sanciones pecuniarias a los infractores de las disposiciones legales y suspender la cotización de valores, requiriendo de la fuerza pública a manera de proteger los intereses de los inversionistas.

- Aprobar las tarifas de derecho que percibe la Bolsa de valores y demás intermediarios.

- Autoriza la publicidad de los prospectos, cuidando su veracidad a los fines de la oferta pública.

La Bolsa Boliviana de Valores, se encuentra fiscalizada en sus operaciones por la Comisión Nacional de Valores, que entre sus principales atributos están:

- Establecer y mantener los sistemas y mecanismos para la pronta realización y liquidación de dichas transacciones en condiciones de seguridad, corrección y legalidad.

- Hacer conocer la cotización efectiva de los títulos valores negociados y la situación económico y financiera de la empresas admitidas a cotización con la mayor transparencia y fluidez de las operaciones.

- Suspender y cancelar con la aprobación de la Comisión Nacional de Valores la inscripción de títulos valores admitidos por no ofrecer al emisor condiciones suficientes de seguridad.

- Fomentar las transacciones con títulos valores y regular la calificación de la actuación y conducta de los agentes de bolsa.

- Ejercer supervisión y control de las sociedades que coticen sus títulos valores en el Bolsín, instruyendo en su caso, sumarios informativos hasta su resolución.

El Banco Central de Bolivia, mediante sus Operaciones de Mercado Abierto, emite los Cd's y los ofrece en subastas públicas los días miércoles de cada semana, los remanentes no subastados son ofrecidos en la Bolsa de Valores a través del Operador de Bolsa del Banco Central de Bolivia a partir del día siguiente de subasta.

El público no puede acceder directamente a la compra o venta de títulos valores en la bolsa, sino mediante el Agente de Bolsa,

esté puede ser una persona natural o jurídica teniendo como principal objetivo ejecutar ordenes de terceros o por su cuenta en el mercado de valores, es decir que actúa como intermediario en la bolsa entre el público inversionista, empresas privadas y organismos públicos que emiten títulos valores y a su vez como comprador y vendedor por cuenta propia.

Los operadores de ruedo son funcionarios calificados que actúan en representación o bajo la responsabilidad del agente de bolsa, para apoyar el trabajo de la intermediación bursátil en el mercado de valores.

3.2.5.1 El Mercado del Dinero

Es el mercado en el que las empresas privadas y públicas emiten solamente títulos valores de corto plazo, el público inversionista compra estos títulos para colocar su dinero también a corto plazo (a menos de un año); en este mercado el dinero es comprado y vendido a través de títulos que tienen un rendimiento fijo en un plazo también determinado, y pueden ser emitidos por empresas privadas, entre estos Bancos comerciales para corregir posiciones de reservas, y por el gobierno para equilibrar su flujo de caja.

3.2.5.2 El Mercado de Capitales

Es aquel mercado en que las empresas privadas y públicas satisfacen sus necesidades de financiamiento por plazos mayores a un año, mediante la emisión de instrumentos que puedan colocar al público inversionista a través de la Bolsa de Valores, se divide en dos ramas:

a) El mercado de la renta fija, que proporcionan, al igual que los títulos del Mercado de Dinero, un rendimiento determinado en un

plazo establecido, siendo la diferencia la forma de pago de los intereses que es mayor a un año.

b) El mercado de renta variable, se refiere a rendimientos de los títulos que varían de acuerdo a ciertos parámetros que muestran el desempeño de la empresa emisora, generalmente en este mercado se negocian acciones emitidas por empresas privadas o mixtas, que se cotizan de acuerdo a las expectativas de generación de flujos futuros de dinero.

3.2.6 Los CD's y el Encaje Legal (Encaje Remunerado)

La aplicación del D.S. No. 21660 de julio de 1987 donde se modifica las tasas de Encaje legal de la anterior resolución de directorio No. 340/86 del 1ro. de septiembre de 1986 de la siguiente manera:

	MN	MDOL	ME		MN	MDOL	ME
Depósitos Vista	40%	0	0	a	20%	20%	20%
Caja de Ahorro	16%	0	0	a	20%	20%	20%
Depósitos a Plazo	8%	0	0	a	10%	10%	10%
Otros depósitos	80%	0	0	a	100%	100%	100%

El impacto que tuvieron los costos en el sistema financiero, como consecuencia de la implantación del encaje legal a los depósitos en moneda extranjera y nacional con mantenimiento de valor, no fue compensado con la disminución de la tasa de encaje para depósitos a la vista en moneda nacional, debido a la existencia de un mayor stock de encaje y depósitos en las monedas dolarizadas que la local.

El objetivo de la Nueva Política Económica, con la implantación del Decreto Supremo 21660, apuntaba a la reactivación económica, sin embargo uno de los escollos era la elevada tasa de interés del sistema bancario, con la modificación de las tasas de

encaje legal, lo único que se consiguió fue un agravamiento del problema señalado ya que al encarecer el Costo de Intermediación de los recursos en el Sistema Bancario, éste se reflejó en un mayor "Spread" bancario para hacer frente a la mayor utilización de recursos y en mayores tasas de interés activas, entonces el Gobierno determinó remunerar hasta un 50% del encaje de los Bancos mediante la utilización de los certificados de depósito del Banco Central, a partir del 1ro. de enero de 1988, el objetivo central de esta medida era disminuir la tasa de interés activa; el resultado obtenido a raíz de esta disposición se expresó en una disminución de las tasas de interés, aunque pudo estar influenciada por otras acciones de carácter financiero.

Las tasas de interés activas en moneda extranjera tendieron a disminuir paulatinamente en un promedio trimestral de 26,03% en el último trimestre de 1987, a 21,74% al segundo trimestre de 1989 período en el que se levanta la medida de remuneración del encaje legal, no obstante, durante este intervalo se implementan medidas de carácter financiero, tendientes a disminuir el costo de la intermediación financiera; tales como una fiscalización más efectiva por parte de la Superintendencia de Bancos, la implementación de la Central de Riegos, instrumento que sirve para la toma de decisiones en los niveles ejecutivos del Sistema Bancario, esta decisión fue en el mes de marzo de 1988; la evaluación trimestral de la Cartera de Créditos en Julio de 1988 y la iniciación de los desembolsos del Crédito del Banco Mundial para la restructuración de la Cartera en Mora del Sistema Bancario en diciembre de 1988, mediante la colocación de certificados de depósito BM-IDA 1925/BO, estas medidas influyeron en la declinación de las tasas de interés, tanto es así que pese a levantarse la medida de remunerar el encaje legal, la tasa de interés después de una ligera subida en un inicio, continúa cayendo de la misma manera que el spread bancario tal como nos muestra el (cuadro 8 y gráfica 8.1).

El Costo que le representó al Banco Central de Bolivia, la medida del encaje legal remunerado fue de 2.71 millones de dólares en 1988 y 0,85 millones de dólares en 1989, esta última cifra no fue mayor, porque la disposición fue anulada en abril de ese año y porque los montos del encaje legal disminuyeron en forma significativa, al existir una contracción de depósitos del Sistema Bancario a partir de febrero de 1989, para tener una visión más exacta del costo operativo del encaje remunerado, se puede señalar que éste representó en promedio el 37% del costo total de los certificados de depósito CD's. emitidos durante 1988 y el 18% representó hasta julio de 1989.

Se puede concluir que si bien la remuneración del encaje Legal pudo incidir en la disminución de la Tasa de Interés, del sistema bancario esto fue en conjunto con otras medidas que tal vez tuvieron mayor relevancia adicionalmente, el encaje remunerado tiene un costo directo para el Banco Central de Bolivia, en el que no se incurre mediante otras alternativas de Política Económica capaces de conseguir el mismo objetivo.

3.3 Las Implicaciones de los CD's. en la Política Fiscal

Los efectos del período hiperinflacionario que tuvo lugar en nuestro país entre los años 1983 - 1985 se reflejaron en la inestabilidad Cambiaria, en la pérdida de las reservas internacionales, en tasas de interés reales negativas y la parte más importante referida al incremento incontrolable del déficit fiscal, factores que en suma debilitaron la intermediación financiera.

Desde fines de 1985 a través de la implementación de la Nueva Política Económica; como parte del programa de estabilización de la Economía, el país entró en un difícil proceso de control de los desequilibrios externos e internos, esta etapa de estabilización impuso nuevas normas al funcionamiento del Sistema Financiero,

donde al Banco Central de Bolivia, no sólo se le otorgó ciertas potestades sino también se introdujo restricciones en las acciones monetarias; en estas circunstancias se llevó a cabo una Política Monetaria y Crediticia activa a través de la regulación del volumen del crédito y de la liquidez del Sistema Bancario, influyendo de este modo, a un nivel de demanda agregada que propicie el desenvolvimiento de la Economía, preservando al mismo tiempo las condiciones de equilibrio del Sector Externo y la Estabilidad de precios.

Para ello se introducen instrumentos de regulación monetaria, como los Certificados de Depósito, a través de las Operaciones de Mercado Abierto con la función principal de ejecutar las actividades de Mercado Abierto en sus diferentes instancias, incluyendo la emisión de valores, redención, liquidación y otras transacciones; efectuar proyecciones del volumen de las operaciones a manera de evaluar su impacto en la economía en cada gestión.

La colocación de los Cd's se realiza tanto a través de la Bolsa de Valores como de la Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto mediante subastas públicas, facilitando de este modo el nivel de colocaciones.

La implementación de este instrumento de regulación monetaria fue orientada a retener el exceso de liquidez del público y de los Bancos, mantener la posición de reservas internacionales, mejorar la captación de depósitos, así como también financiar los desequilibrios fiscales captando recursos del Sector Privado.

A fin de observar el comportamiento de las finanzas del Banco Central de Bolivia y poder tener una idea mas exacta de lo acontecido en los años 1987 - 1993 referente al resultado deficitario de dichas gestiones y la influencia en la aparición de costos por intereses sobre la colocación de CD's; analizaré el

déficit cuasifiscal no sin antes tener una idea de lo que representa, en los siguientes capítulos.

3.3.1 El Déficit Cuasifiscal en la Economía Boliviana

Se mide el Déficit Cuasifiscal como la diferencia que existe entre los gastos erogados y los ingresos recibidos por las Instituciones Financieras Públicas, precisamente debido a la ejecución de aquellas actividades denominadas parafiscales, también se puede decir que el déficit cuasifiscal no es más que el costo neto incurrido por las Instituciones financieras públicas, debido a actividades relacionadas con la otorgación de transferencias, subsidios del déficit del Sector Público no Financiero (SPNF) y otras que puedan ser llevadas a cabo por otros Organismos del Gobierno Central, es decir por actividades parafiscales. dicho déficit puede ser medido en términos de devengado o de caja; es devengado cuando se considera la totalidad de los ingresos ganados y los gastos incurridos, independientemente de que sean efectivamente cobrados o pagados, esta forma de medición coincidirá con el impacto de estas actividades sobre el patrimonio neto de las Instituciones Financieras Públicas, por su parte el Déficit cuasifiscal de caja será cuando se considere solo los ingresos y gastos efectivamente cobrados y pagados.

Para el análisis de la medición del déficit cuasifiscal se considera las siguientes operaciones:

a) Los costos financieros del B.C.B. provenientes de la emisión de CD's, estos costos son medidos por los intereses pagados por el Banco Central a la tasa promedio contratada.

b) El Encaje Remunerado por el Banco Central durante 1988 a 1989 concepto que se mide por el monto de intereses pagados sobre el encaje proveniente de depósitos del público, este costo se halla incorporado en los intereses pagados por la colocación de Cd's ,

debido a que el Gobierno determinó remunerar hasta un 50% del encaje de los Bancos, precisamente mediante la utilización de Certificados de Depósito del Banco Central; en los primeros seis meses de 1989, este mecanismo se fue anulando paulatinamente, incorporándose un proceso de remuneración de excedentes de la Banca antes que del Encaje Legal.

El costo generado por la emisión de CD's es absorbido por el Banco Central de Bolivia; los componentes de la Base Monetaria (BM) están definidos por el lado del Activo como la sumatoria de las Reservas Internacionales Netas del Banco central (RIN), el Crédito Neto al Sector Público no Financiero (CNSP), el Crédito Neto al Sistema Financiero (CNSF) y otros Activos y Pasivos Netos (OAN), en este último concepto se incluyen a las obligaciones de mediano y largo plazo del Banco Central, ajustes por variaciones en el tipo de cambio e inflación, el patrimonio del Banco Central y otros componentes del activo y pasivo.

Por el lado del Pasivo, los elementos que la componen son los Billetes y Monedas en circulación que están en poder del público (C), estas a su vez se dividen en la Emisión Monetaria (E) menos Caja de los Bancos (Cj) y las Reservas Bancarias (RB), a fin de determinar el papel que juegan los CD's se ha descompuesto las reservas bancarias en caja de los Bancos (Cj), mas el Encaje Legal (EL), mas los Certificados de Depósito del BCB en moneda nacional y moneda extranjera, así tenemos las siguientes igualdades:

$$\begin{array}{ll}
 \text{Activo} & \text{BM}=\text{RIN}+\text{CNSP}+\text{CNSF}+\text{OAN} \\
 \text{Pasivo} & \text{BM}=\text{C}+\text{RB} \\
 \text{si:} & \text{C}=\text{E}-\text{Cj} \quad ; \quad \text{RB}=\text{Cj}+\text{EL}+\text{CD}'\text{smn} + \text{CD}'\text{sme} \\
 \text{entonces:} & \text{RIN}+\text{CNSP}+\text{CNSF}+\text{OAN} = \text{BM} =\text{E}+\text{EL}+\text{CD}'\text{smn}+\text{CD}'\text{sme}
 \end{array}$$

Esta última identidad permite observar que modificaciones positivas en el crédito del sector público no financiero consecuencia del déficit fiscal en primera instancia, hará subir la

Emisión Monetaria en la misma proporción del crédito, los agentes económicos, al verse con mayores saldos monetarios debido a las expectativas de devaluación e inflación características fundamentales de una economía dolarizada como la nuestra, demandaran reservas internacionales ocasionando una caída de este activo.

Ahora bien con el objeto de compensar las disminuciones de las reservas internacionales, la autoridad monetaria emite CD's una vez que los ingresos fiscales recuperen, se espera que el Tesoro General de la Nación cancele con el Banco Central su obligación y con estos recursos se rediman los CD's emitidos para retornar al equilibrio inicial; pero así sea que el TGN cubra su obligación no se retornará al mismo nivel de equilibrio ya que dicha operación genera en el Banco Central un costo que afecta negativamente a sus resultados.

El Costo Neto producido por la emisión de los CD's es denominado déficit cuasifiscal debido a que una buena parte de las Operaciones de Mercado Abierto sirvieron para financiar los desequilibrios de las finanzas del Sector Fiscal y cuyo gasto no aparece registrado en las cuentas fiscales, más existen otros factores que inducen al Banco Central a emitir CD's donde poco o nada tienen que ver con el financiamiento del Sector Fiscal, tales como modificaciones en los términos de intercambio, por ejemplo ante la caída del precio del café, moratorias en el pago de las facturas de gas y otras de carácter político.

En consecuencia el Déficit cuasifiscal generado por CD's se debe entender independientemente de la causa generadora como un componente del gasto que no esta contemplado en el programa financiero; se define como el costo neto incurrido por las Instituciones Financieras Públicas, debido a actividades relacionadas con la otorgación de transferencias, subsidios del déficit del Sector público no financiero y otras que pueden ser

llevadas a cabo por organismos del gobierno general que no necesariamente estén relacionados con funciones de regulación monetaria y bancaria.

Estas actividades aparecen en la medida que los gobiernos van encargando explícita o implícitamente a las instituciones financieras públicas, funciones que se apartan de su rol tradicional, siendo en realidad operaciones de naturaleza fiscal y que han sido asumidas en general por el Banco Central de Bolivia, ya sea por motivos institucionales y políticos.

Consecuentemente, la ejecución de estas operaciones generan erogaciones que deberían registrarse en el presupuesto del SPNF; entre las actividades podemos mencionar las siguientes:

- Compra de Cartera a los Bancos Comerciales Privados por parte del Banco Central a un precio superior a su valor económico.

- Administración de programas de crédito al sector privado, con tasas menores al del mercado.

- Remuneración de encajes obligatorios que generan costos al Banco Central de Bolivia.

- Operaciones de Mercado Abierto no necesariamente con fines de regulación monetaria, sino con características fiscales o de financiamiento del déficit del Sector público no financiero.

- Operaciones de redescuento con fines no de regulación monetaria, sino con otros tales como la estabilización de precios y la asistencia a bancos privados que se encuentran en disolución.

Las actividades Parafiscales, siendo un reflejo de la sujeción de la Política Monetaria a la Fiscal, están enraizadas principalmente en el hecho que la Banca Central en un proceso

paulatino comenzó a asumir algunas funciones que están fuera de la esfera de actividades monetarias, de este modo la Banca Central incurre tanto en los gastos provenientes de estas operaciones como en los ingresos de esta naturaleza.

Las operaciones de Encaje Remunerado que llevo acabo el Banco Central desde 1988 hasta mediados de 1989, a objeto de reducir los costos financieros de la Banca y de esta manera incidir en la disminución de la tasa de interés, influyeron asimismo a la creación de un déficit cuasifiscal, finalmente estas operaciones con la emisión de los Certificados de Depósitos del Banco Central (CD's) y el inicio de las Operaciones de Mercado Abierto, fueron eliminados debido a que los Bancos empezaron a colocar sus excedentes de liquidez en la compra de Certificados de depósito, el costo que representa el pago de intereses por la colocación de CD's, constituye una fuente reciente de creación del Déficit cuasifiscal.

La actividad parafiscal se convierte en el punto neurálgico de cualquier estudio que trate de la problemática del Déficit cuasifiscal (DCF), al respecto existen diferentes opciones que en suma pretenden aproximarse a la naturaleza de este tipo de operaciones en las Instituciones financieras públicas.

Las Operaciones Monetarias que realiza el Banco Central de Bolivia en general son las siguientes:

- Ejerce el privilegio exclusivo de la emisión monetaria.
- Regula el valor externo de la moneda y el equilibrio en la Balanza de Pagos en el país.
- Controla el volumen de medios de pago con el fin de ajustarlos a las necesidades del país.

- Regula el volumen de Crédito Bancario y el de otras entidades financieras.

- Orienta las diversas actividades económicas y financieras del Estado, que afectan el mercado monetario y crediticio.

- Cuida la liquidez y solvencia del Sistema Bancario y de las entidades comprendidas en el Sistema Financiero.

Como actividad parafiscal se consideran todas las operaciones del Banco Central que no son de carácter monetario y que financian en forma directa o indirecta responsabilidad presupuestaria de carácter Fiscal, de esta manera se puede indicar que existen dos formas de actividad parafiscal.

a) Actividad Parafiscal como operación realizada por el Banco Central de Bolivia, que no corresponden a sus funciones monetarias definidas.

b) Actividad Parafiscal que en principio se considera como operación monetaria sin embargo, tanto el origen de su accionar, como el destino final es determinado por las necesidades reales de financiamiento al Sector Público no Financiero (SPNF).

El crecimiento del déficit cuasifiscal durante el período de 1988 y 1993 en millones de bolivianos tuvieron el siguiente comportamiento en la gestión 1988 fue de Bs.17,7 millones, en 1989 de Bs.20,5 millones, en 1990 de Bs.65,3 millones; en 1991 de Bs.101,1 millones; en 1992 a Bs.54,7 millones y finalmente descender a Bs.33.96 millones en 1993, las tasas de crecimiento con relacion a cada gestión, fueron en 1989 de 15,82%, de 218.54% en el año 1990, de 54,82% en 1991; luego tuvo un descenso considerable de (45,90%) en la gestión de 1992 y finalmente (37,90) en 1993, tal como se puede observar en el (cuadro 7); La participación en el Estado de Resultados que tuvo el pago de intereses por colocaciones

de CD's en el rubro de los egresos fue el siguiente: en 1988 fue de 21,77% ; en 1989 de 22.11% ; en 1990 de 46,68% ; en 1991 de 60,32% ; en 1992 de 27,43% y finalmente 18.80% en el año 1993, este comportamiento claramente nos muestra el incremento considerable que tuvo en la gestión 1991 tal como muestra el (cuadro 7).

3.3.2 Las Letras del Tesoro General de la Nación (LT's)

A manera de concretizar y dar las condiciones fundamentales para las Operaciones de Mercado Abierto, surge otro instrumento que sirve también para cumplir con los Objetivos de la Política Monetaria, y me refiero concretamente a las Letras del Tesoro General de la Nación (LT's), se aprueba el reglamento de este tipo de letras mediante Resolución de Directorio No 150/93 del 7 de diciembre de 1993, los mismos que son Títulos Valor nominativos o al portador de contenido crediticio, emitidos por el Tesoro General de la Nación y adjudicados mediante subasta pública competitiva, al amparo de lo dispuesto por el artículo 4to. del D.S. Nro.23380 del 29 de diciembre de 1992 ⁶

El Banco Central de Bolivia administra las operaciones de las LT's referidas a la subasta, adjudicación y redención por cuenta y cargo del Tesoro General.

Las LT's podrán ser emitidas en moneda nacional, moneda extranjera y con mantenimiento de valor, siendo el valor unitario de las LT's equivalentes a mil unidades monetarias, no siendo estas fraccionables ni divisibles.

Las LT's para su oferta pública deberán ser aprobadas por la Comisión Nacional de Valores y registradas en la Sub-Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Bolivia.

⁶ Reglamento de Letras del Tesoro General de la Nación B.C.B. diciembre de 1993.

Se establece el Consejo de Administración de las Letras del Tesoro General de la Nación (CALT), como unidad encargada de la Administración de las LT's en el mercado primario con las siguientes funciones, de definir la serie de las (LT's.), plazos monedas, cantidad de títulos a ofertar, tasas máximas de corte por plazo y moneda, fecha de subasta y otras que el CALT considere necesario; por otra parte las condiciones de las subastas públicas competitivas las mismas que se realizaron en el B.C.B. previa convocatoria que será publicada por lo menos con un día hábil, antes de la realización mencionando la cantidad ofertada de LT's por moneda y por plazo.

Podrán participar en las subastas de las LT's todas las personas naturales y jurídicas de derecho privado o público, llenando el respectivo formulario de solicitud.

El Banco Central de Bolivia podrá realizar operaciones de compra y venta de LT's en el mercado secundario por cuenta y riesgo propio bajo las normas establecidas; por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA), este comité fue creado por resolución de directorio Nro. 214/89, del 8 de noviembre de 1989, también podrá el B.C.B. realizar operaciones de reporto, de acuerdo a normas que señala la (COMA).

Las operaciones de Compra y Venta de LT's en el mercado secundario, en las que no participe el B.C.B., deberán ser comunicadas por escrito por el comprador a la Sub-Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del B.C.B., en caso de no existir esta comunicación, la transferencia de propiedad de los títulos negociados, no podrán registrarse en el Banco Central y por tanto carecerán de validez para el propietario.

Por otra parte el Convenio Interinstitucional, en la que intervinieron la Secretaría Nacional de Hacienda y el Banco Central de Bolivia en diciembre de 1993; referido a la autorización que

hicieran al T.G.N. a emitir títulos Valores de largo plazo y letras de tesorería (LT's) con el doble objetivo de cancelar deudas pendientes de pago del T.G.N. para con el B.C.B. y para solventar necesidades temporales de liquidez del T.G.N. hace de que se firmara este convenio, el mismo cuenta con varios puntos importantes al que mencionaré; primeramente respecto a las tres clases de LT's:

- LT's "A" Título valor de largo plazo, emitido por el T.G.N. en favor del B.C.B. en cumplimiento de lo previsto en el Art. 3ro. del D.S. 23380, el mismo que autoriza al T.G.N. a emitir los títulos expresados en las tres monedas en favor del B.C.B. con destino al pago de obligaciones con dicho organismo:

a) Los títulos de largo plazo del Tesoro con vencimiento a 100 años, renovables y sujetos a un rendimiento que será pactado entre ambas Instituciones cada dos años.

b) Letras de Tesorería con rendimientos similares, a tasas de interés de mercado y a plazos no superiores a un año.⁷

- LT's "B" Letras de Tesorería emitidas por el T.G.N. en favor del B.C.B., también en cumplimiento de lo previsto en el Art. 3ro. inciso b del D.S. 23380, detallado en el anterior punto.

- LT's "C" Letras de Tesorería que han sido y que serán emitidas por el T.G.N., en cumplimiento de lo previsto en el Art. 4to. del D.S. Nro.23380 para financiar sus requerimientos temporales de liquidez, donde la emisión de estas letras de tesorería no podrá exceder anualmente, en valor, al 10% de los ingresos que directamente haya recaudado el Tesoro General de la Nación por concepto de Renta Interna y Aduana en el año

⁷ Decreto Supremo Nro.23380 de 29 de diciembre de 1992, Presidencia de la República de Bolivia.

inmediatamente anterior teniendo en cuenta además las metas establecidas en el Programa Monetario.

La Secretaría presentará trimestral, mensual y semanalmente al B.C.B. la programación de las necesidades de liquidez del T.G.N. que esté espera financiar mediante la emisión de LT's "C"; en base a dicha programación, el consejo de administración de la Letras de Tesorería (CALT), coordinará las necesidades de liquidez con los objetivos de política monetaria y elaborara el programa de oferta periódica de las LT's.; ahora bien en caso que las necesidades financieras del T.G.N. fuesen superiores a los montos adjudicados en subasta pública, títulos no adjudicados podrán ser adquiridos por el Banco Central con autorización de su Directorio, como también las tasas máximas de corte.

Finalmente el Banco Central cobrará al T.G.N. una comisión de medio por mil del valor de colocación de las Letras de Tesorería tipo "C", autorizando al B.C.B. a debitar mensualmente, a primera instancia y sin necesidad de aviso previo la cuenta del T.G.N. con los montos correspondientes a las comisiones.

3.3.3 Análisis de gráficos sobre contracción monetaria y desequilibrio en el mercado de bienes

La política monetaria emprendida por los gobiernos desde la aprobación del Decreto Supremo 21060 ha sido esencialmente contractiva y elevó la tasa de interés, afectando el gasto de inversión y la demanda interna. Estas características de la política ha originado una fuerte restricción de liquidez expresada como la relación de la cantidad de dinero con respecto al producto interno bruto, tanto en el sector público como en el sector privado.

De ahí que el Gobierno en el año 1987 mediante la Resolución de Directorio No 299 se faculta al Instituto Emisor a realizar

operaciones de mercado abierto como un mecanismo de captación de recursos en favor del Tesoro General de la Nación para cubrir la brecha entre ingresos y gastos del sector fiscal.

La contracción monetaria y el encarecimiento del costo financiero, supone también implícitamente una fuerte restricción del gasto público, tal como se observa en el gráfico nº 1

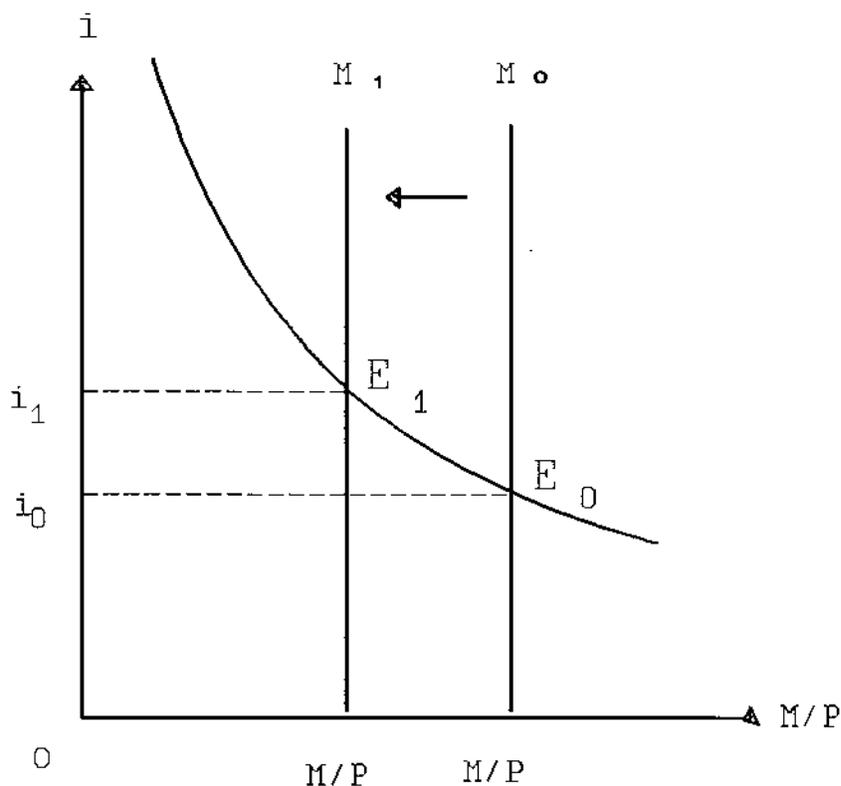


Gráfico Nro.1

La cantidad de dinero definida como la emisión monetaria primaria y los depósitos a la vista, constituye un alto grado de liquidez de la economía, este agregado monetario debe ser manejado con bastante cuidado y también debe ser contractivo en una fase inflacionaria como la que vivió Bolivia en el trienio 1983 - 1985. Así por ejemplo, en el gráfico 1 hay desplazamiento de la oferta monetaria hacia la izquierda que provoca a la vez una elevación de

la tasa de interés que supone encarecer el costo financiero en el país, provocar una fuerte recesión económica, de la cual aún Bolivia no puede substraerse, el crecimiento del Producto Interno Bruto ha mostrado un crecimiento modesto, si se compara con las exigencias que tiene una economía subdesarrollada; desde 1987 a la fecha, la economía ha crecido a una tasa promedio acumulada anual del orden del 3 %, que se la puede calificar de modesta e insuficiente para iniciar el desarrollo económico.

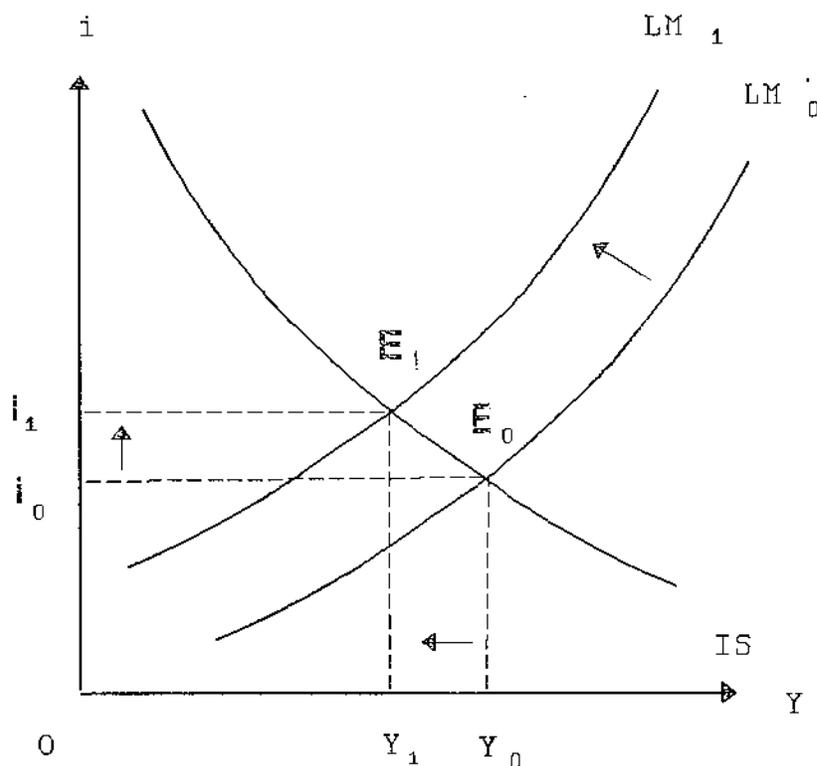


Gráfico Nro.2

En el gráfico 2 se hace visible el manejo restrictivo de la cantidad de dinero, para ello se utiliza las curvas IS y LM donde se hace patente la contracción monetaria así como la elevación de la tasa de interés, y se ve más claramente el descenso de la producción, un desempleo creciente, ya que el punto de equilibrio originalmente se encuentra en el punto E y que luego se desplaza al punto E', donde existe el déficit cuasifiscal, desempleo, menor crecimiento de la economía, en suma una depresión de la demanda agregada. Bajo esta perspectiva tal como se ha mencionado anteriormente, el Gobierno en el año 1987 se ha visto obligado a buscar financiamientos fuera de la emisión monetaria como los soportes de desembolsos externos y la deuda del público mediante la venta de certificados de depósito del Banco Central de Bolivia.

3.4 Conclusiones y Recomendaciones

La utilización de instrumentos de Política Monetaria durante el período de análisis del presente estudio, como son las Operaciones de Mercado Abierto y la forma de operar a través de la colocación de títulos valor tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, tuvo su inicio en nuestro país a fines del año 1987, a partir de ese momento se establecen para nuestro estudio dos períodos claramente diferenciados, por una parte la iniciación de las operaciones de mercado abierto de la gestión 1987 a 1989 y por otra el inicio de las operaciones del mercado secundario a partir de 1989 hasta 1993, coincidentemente ambos períodos se refieren al ámbito político que le toco vivir a nuestro país por el cambio de presidentes; así tenemos:

- El primero referido a diciembre de 1987 hasta julio de 1989 período correspondiente a la Presidencia del Dr. Victor Paz Estensoro.

- El segundo período de agosto de 1989 hasta el año 1993, correspondiente a la Presidencia del Lic. Jaime Paz Zamora.

Ahora bien analizando el primer período vemos que a fines del año 1987 los Certificados de Depósito a Plazo Fijo (CD's.), inician sus actividades como Entes jurídicos, desde este punto de vista, se introducen los certificados en nuestra economía, como una emergencia inmediata de la asignación de responsabilidades otorgada al Banco Central, adaptándose posteriormente a las características de los certificados de depósito a plazo fijo del Sistema Bancario, de tal forma que entre sus cualidades se tiene que los plazos e intereses (Tasas de rendimiento) devengan intereses a la fecha de vencimiento, al mismo tiempo es el Comité de Reservas y Cambios del B.C.B. el que determina las cantidades ofertadas y las tasas de descuento a la que se colocará los CD's., por otra parte las emisiones se realizan en los tres tipos de moneda vale decir MN. ME. y MVDOL; mediante la Resolución de Directorio Nro.28/89 del 15.02.89 se reglamenta la emisión de CD's. mediante el sistema de licitaciones semanales con la participación exclusiva del sistema bancario, luego se crea el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) y se diferencia con claridad las tasas de descuento de las tasas de interés, es decir se diferencia el precio del rendimiento, luego a manera de dar mayor funcionalidad a las colocaciones cambian los plazos vale decir de 30,90,180 y 360 días, se modifica a 6, 13, 26 y 52 semanas; posteriormente se introducen algunas modificaciones mediante Resolución de Directorio Nro.064/89 de marzo de 1989, donde las licitaciones tendrán como participantes personas privadas, naturales o jurídicas, el Banco Del Estado era por entonces la única entidad autorizada del Sector Público para captar CD's. del B.C.B. mediante sus excedentes, finalmente el Decreto Supremo Nro.22139 de febrero de 1989 indica que no se permite la utilización de CD's. por parte del Sistema Bancario en la Constitución de su Encaje Legal Requerido.

Con estas modificaciones el comportamiento de las colocaciones es como sigue, estas van en ascenso a partir de diciembre de 1987 de \$us.7.06 millones se van incrementando mes tras mes llegando en

promedio de crecimiento a 29,47%, hasta el mes de febrero de 1989 suma que corresponde a \$us.87.52 millones y luego comienza a descender a julio del mismo año a la suma de \$us.31.50 millones, este comportamiento se debe a los diferentes cambios que hubo en los mecanismos operativos para la colocación de CD's. y el factor mas importante la situación política y social que vivió el país durante el primer semestre del año 1989 por el cambio de gobierno.

Este primer período tuvo como objetivo el introducir al mercado financiero un nuevo mecanismo del manejo monetario, con el propósito de que la autoridad monetaria además de los instrumentos tradicionalmente utilizados como son las tasas de interés, el encaje legal y las tasas de redescuento tengan también Operaciones de Mercado Abierto, esto llevó a incentivar al ahorro interno a través del traslado de sus recursos que formaban parte de billetes y monedas en poder del público y los depósitos que éstos tenían en el sistema bancario ya sea en cta. cte. o cajas de ahorro; por otra parte también tuvo influencia en el traslado del dinero que se encontraban en el exterior; otorgándoles mayor seguridad a sus depósitos y mejores tasas de interés.

El segundo período a manera de perfeccionar el mecanismo de la emisión de CD's. y mediante Resolución de Directorio Nro.214/89 del 8/11/89 se introdujo nuevas modificaciones sustanciales que marcan además el inicio de las Operaciones de Títulos Valor en la Bolsa Boliviana de Valores, vale decir inicio de las operaciones del mercado secundario, donde las licitaciones en adelante se denominan subastas de Cd's. los cuales se tranzan en la Bolsa, los mismos que tienen valores nominales mínimos; por otra parte cambian los plazos mínimos y máximos vale decir a 4, 13, 26 y 51 semanas y finalmente los certificados son emitidos al portador; todo esto reglamentado por la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Ahora bien, en el estado de desarrollo que se encontraba el sistema monetario y el sistema financiero no possibilitaban el

funcionamiento del mercado secundario y por lo tanto este se inicia en forma condicionada, desde este punto de vista, en el mercado se crearían las condiciones para su desarrollo, por una parte las condiciones de compra y venta deberían realizarse en forma cotidiana, este requisito mercantil obliga al B.C.B. instalar un operador en la Bolsa Boliviana, el mismo que transara los remanentes, vale decir los Cd's. que no se adjudicaron en la subasta y por otro lado también era necesario garantizar un precio estable que generaría las fuerzas de oferta y demanda de los CD's. ya que el B.C.B. al determinar los precios estaba garantizando este requisito para el desarrollo del mercado secundario con todas estas modificaciones el comportamiento que tuvieron las colocaciones a partir de agosto de 1989 presentaron varias irregularidades pues se incrementaban algunos meses y otros disminuían, lo que significa que el segundo semestre tuvo un promedio de crecimiento del 19,30% y para el año 1990 de 4.28%, en cambio la gestión 1991 fue la que mayor colocación presento con un promedio anual de \$us.152.35 millones y una tasa de crecimiento del 2,15% este comportamiento ocasiono obligaciones al Banco Central en el pago de intereses, vale decir un incremento considerable del Déficit Cuasifiscal llegando a Bs.101.1 millones; lo que representa en la cuenta de egresos del estado de resultados financieros del B.C.B. el 60,32% de participación en el gasto; en cambio las gestiones siguientes 1992 y 1993 su comportamiento tuvo un constante descenso de las colocaciones debido principalmente a la consolidación de deudas por concepto de capital e intereses con el Tesoro General de la Nación, para lo cual se introduce a fines de 1993 otro instrumento de Operaciones de Mercado Abierto concretamente, la emisión de las Letras de Tesorería (LT's).

También es necesario mencionar la promulgación del D.S. Nro.23380 del 29 de diciembre de 1992 donde se indica el convenio de determinación y consolidación de deudas del Tesoro General de la Nación con el Banco Central de Bolivia suscrito en fecha 21 de diciembre de 1992 en la que incluye la conciliación de deudas entre

ambos organismos, las pérdidas acumuladas del Banco Central de Bolivia, en las que han tenido una participación significativa las operaciones cuasifiscales cuyo monto llega a \$us.108.79 millones; correspondiendo a capital e interés, también era necesario lograr la recapitalización del Banco Central y fortalecer la posición actual de su patrimonio neto, evitando en el futuro, pérdidas que comprometan su situación financiera, y que para la total liquidación de dichas obligaciones fiscales debe disponerse la emisión de títulos de tesorería (LT's), cuyos rendimientos deben ser atendidos con asignaciones presupuestarias consignadas en el Presupuesto General de la Nación, a partir de la gestión 1993 y finalmente los títulos del Tesoro General de la Nación en favor del B.C.B. deben servir para la capitalización del Banco como también de instrumento de Política Monetaria; dichas letras tienen las siguientes características LT's. clase "A" de largo plazo con vencimiento a 100 años, renovables y sujetos a un rendimiento que será pactado entre ambas Instituciones cada dos años y LT's. clase "B" con rendimientos similares a tasas de interés de mercado y a plazos no superiores a un año; ambas clases servirán solo para cubrir las deudas pendientes y finalmente LT's. de clase "C" que servirá para solventar necesidades de financiamiento de emergencia del Tesoro General de la Nación.

Finalmente debo indicar que la utilización de los Certificados de Depósito Negociables no necesariamente obedecieron a objetivos o funciones monetarias existente en la economía, vale decir de contracción o expansión del dinero, sino que tuvieron otras características, concretamente fiscales, por que las captaciones que se realizaban mas servían para financiar el déficit del sector público no financiero; también los Certificados de Depósito Negociables (CD's), como un instrumento de monetizar la economía, no lograron alcanzar ese objetivo durante este período de análisis, lo único que se pudo conseguir fue el de incrementar el déficit cuasifiscal del Banco Central de Bolivia, debido al pago de intereses por la colocación de los títulos.

En cuanto a las tasas de interés se concluye indicando que el Sistema Bancario toma como referencia, la tasas de rendimiento de los Certificados de Depósito Negociables, para determinar las tasas de interés pasivas en un momento dado, estas tasas tienen comportamientos casi similares con las tasas activas las mismas que se encuentran determinadas por otros factores, como ser a la eficiencia de la Banca y a la Política del Gobierno, referente a las variaciones sobre los impuestos, encaje legal, el costo financiero, etc.; si bien la remuneración del encaje Legal pudo incidir en la disminución de la Tasa de Interés, del sistema bancario esto fue en conjunto con otras medidas que tal vez tuvieron mayor relevancia, adicionalmente el encaje remunerado tenía un costo directo para el Banco Central, lo que no se incurre mediante otras alternativas de Política Económica capaces de conseguir el mismo objetivo, también es necesario mencionar el Monopolio al que quiere llegar el Sistema Bancario; pues son dos a tres Bancos los que tratan de obtener las mayores captaciones y a su vez las mayores colocaciones en el mercado.

En cuanto a las tasas de descuento, estas no lograron disminuir las tasas de interés activas del sistema bancario mediante la emisión de los certificados, lo que hubiera dado lugar a una mayor reactivación del sector productivo e industrial mediante prestamos a bajos intereses; tampoco se logro disminuir las tasas pasivas ya que el comportamiento que presentaron fue bastante irregular, las tasas pasivas del Sistema Financiero fueron siempre superiores a las de descuento a excepción de las gestiones 1989 y 1990 donde las tasas de descuento presentaron superioridad a las tasas pasivas.

Si bien a mejorado las Operaciones de Mercado Abierto con la emisión de las Letras de Tesorería LT's. a cargo del Tesoro General de la Nación, en cuanto al pago de las obligaciones de capital e intereses al Banco Central; aún en nuestro país no se cumple las

Operaciones de Mercado Abierto, por que continua la dependencia del Banco Central de Bolivia hacia el Tesoro General de la Nación, pues sigue realizando transferencia de dinero para cubrir problemas deficitarios del fisco, y por otra parte las autoridades del Banco Central son designadas por el Gobierno, en vez de que el Parlamento debería ser quien designe a las autoridades superiores del Banco Central de Bolivia.

Para concluir a manera de recomendaciones debo indicar lo siguiente, si bien el papel de los Certificados de Depósito (CD's) en el programa financiero es amortiguar en el corto plazo los déficit operacionales del Sector Público, los desequilibrios de la Balanza de pagos y del sector financiero privado y público y si estos desequilibrios responden más a factores estructurales derivados de la Política Económica del país, sería lo menos recomendable la utilización de los Certificados de depósito como fuente alternativa de financiamiento, por ser en la actualidad la fuente más cara que existe en el mercado.

Por otra parte las Operaciones de Mercado Abierto en nuestro país, necesitan de una estructura orgánica y funcional, para que la política monetaria desarrolle en forma mas eficaz, sus objetivos de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda y el funcionamiento estable del Sistema de Pagos, tal como se establece en la nueva Ley de Bancos y Entidades Financieras, con este propósito presento un esbozo teórico de esa estructura que se plantea como una necesidad: (ver anexo 2).⁸

Política Fiscal el Ministerio de Finanzas a través del Tesoro General de la Nación emite los títulos valor (Certificados de depósito a plazo fijo negociables CD's., Letras del Tesoro General de la Nación LT's., Bonos de Gobierno BG's., etc.) y encomienda al

⁸ Justo C. Patzi P. en: Estructura Teórica de las Operaciones de Mercado Abierto en Bolivia.

Banco Central de Bolivia su administración bursátil y operativa contable, luego el Banco Central transfiere los dineros obtenidos por la colocación de los títulos valores en el mercado primario, mediante abonos en las cuentas del T.G.N., En general este es un elemento básico de la política fiscal, el hecho de financiar sus gastos mediante la emisión de valores que se constituyen en la deuda interna del gobierno.

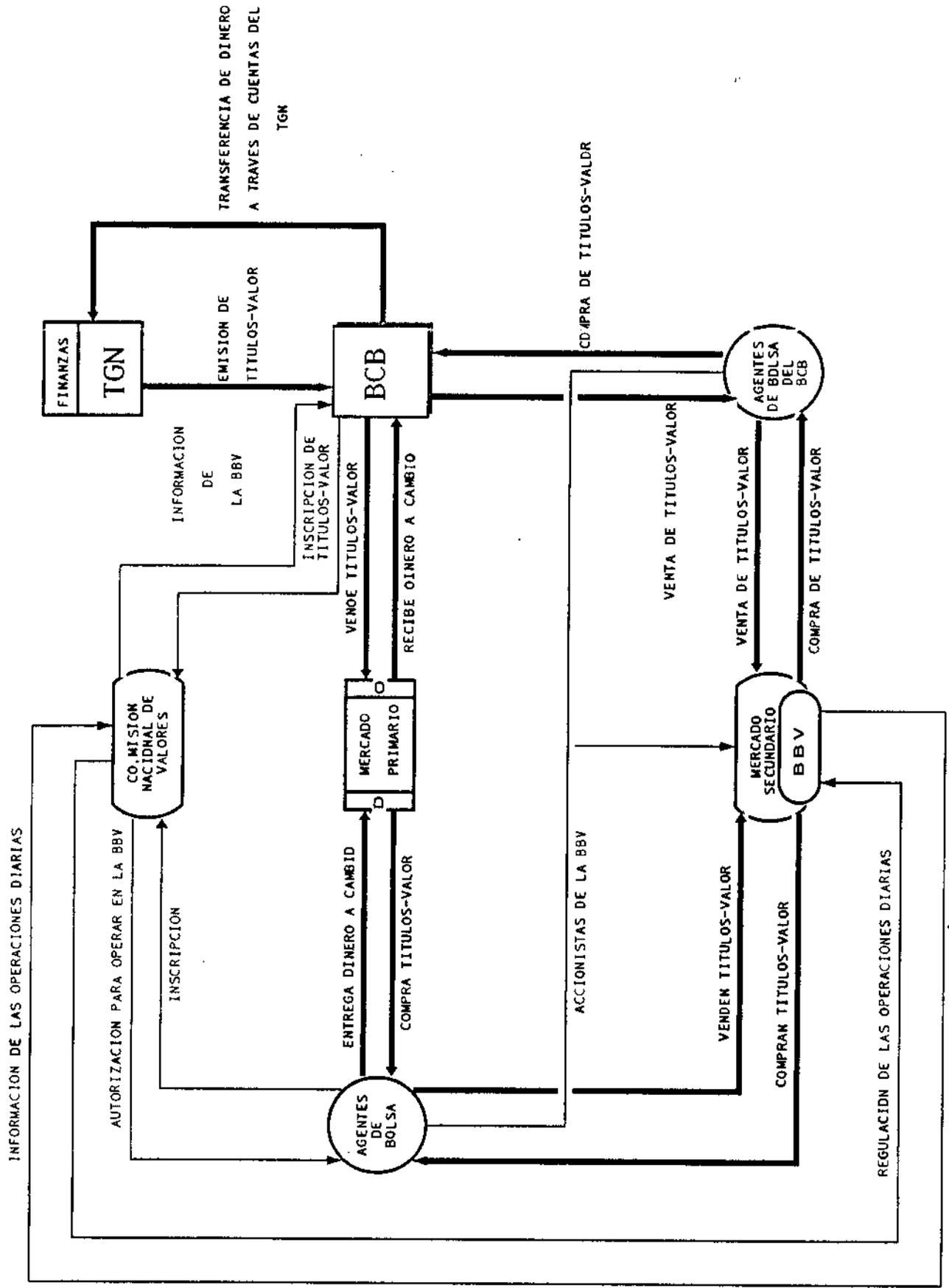
Mercado Primario, el Banco Central coloca los títulos valores, mediante subastas públicas, vale decir en el mercado primario, sólo a Agentes de Bolsa autorizados por la Comisión Nacional de Valores; los dineros recaudados se transfieren al T.G.N. para el financiamiento de los gastos fiscales contenidos en el Presupuesto General de la Nación; juntamente con ello el Banco Central inscribe la emisión colocada o adjudicada en subasta a la Comisión de Valores para así legalizar, la negociabilidad de los Valores en el Mercado Secundario, constituyendo a los valores como nexo entre la Política Fiscal y la Política Monetaria; quedando claro que son ilegales las operaciones bursátiles secundarias de los valores extra mercado secundario, tanto para el Banco Central como para la Comisión de Valores.

Política Monetaria, el Banco Central interviene en el mercado secundario a través de Agentes de Bolsa autorizados por la Comisión Nacional de Valores, con el objeto de regular la cantidad de dinero necesaria en la economía en momentos determinados; de manera tal que si existen saldos reales sobrantes que generarían presiones inflacionarias, el Banco Central vendería los valores, caso contrario dada la inexistencia de iliquidez el Banco Central compraría los valores. En conjunto estas acciones se denominan Operaciones de Mercado Abierto y es un instrumento mas de Política Monetaria.

Mercado Secundario Regulado, la Bolsa Boliviana de Valores S.A. es el lugar donde se realizan operaciones bursátiles, donde

intervienen los Agentes de Bolsa que al ser autorizados por la Comisión Nacional de Valores son a la vez accionistas de la Bolsa Boliviana de Valores, en forma conjunta la regulación que realiza la Comisión de Valores y la Bolsa Boliviana de Valores, constituyen el mercado secundario regulado, ya que la Bolsa informa diariamente, con fines de control y regulación, las operaciones bursátiles que realizan los agentes a la Comisión de Valores y al Banco Central; por su parte la Comisión de Valores informa al B.C.B. el estado de desarrollo del mercado secundario. finalmente los Agentes de Bolsa son empresas constituidas en sociedades anónimas independientes de los Bancos.

ESTRUCTURA IDEAL DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO



BIBLIOGRAFIA

1. Tapia Fernández, Abel (1980). "Metodología de la Investigación". Ed. El Mundo, Arequipa, Perú.
2. Rodríguez, Francisco y otros (1984). "Introducción a la Metodología de las Investigaciones Sociales" La Habana Editora Política.
3. Hernández Carlos, 1982 "Banca Central" San José Costa Rica Ed.Universidad Estatal a Distancia.
4. Raul Moncarz," Moneda y Banca,Teoría Monetaria Finanzas e Inflación " South-Westerns Publishing Co.
5. Joao Ary de Lima Barros "Banco central del Brasil" Política Económica y Mercado financiero.
6. Paul y Ronald Wonnacott. Economía, Reserva Federal y los Instrumentos de Política Monetaria. Editorial Mc.Graw Hill Latinoamericana S.A.
7. Albreght Forstmann. Dinero y Crédito. Editorial El Ateneo Buenos Aires.
8. Martín Marmolejo G. Inversiones (Practica, Metodología, Estrategia y Filosofía) Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas. México 1989.
9. Norris C. Clement, John Pool y Mario Carrillo (Economía Enfoque América Latina) Segunda Edición 1982.
10. Estructura teórica de Las Operaciones de mercado abierto en Bolivia. Justo C. Patzi P.

11. Mercados Financieros y la Economía - A cuatro años de los (CD's). Justo C. Patzi P. L.P. 11.01.92.
12. Informes Anuales de Evaluación de las Operaciones de Mercado Abierto de las Gestiones 1987 a 1992. Sub-Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto B.C.B.
13. Ley general de Bancos y Entidades Financieras Ley Nro.1488 del 14 de Abril de 1993.
14. Reglamento para la Emisión y Operaciones de Certificados de Depósitos Negociables (CD's) 17.06.92 B.C.B.
15. Procedimientos de Cálculo del Valor Teórico de Bonos - Bolsa Boliviana de Valores S.A.
16. Resoluciones de Directorio del Banco Central de Bolivia Nros:
 - 299/87 del 11.12.87
 - 127/88 del 24.08.88
 - 028/89 del 15.02.89
 - 040/89 del 23.02.89
 - 064/89 del 28.03.89
 - 214/89 del 08.11.89
 - 027/91 del 26.03.91.
 - 142/93 del 23.11.93.
 - 148/93 del 07.12.93.
 - 149/93 del 07.12.93.
 - 150/93 del 07.12.93.

3.6 CUADROS - ANEXOS

Y

GRAFICOS

Cuadro Nro.1

COLOCACIONES DE CD's. EMITIDOS POR EL B. C. B.

Saldos en miles \$us.(1).

FECHA	TIPO DE CAMBIO	M/N-Bs.	SUB - M/N-\$us.	TOTAL CMV-\$us	ME-\$us	TOTAL COLOCACIONES	TASA DE CREC.	M/N	% PART. CMV	ME
DIC87	2.21	0	0	160	6,900	7,060	0.00	0.00	2.27	97.73
ENE88	2.22	13,380	6,027	401	16,108	22,536	219.21	26.74	1.78	71.48
FEB88	2.25	16,182	7,192	2,627	21,529	31,348	39.10	22.94	8.38	68.68
MAR88	2.29	17,941	7,834	8,807	23,218	39,859	27.15	19.66	22.10	58.25
ABR88	2.32	14,779	6,370	12,786	22,261	41,417	3.91	15.38	30.87	53.75
MAY88	2.35	13,591	5,783	12,314	23,715	41,812	0.95	13.83	29.45	56.72
JUN88	2.39	14,491	6,063	12,097	23,231	41,391	(1.01)	14.65	29.23	56.13
JUL88	2.41	17,191	7,133	12,493	27,259	46,885	13.27	15.21	26.65	58.14
AGO88	2.39	21,651	9,059	9,701	37,603	56,363	20.21	16.07	17.21	66.72
SEP88	2.40	25,252	10,522	17,075	38,590	66,187	17.43	15.90	25.80	58.30
OCT88	2.40	32,484	13,535	15,368	40,092	68,995	4.24	19.62	22.27	58.11
NOV88	2.43	26,843	11,047	16,253	43,596	70,896	2.75	15.58	22.93	61.49
DIC88	2.47	22,291	9,025	19,067	47,330	75,422	6.38	11.97	25.28	62.75
Prom/88	2.36	19,673	8,299	11,582	30,378	50,259	29.47	17.30	21.83	60.88
ENE89	2.49	24,682	9,912	21,784	54,412	86,108	14.17	11.51	25.30	63.19
FEB89	2.52	27,151	10,774	18,946	57,715	87,435	1.54	12.32	21.67	66.01
PLAZD		6 Semanas		13 Semanas		26 Semanas		52 Sem.		
MAR89	2.53	15,977	6,315	8,043	35,248	49,606	(43.27)	12.73	16.21	71.06
ABR89	2.56	15,977	6,241	3,655	28,185	38,081	(23.23)	16.39	9.60	74.01
MAY89	2.60	11,788	4,534	14,079	23,711	42,324	11.14	10.71	33.26	56.02
JUN89	2.63	7,046	2,679	13,856	24,176	40,711	(3.81)	6.58	34.03	59.38
JUL89	2.67	4,919	1,842	9,525	20,128	31,495	(22.64)	5.85	30.24	63.91
Prom/89	2.57	15,363	6,043	12,841	34,796	53,680	(9.44)	10.87	24.33	64.80
TOTALES		343,616	141,888	229,037	615,007	985,932	288	284	435	1,282

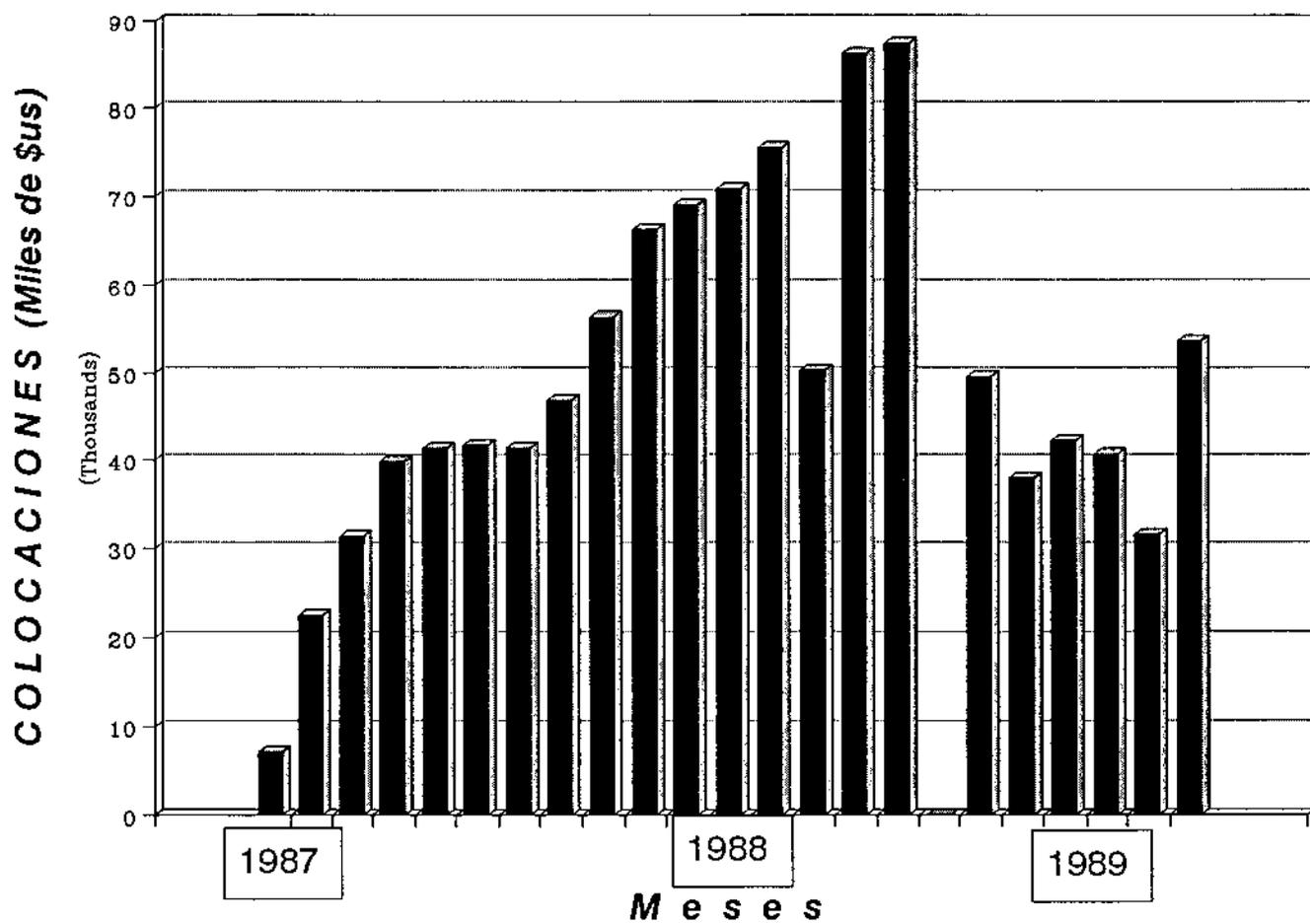
Fuente: Boletín Estadístico Nro. 280 del Banco Central de Bolivia Diciembre 1993.

(1) Valores expresados en miles de \$us. tanto MN. CMV. y ME.

Elaboración propia en base a datos del boletín Estadístico Nro.280 del B. C. B.

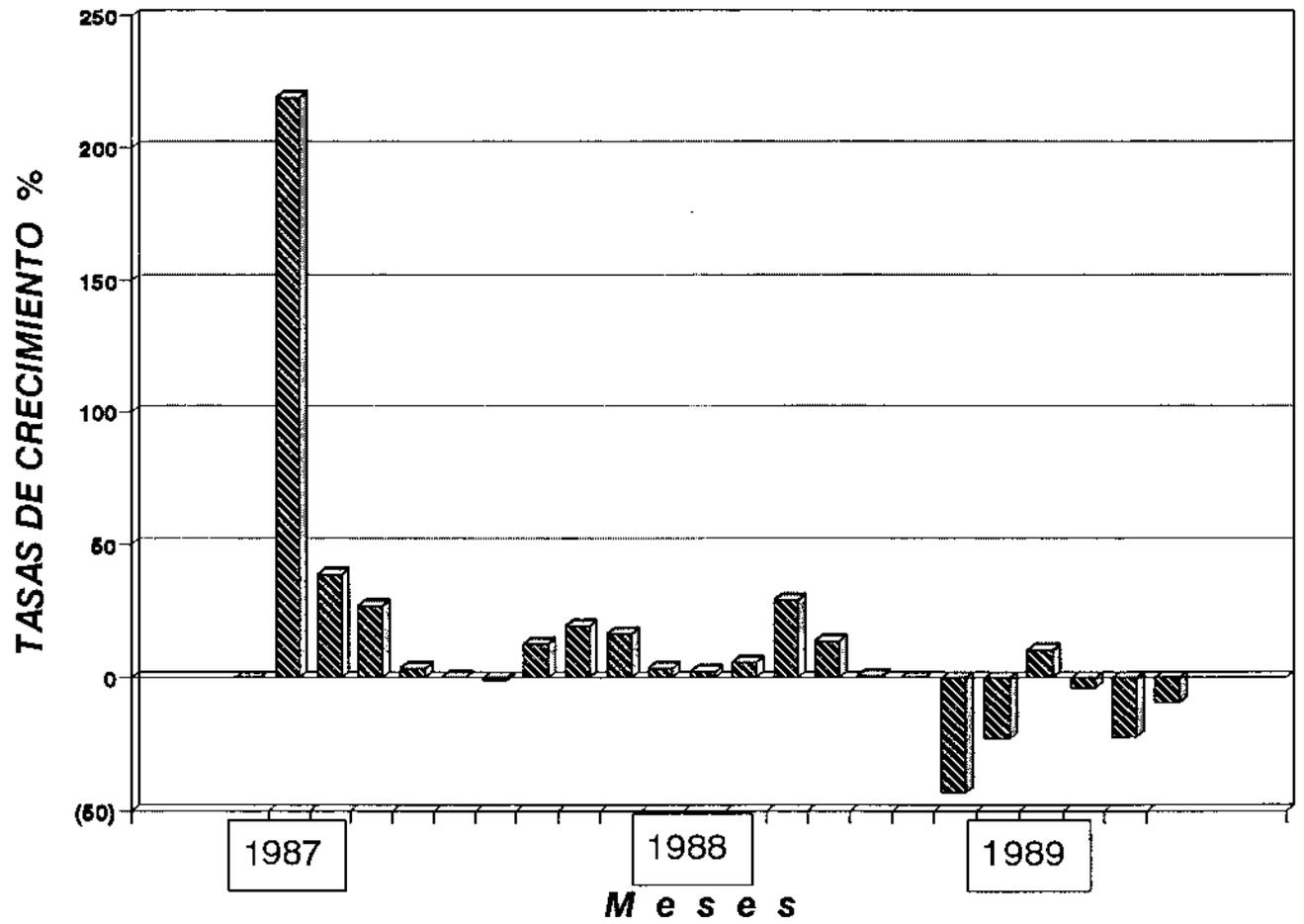
Grafica Nro.1

COLOCACIONES CD's. EMITIDOS POR EL BCB.
(Dic.1987 a Julio 1989)



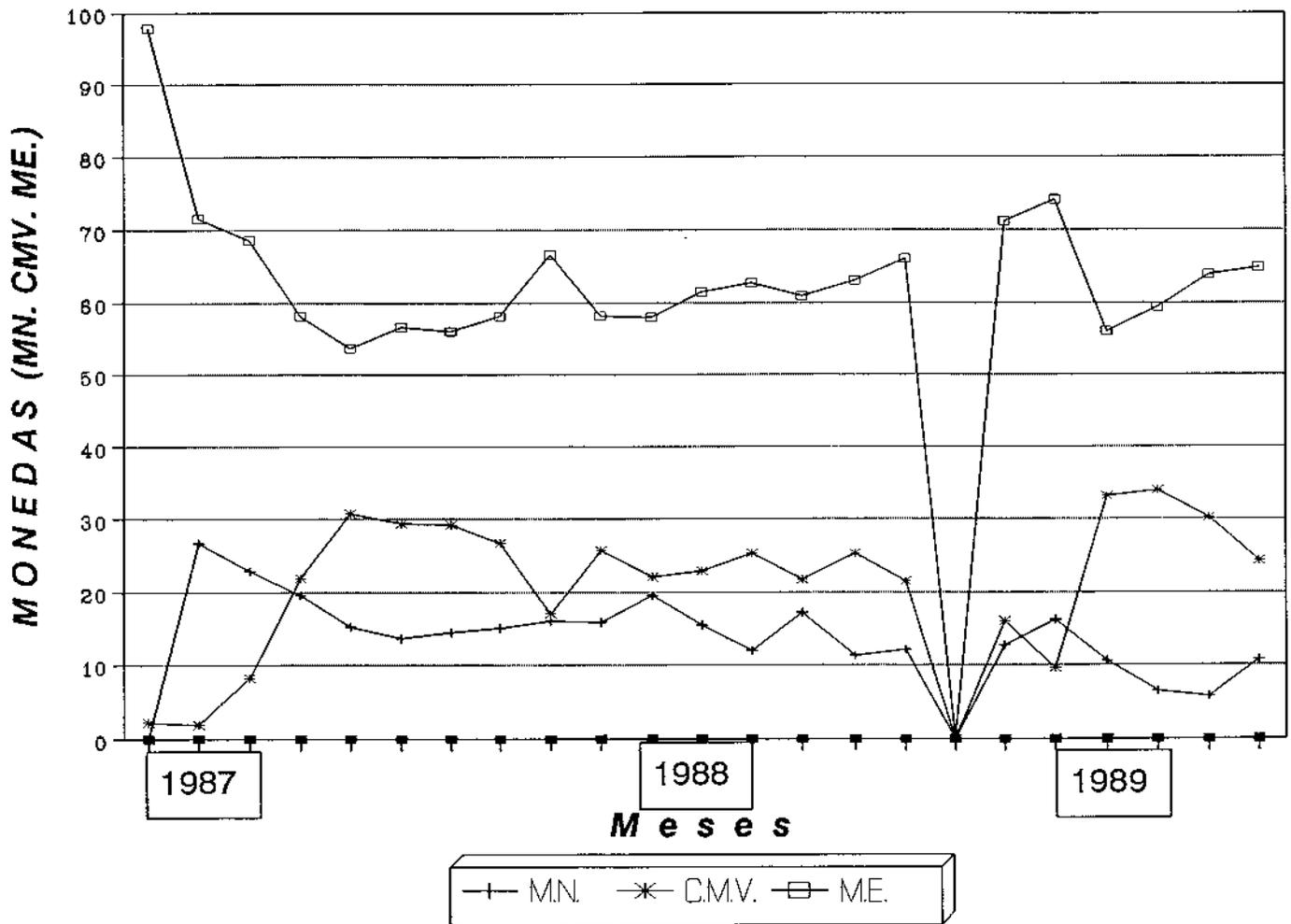
Grafica Nro.2

TASAS DE CRECIMIENTO DE CD's. DEL B.C.B (dic. 1987 a Julio 1989)



Grafica Nro.3

PARTICIPACION DE LOS CD's. POR MONEDAS (Dic. 1987 a Julio 1989)



Cuadro Nro.2

COLOCACIONES DE CD's. EMITIDOS POR EL B.C.B.

Saldos en miles de \$us. (1).

FECHA	TIPO DE CAMBIO	SUB - TOTAL				TDTAL COLOCACIO	TASA DE CREC.	% PARTIC.		
		M/N-Bs.	M/N-\$us.	CMV-\$us.	ME-\$us.			M/N	CMV	ME
AGO89	2.79	2,519	903	8,888	23,190	32,981	0.00	2.74	26.95	70.31
SEP89	2.66	24	8	7,409	41,477	48,894	48.25	0.02	15.15	84.83
OCT89	2.89	3,028	1,048	7,820	51,738	80,406	23.54	1.73	12.61	85.65
PLAZO		4 Semanas		13 Semanas		26 Semanas		51 Semanas		
NOV89	2.92	7,058	2,417	7,374	65,633	75,424	24.86	3.20	9.78	87.02
DIC89	2.97	8,809	2,966	10,598	61,757	75,321	(0.14)	3.94	14.07	81.99
Prom/89		4,288	1,468	8,378	48,759	58,605	18.30	2.33	15.71	81.96
ENE90	3.01	8,175	2,716	10,368	79,565	92,649	23.01	2.93	11.19	85.88
FEB90	3.04	8,760	2,882	15,368	101,801	120,051	29.58	2.40	12.80	84.80
MAR90	3.07	6,432	2,095	12,782	115,812	130,689	8.86	1.60	9.78	88.62
ABR90	3.10	7,682	2,478	11,007	103,658	117,143	(10.37)	2.12	9.40	88.49
MAY90	3.13	4,180	1,335	8,540	89,496	99,371	(15.17)	1.34	8.59	90.06
JUN90	3.14	17,540	5,586	11,098	89,551	86,235	(13.22)	6.48	12.87	80.65
JUL90	3.17	53,209	16,785	7,396	71,149	95,330	10.55	17.61	7.76	74.63
AGO90	3.21	109,118	33,993	6,489	84,481	124,963	31.08	27.20	5.19	67.60
SEP90	3.25	134,567	41,405	7,791	79,359	128,555	2.87	32.21	6.06	61.73
OCT90	3.29	91,991	27,981	22,138	84,337	134,436	4.57	20.80	16.47	62.73
NOV90	3.34	77,808	23,296	17,341	99,453	140,090	4.21	16.63	12.38	70.99
DIC90	3.39	47,299	13,953	14,825	76,891	105,669	(24.57)	13.20	14.03	72.77
Prom/90		47,230	14,540	12,095	87,963	114,598	4.28	12.04	10.54	77.41
ENE91	3.45	46,276	13,413	23,359	91,532	128,304	21.42	10.45	18.21	71.34
FEB91	3.48	78,370	22,520	18,727	112,627	153,874	19.93	14.64	12.17	73.19
MAR91	3.50	90,649	25,900	18,735	123,863	188,498	9.50	15.37	11.12	73.51
ABR91	3.52	112,978	32,096	16,564	121,468	170,128	0.97	18.97	9.74	71.40
MAY91	3.55	132,406	37,297	11,421	105,687	154,405	(9.24)	24.16	7.40	68.45
JUN91	3.58	161,367	45,075	6,453	97,752	151,280	(2.02)	29.80	5.59	64.62
JUL91	3.60	222,963	61,934	2,232	86,160	150,328	(0.63)	41.20	1.48	57.32
AGO91	3.62	258,267	70,798	1,435	90,684	162,917	8.38	43.46	0.88	55.66
SEP91	3.65	281,874	77,226	1,325	91,478	170,029	4.37	45.42	0.78	53.80
OCT91	3.68	246,033	66,857	1,525	82,805	151,167	(11.08)	44.22	1.01	54.77
NOV91	3.70	233,034	62,982	1,605	74,459	139,046	(8.03)	45.30	1.15	53.55
DIC91	3.74	213,774	57,159	1,451	69,662	128,272	(7.75)	44.56	1.13	54.31
Prom/91		173,001	47,771	8,903	95,681	152,355	2.15	31.45	5.89	62.66

Fuente: Boletín Estadístico Nro.280 del Banco Central de Bolivia Diciembre 1993.

(1) Montos totales expresados en miles de \$us. tanto MN. CMV. ME.

Elaboración: propia en base al Boletín Estadístico Nro.280 del B.C.B.

Cuadro Nro.2.1

COLOCACIONES DE CD's. EMITIDOS POR EL B.C.B.

Saldos en miles de \$us. (1).

FECHA	TIPO DE CAMBIO	SUB - TOTAL				TOTAL COLDCACIO	TASA DE CREC.	% PARTIC.		
		M/N-Bs.	M/N-\$us.	CMV-\$us.	ME-\$us.			M/N	CMV	ME
ENE92	3.76	183,481	48,798	1,226	54,562	104,586	(18.47)	48.88	1.17	52.17
FEB92	3.78	206,482	54,625	581	48,743	103,929	(0.83)	52.56	0.54	46.90
MAR92	3.80	223,048	58,697	588	55,111	114,374	10.05	51.32	0.49	48.18
ABR92	3.82	211,144	55,273	767	50,509	106,549	(6.84)	51.88	0.72	47.40
MAY92	3.85	208,191	54,076	1,446	41,375	96,897	(9.08)	55.81	1.49	42.70
JUN92	3.97	206,880	53,406	2,300	51,093	106,799	10.22	50.01	2.15	47.84
JUL92	3.92	172,709	44,058	2,200	44,136	90,394	(15.36)	48.74	2.43	48.83
AGO92	3.96	110,365	27,870	3,905	51,504	83,279	(7.87)	33.47	4.89	61.85
SEP92	4.00	79,283	19,821	6,205	52,549	78,575	(5.85)	25.23	7.90	66.88
OCT92	4.03	67,071	16,643	5,205	48,205	70,053	(10.85)	23.76	7.43	68.81
NOV92	4.06	61,167	15,066	2,305	44,672	62,043	(11.43)	24.28	3.72	72.00
DIC92	4.09	49,451	12,091	1,205	34,091	47,387	(23.62)	25.51	2.54	71.94
Prom/92		148,256	38,369	2,324	48,046	88,739	(7.46)	40.77	2.94	56.29
ENE93	4.11	39,609	9,837	1,200	41,798	52,635	11.08	18.31	2.28	79.41
FEB93	4.14	33,264	8,035	4,100	80,071	72,206	37.18	11.13	5.68	83.19
MAR93	4.17	34,244	8,212	3,028	55,734	66,974	(7.25)	12.26	4.52	83.22
ABR93	4.20	39,157	9,085	6,732	87,269	83,088	24.06	10.93	8.10	80.96
MAY93	4.23	40,640	9,608	8,400	54,655	70,663	(14.95)	13.60	9.06	77.35
JUN93	4.26	40,539	9,516	9,874	49,232	68,622	(2.89)	13.87	14.39	71.74
JUL93	4.29	64,964	15,143	11,011	44,364	70,518	2.76	21.47	15.61	82.91
AGO93	4.31	50,289	11,668	13,476	42,694	67,838	(3.80)	17.20	19.86	62.94
SEP93	4.34	64,937	14,962	18,849	57,534	91,345	34.65	16.38	20.63	62.99
OCT93	4.37	93,597	21,418	19,539	60,098	101,055	10.63	21.19	19.34	59.47
NOV93	4.42	70,105	15,861	24,539	80,631	101,031	(0.02)	15.70	24.29	60.01
DIC93	4.48	38,544	8,842	20,533	32,102	61,277	(39.35)	14.10	33.51	52.39
Prom/93		50,741	11,816	11,607	52,182	75,604	4.34	15.51	14.77	69.71
TOTALES		5,052,171	1,357,294	461,038	3,850,257	5,468,587	136	1,209	488	3,803

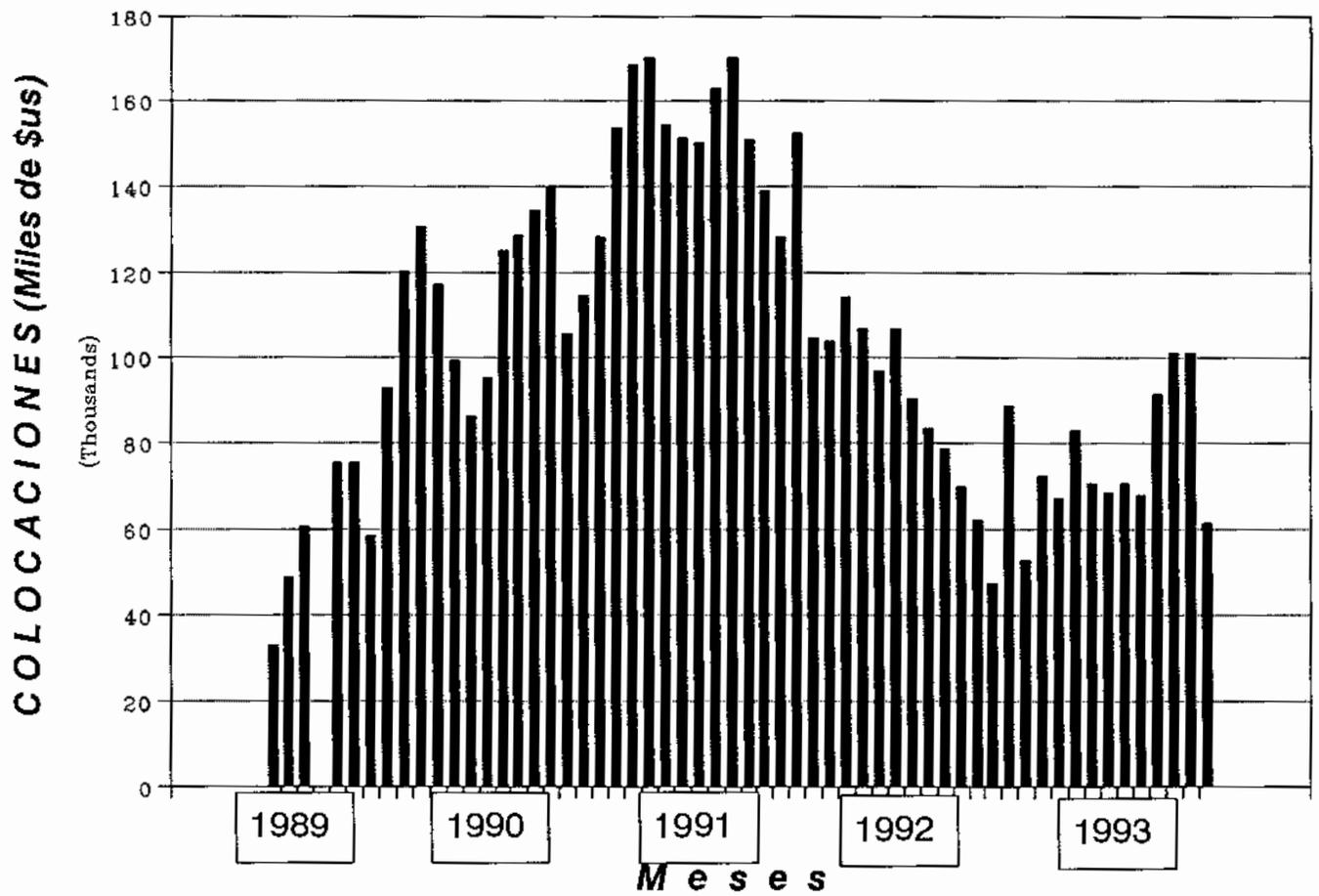
Fuente: Boletín Estadístico Nro.280 del Banco Central de Bolivia Diciembre 1993.

(1) Montos totales expresados en miles de \$us. tanto MN. CMV. ME.

Elaboración: propia en base al Boletín Estadístico Nro.280 del B.C.B.

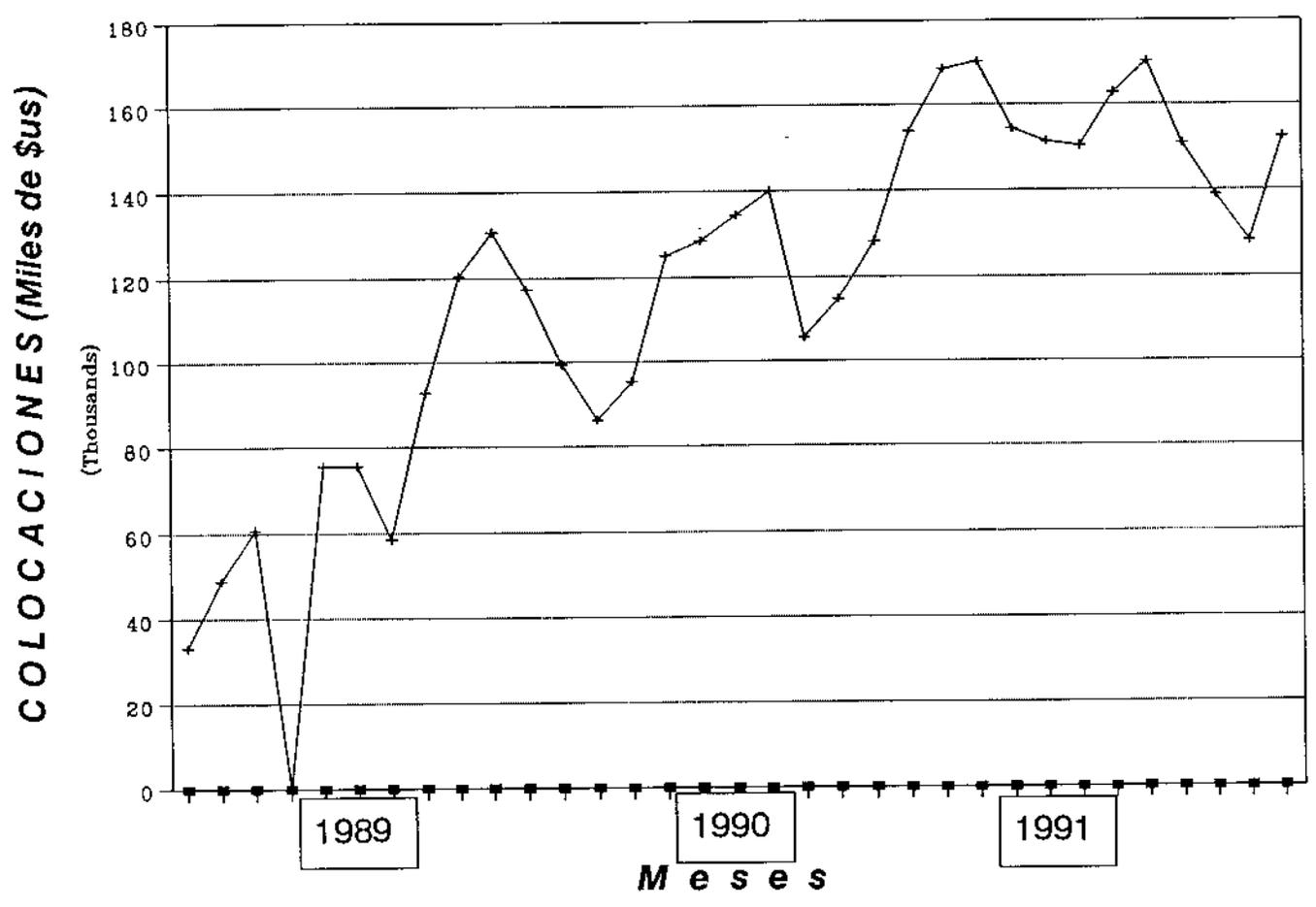
Grafica Nro.4

COLOCACIONES CD's. EMITIDOS POR EL BCB.
(Agosto 1989 - Diciembre 1993)



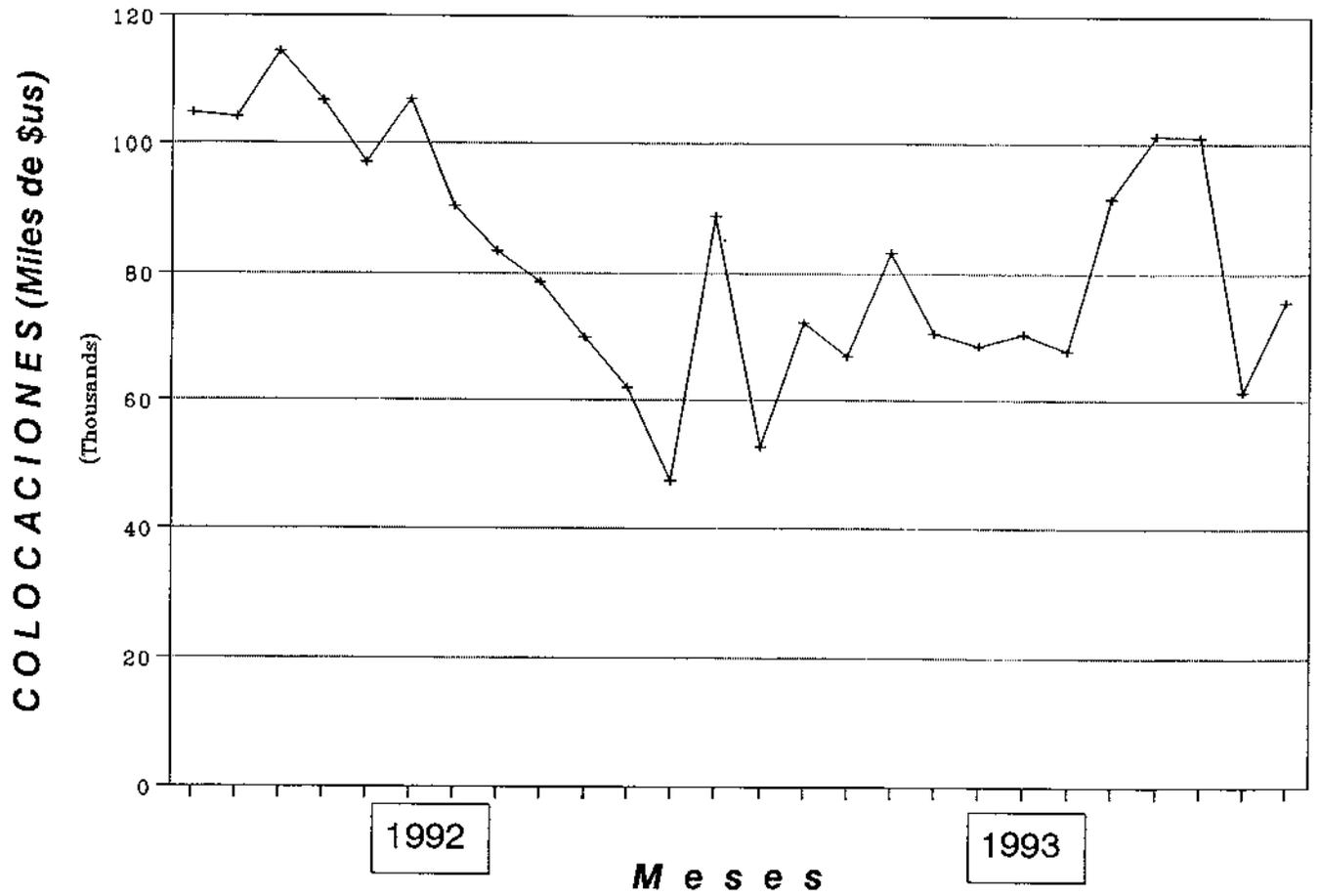
Grafica nro.4.1

COLOCACIONES CD's. EMITIDOS POR EL BCB. (Agosto 1989 a Diciembre 1991)



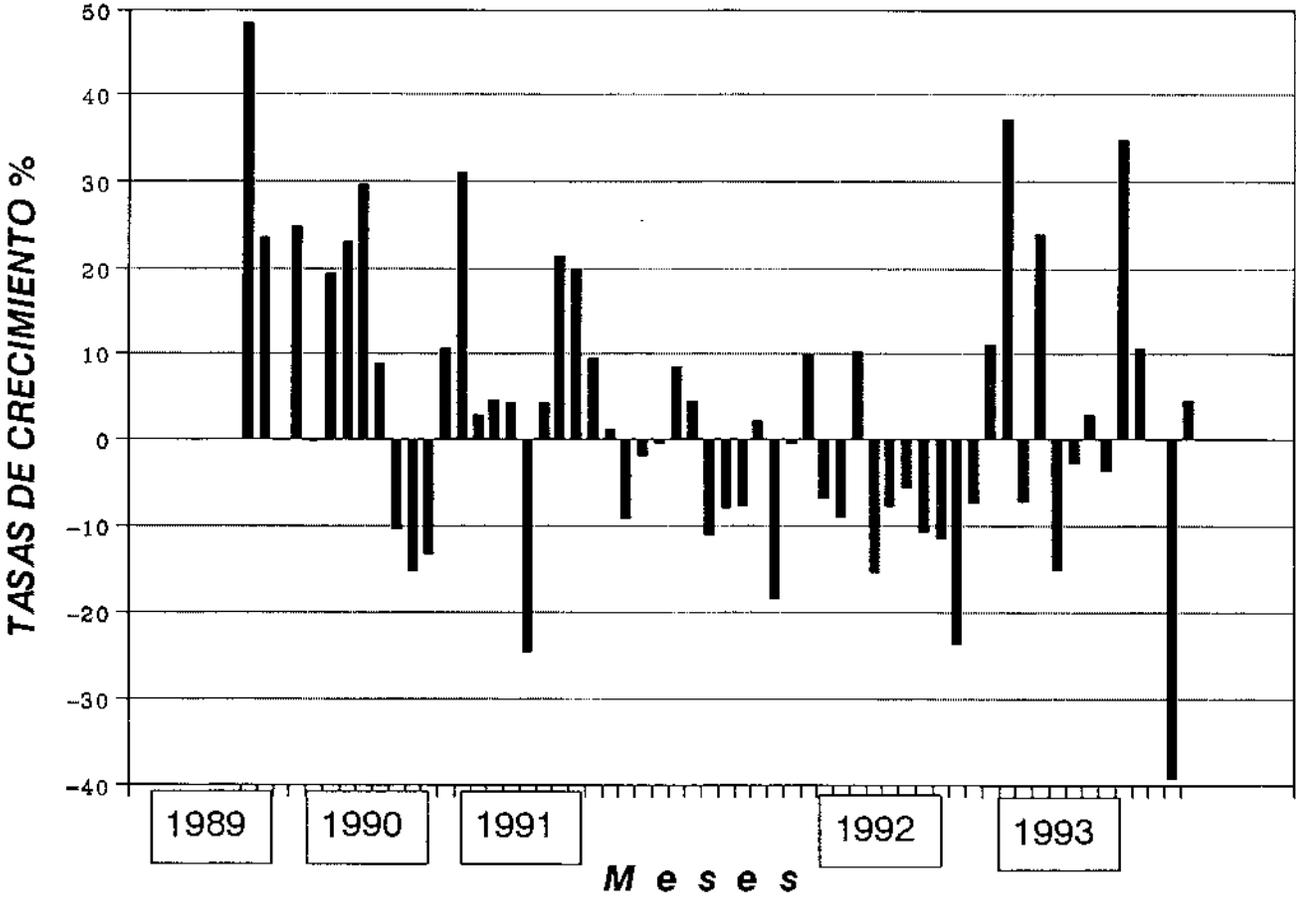
Grafica Nro.4.2.

COLOCACIONES CD's. EMITIDOS POR EL BCB.
(Enero 1992 a Diciembre 1993)



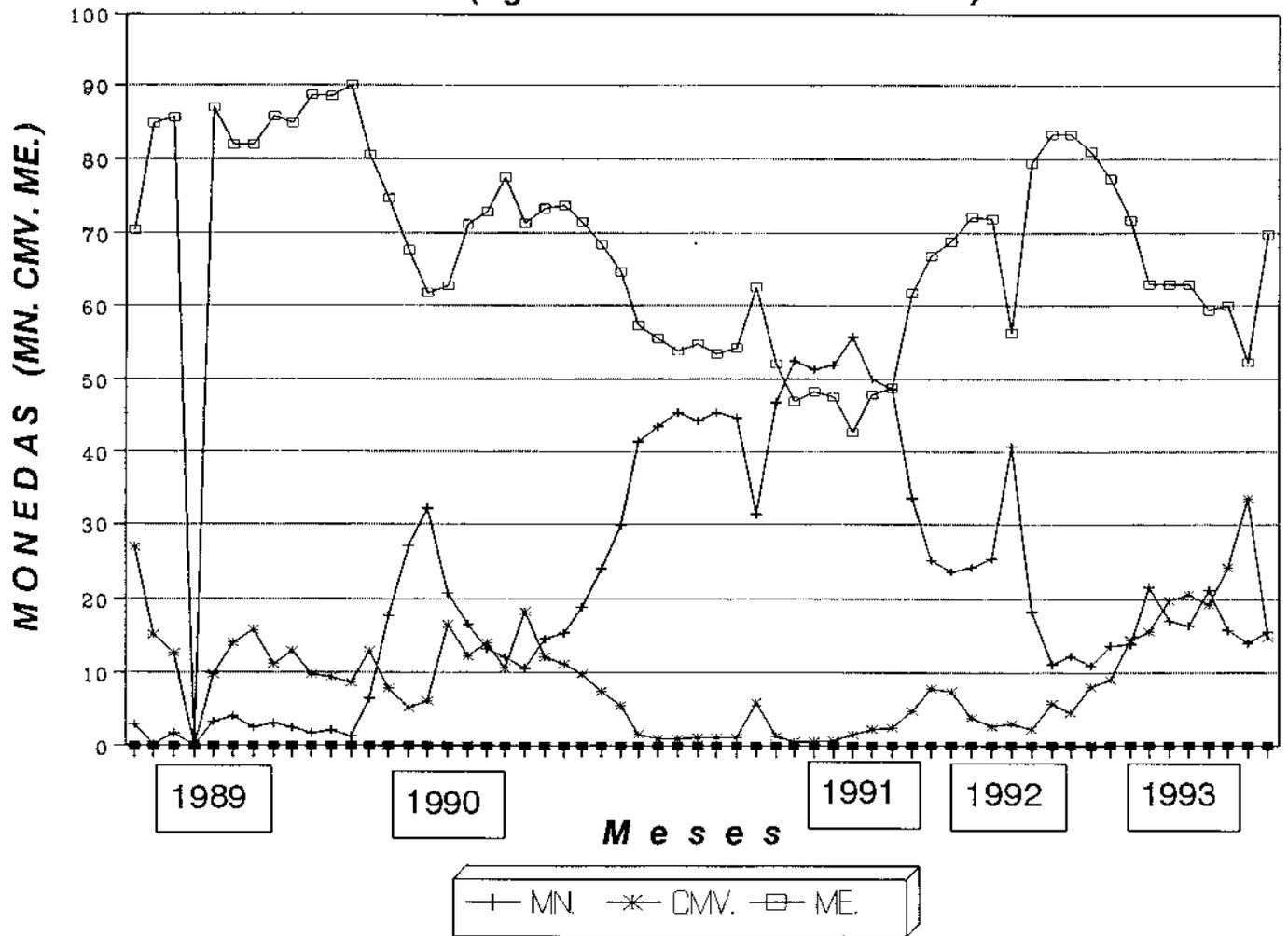
Grafica Nro.5

TASAS DE CRECIMIENTO DE (CD's.).
(Agosto 1989 a Diciembre 1993)



Grafica Nro.6

PARTICIPACION DE LOS CD'S. POR MONEDAS (Agosto 1989 a Diciembre 1993)



Cuadro 3

TASAS DE DESCUENTO (1)
Certificados de Deposito a Plazo Negociables

FECHA	30 dias			90 dias			180 dias			360 dias		
	M/N	CMV	ME	M/N	CMV	ME	M/N	CMV	ME	M/N	CMV	ME
DIC87	22.50	12.00	11.00	23.00	12.50	11.50	23.50	13.00	12.00	24.00	13.50	12.50
ENE88	22.25	12.27	11.37	22.75	12.77	11.87	23.25	13.27	12.37	23.75	13.77	12.87
FEB88	22.00	12.50	11.50	22.50	13.00	12.00	23.00	13.50	12.50	23.50	14.00	13.00
MAR88	22.00	12.50	11.50	22.50	13.00	12.00	23.00	13.50	12.50	23.50	14.00	13.00
ABR88	21.00	14.50	14.00	22.00	15.00	14.50	24.60	15.50	15.00	23.50	16.00	16.00
MAY88	21.00	14.20	13.85	22.00	14.70	14.35	22.50	15.20	14.85	23.00	15.70	15.70
JUN88	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
JUL88	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
AGO88	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
SEP88	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
OCT88	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
NOV88	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
DIC88	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
ENE89	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
FEB89	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
	6 Sema			13 Sem			26 Sem			52 Sem		
MAR89	21.05	13.68	13.50	22.43	14.50	14.50	22.50	14.60	15.00	23.00	15.50	15.50
ABR89	21.05	13.50	13.50	22.00	14.50	14.50	22.50	15.00	15.00	23.00	15.50	15.50
MAY89	24.00	15.00	15.00	24.00	15.00	15.00	24.00	15.50	15.50	26.00	16.00	16.00
JUN89	24.00	15.05	15.00	24.00	15.00	15.00	24.00	15.50	15.50	26.00	16.00	16.00
JUL89	26.50	16.25	16.25	27.00	16.50	16.50	27.00	16.75	16.75	29.00	17.00	17.00
AGO89	26.50	16.25	16.25	27.00	16.50	16.50	27.00	16.75	16.75	29.00	17.00	17.00
SEP89	26.50	16.25	16.25	27.00	16.50	16.50	27.00	16.75	16.75	29.00	17.00	17.00
OCT89	34.50	16.25	16.25	35.56	16.50	16.50	35.56	16.75	16.75	41.26	17.57	17.57
	4 Sema			13 Sem			26 Sem			51 Sem		
NOV89	34.50	16.20	16.20	35.55	16.50	16.43	35.55	16.77	16.77	40.50	17.46	17.46
DIC89	34.50	16.20	16.20	35.55	16.43	16.43	35.55	16.77	16.77	40.50	17.46	17.46

Fuente: Banco Central de Bolivia

(1) Tasas maximas propuestas por en B.C.B. para subasta.

Los plazos cambian a partir de marzo y noviembre de 1989.

Hasta octubre de 1989 las Tasas de Descuento equivalen a las Tasas de Rendimiento.

Grafica Nro.7

TASAS DE DESCUENTO DE LOS CD's. MN. (Diciembre 1987 a Diciembre 1989)

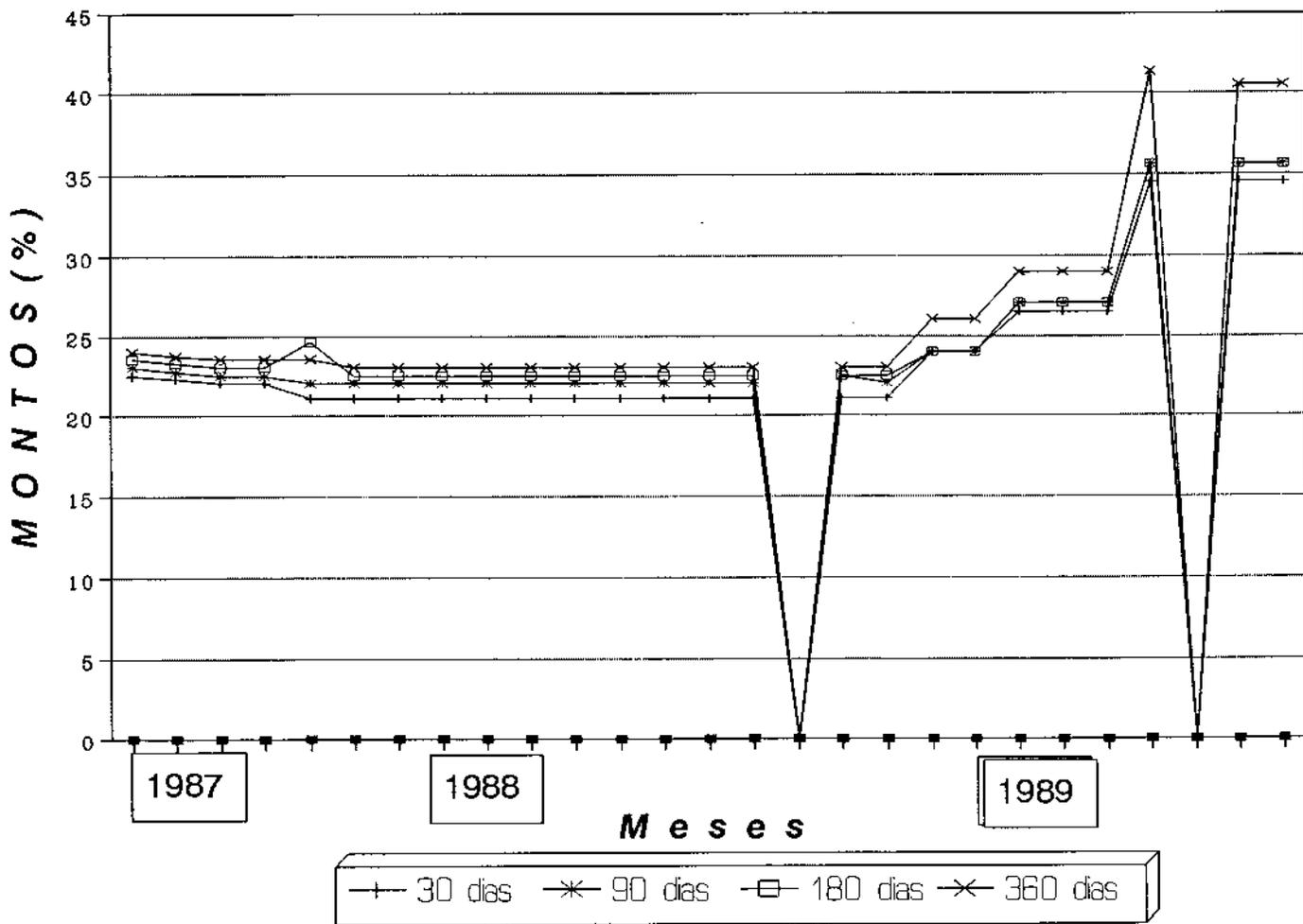


Grafico Nro.8

TASAS DE DESCUENTO DE LOS CD's. CMV. (Diciembre 1987 a Diciembre 1989)

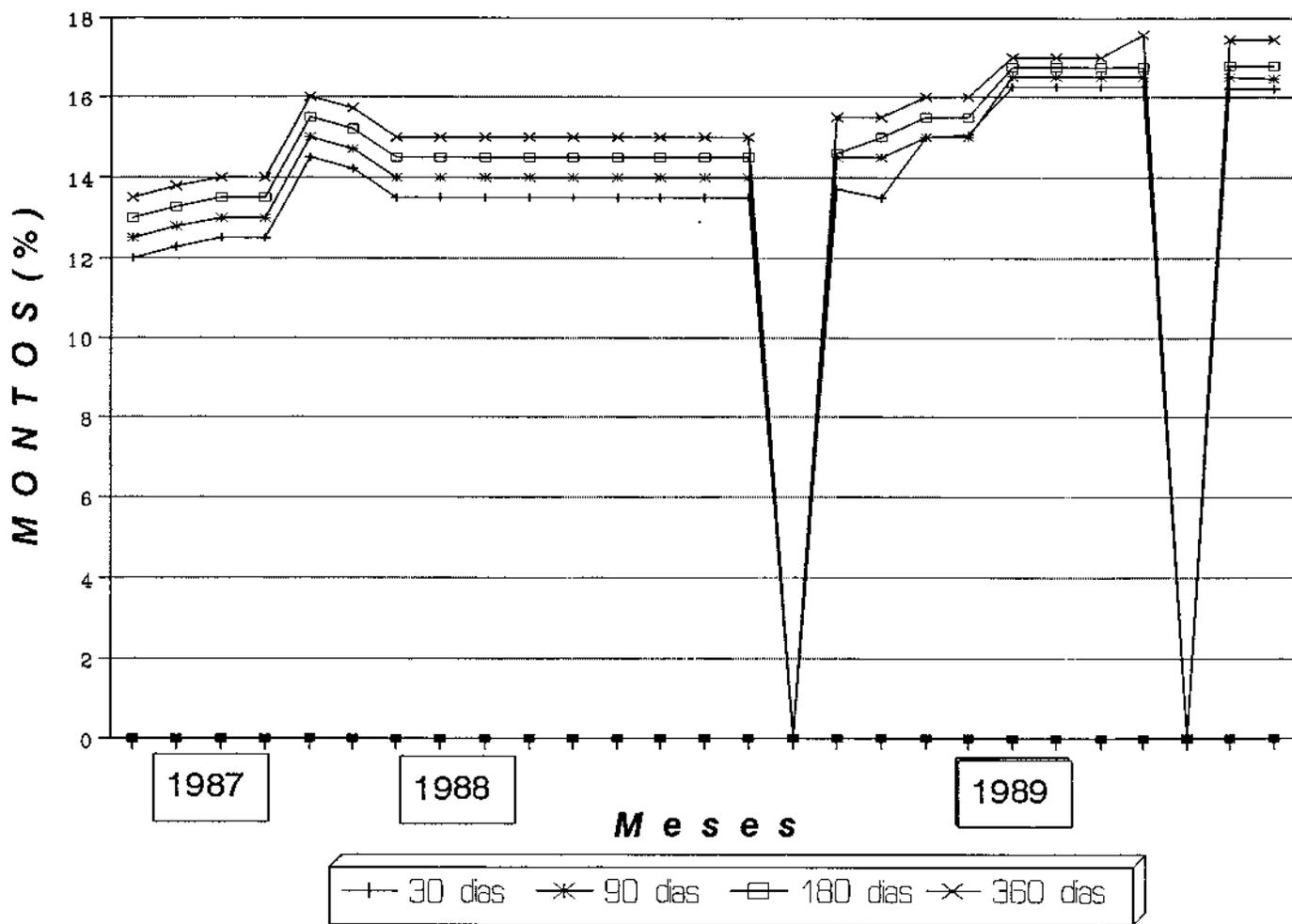
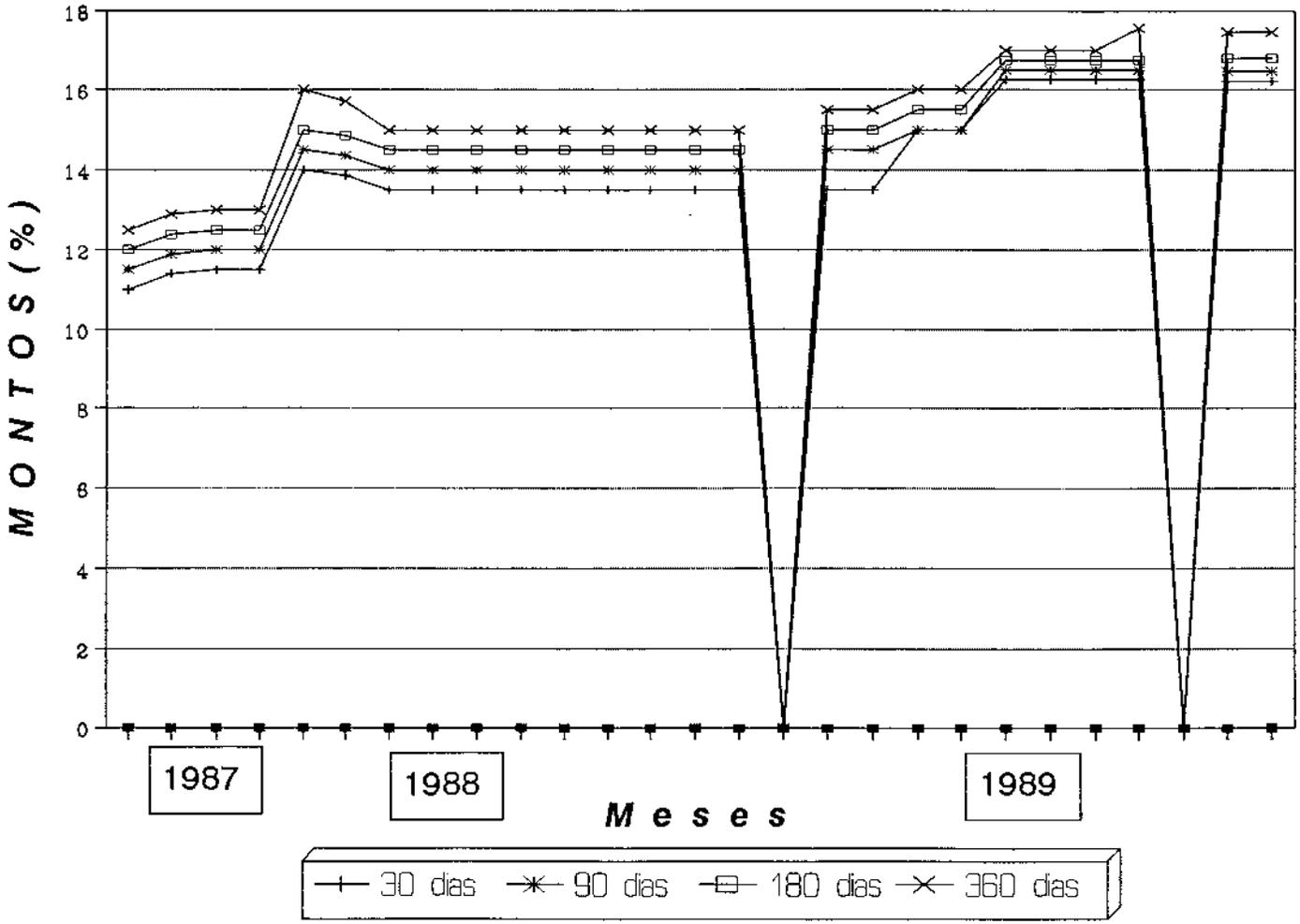


Grafico Nro.9

TASAS DE DESCUENTO DE LOS CD's. ME. (Diciembre 1987 a Diciembre 1989)



Cuadro 4

TASAS DE DESCUENTO (1)
Certificados de Depósito a Plazo Negociables

FECHA	4 Semanas			13 Semanas			26 Semanas			51 Semanas		
	M/N	CMV	ME	M/N	CMV	ME	M/N	CMV	ME	M/N	CMV	ME
ENE90	32.00	14.00	14.00	32.93	14.18	14.18	34.34	14.44	14.44	37.29	14.96	14.96
FEB90	32.00	14.00	14.00	32.93	14.18	14.18	34.34	14.44	14.44	37.29	14.96	14.96
MAR90	32.00	14.00	14.00	32.93	14.18	14.18	34.34	14.44	14.44	37.29	14.98	14.96
ABR90	32.00	14.00	14.00	32.93	14.18	14.18	34.34	14.44	14.44	37.29	14.96	14.96
MAY90	32.00	14.00	14.00	32.93	14.18	14.18	34.34	14.44	14.44	37.29	14.96	14.96
JUN90	36.00	14.00	14.00	37.84	14.18	14.18	39.42	14.44	14.44	39.55	14.96	14.96
JUL90	36.00	15.00	15.00	37.84	15.18	15.18	38.55	15.44	15.44	34.16	15.96	15.96
AGO90	36.00	15.00	15.00	37.84	15.18	15.18	36.55	15.44	15.44	34.16	15.96	15.96
SEP90	36.00	15.00	15.00	37.84	15.18	15.18	36.55	15.44	15.44	34.18	15.96	15.96
OCT90	36.00	15.00	15.00	37.84	15.16	15.18	36.55	15.44	15.44	34.16	15.96	15.96
NOV90	36.00	15.00	15.00	37.84	15.18	15.18	36.55	15.44	15.44	34.16	15.96	15.96
DIC90	36.00	15.00	15.00	37.84	15.18	15.18	36.55	15.44	15.44	34.16	15.96	15.96
ENE91	36.49	15.67	15.67	38.32	15.86	15.86	36.98	16.08	16.08	34.49	16.52	16.52
FEB91	36.74	15.75	15.75	38.56	15.95	15.95	37.19	16.16	16.16	34.66	16.59	16.59
MAR91	35.50	14.50	14.50	37.38	14.70	14.70	36.14	14.98	14.98	33.83	15.53	15.53
ABR91	34.63	13.63	13.63	36.57	13.83	13.83	35.41	14.17	14.17	33.24	14.76	14.76
MAY91	33.01	12.14	12.14	34.79	12.39	12.39	34.06	12.74	12.65	33.26	12.90	12.60
JUN91	31.75	11.90	11.90	32.84	12.15	12.15	32.76	12.54	12.54	32.76	12.45	12.54
JUL91	29.20	10.76	10.78	29.70	10.91	10.60	29.80	12.12	--	29.80	11.61	--
AGO91	27.25	10.13	10.50	27.75	10.23	10.23	27.75	11.13	11.00	27.75	11.13	--
SEP91	25.18	9.83	9.31	25.50	9.94	9.78	25.42	10.67	10.35	25.24	10.78	10.11
OCT91	24.70	9.31	9.31	24.48	9.46	9.46	24.16	9.69	9.69	23.46	10.11	10.11
NOV91	24.70	9.31	9.31	24.48	9.46	9.46	24.16	9.69	9.69	23.46	10.11	10.11
DIC91	23.45	8.84	8.84	23.28	8.99	8.99	22.99	9.23	9.23	22.30	9.60	9.60
ENE92	22.13	8.70	8.70	21.45	8.35	8.35	21.10	8.45	8.45	20.40	8.75	8.75
FEB92	22.66	9.13	9.13	21.50	8.40	8.40	21.10	8.45	8.45	20.40	8.75	8.75
MAR92	24.84	10.13	10.13	22.91	8.95	8.95	22.49	9.00	9.00	21.75	9.33	8.98
ABR92	25.40	10.20	10.20	23.41	9.05	9.05	23.24	9.13	9.13	22.31	9.23	--
MAY92	23.18	8.98	8.98	21.23	7.93	7.93	21.23	8.03	8.03	20.24	7.87	--
JUN92	22.04	8.60	8.80	20.09	7.55	7.55	20.09	7.65	7.65	19.10	7.50	7.50
JUL92	20.62	8.04	8.04	20.09	7.55	7.55	20.09	7.65	7.65	19.10	7.56	7.58
AGO92	19.50	7.50	7.50	20.09	7.55	7.55	20.09	7.65	7.65	19.84	7.73	7.73
SEP92	19.50	7.50	7.50	20.09	7.55	7.55	20.13	7.65	7.65	20.17	7.75	7.75
DCT92	19.50	7.50	7.50	20.09	7.55	7.55	20.14	7.65	7.65	20.19	7.75	7.75
NOV92	19.50	7.50	7.50	20.09	7.55	7.55	20.14	7.65	7.65	20.19	7.75	7.75
DIC92	19.50	7.50	7.50	20.09	7.55	7.55	20.14	7.65	7.65	20.19	7.75	7.75
ENE93	19.50	9.01	8.00	20.09	7.85	7.85	20.14	7.95	7.95	20.19	8.05	8.05
FE893	19.50	9.21	8.15	20.09	8.33	8.27	20.14	8.49	8.27	20.19	8.58	8.53
MAR93	19.50	8.25	8.15	20.09	8.37	8.27	20.14	8.53	8.27	20.19	8.62	8.53
ABR93	19.50	8.35	8.24	20.09	8.47	8.36	20.14	8.63	8.52	20.19	8.72	8.62
MAY93	19.50	8.65	8.50	20.09	8.77	8.62	20.14	8.93	8.78	20.19	9.02	8.88
JUN93	19.50	10.40	10.50	20.09	10.52	10.25	20.14	10.68	10.41	20.19	10.77	10.51
JUL93	19.70	10.91	10.60	20.30	11.03	10.72	20.35	11.19	10.88	20.25	11.20	10.90
AGO93	20.50	11.35	11.00	21.12	11.48	11.13	21.17	11.62	11.29	20.50	11.30	11.00
SEP93	20.30	10.05	9.70	20.80	10.20	9.80	20.60	10.16	9.80	20.30	10.00	9.64
OCT93	19.88	8.43	8.13	20.18	9.63	8.23	20.18	8.63	8.23	19.68	8.43	8.13
NDV93	18.63	7.23	6.85	18.93	7.43	6.95	18.93	7.43	6.95	18.43	7.23	6.85
DIC93	18.50	7.20	6.80	18.90	7.40	6.90	18.80	7.40	6.90	19.30	7.20	6.80

FUENTE: Boletín Estadístico Nro.280 Diciembre 1993, Banco Central de Bolivia

(1) Tasas máximas propuestas por el B.C.B. en convocatoria a subasta.

A partir del mes de mayo de 1991, las tasas de descuento son el promedio de tasas fijadas por el C.D.M.A.

Grafico Nro.10

TASAS DE DESCUENTO DE LOS CD's. MN. (Enero 1990 a Diciembre 1993)

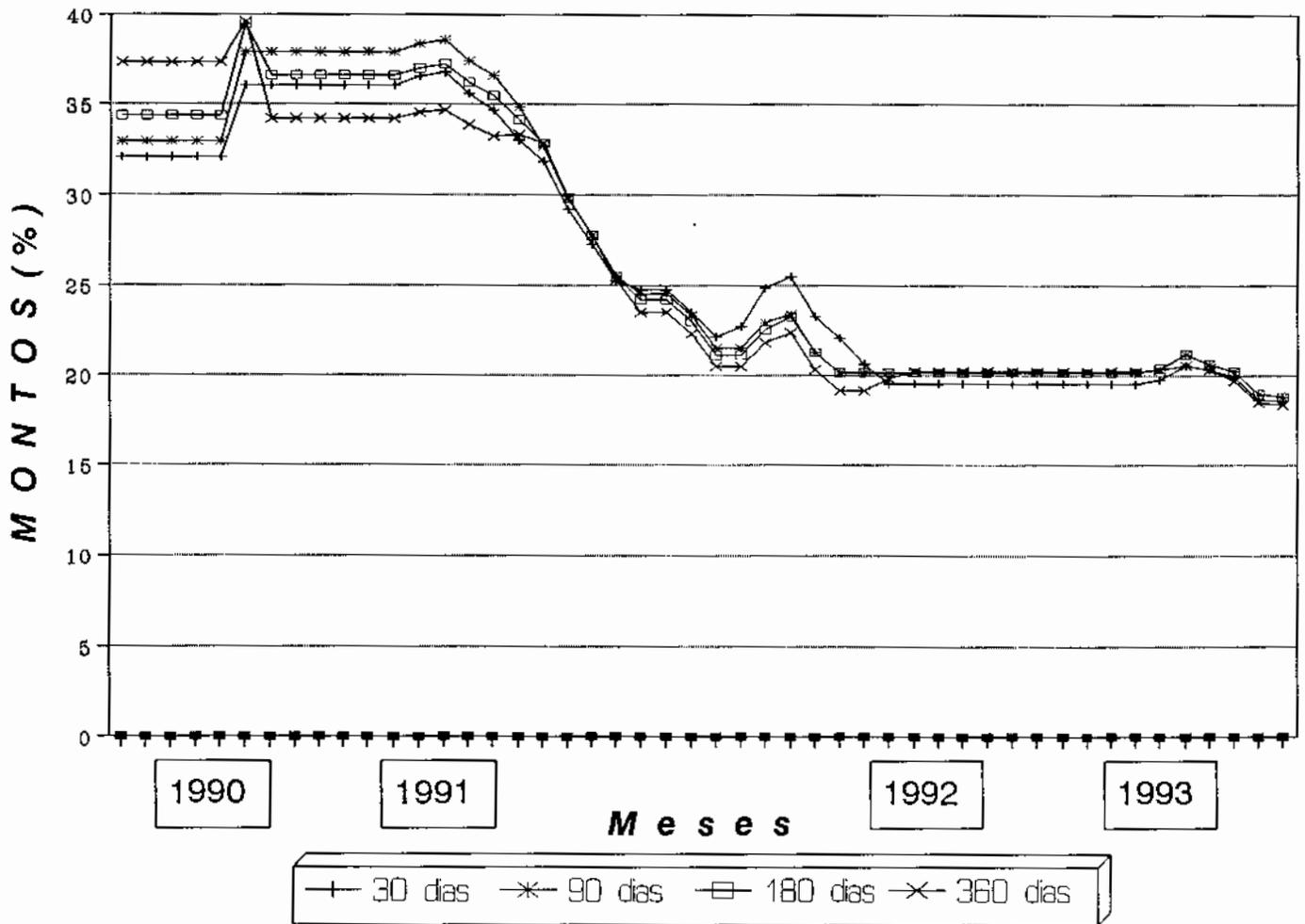


Grafico Nro.11

TASAS DE DESCUENTO DE LOS CD's. CMV. (Enero 1990 a Diciembre 1993)

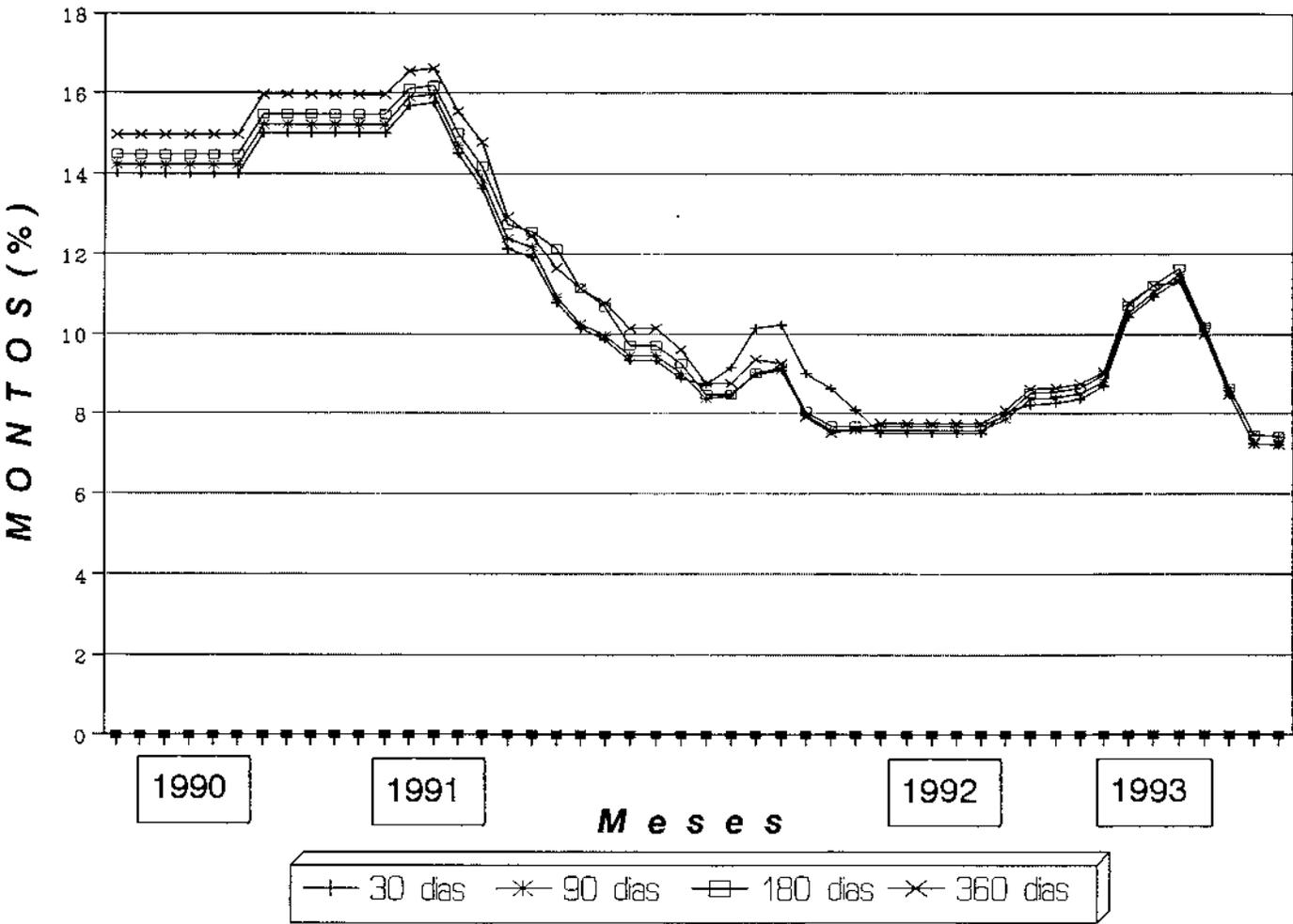
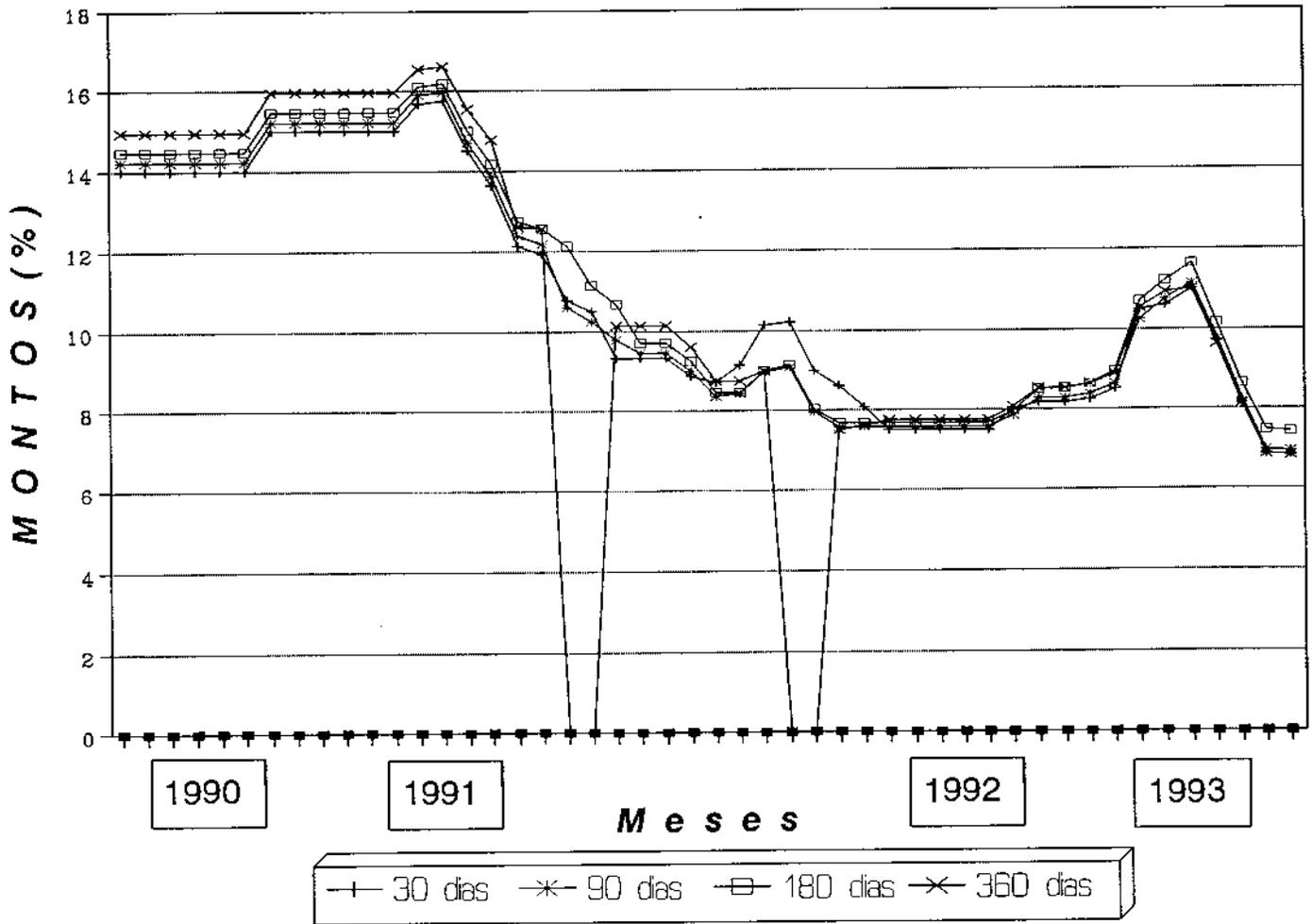


Grafico Nro.12

TASAS DE DESCUENTO DE LOS CD's. ME. (Enero 1990 a Diciembre 1993)



**Cuadro 5 TASAS ACTIVAS DE INTERES ANUAL (1)
SISTEMA BANCARIO NACIONAL (%)**

A fin de:	MN	MVDOL	ME	Vigente a:
1987	43.17	30.06	28.45	10.07.87
1988	39.58	26.08	24.40	"
1989	39.43	26.61	24.44	"
1990	38.94	24.49	22.21	"
1991	37.91	19.45	19.05	"
1992	58.83	17.13	18.60	"
1993	59.62	16.18	17.85	"

Fuente: B.C.B. - Gerencia del Sist.Financiero,Superintendencia de Bancos.
Elaboracion: En base a datos del Boletin Estadistico Nro.280 Dic. 1993 del B.C.B.
(1) Los montos incluyen recargos y comisiones segun (D.S.21660 del 10/07/87).

**TASAS PASIVAS DE INTERES ANUAL (1)
SISTEMA BANCARIO NAL. CAJA DE AHORROS (%)**

A fin de:	MN	MVDOL	ME	Vigente a:
1987	25.01	--	--	10.07.87
1988	21.61	--	7.23	"
1989	17.52	--	8.05	"
1990	18.50	--	8.81	"
1991	19.40	--	8.02	"
1992	20.79	--	8.19	"
1993	20.74	--	7.75	"

Fuente: B.C.B. - Gerencia del Sist.Financiero,Superintendencia de Bancos.
Elaboracion: En base a datos del Boletin Estadistico Nro.280 Dic. 1993 del B.C.B.
(1) Los montos incluyen recargos y comisiones segun (D.S.21660 del 10/07/87).

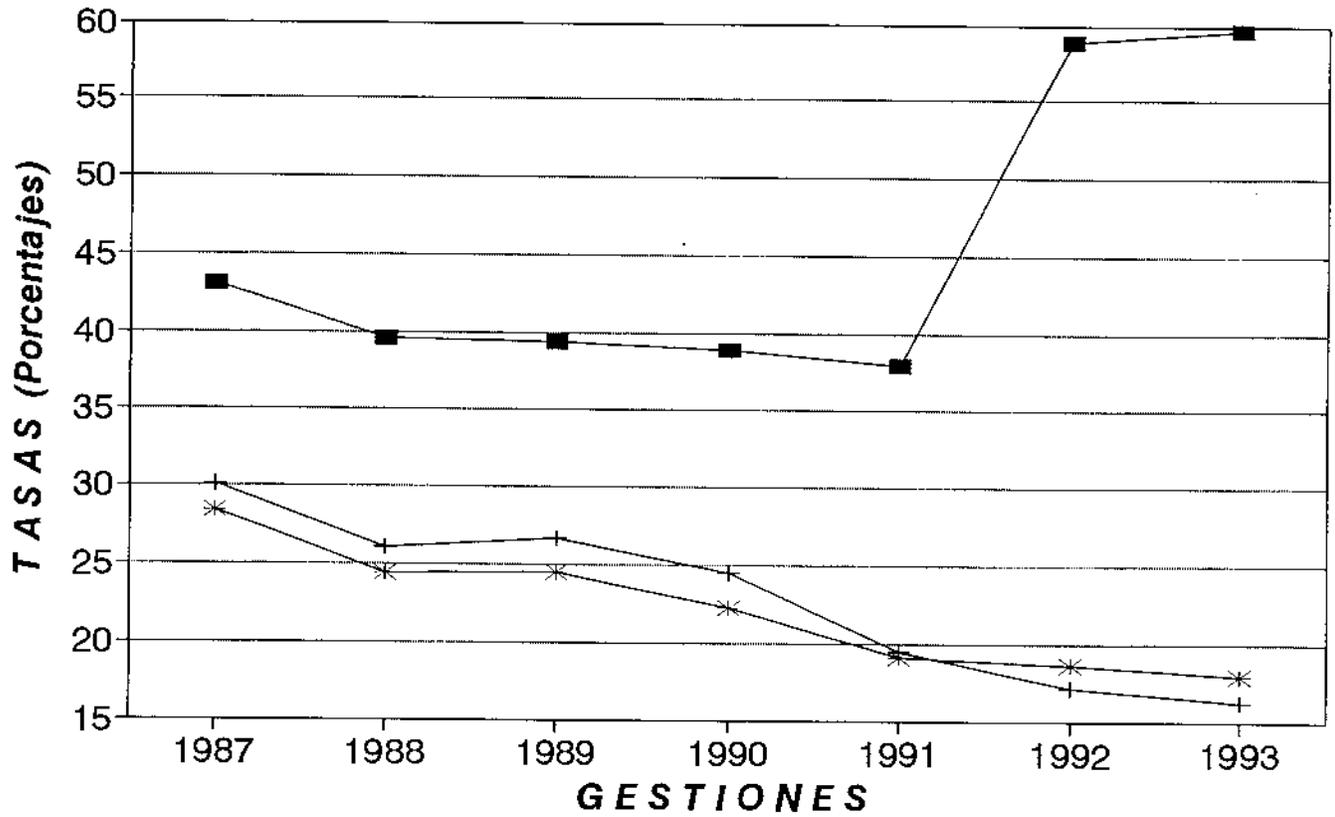
**TASAS PASIVAS DE INTERES ANUAL (1)
SISTEMA BANCARIO NAL. DEPOSITOS A PLAZO FIJO (%)**

A fin de:	MN	MVDOL	ME	Vigente a:
1987	32.72	15.43	17.77	10.07.87
1988	27.80	14.21	15.84	"
1989	20.78	15.46	16.06	"
1990	20.45	13.67	14.42	"
1991	19.04	10.56	11.42	"
1992	23.99	10.04	11.65	"
1993	19.65	9.71	10.15	"

Fuente: B.C.B. - Gerencia del Sist.Financiero,Superintendencia de Bancos.
Elaboracion: En base a datos del Boletin Estadistico Nro.280 Dic. 1993 del B.C.B.
(1) Los montos incluyen recargos y comisiones segun (D.S.21660 del 10/07/87).

Grafica Nro.13

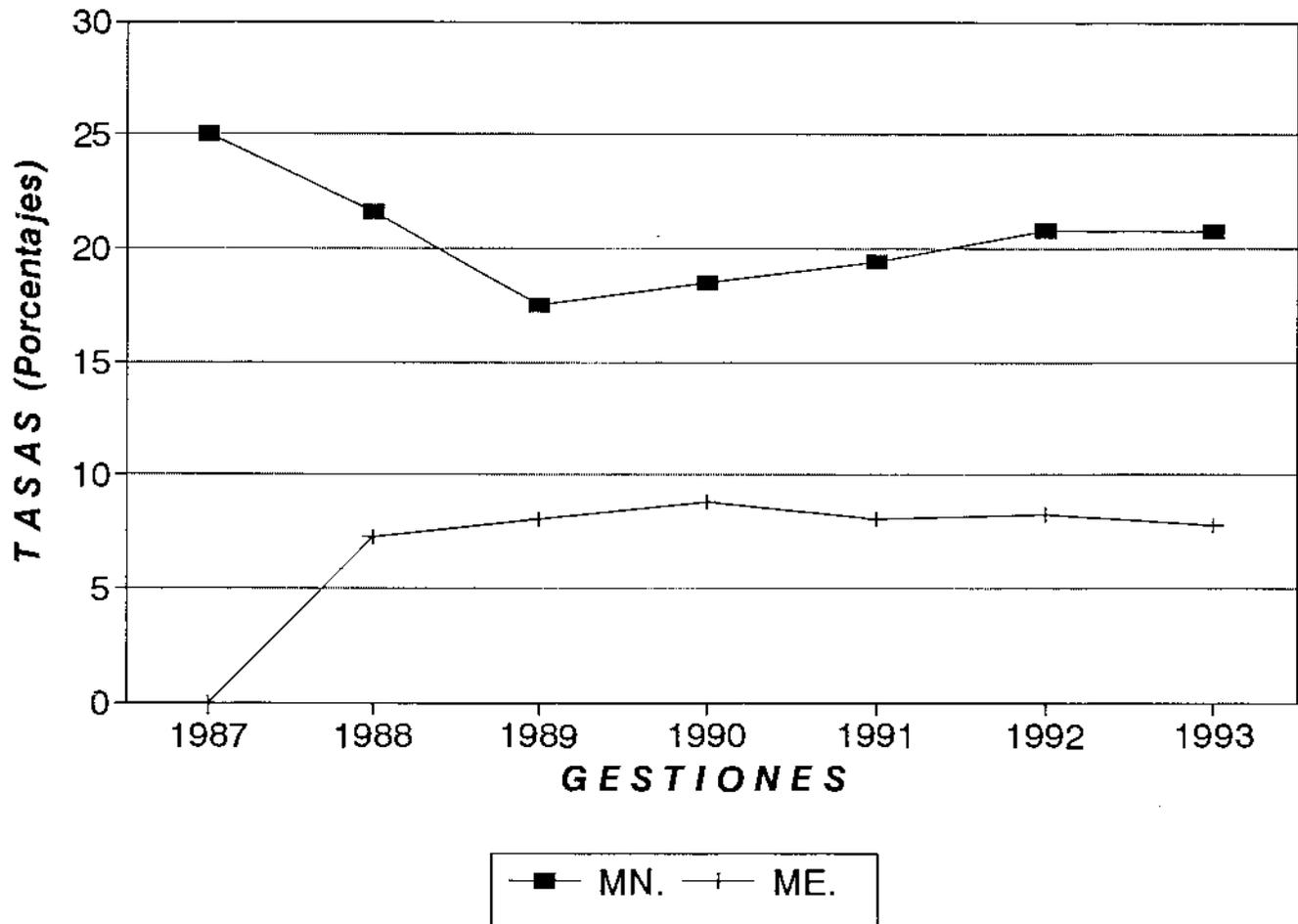
**TASAS ACTIVAS DE INTERES ANUAL
SISTEMA BANCARIO NACIONAL**



—■— MN. —+— MVDOL. —*— ME.

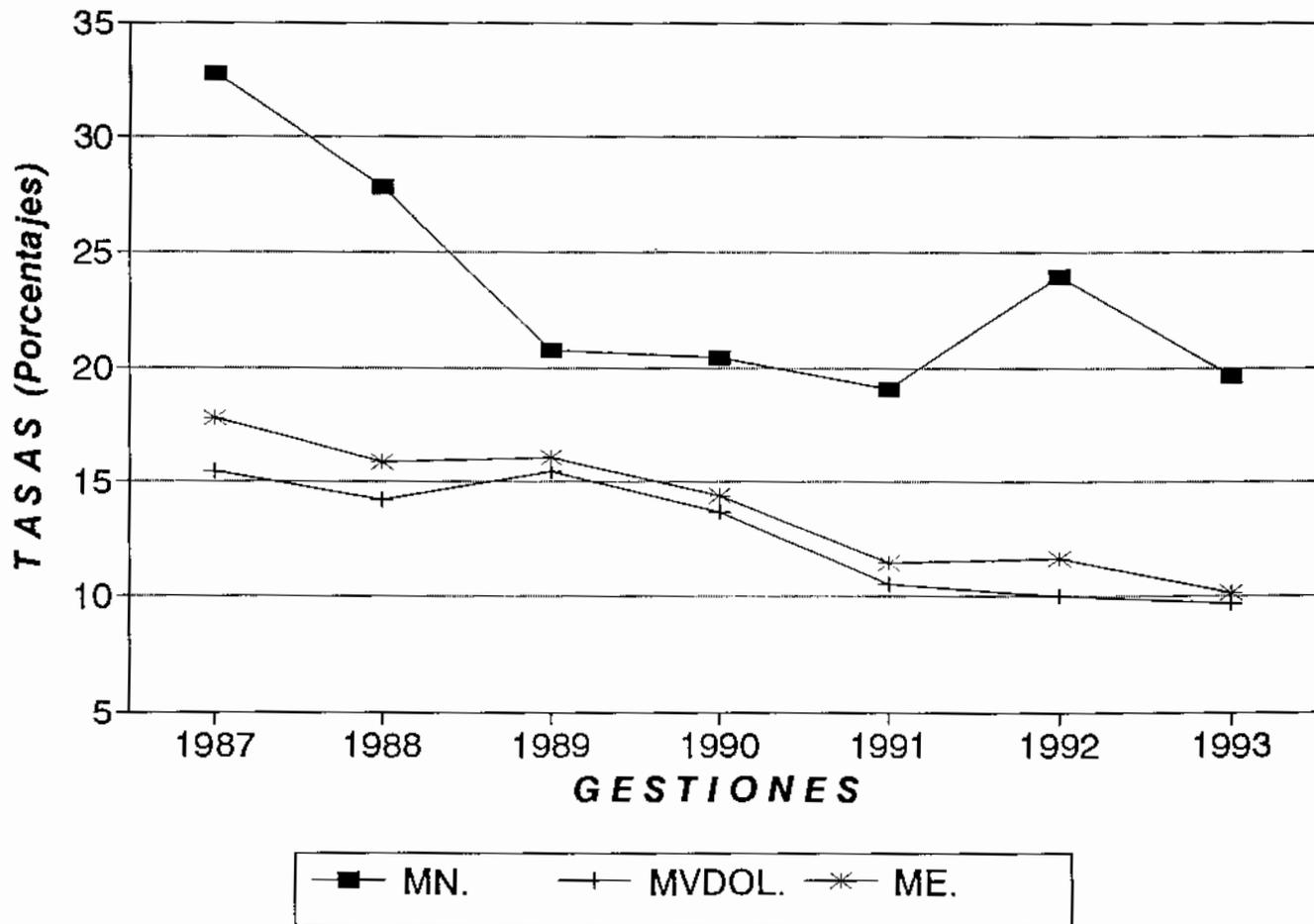
Grafica Nro.14

TASAS PASIVAS DE INTERES ANUAL DEL SIST.BANCARIO NAL. CAJA DE AHORROS



Grafica Nro.15

**TASAS PASIVAS DE INTERES ANUAL DEL
SIST.BANCARIO NAL. DEP. A PLAZO FIJO**



Cuadro 6**CERTIFICADOS DE DEPOSITO (CD's)
TASAS DE DESCUENTO (1)**

FECHA A:	30 DIAS			90 DIAS			180 DIAS			360 DIAS		
	MN	CMV	ME	MN	CMV	ME	MN	CMV	ME	MN	CMV	ME
DIC87	22.50	12.00	11.00	23.00	12.50	11.50	23.50	13.00	12.00	24.00	13.50	12.50
DIC88	21.00	13.50	13.50	22.00	14.00	14.00	22.50	14.50	14.50	23.00	15.00	15.00
DIC89	34.50	16.20	16.20	35.55	16.43	16.43	35.55	16.77	16.77	40.50	17.46	17.46
DIC90	36.00	15.00	15.00	37.84	15.18	15.18	36.55	15.44	15.44	34.16	15.96	15.96
DIC91	23.45	8.84	8.84	23.28	8.99	8.99	22.99	9.23	9.23	22.30	9.60	9.60
DIC92	19.50	7.50	7.50	20.09	7.55	7.55	20.14	7.65	7.65	20.19	7.75	7.75
DIC93	18.50	7.20	6.80	18.80	7.40	6.90	18.80	7.40	6.90	18.30	7.20	6.80

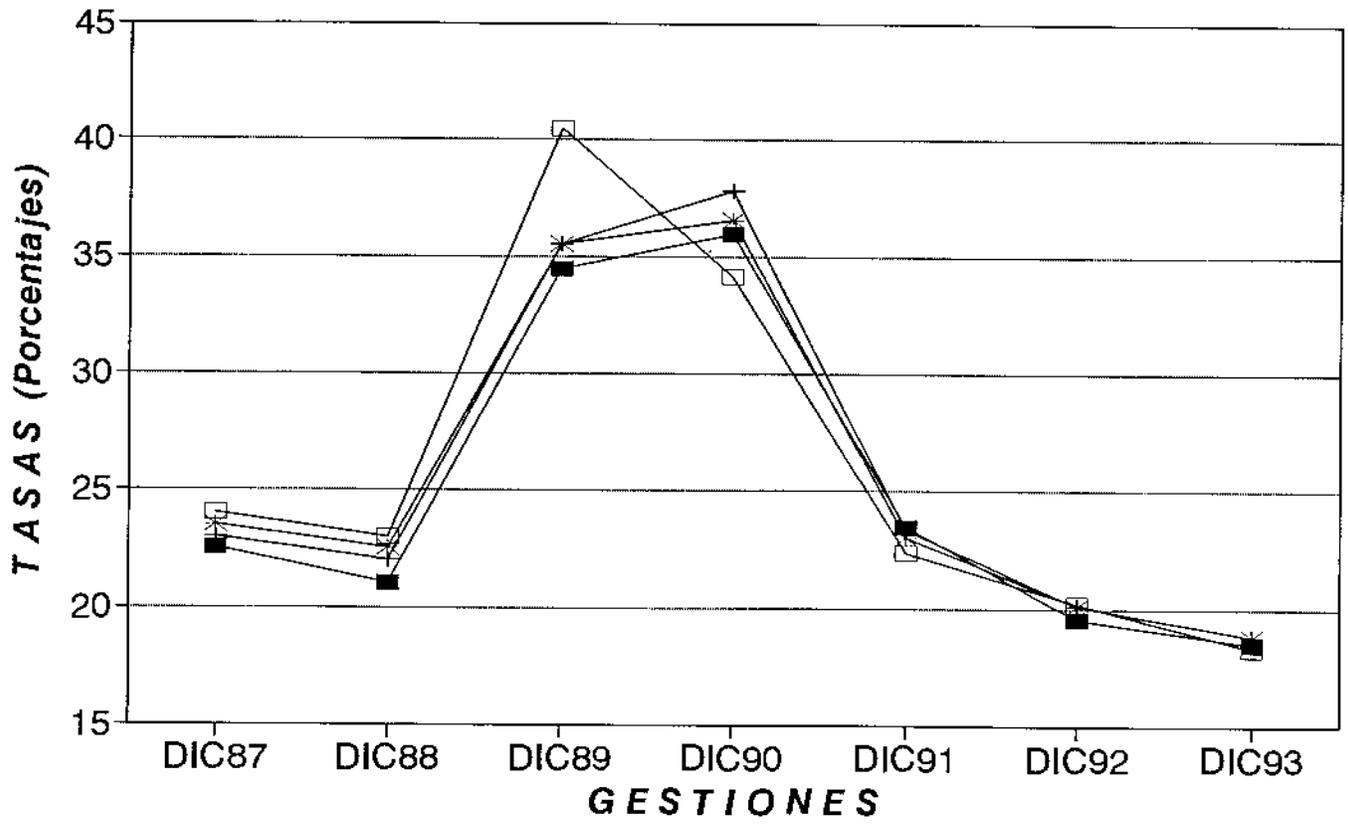
Fuente: Banco Central de Bolivia - Gerencia de Moneda y Credito - Sub-Gerencia OMA.

(1) Tasas maximas propuestas por el Banco Central de Bolivia en convocatoria a subasta.

Elaboracion: En base a datos del B.C.B. Boletin Estadistico Nro.280. Dic. 1993.

Grafica Nro.16

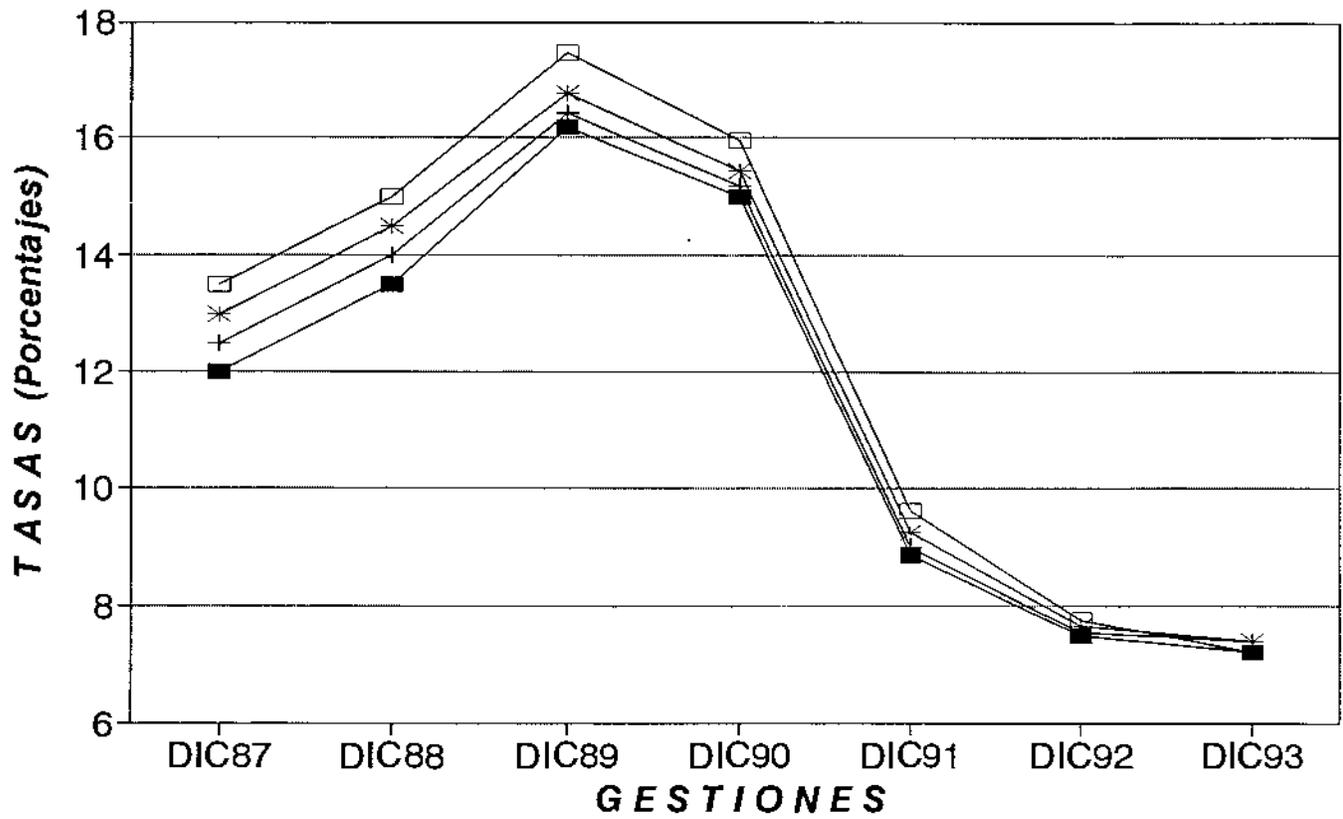
TASAS DE DESCUENTO (MN).
CERT.DE DEPOSITO A PLAZO NEGOCIABLES



■ 4 semanas + 13 semanas * 26 semanas □ 51 semanas

Grafica Nro.17

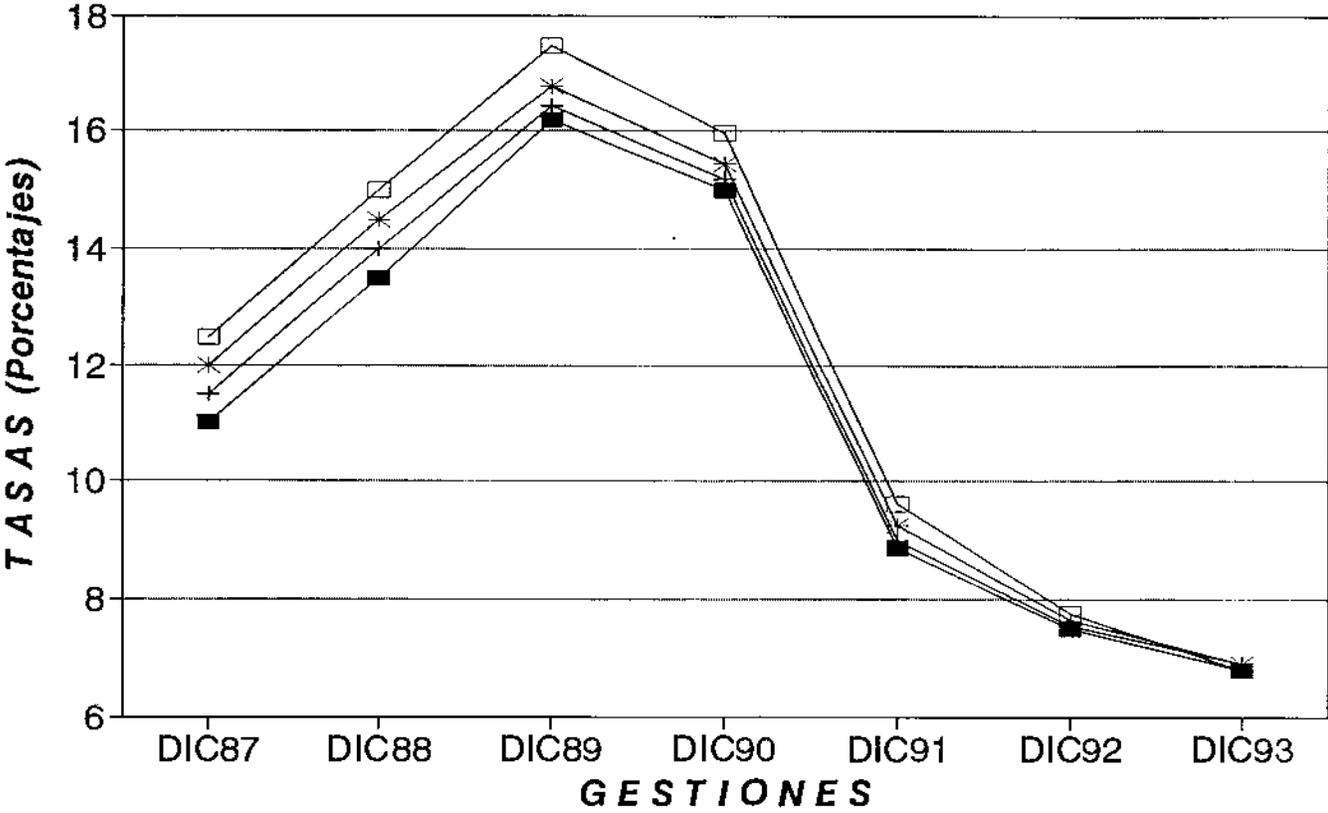
TASAS DE DESCUENTO (MV). CERT.DE DEPOSITO A PLAZO NEGOCIABLES



■ 4 semanas + 13 semanas * 26 semanas □ 51 semanas

Grafica Nro.18

**TASAS DE DESCUENTO (ME).
CERT.DE DEPOSITO A PLAZO NEGOCIABLES**



■ 4 semanas + 13 semanas * 26 semanas □ 51 semanas

Cuadro 7

DEFICIT-CUASIFISCAL GESTION 1988 - 1993

(En millones de Bolivianos)

DETALLE	1988	1989	1990	1991	1992	1993
I RESULTADOS FINANCIEROS (A-B)	41.20	(10.00)	(43.60)	(61.80)	58.80	165.39
A.- INGRESOS	122.50	82.70	96.30	105.80	258.20	345.90
Int. s/Fdos.en el exterior	36.30	23.60	27.40	38.50	28.30	25.31
Int. s/Cartera sector publico	60.50	7.90	6.70	8.70	11.30	12.63
Int. Conv.Cred. Reciproco	4.00	2.50	9.20	7.70	1.60	0.01
Comision s/cred. documentario	2.20	3.00	4.40	4.80	12.70	5.00
Comision s/via. divisas		7.00	7.20	6.90	5.50	6.52
Gerencia de Desarrollo		6.30	9.60	2.10	63.50	95.58
Int. s/Cart. Sist. Financiero.		3.40	3.00	1.60	0.80	0.61
Dif. de cambio p/operaciones		3.80	1.10	0.80	2.10	0.51
Otros Ingresos	19.50	25.20	27.70	34.70	132.40	28.79
Rendim.s/Letras y Titulos Tesoreria						170.94
B.- EGRESOS	81.30	92.70	139.90	167.60	199.40	180.51
Cargos FMI Y FLAR	52.40	64.50	65.90	52.00	27.80	15.08
Intereses s/Ptmos.Drg.Internal.	6.20	4.20	3.80	3.40	2.70	1.52
Intereses CD's.	17.70	20.50	65.30	101.10	54.70	33.96
Intereses s/dep. Encaje Legal				7.40	7.50	5.85
Intereses s/dep. Bancos p/Imp.		1.80	2.60	0.40	0.10	0.05
Dif. de cambio p/operaciones.				1.00	4.30	0.79
Otros Egresos financieros	5.00	1.70	2.30		0.10	0.06
Int. Credito Reciproco				2.30	1.20	1.41
Gerencia de Desarrollo					101.00	121.79
II RESULTADOS ADM. (A-B)	(34.60)	(42.60)	(52.40)	(69.60)	(92.30)	(77.53)
A. INGRESOS		1.30	0.70	2.40	0.40	0.43
B. EGRESOS	34.60	43.90	53.10	72.00	92.70	77.96
- Banco Central de Bolivia			35.60	53.60	74.00	68.17
- Banco del Estado			13.50	12.00	11.70	
- Corresponsalia						4.15
- Superintendencia de Bancos			4.00	6.40	7.00	5.64
III UTILIDAD (PERDIDA) (I+II)	6.60	(52.60)	(96.00)	(131.40)	(33.50)	87.86
CUASIFISCAL /PIB (%)	0.06	(0.43)	(0.70)	(0.69)	0.16	0.39
Tasa de Crecimiento-Gestiones	0.00	15.82	218.54	54.82	(45.90)	(37.92)
Participacion en EGRESOS (%)	21.77	22.11	46.68	60.32	27.43	18.81

Fuente: Banco Central de Bolivia Gerencia de Estudios Economicos

Elaboracion: propia en base a datos del B.C.B. Flujo efectivo de Ctas. de Resultados

Cuadro 8

**Tasas de Interes Promedio Trimestrales
En Moneda Extranjera (1)**

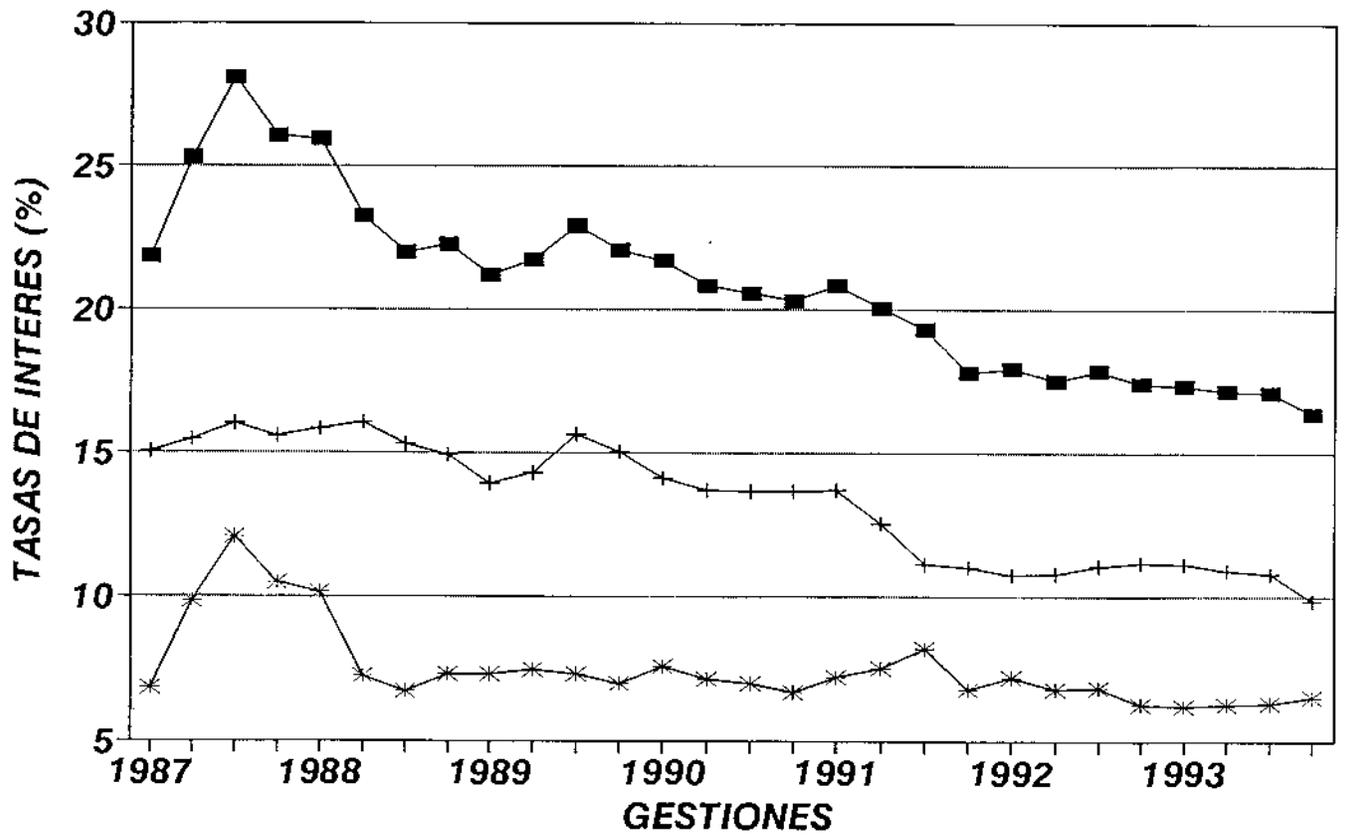
TRIMESTRE	ACTIVAS Nominales(1)	PASIVAS Nom. DPF (2)	SPREAD (3)=(2)-(1)	DISPDSICIONES LEGALES
I 1987	21.88	15.06	6.82	
II 1987	25.31	15.48	9.83	
III 1987	28.09	16.01	12.08	Se modifica el EL DS 21660
IV 1987	26.03	15.56	10.47	
I 1988	25.97	15.83	10.14	Inicio Encaje Remunerado
II 1988	23.27	16.04	7.23	
III 1988	22.02	15.29	6.73	
IV 1988	22.27	14.95	7.32	Inicio desemb.Bco. Mundial
I 1989	21.23	13.92	7.31	
II 1989	21.74	14.29	7.45	Finaliza Encaje Remunerado
III 1989	22.94	15.63	7.31	
IV 1989	22.06	15.06	7.00	
I 1990	21.72	14.14	7.58	
II 1990	20.88	13.71	7.17	
III 1990	20.60	13.64	6.96	
IV 1990	20.33	13.64	6.69	
I 1991	20.88	13.70	7.18	
II 1991	20.09	12.56	7.53	
III 1991	19.32	11.14	8.18	
IV 1991	17.78	10.99	6.79	
I 1992	17.93	10.74	7.19	
II 1992	17.55	10.80	6.75	
III 1992	17.87	11.04	6.83	
IV 1992	17.43	11.17	6.26	
I 1993	17.29	11.10	6.19	
II 1993	17.16	10.89	6.27	
III 1993	17.12	10.80	6.32	
IV 1993	16.36	9.83	6.53	

Fuente: Banco Central de Bolivia, Boletín Estadístico Nro. 280 Dic. 1993

(1) Tasas Nominales básicas donde no incluye recargos ni comisiones.

Grafica Nro.8.1

TASAS DE INTERES NOMINALES (Promedios) Moneda Extranjera



■ ACTIVAS ME. + PASIVAS ME. * SPREAD

Anexo 2

EMISIONES POR SECTORES A DICIEMBRE 1988

(En miles de \$us.)

SECTORES PRIVADO	M/M (*)	M/E	MVDOL	TOTALES	PARTIC. %
Particulares	0.00	541.00	208.00	749.00	0.90
Empresas Privadas	0.00	175.00	0.00	175.00	0.20
Sist. Bancario	7,791.00	25,947.00	6,147.00	39,885.00	48.70
Línea 1925 BO	0.00	0.00	6,449.00	6,449.00	7.90
Subrogaciones	261.00	1,507.00	25.00	1,793.00	2.20
Mutuales	0.00	2,746.00	0.00	2,746.00	3.40
Sub-total	8,052.00	30,916.00	12,829.00	51,797.00	63.30
PUBLICO					
Adm. Central	0.00	0.00	64.00	64.00	0.00
Emp. Publicas	0.00	0.00	6,056.00	6,056.00	7.40
BANEST (1)	972.00	16,415.00	6,567.00	23,954.00	29.30
Sub-total	972.00	16,415.00	12,687.00	30,074.00	36.70
TOTAL	9,024.00	47,331.00	25,516.00	81,871.00	100.00

Fuente B.C.B.

(*) Al tipo de cambio Bs.2.47/\$us del 29.12.88

(1) Actualmente BANEST en liquidacion

" Las Operaciones de Mercado Abierto en Bolivia "

(Gestión 1987 - 1993)

Las Operaciones de Mercado Abierto se encuentran entre los principales Instrumentos de Política monetaria que utiliza la Banca Central Moderna, para el control de la Liquidez, a manera de contraer o expandir la cantidad de dinero que existe en la economía de un país, en un momento determinado.

En nuestro país el Banco Central de Bolivia inicio las Operaciones de Mercado Abierto con la emisión de los Certificados de Deposito a Plazo fijo Negociables (CD's.), en 1987, principalmente para regular el nivel de liquidez que aumentaba cuando se concedía créditos al sector público.

La emisión de Certificados de Depósito negociables adquirió enorme importancia, tanto por el monto acumulado por colocaciones durante el período analizado de 1987 a 1993 suma que llego a 6.454.- millones de dólares, como por la creación en nuestro país de las operaciones del mercado secundario o lo que se llama la Bolsa Boliviana de Valores, que inicialmente sólo efectuó transacciones con CD's. del Banco Central.

El costo financiero de estas operaciones está a cargo del Banco Central de Bolivia, lo que origino generar déficit cuasifiscales, en sus cuentas; posteriormente en diciembre de 1993 el Tesoro General de la Nación emite las Letras de Tesorería (LT's), para cubrir sus necesidades de liquidez, sin necesidad de recurrir al crédito del B.C.B., ni a la emisión de CD's. que originaron dicho déficit.

Finalmente la Elaboración de este trabajo se concluye, indicando que las Operaciones de Mercado Abierto en nuestro país, mediante la emisión de CD's. emitidos por el Banco Central de Bolivia, mas sirvieron para hacer Política Parafiscal orientada a cubrir los desequilibrios del programa financiero, antes que una Política Monetaria destinada al control de la liquidez.

" Las Operaciones de Mercado Abierto en Bolivia "

(Gestión 1987 - 1993)

Las Operaciones de Mercado Abierto se encuentran entre los principales Instrumentos de Política monetaria que utiliza la Banca Central Moderna, para el control de la liquidez, a manera de contraer o expandir la cantidad de dinero que existe en la economía de un país, en un momento determinado.

En nuestro país el Banco Central de Bolivia inició las Operaciones de Mercado Abierto con la emisión de los Certificados de Depósito a Plazo fijo Negociables (CD's.), en 1987, principalmente para regular el nivel de liquidez que aumentaba cuando se concedía créditos al sector público.

La emisión de Certificados de Depósito negociables adquirió enorme importancia, tanto por el monto acumulado por colocaciones durante el período analizado de 1987 a 1993 suma que llegó a 6.454.- millones de dólares, como por la creación en nuestro país de las operaciones del mercado secundario o lo que se llama la Bolsa Boliviana de Valores, que inicialmente sólo efectuó transacciones con CD's. del Banco Central.

El costo financiero de estas operaciones está a cargo del Banco Central de Bolivia, lo que origino generar déficit cuasifiscales, en sus cuentas; posteriormente en diciembre de 1993 el Tesoro General de la Nación emite las Letras de Tesorería (LT's), para cubrir sus necesidades de liquidez, sin necesidad de recurrir al crédito del E.C.B., ni a la emisión de CD's. que originaron dicho déficit.

Finalmente la Elaboración de este trabajo se concluye, indicando que las Operaciones de Mercado Abierto en nuestro país, mediante la emisión de CD's. emitidos por el Banco Central de Bolivia, mas sirvieron para hacer Política Parafiscal orientada a cubrir los desequilibrios del programa financiero, antes que una Política Monetaria destinada al control de la liquidez.