

UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRÉS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS
CARRERA DE ECONOMÍA



TESIS DE GRADO

MENCIÓN: ECONOMÍA FINANCIERA

**“LAS INVERSIONES FINANCIERAS
EN EL MERCADO DE VALORES BOLIVIANO; 1989 – 2021”**

POSTULANTE: ALIPAZ PORTUGAL, David Ademar

TUTOR: MBA. SIVILA PEÑARANDA, José Antonio

RELATOR: LIC. MENDOZA PATIÑO, Raul Sixto

LA PAZ – BOLIVIA

2023

DEDICATORIA

*A mi amada y maravillosa esposa, **Karen**,
la persona que más amo y admiro.*

*A mis Padres **David** y **Adela**,
por su esfuerzo interminable,
y su sabiduría al educarme
en principios cristianos eternos.*

*A mis hermanos **Maribel**, **Silvia** y **Jesús**,
por su cariño, sinceridad, paciencia e influencia,
son geniales, los amo.*

AGRADECIMIENTOS

*A **Dios** por su amor y misericordia.*

*A la Universidad Mayor de San Andrés,
a la Facultad de Ciencias Económicas y Financieras
y al Instituto de Investigaciones Económicas,
por la calidad en la formación profesional brindada.*

*A mi tutor de Tesis, **MBA. José Antonio Sivila Peñaranda**,
que, con mucha paciencia, entereza y dedicación, me guió en este proceso.*

*A mi relator, **Lic. Raul Sixto Mendoza Patiño**
quien aportó con valiosas sugerencias para culminar esta investigación.*

PRESENTACIÓN

La presente investigación propone el tema “Las Inversiones Financieras en el Mercado de Valores Boliviano; 1989-2021”. La organización de la tesis contempla 4 capítulos:

CAPÍTULO I. Que realiza un diagnóstico mediante la “Referencia Metodológica del tema de Investigación”, se definen las categorías y variables económicas que explican el tema de investigación. De estas reflexiones se plantea el problema: La inestabilidad de las Inversiones Financieras en el Mercado de Valores; el objetivo general es: Determinar la influencia de Inversiones Financieras en el desarrollo del Mercado de Valores; plantea una hipótesis a partir del análisis anterior que es: La inestabilidad en las Inversiones Financieras influye negativamente al desarrollo del Mercado de Valores. Además, el capítulo muestra los aspectos conceptuales y fundamentos teóricos.

CAPÍTULO II. Sobre los “Aspectos de Políticas, Normas e Institucional”, presenta las políticas, leyes, reglamentos y otros documentos legales, relacionados a las categorías y variables, involucrados con el Mercado de Valores y las instituciones relacionadas con este; asimismo, se aclara la relación de las instituciones públicas y privadas con el funcionamiento de la bolsa, y cómo estos actúan.

CAPÍTULO III. En este capítulo, “Factores Determinantes y Condicionantes del tema de Investigación” se realiza la descripción, explicación y comparación de los dos períodos de estudio, definidos como, período de Economía de Mercado y período de Economía Plural, a partir de las variables económicas: volumen de inversiones, inversiones por tipo de instrumento, tasas de rendimiento, número de inversores y número de empresas. Además, presenta la Evidencia Teórica sobre las variables para luego verificar la Hipótesis con fundamento en la evidencia empírica y la evidencia teórica.

CAPÍTULO IV. Sostiene las “Conclusiones y recomendaciones del Tema de Investigación”, presenta las conclusiones específicas de las variables económicas y el aporte de la investigación a la Mención Economía Financiera, además presenta las Recomendaciones.

RESUMEN

La presente investigación corresponde al nuevo plan de estudios en la Mención de Economía Financiera. Inicia con una clara división de los años estudio en dos períodos denominados: “Período de Economía de Mercado”, que corresponde a los años 1989 al 2005, caracterizado por el inicio de operaciones y la creación del marco jurídico y legal relacionados a la Bolsa Boliviana de Valores; y el segundo período denominado “Período de Economía Plural”, que corresponde a los años 2006 al 2021, caracterizado por un crecimiento importante de la bolsa. Continúa con la propuesta del objetivo general “Determinar la influencia de las Inversiones Financieras en el desarrollo del Mercado de Valores Boliviano”, conjuntamente con el problema de investigación que es “La inestabilidad de las Inversiones Financieras en el Mercado de Valores Boliviano”. Para estos períodos se realiza la descripción, análisis y comparación del Mercado de Valores, la actuación de Emisores (empresas) e Inversores (participantes) sobre los volúmenes de inversión y los instrumentos financieros utilizados, además del rendimiento representativo del mercado reflejado en las tasas de rendimiento de los fondos de inversión abiertos. Para el estudio teórico se considera principalmente la Teoría del Desarrollo de los Mercados de Valores de El-Wassal (2013), que provee un marco de cinco dimensiones de medición y cuatro factores determinantes del desarrollo de los mercados de valores. También se consideran las teorías de Finanzas Empresariales de King y Levine (1993), la teoría de Selección de Carteras de Markowitz (1952), teoría de los Inversores con Arturo Rueda (1995) y el enfoque heterodoxo de política monetaria del BCB (2006). Se realiza la verificación de teorías y evidencia empírica con las variables económicas a partir de datos estadísticos y se explican los objetivos específicos para responder a la hipótesis planteada que es “La inestabilidad en las Inversiones Financieras influye negativamente al desarrollo del Mercado de Valores Boliviano”, para llegar a la conclusión de que “se acepta la hipótesis”: la inestabilidad generada principalmente por factores institucionales se relaciona con la disminución en montos de inversiones, en el número de inversores, en la fluctuación de las tasas de rendimiento y en una canalización ineficiente de financiamiento a las empresas. Finalmente se presentan las conclusiones y recomendaciones específicas en relación a las variables económicas.

ÍNDICE GENERAL

1.	REFERENCIA METODOLÓGICA DE LA INVESTIGACIÓN	1
1.1.	IDENTIFICACIÓN DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN	1
1.1.1.	TEMA DE INVESTIGACIÓN	1
1.1.2.	ALCANCE DEL TEMA	1
1.1.3.	RELACIÓN CON LA MENCIÓN.....	1
1.1.4.	RELACIÓN CON LA MATERIA DE MENCIÓN.....	1
1.2.	DELIMITACIÓN DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN	2
1.2.1.	DELIMITACIÓN TEMPORAL.....	2
1.2.1.1.	Período de Economía de Mercado (1989 – 2005)	2
1.2.1.2.	Período de Economía Plural (2006 – 2021).....	2
1.2.2.	REFERENCIA HISTÓRICA	3
1.2.3.	DELIMITACIÓN GENERAL	4
1.2.3.1.	Espacial	4
1.2.3.2.	Sectorial.....	4
1.2.3.3.	Institucional	4
1.2.3.4.	Mención.....	5
1.2.4.	DELIMITACIÓN DE CATEGORÍAS Y VARIABLES	5
1.2.4.1.	Categorías Económicas.....	5
1.2.4.2.	Variables Económicas	5
1.3.	PLANTEAMIENTO DEL OBJETO DE INVESTIGACIÓN	5
1.4.	PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN	5
1.5.	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	6
1.5.1.	PROBLEMATIZACIÓN	6
1.5.1.1.	Categorías Económicas.....	6
1.5.1.2.	Variables Económicas.....	6
1.5.2.	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	9
1.5.3.	JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN	9
1.5.3.1.	Económica	9
1.5.3.2.	Social.....	9

1.5.3.3.	Teórica.....	10
1.5.3.4.	Institucional.....	10
1.5.3.5.	Mención.....	11
1.6.	PLANTEAMIENTO DE OBJETIVOS	11
1.6.1.	OBJETIVO GENERAL.....	11
1.6.2.	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	11
1.7.	PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS.....	11
1.8.	METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN.....	11
1.8.1.	MÉTODO DE INVESTIGACIÓN.....	11
1.8.2.	TIPO DE INVESTIGACIÓN	12
1.8.3.	INSTRUMENTOS DE INVESTIGACIÓN.....	12
1.8.4.	FUENTES DE INFORMACIÓN	13
1.8.4.1.	Documental	13
1.8.4.2.	Estadística	13
1.8.5.	TEÓRICA.....	13
1.8.6.	PROCESAMIENTO DE INFORMACIÓN.....	14
1.9.	MARCO TEÓRICO REFERENCIAL.....	14
1.9.1.	ASPECTOS CONCEPTUALES Y DEFINICIONES	14
1.9.1.1.	Economía Financiera	14
1.9.1.2.	Definición de Categorías Económicas.....	15
1.9.1.3.	Definición de Variables Económicas.....	16
1.9.2.	ASPECTOS TEÓRICOS.....	19
1.9.2.1.	Teoría del Desarrollo del Mercado de Valores de Kamal A. El-Wassal (2013).....	19
1.9.2.2.	Teoría de las finanzas empresariales de King y Levine (1993).....	25
1.9.2.3.	Teoría de Selección de carteras de Harry Markowitz (1952).....	26
1.9.2.4.	Perfil del Inversionista según Arturo Rueda (1995).....	27
1.9.2.5.	Teoría Heterodoxa de la Política Monetaria adoptada por el Banco Central de Bolivia y su relación con el Mercado de Valores (2006).....	28
2.	ASPECTOS DE POLÍTICAS, NORMAS E INSTITUCIONAL.....	30
2.1.	MARCO DE POLÍTICAS.....	31
2.1.1.	PRIMER PERÍODO: 1989-2005 (ECONOMÍA DE MERCADO).	31

2.1.1.1.	La Nueva Política Económica	31
2.1.1.2.	La Estrategia de Desarrollo Económico y Social, EDES, 1989-2000	31
2.1.1.3.	El Plan General de Desarrollo Económico y Social, PGDES 1997-2002	33
2.1.2.	SEGUNDO PERÍODO: 2006-2021 (ECONOMÍA PLURAL)	33
2.1.2.1.	El Plan Nacional de Desarrollo 2006-2011.....	33
2.1.2.2.	El Plan de Desarrollo Económico y Social 2016-2020	34
2.2.	MARCO NORMATIVO	35
2.2.1.	PRIMER PERÍODO: 1989-2005 (ECONOMÍA DE MERCADO)	35
2.2.1.1.	Ley de Bancos y Entidades Financieras.....	35
2.2.1.2.	Ley del Mercado de Valores	36
2.2.1.3.	Ley de Reactivación Económica.....	38
2.2.2.	SEGUNDO PERÍODO: 2006-2021 (ECONOMÍA PLURAL)	39
2.2.2.1.	Constitución Política del Estado	39
2.2.2.2.	Ley de Servicios Financieros	39
2.2.2.3.	Decreto Supremo N°2055 de 2014, sobre el Régimen de Tasas de Interés	40
2.3.	MARCO INSTITUCIONAL	41
2.3.1.	HACEDORES DE POLÍTICAS Y REGULADORES.....	41
2.3.1.1.	Ministerio de Economía y Finanzas públicas	41
2.3.1.2.	Banco Central de Bolivia	42
2.3.1.3.	El Sistema de Regulación Financiera	42
2.3.1.4.	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero	42
2.3.1.5.	Organización Internacional de Comisiones de Valores	43
2.3.2.	EL MERCADO DE VALORES.....	44
2.3.2.1.	Bolsa Boliviana de Valores	45
2.3.2.2.	Inversionistas.....	45
2.3.2.3.	Emisores.....	45
2.3.3.	SERVICIOS COMPLEMENTARIOS.....	46
2.3.3.1.	Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión	46
2.3.3.2.	Agencia de Bolsa.....	47
2.3.3.3.	Sociedades de Titularización	47

3.	FACTORES DETERMINANTES Y CONDICIONANTES DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN.....	48
3.1.	FACTORES GENERALES DEL TEMA.....	48
3.1.1.	EL SISTEMA FINANCIERO.....	48
3.1.2.	MERCADO DE VALORES.....	48
3.1.3.	INVERSIONES FINANCIERAS	49
3.2.	VOLUMEN TOTAL DE INVERSIONES POR TIPO DE OPERACIÓN	51
3.3.	INVERSIONES POR TIPO DE INSTRUMENTO	56
3.4.	TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	63
3.5.	NÚMERO DE INVERSORES.....	67
3.6.	NÚMERO DE EMPRESAS	71
3.7.	EVIDENCIA TEÓRICA	78
3.7.1.	DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES DE EL-WASSAL (2013) PARA BOLIVIA.....	78
3.7.1.1.	Factores determinantes del Desarrollo del Mercado de Valores	78
3.7.1.2.	Dimensiones de evaluación del desarrollo del Mercado de Valores	83
3.7.2.	OTRAS TEORÍAS.....	89
3.8.	VERIFICACIÓN DE LA HIPÓTESIS	91
4.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	95
4.1.	CONCLUSIONES	95
4.1.1.	CONCLUSIÓN GENERAL	95
4.1.2.	CONCLUSIONES ESPECÍFICAS	96
1.	Conclusión Específica 1.....	96
2.	Conclusión Específica 2.....	96
3.	Conclusión Específica 3.....	97
4.	Conclusión Específica 4.....	97
5.	Conclusión Específica 5.....	98
4.2.	APORTE DE LA INVESTIGACIÓN A LA MENCIÓN.....	99
4.3.	RECOMENDACIONES	100
4.3.1.	RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 1	100
4.3.2.	RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 2	100

4.3.3.	RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 3	100
4.3.4.	RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 4	101
4.3.5.	RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 5	101
	BIBLIOGRAFÍA	102
	ANEXOS	105

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

Cuadro N°1. Dimensiones de Evaluación del desarrollo del Mercado de Valores ...	20
Cuadro N°2. Factores Determinantes del Desarrollo del Mercado de Valores.....	25
Cuadro N°3. Principales Políticas relacionadas al Mercado de Valores	35
Cuadro N°4. Tasas de interés mínimas para DPF	40
Cuadro N°5. Marco Normativo relacionado al Mercado de Valores	41
Cuadro N°6. Instituciones relacionadas al Mercado de Valores	44
Cuadro N°7. Proceso de financiamiento en el Mercado de Valores	46
Gráfico N°1: Volumen total de Inversiones por Tipo de Operación	51
Gráfico N°2: Comparación del Volumen total de Inversiones	55
por Tipo de Operación.....	55
Gráfico N°3: Inversiones por Tipo de Instrumento.....	57
Gráfico N°4: Comparación de las Inversiones por Tipo de Instrumento	61
Gráfico N°5: Tasas de Rendimiento de Fondos de Inversión.....	63
Gráfico N°6: Comparación de Tasas de Rendimiento de Fondos de Inversión	67
Gráfico N°7: Inversores en Fondos de Inversión.....	68
Gráfico N°8: Comparación Número de Inversores en Fondos de Inversión	71
Gráfico N°9: Empresas Inscritas en el Mercado de Valores	72
Gráfico N°10: Comparación de Empresas Inscritas	77
Gráfico N°11: Tamaño del Mercado	83
Gráfico N°12: Concentración del Mercado de Valores	85
Gráfico N°13: Volumen total de negociaciones y Participantes	86
Gráfico N°14: Tasa de Rendimiento y Volumen de negociación	88
Gráfico N°15: Factores de Política Económica e Institucionales.....	91
Gráfico N°16: Factores de Oferta y Demanda de títulos	93

ÍNDICE DE ANEXOS

ANEXO N°1: VOLUMEN TOTAL DE INVERSIONES POR TIPO DE OPERACIÓN: 1989-2021	105
ANEXO N°2: PROMEDIOS DEL VOLUMEN DE NEGOCIACIONES POR TIPO DE OPERACIÓN; 1989-2021	106
ANEXO N°3: INVERSIONES POR TIPO DE INSTRUMENTO; 1989-2021.....	106
ANEXO N°4: PROMEDIOS DE LAS INVERSIONES POR TIPO DE INSTRUMENTO; 1989-2021.....	107
ANEXO N°5: TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN; 1989-2021.....	108
ANEXO N°6: PROMEDIO DE TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN; 1989-2021.....	109
ANEXO N°7: CÁLCULO DE DESVIACIONES ESTANDAR DE FIA PARA AMBOS PERÍODOS	109
ANEXO N°8: NÚMERO DE INVERSORES; 1989-2021	110
ANEXO N°9: PROMEDIO DE NÚMERO DE INVERSORES; 1989-2021.....	111
ANEXO N°10: NÚMERO DE EMPRESAS; 1989-2021.....	111
ANEXO N°11: PLANILLA DE CONSISTENCIA METODOLÓGICA.....	112
ANEXO N°12: PLANILLA DE CONSISTENCIA TEÓRICA	113
ANEXO N°13: PLANILLA DE ASPECTOS DE POLÍTICAS.....	116
ANEXO N°14: PLANILLA DE REFERENCIA NORMATIVA.....	120
ANEXO N°15: PLANILLA DE REFERENCIA INSTITUCIONAL	122
ANEXO N°16: ABREVIATURAS DE LOS INSTRUMENTOS.....	124

Capítulo I

1. REFERENCIA METODOLÓGICA DE LA INVESTIGACIÓN

1.1. IDENTIFICACIÓN DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1.1. TEMA DE INVESTIGACIÓN

El tema de la presente investigación es:

“Las Inversiones Financieras en el desarrollo del Mercado de Valores”

Las dos categorías económicas que enmarcan los límites de la investigación son: Inversiones Financieras, representado por los volúmenes negociados en bolsa, los instrumentos financieros y las tasas de rendimiento; y el Mercado de Valores representado por el número de empresas que buscan financiamiento (ofertantes de títulos valores) y los inversores (demandantes de títulos valores) dentro de este mercado.

1.1.2. ALCANCE DEL TEMA

Ambas categorías económicas están enmarcadas dentro de la Microeconomía, sin ignorar ciertos aspectos que están relacionados a la Macroeconomía.

1.1.3. RELACIÓN CON LA MENCIÓN

La mención de Economía Financiera permite realizar investigación relacionada a los mercados financieros, las inversiones, las instituciones financieras, las empresas, las familias y su relación empírica con la realidad económica en el país. En la bolsa de valores confluyen todos estos elementos económico-financieros y se pueden explicar mediante las teorías estudiadas en la mención.

1.1.4. RELACIÓN CON LA MATERIA DE MENCIÓN

La investigación toma principalmente elementos de las Finanzas Corporativas y herramientas teóricas de Tópicos en Finanzas.

1.2. DELIMITACIÓN DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN

1.2.1. DELIMITACIÓN TEMPORAL

La investigación comprende 33 años de estudio entre los años 1989 y el 2021. Se divide en dos períodos, basado en el tipo de organización económica dominante en cada período; el primer período es el de Economía de Mercado, durante los años 1989 al 2005, y el segundo período es Economía Plural, durante los años 2006 al 2021.

1.2.1.1. Período de Economía de Mercado (1989 – 2005)

La Economía de Mercado es caracterizada por “asignar sus recursos mediante las decisiones descentralizadas de numerosos hogares y empresas que interactúan en el mercado”¹, destacada por la “libertad de la empresa en producción, distribución y consumo”². En Bolivia se refleja en “retirar completamente al Estado de su rol de productor, dedicándolo exclusivamente a inducir la inversión privada, invertir en infraestructura, generar un buen contexto macroeconómico y un marco institucional y legal para la efectiva operación de las fuerzas del mercado”³.

La Bolsa Boliviana de Valores inicia funciones el 29 de octubre de 1989, y comienza a operar con Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia y la autorización de nueve instituciones como agentes de bolsa⁴. A partir de 1990, el volumen de operaciones de la bolsa asciende y el número de participantes se multiplica. Los siguientes años crece en sus volúmenes de negociación y diversifica sus instrumentos, el 2001 llega a negociar un monto acumulado de 3.763 millones de dólares, para luego sufrir una caída sostenida, en 2005 alcanza a tan solo un tercio (\$1.373 millones) de su máximo en 2001.

1.2.1.2. Período de Economía Plural (2006 – 2021)

En 2006 Bolivia entra a una economía centralizada, distinguido por un papel activo del Estado Boliviano, donde él “toma todas las decisiones sobre la producción y la distribución, también es dueño y dirige las operaciones de las empresas en la mayoría de

¹ Mankiw, G.N. (2017). Principios de Economía (7ªEd.). Cengage Learning, p11.

² Graue, A. (2009). Fundamentos de Economía (1ªEd.). Pearson Education, México, p77.

³ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2), “El régimen Monetario y el Modelo Neoliberal, 1985-2005”. La Paz, Bolivia, p238.

⁴ Recuperado de <https://www.bbv.com.bo/ResenaHistorica>, 3 de junio 2020, 20:29.

las industrias”⁵; además, propone que “el gobierno es el único capaz de organizar la actividad económica, de tal manera que promueva el bienestar económico del país”⁶.

La bolsa, que sufre una contracción muy fuerte hasta el 2005, se recupera hasta el 2008, y desciende nuevamente el 2009. Para la década del 2010 al 2018 los volúmenes de inversión aumentan, dando una relevancia importante a las inversiones de renta fija, como los Depósitos a Plazo Fijo y los Bonos del Tesoro, dejando en porcentajes muy pequeños a los instrumentos de renta variable, como las Acciones y las Cuotas de Participación en FICs. El monto más alto negociado es el 2018, con 18.648 millones de dólares⁷.

1.2.2. REFERENCIA HISTÓRICA⁸

La Bolsa Boliviana de Valores inicia sus operaciones en octubre de 1989, pero su fundación fue diez años atrás en 1979. Algunos sucesos previos al inicio de operaciones son:

- En marzo de 1962 se ordena la creación de comisiones codificadoras incluido el “Código Mercantil”, y su resultado es el Decreto de Ley 14379 o “Código de Comercio” puesto en vigencia el 2 de abril de 1976, donde establece, en el Título III del Libro Segundo, las bases legales para el funcionamiento de una bolsa de valores en Bolivia.
- En 1976 la Confederación de Empresarios Privados de Bolivia (CEPB) inicia la conformación de una comisión que realice las acciones necesarias para la fundación de una bolsa.
- El 19 de abril de 1979, se funda la Bolsa Boliviana de Valores como una sociedad anónima sin fines de lucro, con un capital suscrito de \$b1.42 mm. y 71 socios, en el edificio de la CEPB, como resultado del trabajo de la Comisión Nacional de Valores. Ese mismo año obtiene asistencia técnica de la Bolsa de Bogotá. Posteriormente se aprueban los estatutos y el reglamento de la bolsa en el año 1982. Se gestionan apoyos en asistencia técnica y capacitación del Instituto Interamericano de Mercado de Capitales de Caracas y las bolsas de Buenos Aires y Lima.

⁵ Samuelson, P.A. (2005). Economía (18° Ed). Mc Graw Hill, p8.

⁶ Mankiw, G.N. (2017). Principios de Economía (7°Ed.). Cengage Learning, p11.

⁷ Descripción realizada a partir de los boletines estadísticos de la ASFI en <https://www.asfi.gob.bo/index.php/mv-mercado-de-valores.html> del 4 de junio de 2020, 10:35.

⁸ Recuperado de <https://www.bbv.com.bo/ResenaHistorica>, 7 de junio 2020, 8:55.

- De 1983 a 1985 se paralizaron las acciones debido a la acefalía en la presidencia de la Comisión Nacional de Valores. Sucesos como la hiperinflación, las crisis políticas y el intervencionismo, fueron razones para evitar la continuidad de las gestiones para el funcionamiento de la bolsa.
- Finalmente, en marzo de 1989 con la “Carta de Entendimiento” entre los gobiernos de Bolivia y Estados Unidos y a solicitud de la Bolsa Boliviana de Valores se pone en marcha el “Proyecto de Fortalecimiento de Mercados Financieros” que asegura asistencia técnica y financiera para gastos de operación de los primeros 3 años, adquisición de equipos y costos de instalación.

De esta manera, después de más de 10 años, la Comisión Nacional de Valores, mediante Resolución de Directorio N°002/89 de 17 de octubre de 1989 autoriza a la Bolsa Boliviana de Valores el inicio de las actividades bursátiles a partir del 20 de octubre de 1989 en el edificio antiguo del Banco Central de Bolivia.

1.2.3. DELIMITACIÓN GENERAL

1.2.3.1. Espacial

La investigación comprende el espacio geográfico del Estado Plurinacional de Bolivia.

1.2.3.2. Sectorial

Los sectores económicos involucrados son el sector financiero, especialmente el mercado de capitales y el mercado monetario, las empresas, las familias y el estado.

1.2.3.3. Institucional

El Mercado de Valores actúa en relación con los siguientes actores institucionales:

- La Bolsa Boliviana de Valores.
- El Estado, que propone y diseña políticas a través del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y el Banco Central de Bolivia⁹.
- La institución de regulación, que es la Autoridad de Supervisión y control del Sistema Financiero ASFI (antes SPVS y SBEF).

⁹ El BCB también funge como inversionista y emisor por su carácter autárquico.

- Las entidades de intermediación financiera directa (la bolsa de valores, SAFIs¹⁰) e indirecta (bancos comerciales).
- Las empresas privadas emisoras.

1.2.3.4. Mención

La Economía Financiera, por definición, abarca todo el espectro del análisis del Sistema Financiero, sus instituciones y las familias, y de cómo éstos asignan sus recursos en un entorno incierto¹¹. La bolsa es una institución que representa por excelencia esta definición, funciona como un canal sumamente importante en las decisiones de inversión de los agentes económicos y supliendo necesidades de financiamiento de las empresas.

1.2.4. DELIMITACIÓN DE CATEGORÍAS Y VARIABLES

1.2.4.1. Categorías Económicas

C.E.1. Inversiones Financieras.

C.E.2. Mercado de Valores.

1.2.4.2. Variables Económicas

V.E.1.1. Volumen total de Inversiones por Tipo de Operación.

V.E.1.2. Inversiones por Tipo de Instrumento.

V.E.1.3. Tasas de Rendimiento de los Fondos de Inversión Abiertos¹².

V.E.2.1. Número de Inversores.

V.E.2.2. Número de Empresas¹³.

1.3. PLANTEAMIENTO DEL OBJETO DE INVESTIGACIÓN

La presente investigación tiene como objeto de estudio:

“La influencia de las Inversiones Financieras
al desarrollo del Mercado de Valores Boliviano; 1989 – 2021”

1.4. PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN

¿Cómo influyen las Inversiones Financieras al desarrollo del Mercado de Valores?

¹⁰ Sociedades Administradoras de Fondos de Inversiones, que generalmente son parte de grupos corporativos financieros.

¹¹ Bodie, Z. Merton, R. C., & Cleeton, D.L., (2008). Financial Economics (2° Ed.). Prentice Hall College, p2.

¹² Considera datos de Tasas de Rendimiento a 30 días de los Fondos de Inversión Abiertos.

¹³ Considera empresas inscritas vigentes en el Registro del Mercado de Valores.

1.5. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.5.1. PROBLEMATIZACIÓN

1.5.1.1. Categorías Económicas

C.E.1. Inversiones Financieras

Las actividades de inversión, a nivel de la microeconomía, pueden realizarse tanto en “activos reales, como en activos financieros”¹⁴. Estas inversiones pueden realizarlas las instituciones y/o actores de una economía, las empresas, las familias o el estado.

Durante toda la historia del país, las actividades de inversión financiera se reducían a las realizadas mediante los depósitos en los bancos comerciales, con su respectivo rendimiento reflejado en la tasa de interés pasiva, la acumulación en activos fijos o mercancías, y la inversión de capital privado y estatal. Actualmente, la existencia de mercados financieros en proceso de desarrollo en nuestro país, como la Bolsa Boliviana de Valores, han ido consolidándose las últimas décadas.

C.E.2. Mercado de Valores

El mercado de valores permite el financiamiento de las empresas de manera más directa con los inversores. También denominada “bolsa”, son los “foros que permiten realizar transacciones financieras a los proveedores (oferentes) y demandantes de títulos”¹⁵. La Bolsa Boliviana de Valores es muy joven. Inicia con un solo tipo de instrumento, los Certificados de Depósito del BCB, actualmente se negocian 15 tipos de instrumentos. Las empresas que invierten en la bolsa abarcan muchos sectores: sector público, petrolíferos, servicios eléctricos, manufactureras, de servicios financieros y PyMes. Las inversiones más importantes se desarrollan con instrumentos de renta fija, siendo los Depósitos a Plazo Fijo los más importantes.

1.5.1.2. Variables Económicas

V.E.1.1. Volumen total de Inversiones y Tipo de Operación

Los volúmenes de negociación de las inversiones aumentan desde el inicio de operaciones en el 89, inician con crecimientos leves en los 90's, llegan a un pico para el 2001 con 3.763,84 millones de dólares negociados, para luego descender y llegar en 2005 a \$1.373

¹⁴ Ochoa, G., & Saldívar, R. (2012). *Administración Financiera* (3° Ed.). McGraw-Hill Education, p4.

¹⁵ Gitman, L., & Joehnk, M. (2008). *Fundamentos De Inversiones* (10.a ed.). Pearson Educación, p33.

millones. Posterior a esta etapa, el volumen total de inversiones despegó fuertemente a partir del 2009, siendo el 2018 el año de mayor volumen negociado con 17.210,27 millones de dólares. Presenta una caída estrepitosa para los años 2019 al 2021.

Los montos negociados en Bolsa se clasifican de acuerdo al tipo de rentabilidad que otorgan en inversiones de Renta Fija e inversiones de Renta Variable¹⁶. Asimismo, se pueden clasificar en Mercado Primario, que representa las colocaciones iniciales o primeras ventas de un título, y Mercado Secundario, que permite hacer líquidos los valores después de su colocación por primera vez¹⁷. Estas negociaciones se realizan de manera diaria y mensual en bolivianos o dólares.

V.E.1.2. Inversiones por Tipo de Instrumento

El 16 de noviembre de 1989 se realiza la primera operación, consistente en operaciones de compraventa de Certificados de Depósito Negociables del Banco Central de Bolivia¹⁸. Para 1991 ya se negocian bonos y pagarés. El inicio de inversiones a través de Depósitos a Plazo fijo en el 93 marca el predominio de los instrumentos de Renta fija hasta ahora. Cabe destacar la alta negociación de Letras del BCB entre 1996 y el 2000, los Bonos del Tesoro y Bonos del BCB entre los años 2000 al 2009, y el inicio de operaciones con Valores de Contenido Crediticio y Cuotas de Participación en Fondos de Inversión Cerrados desde el 2011 hasta la actualidad.

Actualmente se negocian hasta 15 instrumentos diferentes entre renta fija y variable, de los cuales los más importantes son los Depósitos a Plazo Fijo. Actualmente los instrumentos de renta fija representan el 99,3% de las operaciones en bolsa¹⁹.

V.E.1.3. Tasas de Rendimiento por Tipo de Operación

Las tasas de rendimiento son la razón que promueve a los agentes a invertir en bolsa, es “el premio o remuneración por posponer consumo presente, o el costo de la deuda”²⁰ a través de la venta de valores, en este caso, por medio de la bolsa. Los rendimientos pueden tener diferentes fuentes, dos de las principales son los Ingresos Corrientes, que son los

¹⁶ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (1998). Mercado de Valores, p13.

¹⁷ IBID, p8-9.

¹⁸ Recuperado de <https://www.bbv.com.bo/ResenaHistorica>, 12 junio 2020, 11:30.

¹⁹ Bolsa Boliviana de Valores. (2022). Memoria Institucional 2021, p106.

²⁰ Huerta de Soto, J. (2009). En *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos* (4° Ed.). Unión Editorial, S.A., p228.

intereses o dividendos, y las Ganancias (o pérdidas) de Capital, que es la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta del título²¹.

Para la presente investigación, se toman las Tasas de Rendimiento de los Fondos de Inversión Abiertos. Durante la década de los 90 y los primeros años de siglo, entre 1989 y 2002, las tasas de rendimiento para inversiones a través de las Sociedades de Administración de Fondos de Inversiones (SAFIs) son altas, como en 1990 cuya tasa alcanza 36,5% para la inversión en bolivianos y 16,5% en 1989 en dólares²². A partir de 2003 entra en una etapa de rendimientos muy volátiles hasta el 2010, fluctuando estos entre 2% y 10% de tasa de rendimiento. Estas altas tasas de rendimiento cambian rotundamente a partir de 2011, ya que en ningún caso se ha superado el rendimiento de 3,5%, llegando incluso, a tasas como en 2021 de un 0.2%.

V.E.2.1. Número de Inversores

En este mercado los Inversores representan a la Demanda. Entre ellos tenemos los Inversores Institucionales, quienes reúnen a varios inversionistas individuales y crean carteras de inversión en la bolsa. Dentro de estos Inversores Institucionales se toma principalmente a los participantes de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs que agrupan inversionistas individuales, jurídicos y naturales). Las SAFIs y el número de inversores por tipo de Fondo de Inversión ha crecido de manera sostenida y constante, llegando de 170 inversores en 1992 a 102.878 en 2021. Se debe tomar en cuenta el inicio de operaciones en Fondos de Inversión Abiertos (FIAs) desde 1992, y el inicio de operaciones en Fondos de Inversión Cerrados (FICs) a partir del año 2006.

V.E.2.2. Número de Empresas

Para acceder a financiamiento en la bolsa el procedimiento es rígido y transparente, se exige un manejo prolífico de las cuentas de las empresas. En 1989 la única institución que pudo realizar operaciones en la bolsa fue el Banco Central de Bolivia. Desde 1990 diferentes tipos de empresas acudieron a financiarse; empresas financieras, bancos e intermediarios de grupos financieros, conjuntamente con empresas de la industria están entre los primeros. Durante los años 90 se añaden empresas eléctricas, petroleras, de

²¹ Gitman, L., & Joehnk, M. (2008). Fundamentos De Inversiones (10.a ed.). Pearson Educación, p127.

²² Bolsa Boliviana de Valores. (2005, marzo). Memoria Institucional 2004 (N°1), p19-20

transporte y agrícolas. Los esfuerzos de la Bolsa Boliviana de Valores en trabajo conjunto con otras instituciones, como el Banco Interamericano de Desarrollo, promueven durante los primeros años de la década del 2000 herramientas y mecanismos para que las Pequeñas y Medianas empresas puedan financiarse en bolsa. Tales esfuerzos resultan en la emisión de Pagarés en Mesa de Negociación, Valores de Contenido Crediticio y Patrimonios Autónomos de PyMes.

1.5.2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

A partir de la problematización de categorías y variables existen momentos con fluctuaciones en montos operados y en las tasas de rendimiento, incertidumbre en los inversores, disminución de inscripciones en las empresas, fallos en la política monetaria, todos estos eventos son característicos de una Inestabilidad Financiera²³, por lo que se identifica el siguiente problema de investigación:

“La inestabilidad de las Inversiones Financieras
en el Mercado de Valores Boliviano”

1.5.3. JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

1.5.3.1. Económica

El sector financiero juega un papel importante como intermediario entre agentes económicos que desean ahorrar o invertir (superavitarios de liquidez) y quienes desean capital o financiamiento (deficitarios de liquidez). Parte del sector financiero en nuestra economía lo conforma la Bolsa Boliviana de Valores que, como intermediario financiero directo, procura canalizar recursos de los “inversores” hacia las “empresas” por medio de agencias de bolsa, a través de los instrumentos que ofrece (bonos y acciones, por ejemplo).

1.5.3.2. Social

La bolsa es lugar donde se concentra la gran parte de las inversiones financieras de las familias e individuos en el país, por medio de fondos comunes que se negocian en la bolsa, esto es, invirtiendo a través de los Fondos Financieros Privados o SAFIs, convirtiéndose en inversores. El tipo de empresas que participan en bolsa se ha ampliado y no solo pueden acceder empresas grandes o con capitales millonarios, dado que PyMEs han demostrado

²³ Para entender la inestabilidad financiera se parte de la definición de Estabilidad financiera en el punto 1.9.1. Aspectos Conceptuales y Definiciones.

una disciplina contable y solidez financiera suficiente para acceder a financiarse en bolsa. Tales empresas, en su mayoría, tienen planillas de trabajadores extensas, abarcando diferentes sectores y generando empleos directos e indirectos, generando una actividad muy importante en la dinámica de la economía, el empleo, la producción y el ingreso de las familias.

1.5.3.3. Teórica

Las bolsas han sido históricamente instituciones financieras más empíricas que teóricas. Desde la primera bolsa exitosa en Amberes en 1460 se han definido principalmente teorías contables, de la usura, y del análisis de la especulación²⁴.

Para el estudio teórico se consideran: la Teoría del Desarrollo de los Mercados de Valores de El-Wassal (2013), que provee un marco teórico de cinco dimensiones de medición y cuatro factores determinantes del desarrollo del Mercado de Valores, la teoría de las Finanzas Empresariales de King y Levine (1993) sobre la asignación de inversiones del mercado a las empresas, la teoría de Selección de Carteras de Markowitz (1952), la teoría de los Inversores con Arturo Rueda (1995) y el enfoque Heterodoxo de política monetaria del BCB.

1.5.3.4. Institucional

Las instituciones que se involucran con la Bolsa Boliviana de Valores se clasifican en:

- **Creadores de políticas y reguladores:** Que son el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (MEFP) y la Autoridad de Supervisión y control del Sistema Financiero (ASFI), principalmente.
- **Instituciones financieras:** La Bolsa Boliviana de Valores (BBV), los intermediarios financieros directos e indirectos, como las Agencias de Bolsa y los Bancos; y las empresas de servicios complementarios.
- **Inversionistas y emisores:** Institucionales, como las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs) y los inversionistas individuales, ya sean naturales o jurídicos; además de emisores como las empresas y el estado.

²⁴ Huerta de Soto, J. (2009). Dinero, crédito bancario y ciclos económicos (4° Ed.). Unión Editorial, p 80-93.

1.5.3.5. Mención

La mención de Economía Financiera da herramientas específicas para analizar el desenvolvimiento del sistema financiero y su relación con los agentes económicos dentro de las Finanzas Corporativas, como la gestión de las empresas y sus inversiones, además del entendimiento del comportamiento de los agentes económicos respecto del uso de sus recursos económicos monetarios como el ingreso y el ahorro. Se consideran muchas de las herramientas relacionadas a los Tópicos en Finanzas, especialmente la teoría financiera.

1.6. PLANTEAMIENTO DE OBJETIVOS

1.6.1. OBJETIVO GENERAL

“Determinar la influencia de las Inversiones Financieras
en el desarrollo del Mercado de Valores Boliviano”

1.6.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

O.E. 1.1. Evaluar la evolución del Volumen Total de Inversiones y el Tipo de Operación.

O.E. 1.2. Comparar las inversiones por Tipo de Instrumento con el Total de Inversiones.

O.E. 1.3. Interpretar las tasas de rendimiento de los Fondos de Inversión Abiertos.

O.E. 2.1. Caracterizar a los inversores del Mercado de Valores.

O.E. 2.2. Identificar el tipo de empresas que se financian en el mercado de valores.

1.7. PLANTEAMIENTO DE HIPÓTESIS

Se plantea la siguiente hipótesis:

“La inestabilidad en las Inversiones Financieras influye negativamente
al desarrollo del Mercado de Valores Boliviano”

1.8. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

1.8.1. MÉTODO DE INVESTIGACIÓN

Se emplea el Método Deductivo; se parte del concepto general de Ciencia Económica y de Economía Financiera, de la definición de investigación y de lo que el economista investigador hace, luego el análisis desciende hasta lo particular; aborda las categorías económicas

Inversiones Financieras y Mercado de Valores, además obtiene mediante este proceso las variables que los explican.

Tales variables económicas representan “lo particular” a lo que se desea llegar y analizar partiendo de “lo general”. Durante el proceso de investigación deductiva se identifican cinco variables propias de sus categorías económicas.

1.8.2. TIPO DE INVESTIGACIÓN

- **Relacional**, porque se busca conocer la relación o el grado de asociación entre dos o más conceptos, en este caso, la relación existente entre las cinco variables económicas y sus correspondientes categorías económicas.
- **Cuantitativo**, por el uso de disciplinas exactas, como la estadística y la computación²⁵. La investigación científica en finanzas no se puede separar de estas disciplinas, la economía financiera es inherente al uso de herramientas cuantitativas. Se caracteriza por seguir un orden riguroso, contener una Hipótesis, una base de datos para analizarlos a la luz de una base teórica y lograr establecer una realidad objetiva.
- **Descriptivo**²⁶, porque mediante los objetivos se pretende describir características de las variables, describir los fenómenos financieros, detallar cómo son y cómo se manifiestan dentro del Mercado de Valores.
- **Longitudinal**²⁷, porque el interés de la investigación es analizar los cambios a través del tiempo de las variables y así poder obtener claridad sobre la evolución de las tales en los períodos en los que se dividió la investigación, los períodos denominados Economía de Mercado y Economía Plural. Primordialmente se utiliza un análisis longitudinal de tendencia (trend), que mide los cambios en el tiempo dentro de una población en general y destaca varios puntos en el tiempo.

1.8.3. INSTRUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

Los instrumentos necesarios provienen de la Estadística Descriptiva, principalmente las medidas de tendencia central, las tasas e índices y los gráficos estadísticos.

²⁵ Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, P. B. (2003). *Metodología de la investigación*. McGraw-Hill Education, p4.

²⁶ IBID, p92.

²⁷ IBID, p159.

1.8.4. FUENTES DE INFORMACIÓN

Para la satisfacción de la necesidad de información, datos y teoría, se recurre a fuentes secundarias de información.

1.8.4.1. Documental

Que corresponde a información publicada documental, como revistas científicas, boletines, anuarios, informes oficiales, memorias. Se recurre a:

- Banco Central de Bolivia. Memorias y normas legales, además de otras publicaciones, como “Historia Monetaria de Bolivia” y el compendio de “Soberanía y estabilidad económica”.
- Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero. Principalmente las Memorias Institucionales y la recopilación de normativa legal relacionada al Mercado de Valores.
- Bolsa Boliviana de Valores. La normativa legal, glosarios y publicaciones en su página web, además de memorias institucionales y cartillas informativas.
- Instituto Nacional de Estadística. Documentos referentes a la descripción de gráficas.

1.8.4.2. Estadística

Que se obtuvieron de las instituciones involucradas con la investigación, estas son:

- Banco Central de Bolivia. Series de datos de “Historia Monetaria de Bolivia”.
- Autoridad de supervisión del Sistema Financiero. Series de datos históricos disponibles en su página.
- Bolsa Boliviana de Valores. Series de datos históricos de las operaciones desde el inicio de operaciones en 1989.
- UDAPE. Series de datos del Mercado de Valores publicados en los volúmenes digitales disponibles en su página.

1.8.5. TEÓRICA

Que es la recopilación de documentos de autores representativos de las siguientes teorías:

- Teoría del Desarrollo los Mercados de Valores.
- Teoría Financiera.
- Teoría de los Inversores.

1.8.6. PROCESAMIENTO DE INFORMACIÓN

Las series de datos estadísticos se procesaron pasando por 2 etapas:

- Recopilación de información. Detallado en el punto 1.9.4. Fuentes de información.
- Sistematización mediante las siguientes herramientas:
 - **Medidas de tendencia central.** Se utiliza la media (o promedio) en cada período de análisis.
 - **Gráficos estadísticos.** Principalmente las series estilo histograma, los gráficos de barras, los gráficos de líneas, las barras acumuladas²⁸.
 - Otros. Como el cálculo de la Desviación Estándar, o las fichas resumen y cuadros comparativos.

1.9. MARCO TEÓRICO REFERENCIAL

1.9.1. ASPECTOS CONCEPTUALES Y DEFINICIONES

1.9.1.1. Economía Financiera

- **Economía Financiera.** Economía Financiera es la rama de la Economía que se relaciona con el estudio de las actividades de inversión, tanto en activos reales como en activos financieros y con la administración de los mismos²⁹.
- **Estabilidad financiera.** Situación en la que el sistema financiero canaliza eficientemente ahorros desde oferentes de recursos hacia emprendedores e inversionistas. La estabilidad financiera contribuye a una mayor efectividad de la política monetaria, al desarrollo económico y social, en consecuencia, al vivir bien de la sociedad³⁰. La inestabilidad financiera es justamente lo contrario a esta definición.
- **Finanzas.** En un sentido general, parte de la economía que estudia lo relativo a la obtención y gestión del dinero y de otros valores como títulos, bonos, etc³¹.

²⁸ Instituto Nacional de Estadística. (s. f.). Tipos de gráficos. INE. Recuperado 19 de julio de 2020, de https://www.ine.es/explica/docs/pasos_tipos_graficos.pdf

²⁹ Ochoa, G., & Saldívar, R. (2012). *Administración Financiera* (3° Ed). McGraw-Hill Education Interamericana, p4.

³⁰ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, & Banco Central de Bolivia. (2019). *Glosario de términos económicos financieros* (2a ed.), p58.

³¹ Sabino, C., Gomez, E., & Salas, F. (1991). *Diccionario de Economía y Finanzas* (1ª ed.) [Libro electrónico]. PANAPO, p170.

- **Finanzas Corporativas.** Se centran en la forma en que las empresas crean valor y mantenerlo a través del uso eficiente de los recursos financieros. El objetivo principal es maximizar la creación de valor, mediante la inversión de capital y la generación de un rendimiento mayor que el mismo³².

1.9.1.2. Definición de Categorías Económicas

- **C.E.1. Inversiones Financieras**
- **Inversión.** Es el gasto dedicado a la adquisición de bienes que no son de consumo final, bienes de capital que sirven para producir otros bienes. Es el flujo de dinero que se encamina a la creación o mantenimiento de bienes de capital y a la realización de proyectos que se presumen lucrativos³³.
- **Inversión Financiera.** Es colocar capitales con el objeto de obtener ganancias, por compra de acciones, títulos o bonos que emiten las empresas y que les sirven a éstas para incrementar su capital³⁴. Se considera a la inversión financiera como toda actividad que tiende a hacer crecer los recursos, en lenguaje diario se dice “portafolios de inversión” o “inversión en acciones o bonos”³⁵.
- **C.E.2. Mercado de Valores.**
- **Mercado:** En términos generales, mercado es el contexto dentro del cual toma lugar la compra y venta de mercancías, o donde se encuentran quienes demandan bienes y servicios con quienes los ofrecen y no debe por fuerza limitarse a un lugar determinado³⁶.
- **Mercado de valores.** Espacio económico que reúne a oferentes y demandantes de valores. Conforman el mercado de valores la entidad reguladora, la bolsa de valores, la entidad de depósito de valores, agencias de bolsa, sociedades administradoras de

³² Mascareñas, J. (1999). Introducción a las Finanzas Corporativas (2da Ed.). Universidad Complutense de Madrid, p2,8.

³³ Sabino, C., Gomez, E., & Salas, F. (1991). Diccionario de Economía y Finanzas (1ª ed.). PANAPO, p194.

³⁴ IBID, p195.

³⁵ Rueda, A., (1995). Para entender la bolsa, Financiamiento e inversión en el mercado de valores (2ª ed.). Toronto Canadá, Thomson Reuters, p437.

³⁶ Sabino, C., Gomez, E., & Salas, F. (1991). Diccionario de Economía y Finanzas (1ª ed.). PANAPO, p200.

fondos de inversión y sus fondos de inversión, los emisores, las entidades calificadoras de riesgo, las sociedades de titularización y sus patrimonios autónomos³⁷.

- **Valor.** En el comercio y las finanzas un valor es un documento que representa la existencia de una deuda, ya sea esta pública o privada. Cuando los valores son negociables, que pueden venderse y comprarse libremente en un mercado de capitales, se llaman títulos valores; a esta categoría pertenecen las acciones y otros instrumentos como bonos, letras, pagarés, etc³⁸.
- **Mercado primario.** Es aquel en el que se colocan por primera vez los títulos que se emiten, ofreciendo al público nuevos activos financieros. Cuando una empresa necesita capital emite valores que se ofrecen a los interesados por primera vez en el mercado primario de las bolsas de valores³⁹.
- **Mercado Secundario.** Es aquel donde los propietarios originales de activos nuevos los intercambian con nuevos compradores. Está conformado por las negociaciones que se realizan con títulos que se han emitido y colocado previamente⁴⁰.

1.9.1.3. Definición de Variables Económicas

- **V.E.1.1. Volumen total de Inversiones y Tipo de Operación**

- **Volumen de inversiones.** El volumen de inversiones responde precisamente a la cantidad de títulos, operaciones o dinero que se ha negociado en la bolsa en un periodo de tiempo determinado, generalmente un año, ya sea en mercado primario o mercado secundario. Representa cuántos participantes activos y cuántos títulos se han intercambiado en ese periodo de tiempo.
- **Tipo de Operación.** Es la clasificación correspondiente al tipo de rendimiento que ofrece el instrumento negociado en bolsa, es decir, de Renta Fija o Renta Variable.

³⁷ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, & Banco Central de Bolivia. (2019). Glosario de términos económicos financieros (2a ed.), p71.

³⁸ IBID, p284.

³⁹ IBID, p205.

⁴⁰ IBID, p205.

- **V.E.1.2. Inversiones por Tipo de Instrumento**

- **Instrumento.** Un instrumento financiero es un contrato entre dos partes, que da lugar a un activo financiero para una de las partes y a un pasivo financiero para la otra parte⁴¹.
- **Instrumentos de renta fija.** En esta clase de instrumentos de inversión la rentabilidad está previamente fijada o es determinable desde un inicio, consistiendo el riesgo sólo en la seguridad de su pago. No están ligadas al resultado de la inversión, ni participan de los éxitos o fracasos del capital invertido⁴².
- **Instrumentos de renta variable.** Instrumentos donde la magnitud de la rentabilidad esperada no es segura ni fija desde un inicio y depende de los resultados de la actividad a la cual sea destinada la inversión, resultado que nadie puede asegurar desde un inicio, sólo calcularse o proyectarse, siendo por ello una inversión de riesgo o de participación en el resultado final⁴³.

- **V.E.1.3. Tasas de Rendimiento por Tipo de Instrumento**

- **Tasa de rendimiento.** Medida de rendimiento de un valor de renta fija o de cualquier inversión en el mercado de valores que se usa para determinar el precio y se utiliza como indicador del retorno, beneficio o utilidad obtenida por la inversión⁴⁴.
- **Fondo de Inversión.** Es un patrimonio común autónomo y separado de la Sociedad Administradora, constituido por la captación de aportes de personas naturales y jurídicas denominados “participantes”, para su inversión en valores, bienes, y demás activos determinados por la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos, por cuenta y riesgo de los participantes, para distribuir a los mismos, los resultados de estas inversiones de forma proporcional, de acuerdo al número de cuotas de participación que tenga cada uno⁴⁵.

⁴¹ <https://economipedia.com/definiciones/instrumento-financiero.html#:~:text=Un%20instrumento%20financiero%20es%20un,financiero%20tendr%C3%A1%20un%20activo%20financiero>, 15 de julio, 2020, 10:25.

⁴² Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, & Banco Central de Bolivia. (2019). Glosario de términos económicos financieros (2a ed.), p.66.

⁴³ IBID, p66.

⁴⁴ IBID, p105.

⁴⁵ IBID, p62.

- **V.E.2.1. Inversores del Mercado de Valores**
 - **Inversor/inversionista.** En el ámbito financiero bursátil, es la persona natural o jurídica que invierte sus recursos en valores para lograr rentabilidad y liquidez⁴⁶.
 - **Inversor/inversionista institucional.** Entidad especializada que administra recursos o capital de terceros y que, usualmente, acumulan o agrupan cantidades de dinero para ser invertido de manera conjunta en activos financieros y con ello incrementar dicho capital⁴⁷.
 - **Perfil del inversor.** De acuerdo al nivel de riesgo que elige tener al momento de realizar inversiones, se dividen en Aversos al Riesgo, quienes evitan realizar movimientos que no pueden predecir y se conforman con rendimientos relativamente bajos pero seguros, y los Propensos al Riesgo, quienes buscan rendimientos altos, especulando y arriesgando su capital.
- **V.E.2.2. Empresas que se financian en el Mercado de Valores**
 - **Empresa.** Unidad de control y decisión que utiliza diferentes insumos para producir bienes o servicios, pueden ser privadas o públicas. La empresa privada es la unidad esencial de una economía de mercado⁴⁸.
 - **Emisión.** Conjunto de valores de un mismo emisor incluidos en una misma oferta pública y que son homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera⁴⁹.
 - **Financiamiento Directo.** Es cuando un emisor emite valores de oferta pública que son adquiridos por los inversionistas⁵⁰.
 - **Financiamiento Indirecto.** Es cuando un emisor emite valores de oferta pública y no existe relación entre el emisor y el inversionista, sino un “vehículo intermedio”, que puede ser un Patrimonio Autónomo o un Fondo de Inversión Cerrado⁵¹. Los bancos comerciales también ofrecen Financiamiento indirecto por medio de los créditos.

⁴⁶ IBID, p68.

⁴⁷ IBID, p68.

⁴⁸ Sabino, C., Gomez, E., & Salas, F. (1991). Diccionario de Economía y Finanzas (1ª ed). PANAPO, p153.

⁴⁹ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, & Banco Central de Bolivia. (2019). Glosario de términos económicos financieros (2a ed.), p47.

⁵⁰ Bolsa Boliviana de Valores, (2016). Una alternativa de Financiamiento inteligente, p7.

⁵¹ IBID, p7.

1.9.2. ASPECTOS TEÓRICOS

1.9.2.1. Teoría del Desarrollo del Mercado de Valores de Kamal A. El-Wassal (2013)⁵²

Provee un marco de las principales determinantes del Desarrollo del Mercado de Valores. Sugiere cinco *Dimensiones de Evaluación* de desarrollo de los mercados; además de cuatro grupos de *Factores* que forman o determinan del desarrollo de un Mercado de Valores.

Desarrollo del Mercado de Valores.

Desarrollo es “*aumentar o mejorar la capacidad de un mercado de valores para satisfacer las necesidades de una economía según lo estipulado entre la principal función del mercado de valores*”, tal función es *servir como mecanismo para transformar el ahorro en financiación para los sectores de la economía, movilizándolo e impulsando el ahorro interno y mejorando la cantidad y calidad de la inversión.*

Otras funciones son: permitir que la inversión a largo plazo sea financiada con fondos de los individuos, aumentar la eficiencia del sistema financiero mediante la competencia entre instrumentos, mejorar las normas contables y fiscales del mercado, imponer disciplina en el área de la gestión de la política, en particular la política monetaria.

La distinción entre crecimiento y desarrollo del mercado de valores se entiende mejor por la distinción análoga tradicional entre crecimiento económico y desarrollo económico.

Las **cinco dimensiones de evaluación del desarrollo** de los mercados de valores son:

1. El Tamaño del Mercado de Valores: definido por

*a) La Capitalización del Mercado*⁵³.

b) El Número de Empresas inscritas. Su ventaja es medir la amplitud aproximada del mercado y no está ligada a las fluctuaciones en los volúmenes. Presenta dos debilidades, **i)** que el número de empresas inscritas cambia muy poco, **ii)** puede dar calificaciones muy bajas a economías con estructuras industriales muy concentradas en pocas (o no muchas) empresas grandes.

2. La Liquidez del Mercado de Valores. Definida como la facilidad con que se realizan operaciones de compra y venta de títulos, permite: **i)** que los activos financieros

⁵² El-Wassal, K.A. (2013). The Development of Stock Markets: In Search of a Theory. International Journal of Economics and Financial Issues. Vol. 3, No. 3, 2013, p606-624.

⁵³ Un indicador para evaluar Mercados de Valores en el trabajo de El-Wassal es la Capitalización de Mercado/PIB, relacionado con el Crecimiento Económico.

sean más atractivos y así realizar transacciones más fácilmente, permite a los inversores cambiar de instrumento y cambiar la composición de su cartera; **ii)** que las empresas tengan acceso permanente al capital; y **iii)** que el Banco Central use instrumentos monetarios directos e indirectos, que es un mecanismo de transmisión monetaria más estable.

3. Concentración del Mercado de Valores. Ocurre cuando unas pocas empresas dominan el mercado. Se puede medir de dos maneras: **i)** midiendo el tamaño de capitalización de las empresas más grandes (de 3 a 5), y **ii)** midiendo la parte del mercado que representan los 10 instrumentos más importantes.

4. La relación entre el Mercado de Valores y la Actividad Económica⁵⁴.

5. Volatilidad/Riesgo del Mercado de Valores. La volatilidad son las fluctuaciones repentinas en el precio de los títulos. Da señales para la reasignación de recursos en una economía, incluso puede ser deseable para este propósito. Menos volatilidad se refleja en un mayor crecimiento del mercado, más volatilidad provoca menos ahorro de las familias, y menos ahorro es menos inversión.

Cuadro N°1. Dimensiones de Evaluación del desarrollo del Mercado de Valores



Fuente: El-Wassal 2013.

Elaboración: Propia

⁵⁴ A través de tres canales, **i)** el Efecto Riqueza, **ii)** el Costo del Capital, y **iii)** el efecto confianza/expectativas, que envía señales positivas a la economía en general, las empresas buscan ampliar su producción y los individuos aumentan su consumo.

Los **cuatro factores que determinan el desarrollo del Mercado de Valores** son:

1. Factores de Oferta de Títulos. Lo que determina la salida de las empresas a bolsa es el costo de hacerlo⁵⁵. La emisión de acciones/bonos está en tercer lugar de las opciones de financiamiento que tiene una empresa, después del Financiamiento Interno y los Préstamos.

Existen factores macroeconómicos que afectan a las empresas y a su intención de salir a bolsa, estos son:

a) Grado de desarrollo de la economía. Países no desarrollados presentan entornos volátiles de inversión, estructuras legales débiles, falta de gobernanza y transparencia, y bajos niveles de ingreso per-cápita.

b) Tamaño de la Economía. Economías muy pequeñas pueden no tener los niveles de oferta de títulos suficientes para realizar operaciones rentables, o generar mucha volatilidad en los precios de las mismas y la falta de escalabilidad de las empresas.

c) La Estructura de la Economía. Se refiere a la proporción de títulos que corresponden al sector primario, industrial o de servicios. Países dominados por el sector primario, no tienen mercados de valores activos ni suficiente oferta de títulos⁵⁶. Economías con empresas de manufacturas dominantes son más adecuadas para tener una oferta suficiente de títulos.

d) Expectativas de crecimiento económico⁵⁷.

2. Factores de Demanda de Títulos. Los inversores pueden preferir combinaciones con altos retornos y alto riesgo, o pocos retornos y poco riesgo. Tienen tres intereses, **i)** querrán altos retornos si adquieren activos de mayor riesgo, **ii)** necesitan monitorear el uso de sus fondos y disponer de información, y **iii)** los inversores siempre estarán dispuestos a liquidar sus títulos en cualquier momento.

Los factores que afectan la demanda de títulos son:

⁵⁵ La oferta de acciones/bonos presenta principalmente 3 tipos de costos: a) Costo de distribución de Dividendos, b) Costo de los inversores de quedarse con los títulos, comparado con mejores opciones de inversión, y c) la emisión de títulos puede ser más cara que los préstamos, por el costo de las comisiones y el costo de la información (El-Wassal, K.A. 2013).

⁵⁶ Para las pequeñas y medianas empresas les resulta más barato financiarse mediante Préstamos bancarios, ya que los costos de emitir títulos son superiores a adquirir deuda bancaria (El-Wassal, K.A. 2013).

⁵⁷ Tasas de crecimiento sostenidas y positivas empujan a las empresas a crecer y generar utilidades. Las empresas buscan financiamiento con la oferta de títulos y así expandir sus operaciones (El-Wassal K.A. 2013).

a) *Crecimiento económico e ingreso per-cápita*⁵⁸.

b) *Base de Inversores e Inversores institucionales*. Se requiere una base muy diversa y profunda de inversores, también contar con inversionistas institucionales⁵⁹ (fondos mutuos, fondos de pensiones y compañías de seguros) que son usualmente los mayores inversionistas en los mercados de valores en países desarrollados.

c) *Flujos del Capital en Cartera*⁶⁰.

Finalmente, hay dos factores que afectan la demanda y oferta de títulos: **i)** la amplitud del desarrollo del sector bancario y **ii)** la amplitud del mercado que opera bonos, creando una relación complementaria entre ambos. Tener un mercado de bonos implica que el país tiene una “cultura de mercado de capitales” con instituciones de respaldo, emisores con experiencia e inversores con conocimiento de inversiones en valores.

3. Factores Institucionales. Por “Instituciones” se entiende tanto al *conjunto de reglas y normas que forman las interacciones sociales, políticas y económicas* entre los miembros de una sociedad, como a *los órganos políticos, económicos, sociales y educativos* de un país.

Las instituciones influyen de dos maneras: **i)** mejoran las reglas básicas del mercado, promoviendo la confianza, y facilitando el intercambio; **ii)** aseguran los derechos de propiedad, disminuyen la corrupción y aumentan la transparencia. La regulación excesiva puede reprimir el desarrollo del mercado de valores. Los mercados deben ser regulados para mantener la confianza en el mercado.

a) *Estructura legal y de regulación*. La regulación debe abarcar las asimetrías de la información entre emisores e inversionistas, clientes e intermediarios financieros, y entre las contrapartes de una transacción.

- *Protección al inversionista*. Los títulos son obligaciones transferibles y son relaciones contractuales. Los inversionistas necesitan estar protegidos. El desarrollo

⁵⁸ Un incremento en el ingreso per-cápita, incrementa la habilidad de una persona de ahorrar e invertir después de satisfacer sus necesidades básicas, cambia los hábitos de comportamiento frente a la tenencia de títulos de riesgo, busca mejores retornos, cambia el uso de cuentas bancarias por la compra de títulos (El-Wassal K.A. 2013).

⁵⁹ Los Inversores Institucionales i) mejoran la competitividad equilibrando la influencia de los sistemas financieros dominados por la banca comercial, ii) aminoran la información asimétrica entre individuos y empresas a través de la exigencia de disciplina empresarial para transacciones con títulos, iii) alientan a empresas a la colocación de títulos y esto aumenta la liquidez del mercado. (El-Wassal K.A. 2013)

⁶⁰ La participación extranjera mejora la demanda doméstica por títulos.

del mercado es más viable en países que tienen una fuerte protección al accionista/tenedor de títulos, especialmente de los inversores pequeños, ya que no temen a la expropiación.

- **Gobierno corporativo y transparencia**⁶¹.

b) Infraestructura de Mercado. Esta infraestructura incluye: un sistema de pago tecnológico y físico para el funcionamiento de los mercados primario y secundario. Generalmente los provee el sector público.

- **Agencias de bolsa y corredores (intermediarios).** Las condiciones del mercado son cruciales en atraer Agencias de Bolsa y corredores de bolsa.

- **Sistema de Negociación.** Puede mejorar la eficiencia al reducir los costos de transacción, aumentar disponibilidad de información y proporcionar acceso remoto a los inversores.

c) Otros Factores Institucionales⁶².

- **Estabilidad Política.** La inestabilidad política afecta negativamente al desarrollo de los mercados bursátiles. En países con condiciones políticas inestables, hay poco interés en invertir en acciones porque el capital es una forma de inversión de mediano a largo plazo. Los riesgos políticos influyen de dos formas, **i)** el temor a las restricciones, a la repatriación de fondos, y la expropiación, desalientan la inversión y genera desconfianza, **ii)** obstaculiza el crecimiento económico porque las empresas posponen inversiones y trasladan actividades a países más estables, movimiento que reduce el atractivo de las inversiones de capital.

- **Educación y concientización del público.** La escasa comprensión de los temas por parte del público desanima a los inversores potenciales a participar en los mercados de valores. Con educación aumenta la propensión a invertir en acciones/títulos, la confianza en los mercados de valores y los profesionales necesarios para el desarrollo del mercado.

⁶¹ El gobierno corporativo se refiere a la estructura, las reglas y las instituciones que determinan la medida en que los gerentes actúan en favor del mejor interés de los accionistas.

⁶² Además de los factores presentados, El-Wassal menciona también la Disponibilidad y Calidad de información y los Negocios Familiares.

4. Factor de Política Económica. Un entorno macroeconómico estable es crucial, políticas racionales y previsibles aumentan la confianza de los inversores y crean un entorno propicio para las decisiones de inversión.

a) Políticas Monetarias. Una gestión racional de la política monetaria, garantiza una mayor confianza en la estabilidad y controla la volatilidad.

Primero. Los tipos de interés y el control de la inflación tienen un efecto crítico sobre el beneficio en la cartera de activos de un individuo. A los inversores les preocupan los rendimientos reales, no sólo los nominales.

Segundo. La estabilidad del tipo de interés a corto plazo aumenta la confianza de los inversores en los valores a largo plazo, incluida la renta variable.

Tercero. La aplicación eficaz de la política monetaria garantiza liquidez al mercado, lo que reduce la volatilidad de los mercados de valores.

b) Políticas Fiscales/Tributarias⁶³.

c) Política para Inversores Institucionales. Su papel está muy influenciado por las políticas y leyes. Por ejemplo, la limitación de inversiones financieras a los valores públicos de bajo rendimiento, o la imposición de un alto porcentaje de valores públicos podría ser un freno para el desarrollo del mercado. Los inversores institucionales deben tener una presencia significativa y activa, por otro lado, el interés de los inversores en fondos de inversión y fondos de pensiones (por ejemplo, los jubilados) debe protegerse de las inversiones de alto riesgo.

⁶³ Las políticas fiscales influyen, ya que se ocupan del rendimiento real de la inversión después de impuestos. Impuestos prudentes para las empresas contribuyen al desarrollo de los mercados bursátiles.

**Cuadro N°2. Factores Determinantes del
Desarrollo del Mercado de Valores**



Fuente: El-Wassal 2013.

Elaboración: Propia.

1.9.2.2. Teoría de las finanzas empresariales de King y Levine (1993)⁶⁴

Indican en sus análisis que el desarrollo del sistema financiero facilita la diversificación de cartera e influyen en las actividades empresariales de cuatro maneras.

- i) En primer lugar, los sistemas financieros evalúan a los posibles empresarios y eligen los proyectos más prometedores.
- ii) En segundo lugar, los sistemas financieros movilizan recursos para financiar tales proyectos.
- iii) En tercer lugar, los sistemas financieros permiten a los inversores diversificar el riesgo asociado a actividades innovadoras.
- iv) En cuarto lugar, los sistemas financieros revelan las recompensas potenciales de participar en la innovación, en relación con seguir fabricando productos existentes con las técnicas existentes.

⁶⁴ King, R.G. y Levine, R. (1993b), «Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence», Journal of Monetary Economics 32, p513-542.

Por lo tanto, un sistema financiero más desarrollado fomenta la mejora de la productividad eligiendo empresarios y proyectos de mayor calidad, movilizándolo más eficazmente el financiamiento, diversificando el riesgo de las actividades innovadoras.

1.9.2.3. Teoría de Selección de carteras de Harry Markowitz (1952)⁶⁵

Markowitz empezó a observar a los inversores y detectó un factor clave a la hora de invertir: la rentabilidad. Vio que lo que más deseaban los inversores era maximizar la rentabilidad de sus inversiones y que no se preocupaban de ningún otro factor⁶⁶.

El proceso de selección de una cartera puede dividirse en dos etapas: La *primera etapa* comienza con la observación y la experiencia, y termina con las creencias sobre el comportamiento futuro de los valores disponibles, la *segunda etapa* comienza con las creencias relevantes sobre el comportamiento futuro y termina con la Selección de Cartera. En esta teoría, Markowitz se refiere a la segunda etapa. Considera ciertas reglas que todo inversionista sigue (o debe seguir).

- i) El inversionista debe maximizar los rendimientos esperados descontados⁶⁷.
- ii) El inversor considera el rendimiento esperado algo deseable, y la varianza de los rendimientos una cosa indeseable.
- iii) Un tipo de regla relativa a la elección de la cartera es que el inversionista debe maximizar el valor descontado de los rendimientos futuros. Los rendimientos de ciertos valores varían con el riesgo.

La hipótesis implica que el inversor coloca todos sus fondos en la cartera con el mayor valor de descuento. Si dos o más títulos tienen el mismo valor, entonces cualquiera de estos o cualquier combinación de estos es tan bueno como cualquier otro. Por lo general, el término "*rendimiento*" se sustituye por "*rendimiento esperado*" o "*retorno esperado*," y "*riesgo*" por "*varianza del rendimiento*,".

Markowitz concluye que: se supone que hay una cartera que da el máximo rendimiento esperado y la varianza mínima, y recomienda esta cartera al inversor.

⁶⁵ Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, p77-78,89.

⁶⁶ Azofra, V., & Fernandez, A. (1992). Evolución reciente de la moderna Teoría Financiera. Anales de estudios económicos y empresariales. p111-126.

⁶⁷ "Descontado", o "de descuento" se refiere al valor actual o valor presente de un título o de los rendimientos.

1.9.2.4. Perfil del Inversionista según Arturo Rueda (1995)⁶⁸

Rueda define los perfiles de los inversionistas como sigue:

i) Perfil de los novatos: liquidez y seguridad. Que desean conocer las bondades de la bolsa y que por eso no deben arriesgar, sus características son:

- Cuentan con pocos recursos y conocen pocos instrumentos.
- No están preparados para perder.
- Es necesario que vayan conociendo el mercado poco a poco.
- Deben adquirir instrumentos sencillos seguros, como los de deuda de corto plazo. Conforme aumenten sus recursos y conocimientos, pueden ir ampliando la gama de instrumentos.

Su objetivo es la seguridad, los rendimientos competitivos y la liquidez. Se le recomienda: certificados del tesoro, los pagarés bancarios, el papel comercial y, si desean arriesgar algo, pueden destinar parte de su dinero a un fondo común.

ii) Perfil conservador de largo plazo: los fondos de inversión o de pensiones. El conservador es adverso al riesgo, busca que su dinero rinda sin estar sujeto a movimientos de precios, ni las variaciones del tipo de cambio. Los fondos de inversión y de pensiones se crean con esa base. Las características del manejo de los fondos para un inversor conservador son:

- Los recursos van a servir para vivir en el futuro y no pueden destinarse a las alternativas de alto riesgo.
- Los fondos cuentan con muchos recursos y bastante diversificación.
- Los inversores disponen de ese dinero hasta en un futuro muy lejano, por lo que la liquidez a corto plazo es irrelevante.
- Al no requerir liquidez, pueden otorgar el uso del dinero por períodos grandes, procurando obtener rendimientos altos.

⁶⁸ Rueda, A., (1995). Para entender la bolsa, Financiamiento e inversión en el mercado de valores (2ª ed.). Toronto Canadá, Thomson Reuters, p435-437, 438-441.

- Sus objetivos de inversión consisten en conservar el poder adquisitivo de sus recursos, tener rendimientos reales altos, superiores a la inflación, y estar cubiertos contra las posibles devaluaciones de la moneda.

Los valores que pueden conferir estas características son: Bonos del Tesoro, Bonos Bancarios, Bonos Corporativos.

- iii) **Perfil de los conoedores:** rendimientos altos. Tienen como objetivo obtener rendimientos elevados. Para lograrlo, asumen cierto nivel de riesgo, mucho o poco, según su preferencia o el retorno que deseen. Adicionalmente, el *Perfil de un especulador* que está dispuesto a perder, desecha los títulos de deuda por que no le ayudan a cumplir sus objetivos, mismos que sí puede lograr con las acciones.

1.9.2.5. Teoría Heterodoxa de la Política Monetaria adoptada por el Banco Central de Bolivia y su relación con el Mercado de Valores (2006)⁶⁹

Un régimen monetario comprende aspectos como los objetivos de política monetaria y los instrumentos empleados para alcanzarlos, engloba aspectos como las metas intermedias y operativas. El régimen monetario en Bolivia experimenta transformaciones desde 2006; éstas forman parte de un enfoque heterodoxo⁷⁰.

Los Bancos Centrales de la región y el mundo hacen uso de un enfoque más conservador (ortodoxo), basado en la focalización en un solo objetivo (control de la inflación), la independencia de los bancos centrales, el uso de tasas de interés como instrumento principal de política, la adopción de un régimen monetario de metas de inflación, y la existencia de gran dependencia del mercado.

Los rasgos heterodoxos del régimen actual en Bolivia son:

- i) La coordinación de políticas con el Órgano Ejecutivo y la consideración explícita del desarrollo económico y social como parte de los objetivos de política monetaria.

⁶⁹ Banco Central de Bolivia. Soberanía Monetaria, Estabilidad Macroeconómica y Desarrollo Económico y Social. Volumen II: El aporte de las políticas Monetaria y Cambiaria en el período 2006 -2017, p26,39-48.

⁷⁰ El enfoque heterodoxo de la economía, o la economía heterodoxa, es llamado así porque enfoca el análisis económico desde un punto de vista no tradicional, no comúnmente aceptado. Lo contrario de la economía heterodoxa es la economía ortodoxa. La economía heterodoxa, es la corriente del pensamiento económico basada en la influencia de la historia de las sociedades, su estructura, así como la evolución del pensamiento económico y las instituciones.

- ii)** El uso de un conjunto amplio de instrumentos y políticas para el cumplimiento del objetivo del Banco Central.

Respecto a la instrumentación, una característica central del mecanismo de colocación a través de las OMAs (uno de los principales instrumentos del BCB), es que los montos de los títulos son fijados y se subastan las tasas de interés. El uso de OMAs sigue el marco de orientación contracíclica de la política monetaria, es decir, retirar liquidez en períodos expansivos y liberar liquidez en etapas contractivas.

Capítulo II

2. ASPECTOS DE POLÍTICAS, NORMAS E INSTITUCIONAL

Con fines aclaratorios se hace una revisión a las acciones normativas, legales e institucionales previas a la creación e inicio de actividades de la Bolsa Boliviana de Valores:

- a) **Comisiones Codificadoras.** La designación de la creación de las “Comisiones Codificadoras”⁷¹ el 23 de marzo de 1962, incluyendo la elaboración de un anteproyecto de “Código Mercantil”.
- b) **El Código de Comercio.** La puesta en vigencia del Código de Comercio⁷² en abril de 1976 como resultado de la Comisión Codificadora, contiene una base normativa muy amplia para el funcionamiento de una Bolsa de Valores en Bolivia⁷³.
- c) **Fundación de la Bolsa Boliviana de Valores.** En 1976 se iniciaron las primeras acciones para la creación de una bolsa en Bolivia. Después de tres años la BBV se fundó el 19 de abril de 1979 en la CEPB como una sociedad anónima sin fines de lucro, constituida por 71 socios y un capital suscrito de \$b 1.420.000,00⁷⁴.
- d) **La Comisión Nacional de Valores y la colaboración internacional**⁷⁵. Comisión creada por el Decreto de Ley 16995 del 2 de agosto de 1979 con el apoyo en asistencia técnica de la Bolsa de Bogotá, es encargada de regular, supervisar y fiscalizar el Mercado de Valores. El Instituto Interamericano de Mercado de Capitales de Caracas es fundamental en la capacitación técnica de funcionarios de la Bolsa, la Comisión Nacional de Valores crea los estatutos y el reglamento de la Bolsa en 1987. En marzo de 1989 se logra la suscripción de una Carta de entendimiento entre los gobiernos de Bolivia y

⁷¹ D.S. 06038 Comisiones Codificadoras, Art. 1. del 23 de marzo de 1962.

⁷² Decreto de Ley 14379 – Código de Comercio. Puesto en vigencia el 2 de abril de 1976.

⁷³ IBID, p85-91. Libro II, Título III. Del Mercado de Valores, Bolsa y otros intermediarios.

⁷⁴ Fundación de la Bolsa. (s.f.). Recuperado 15 de julio de 2021, de <https://www.bbv.com.bo/ResenaHistorica>

⁷⁵ IBID.

Estados Unidos referida al Proyecto de Fortalecimiento de los Mercados Financieros asignando asistencia técnica y apoyo económico a través de USAID.

- e) **Autorización de funcionamiento de la Bolsa.** La Comisión Nacional de Valores, mediante Resolución de Directorio N° 002/89 de 17 de octubre de 1989, autoriza a la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (B.B.V. S.A.), el inicio de sus actividades bursátiles a partir del 20 de octubre de 1989. En dicha Resolución se establece que la institución da cumplimiento a normas legales establecidas en el Código de Comercio, Ley Orgánica de la Comisión Nacional de Valores y su Reglamento⁷⁶.

2.1. MARCO DE POLÍTICAS

Entre 1989 y 2005 las políticas más importantes están dentro del marco de la Nueva Política Económica y de la Estrategia de Desarrollo Económico y Social. Posteriormente el Plan General de Desarrollo Económico y Social desde 1997 hasta el 2002. Para después del 2006, las políticas fueron definidas por la Constitución política del Estado, la Ley 393, y el nuevo Régimen de política monetaria del Banco Central de Bolivia principalmente.

2.1.1. PRIMER PERÍODO: 1989-2005 (ECONOMÍA DE MERCADO).

2.1.1.1. La Nueva Política Económica⁷⁷

Sobre el Sector bancario y crediticio establece⁷⁸:

- i) “*Liberalización* de las tasas de interés del sector financiero. **Art28.** Se autoriza a los agentes a operar con tasas de intereses libres”.
- ii) “Levantamiento de toda restricción para negocios del sector bancario y financiero. **Art26.** Se *autoriza a todas las instituciones financieras de Bolivia* a efectuar todo tipo de actos jurídicos, operaciones y contratos”.

2.1.1.2. La Estrategia de Desarrollo Económico y Social, EDES, 1989-2000⁷⁹

El EDES establece “instrumentos” principales de su estrategia de Desarrollo Económico y social, estos son:

- i) *La continuidad de la NPE.* La prolongación de las reformas de política económica.

⁷⁶ IBID.

⁷⁷ Nueva Política Económica, denominada así el conjunto de políticas económicas dentro del D.S. 21060 del 29 de agosto de 1985.

⁷⁸ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p225,234-236.

⁷⁹ Estrategia de Desarrollo Económico y Social “EDES”. Ministerio de Planeamiento y Coordinación, abril de 1989.

- ii) *Fomento al sector privado*. Mantener las condiciones apropiadas para que el sector privado ejecute inversiones de largo plazo.

Las **Políticas Fiscales y Monetarias** del EDES mencionan:

- i) “El crecimiento de la base monetaria se realizará esencialmente mediante *Operaciones de Mercado Abierto*”.
- ii) “Las tasas de interés, pasivas y activas, deberían seguir siendo el resultado de las fuerzas de mercado”.
- iii) “Una mayor profundización financiera, dada por el *impulso a las instituciones* tanto bancarias como no bancarias y al mercado de capitales. La fiscalización de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras debe ser reforzada”.

Ajustes estructurales, como un complemento de las políticas fiscales y monetarias:

- i) Se debe procurar la Profundización financiera, alentando el desarrollo de los mercados de capitales.

Para las **Inversiones**, menciona:

- i) “*Asignaciones correctas de recursos* intra-sector e inter-sector, con énfasis en la estrategia en los programas públicos de formación, capacitación y difusión de experiencias para empresarios.
- ii) “Considera que la formación de ahorro privado no depende exclusivamente del funcionamiento de los mercados financieros. Recomienda *mantener un clima apropiado para la inversión* complementado con mayor profundización financiera”.

El papel del Sistema Financiero:

Lineamientos para una **Política Financiera Crediticia:**

- i) El deseable *desarrollo de un mercado de capitales* formalizado y transparente que financie créditos de largo plazo.
- ii) En el mediano plazo, Bolivia requiere crear un contexto más complejo de instituciones financieras y desarrollar un mercado interno de capitales.

Mercado de Capitales y la Bolsa de Valores:

- i) “La Bolsa de Valores coadyuvaría de manera efectiva a la movilización del ahorro interno, desarrollando el mercado de capitales y posibilitando la expansión del número de sociedades anónimas”.

2.1.1.3. El Plan General de Desarrollo Económico y Social, PGDES 1997-2002⁸⁰

Estabilidad Macroeconómica y la Bolsa:

- i) “La estabilidad de la economía debe garantizarse para asegurar un clima favorable de *inversión privada*”.
- ii) “Se buscará mantener la estabilidad a través de un sistema financiero que impulsará el ahorro y la inversión productiva a través de instrumentos financieros”.
- iii) “Se *perfeccionará el marco legal* y normativo vigente para fortalecer las instituciones financieras no bancarias”.
- iv) “Para... mayor ahorro y su oportuna colocación se debe normar... el proceso de aprobación de licencias para nuevos *Fondos Financieros Privados*... como mecanismo para el acceso al crédito”.
- v) “Se *impulsará* el mayor dinamismo en la nueva Bolsa de Valores”.

2.1.2. SEGUNDO PERÍODO: 2006-2021 (ECONOMÍA PLURAL)

2.1.2.1. El Plan Nacional de Desarrollo 2006-2011⁸¹

Destaca al modelo económico como una “Economía plural basada en el Vivir bien”.

El SINAFID⁸² y los sectores de apoyo a la producción:

- i) Existe “*poca dinamización del mercado de capitales*, se impulsará la *complementariedad* con el sector financiero”.

Estrategia de intervención del BDP-SAM⁸³ como política económica:

- i) “facilitará procesos de innovación en las instituciones privadas, establecerá el *capital de riesgo*”.
- ii) “es fundamental... introducir mecanismos e instrumentos de bolsa... y *ofrecer nuevas oportunidades de fondeo para pequeñas y medianas empresas*”.

⁸⁰ Plan General de Desarrollo Económico y Social “PGDES”. Ministerio de Desarrollo Sostenible y Planificación, septiembre de 1998.

⁸¹ Plan Nacional de Desarrollo “Bolivia Digna, Soberana, Productiva y Democrática para Vivir Bien”, 2006 – 2011, 16 de junio, 2006.

⁸² Sistema Nacional de Financiamiento para el desarrollo.

⁸³ Banco de Desarrollo Productivo – Sociedad Anónima Mixta.

Sobre la Sostenibilidad Fiscal:

- i) “coadyuvar a la *elaboración de normas* para el desarrollo y fortalecimiento del mercado de valores”.

Estímulo del ahorro e inversión interna:

- i) “No es posible dinamizar la producción y los ingresos con bajos niveles de inversión, es esencial resolver la falta de financiamiento e *incentivar el rol del empresariado nacional*”.

2.1.2.2. El Plan de Desarrollo Económico y Social 2016-2020⁸⁴

Menciona aspectos generales de políticas que afectan indirectamente a la bolsa y a las inversiones.

Sobre el Sistema Financiero para el desarrollo integral:

- i) “Supervisar el cumplimiento de los objetivos de la Ley 393”

2.1.2.3. El régimen de política monetaria del Banco Central de Bolivia⁸⁵

El *enfoque Heterodoxo* adoptado por el Banco Central de Bolivia está reflejado en el documento anual llamado “*Programa Fiscal Financiero*”, antes llamado “Acuerdo de Entendimiento”, y entre sus puntos más importantes define:

- Los objetivos e instrumentación de las políticas Fiscal, Monetaria y Cambiaria.
- La obligatoriedad de presentación de informes de resultados de las políticas Fiscal, Monetaria y Cambiaria.
- El programa Fiscal-Financiero del año.
- Letras y Bonos del Tesoro.

La heterodoxia del régimen actual en Bolivia comprende:

- i) “La *coordinación de políticas* con el Órgano Ejecutivo y la consideración explícita del desarrollo económico y social como parte de los objetivos de política monetaria”.
- ii) “El *uso de un conjunto amplio de instrumentos* y políticas para el cumplimiento del objetivo del Banco Central”.

⁸⁴ Plan de Desarrollo Económico y Social “En el Marco del Desarrollo Integral para Vivir Bien”. 2011 – 2020.

⁸⁵ Banco Central de Bolivia. Soberanía Monetaria, Estabilidad Macroeconómica y Desarrollo Económico y Social. Volumen II: El aporte de las políticas Monetaria y Cambiaria en el período 2006 -2017, p6.

Cuadro N°3. Principales Políticas relacionadas al Mercado de Valores

Primer Período, 1989-2005 Economía de Mercado	Segundo Período, 2006-2021 Economía Plural
<ul style="list-style-type: none">• La Nueva Política Económica• La Estrategia de Desarrollo Económico y Social, 1989-2000• El Plan General de Desarrollo Económico y Social, 1997-2002	<ul style="list-style-type: none">• El Plan Nacional de Desarrollo, 2006-2011• El Plan de Desarrollo Económico y Social, 2016-2020

Fuente: Gaceta Oficial, ASFI, BBV.

Elaboración: Propia.

2.2. MARCO NORMATIVO

Las normas para el funcionamiento de la bolsa y de inversiones fueron las necesarias para 1989. Posteriormente adecúan Leyes, Reglamentos y Decretos Supremos para regular el mercado, las inversiones y el funcionamiento de la bolsa y servicios complementarios.

La primera norma que regula el funcionamiento de un Mercado de Valores es el *Código de Comercio*⁸⁶, que en su *Título III, Del Mercado de Valores, Bolsas y Otros Intermediarios*, da lineamientos generales suficientes para el funcionamiento de una bolsa de valores en Bolivia. Establece la forma de constitución de las bolsas, como Sociedades Anónimas, el objeto y las normas. Desarrolla en ocho capítulos los componentes del mercado, como los Emisores, Intermediarios, Operaciones Bursátiles, Agentes de Bolsa entre otros.

2.2.1. Primer período: 1989-2005 (economía de mercado)

2.2.1.1. Ley de Bancos y Entidades Financieras⁸⁷

Que autoriza a las entidades financieras las actividades de intermediación financiera relacionadas a la emisión, negociación y descuento de títulos valores⁸⁸. También establece que la *SBEF supervise las actividades de la Comisión Nacional de Valores* y colabore proporcionando apoyo técnico y administrativo, hasta la aprobación de las leyes del Mercado de Valores y Seguros⁸⁹.

Algunos artículos destacables para el propósito de la investigación son:

⁸⁶ Código de Comercio, Decreto Supremo N° 10426 de 23 de agosto de 1972.

⁸⁷ Ley N°1488. Ley de Bancos y Entidades Financieras. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 14 de abril de 1993.

⁸⁸ IBID. Art. 3, 39.

⁸⁹ IBID. Art. 164.

- i) El **Artículo 1**, de las Disposiciones Preliminares, define el concepto de Mercado de Capitales como *“Mercado en el que se transan fondos a mediano y a largo plazo, con instrumentos representados por acciones, bonos, obligaciones, créditos y deuda pública y privada”*.
- ii) **Título IV. Empresas Financieras no Bancarias. Capítulo III. Otras Entidades Financieras no Bancarias.** Todos los fondos, incluidas unidades crediticias, de intermediación, inversión, desarrollo, fomento y otros creados por el Estado, Fondos financieros privados se rigen por esta ley.

2.2.1.2. Ley del Mercado de Valores⁹⁰

Esta Ley es la principal norma para el Mercado de Valores en Bolivia, busca *“regular y promover un Mercado de Valores organizado, integrado, eficaz y transparente”*⁹¹. También norma el rol de la Superintendencia de Valores que se encarga de la fiscalización, control y regulación del Mercado de Valores.

Pocos días después de la promulgación de la Ley del Mercado de Valores se promulga el reglamento⁹² que es una recopilación de *“Circulares” emitidos por la Ex Comisión Nacional de Valores*, y que eran las directrices operativas en la Bolsa durante los años previos a 1998.

La Ley del Mercado de Valores está constituido por 11 (once) Títulos y 128 Artículos. Los Títulos y Capítulos que se puede destacar para la investigación son:

Título I. Que define el concepto de Valor. Además de dar lineamientos a los Mercados Bursátil y Extrabursátil, y a los Mercados Primario y Secundario.

Título II. Donde se enfatiza la regulación de las Ofertas Públicas y la definición de Emisores.

Título III. Capítulo I. Que crea el Registro del Mercado de Valores privados y públicos. **Capítulo II.** Donde define las acciones de la Superintendencia y el Superintendente de Valores.

Título IV. Sobre los intermediarios. Capítulo I. Que da objeto, requisitos de Funcionamiento, prohibiciones, normas de conducta, entre otros, a las Agencias de

⁹⁰ Ley N°1834. Ley del Mercado de Valores. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 31 de marzo de 1998.

⁹¹ IBID. Art. 1. P1.

⁹² D.S. 25022 Reglamento a la Ley del Mercado de Valores. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 22 de abril de 1998.

Bolsa. **Capítulo II.** Que da objeto requisitos de Funcionamiento, obligaciones, prohibiciones, normas de conducta, entre otros a las Bolsas de Valores.

Título VII. De la Información, la calidad y publicidad de ella, sobre la información reservada y privilegiada, los mecanismos de información, y otros.

Título VIII. De la Titularización. Define el concepto y da razón social a las Sociedades de Titularización, otorga otras obligaciones.

Título IX. De los Fondos de Inversión y las Sociedades Administradoras.

Capítulo I. Que habla sobre el Concepto, la constitución, la Clasificación de los Fondos de Inversión, sus actividades, entre otros. **Capítulo II.** Que habla sobre la Autorización, el patrimonio mínimo y responsabilidad de las Sociedades Administradoras.

Título XI. De las prohibiciones, sanciones y recursos sobre toda persona natural o jurídica en territorio boliviano.

De la Ley del Mercado de Valores se desprenden principalmente cuatro documentos muy importantes, estos son:

- i) **El Reglamento a la Ley del Mercado de Valores.** Promulgada con el Decreto Supremo N°25022 el 22 de abril de 1998, señala el ordenamiento de las circulares emitidas por la ex Comisión Nacional de Valores, que sirvan de base para regular el mercado de Valores organizado y transparente.
- ii) **El Reglamento de Titularización.** Aprobada mediante Resolución Administrativa SPVS-IV-N°052 del 14 de febrero de 2000, y tiene por objeto establecer las normas de carácter prudencial, relativas a los procesos de Titularización, conforme a lo establecido por la Ley del Mercado de Valores.
- iii) **El Reglamento de Agencias de Bolsa.** Que se aprueba el 8 de diciembre de 2004, mediante Resolución SPVS-IV-N°751, y establece las normas y procedimientos que regulan la constitución, la organización, el funcionamiento, las actividades y las operaciones de las Agencias de Bolsa, de acuerdo a lo establecido por la Ley del Mercado de Valores.
- iv) **El Reglamento para Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y de los Fondos de Inversión.** Cuya versión inicial, según la Recopilación de Normas para

el Mercado de Valores, es de fecha 13 de agosto de 2004, en la Resolución SPVS-IV-N°421, que tiene por objeto normar el procedimiento de constitución, autorización de funcionamiento e inscripción de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión en el Registro del Mercado de Valores de la SPVS, así como su organización, actividades, operaciones y servicios a desarrollar.

2.2.1.3. Ley de Reactivación Económica⁹³

Cuyo objetivo es movilizar el aparato productivo del país a través de la creación de “Bonos de Reactivación” manejadas por NAFIBO SAM⁹⁴. Tales bonos son emitidos para el sector financiero, productores, sector exportador e infraestructura, a través de la Bolsa y empresas de seguros; también modifica artículos de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de Seguros.

Algunos Artículos destacables para el propósito de la investigación son:

- i) **Capítulo II. Sector Financiero y Mercado de Capitales. Sección IV.** Que remarca que las sociedades de responsabilidad limitada, mutuales y cooperativas podrán emitir valores e inscribirse en el registro del Mercado de Valores (RMV). También, en el **Art. 29**, se modifican artículos de la Ley del Mercado de Valores, que afectan a las Agencias de Bolsa, Accionistas, Sociedades de titularización y a Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, principalmente.
- ii) **Capítulo IV. Incentivos Tributarios. Sección I. Incentivos al Sector Financiero y al Mercado de Capitales.** La exención de impuestos a intereses, rendimientos y otros no relacionados al IUE, excepto los intereses de DPFs (**Art. 35**). También menciona que, toda transacción con valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores (RMV), realizada en la República de Bolivia y que tenga efectos en el territorio nacional, queda exenta del pago de Impuestos al Valor Agregado (IVA) e Impuesto a las Transacciones (IT) **Art. 37**.

⁹³ Ley N°2064. Ley de Reactivación Económica. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 3 de abril de 2000.

⁹⁴ Nacional Financiera Boliviana Sociedad Anónima Mixta “NAFIBO SAM”.

2.2.2. SEGUNDO PERÍODO: 2006-2021 (ECONOMÍA PLURAL)

2.2.2.1. Constitución Política del Estado⁹⁵

Que establece los principios generales de regulación del Sistema financiero y su deber con la población boliviana, enfocada en la igualdad de oportunidades, y en la micro y pequeña empresa.

Señala en el **Artículo 330, II**: “El Estado, a través de su política financiera, *priorizará la demanda de servicios financieros* de los sectores de la micro y pequeña empresa, artesanía, comercio, servicios, organizaciones comunitarias y cooperativas de producción”⁹⁶. Y en el **Art. 330, III**. El Estado fomentará la creación de entidades financieras no bancarias con fines de inversión socialmente productiva.

Sobre la cualidad de “*Interés Público*”⁹⁷ menciona en el **Art. 331**: Las actividades de intermediación financiera, la prestación de servicios financieros y cualquier otra actividad relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión del ahorro, son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme con la ley.

También debemos notar la “*coordinación de políticas*” entre el BCB y el órgano Ejecutivo, **Art.326** (Política Monetaria) “El Estado, a través del Órgano Ejecutivo, determinará los objetivos de la política monetaria y cambiaria del país, en *coordinación* con el Banco Central de Bolivia”, esto define el rasgo Heterodoxo de la política económica boliviana, que influye en el uso de instrumentos mediante OMAs.

2.2.2.2. Ley de Servicios Financieros⁹⁸

Que establece a la ASFI como la autoridad reguladora y supervisora del Mercado de Valores y de las instituciones auxiliares. También autoriza y regula bancos y demás intermediarios financieros a realizar operaciones de inversión, financiamiento y emisión de títulos valores a través de la Bolsa.

Algunos artículos importantes son:

⁹⁵ Nueva Constitución Política del Estado, Capítulo 3ro, Sección III, Arts. 331, 333, (febrero, 2009).

⁹⁶ IBID. Art. 330.

⁹⁷ El interés público puede definirse como aquello que persigue una determinada comunidad, pensando en su propio beneficio. Es el conjunto de aspiraciones surgidas de las necesidades colectivas de los miembros de una comunidad y protegidas mediante la intervención directa y permanente del Estado.

⁹⁸ Ley N°393. Ley de Servicios Financieros. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 21 de agosto de 2013.

Título I. Capítulo I. Art.4. Los servicios financieros deben cumplir la función social de contribuir al logro de los objetivos de desarrollo integral para el vivir bien, eliminar la pobreza y la exclusión social y económica de la población.

Título II. Servicios Financieros y Régimen de Autorizaciones. Capítulo I. Servicios Financieros Autorizados. Establece “*La autorización de Emitir y colocar acciones de nueva emisión para aumento de capital, y, Emitir y colocar valores representativos de deuda*”, **Art.118.** Este artículo, en su carácter de “*Régimen de Autorizaciones*”, es citado entre los Artículos del **Título IV**, que habla sobre las Entidades Financieras privadas, y les permite ofrecer estos servicios en el Mercado de Valores.

2.2.2.3. Decreto Supremo N°2055 de 2014, sobre el Régimen de Tasas de Interés
Que fija tasas de interés para Depósitos a Plazo Fijo de la siguiente manera:

Cuadro N°4. Tasas de interés mínimas para DPF

Plazo del Depósito	Tasa de Interés Anual Mínima
30 días	0.18%
31 a 60 días	0.40%
61 a 90 días	1.20%
91 a 180 días	1.50%
181 a 360 días	2.99%
361 a 720 días	4%
721 a 1080 días	4.06%
Mayores a 1080 días	4.10%

Fuente: Decreto Supremo N°2055.

Elaboración: Propia.

Este Decreto Supremo resulta del Art. 62 de la Ley N°393 de Servicios Financieros que dispone que las entidades de intermediación financiera no podrán modificar unilateralmente las tasas de interés pactadas en los contratos de operaciones de intermediación financiera cuando esta modificación afecte negativamente al cliente.

Cuadro N°5. Marco Normativo relacionado al Mercado de Valores

Primer Período, 1989-2005 Economía de Mercado	Segundo Período, 2006-2021 Economía Plural
<ul style="list-style-type: none">• Ley del Mercado de Valores• Ley de Bancos y Entidades Financieras• Ley de Reactivación Económica	<ul style="list-style-type: none">• Constitución Política del Estado• Ley de Servicios Financieros• D.S. 2055. Régimen de Tasas de Interés.

Fuente: Gaceta Oficial, ASFI, BBV.

Elaboración: Propia.

2.3. MARCO INSTITUCIONAL

Las instituciones se dividen en tres niveles, *Creadores de Políticas y Reguladores, el Mercado* y los *Servicios complementarios*.

2.3.1. HACEDORES DE POLÍTICAS Y REGULADORES

2.3.1.1. Ministerio de Economía y Finanzas públicas

La Constitución Política del Estado indica que es la máxima autoridad del Estado para la formulación de políticas de la economía boliviana, dictar normas dentro de sus competencias, y coordinar, ejecutar y administrar los actos respectivos de la economía del país⁹⁹.

Son atribuciones del ministro(a) de Economía y Finanzas Públicas¹⁰⁰:

- i) Formular políticas en materia de intermediación financiera, servicios e instrumentos financieros, valores y seguros.

El Viceministerio de pensiones y servicios financieros debe¹⁰¹:

- i) Proponer y evaluar políticas y normas para promover el desarrollo, transparencia y fortalecimiento de los servicios financieros, valores y seguros.
- ii) Profundizar las relaciones interinstitucionales de los servicios financieros, valores y seguros.

⁹⁹ Nueva Constitución Política del Estado, Título II, Capítulo 1ro, Sección III, Art. 175 (febrero, 2009).

¹⁰⁰ D.S. 29894 Estructura Organizativa del Poder Ejecutivo del Estado Plurinacional. Art. 52. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 7 de febrero de 2009.

¹⁰¹ IBID. Art. 55.

El Viceministerio del tesoro y crédito público puede:

- i) Efectuar operaciones con títulos valores del Tesoro General de la Nación¹⁰².

2.3.1.2. Banco Central de Bolivia¹⁰³

Es la única autoridad monetaria y cambiaria del país, y órgano rector del sistema de intermediación financiera nacional. Entre sus atribuciones específicas están:

- i) Ejecutar la política monetaria... podrá emitir títulos valores y realizar otras *operaciones de mercado abierto*.
- ii) Atender necesidades de calamidades públicas o necesidades de liquidez... mediante títulos valores negociables de deuda pública emitidos por el Tesoro Nacional.

2.3.1.3. El Sistema de Regulación Financiera¹⁰⁴

El Sistema de Regulación Financiera (SIREFI) fue creado en noviembre de 1996 (Ley N°1732 de Pensiones) con el fin de *“regular, controlar y supervisar las actividades de personas y entidades relacionadas con... bancos y entidades financieras... y del mercado de valores”*.

Su estructura cambió dos veces, una modificación con la Ley N°1864 del 15 de junio de 1998, que establece: una Superintendencia de Recursos Jerárquicos del SIREFI, la Superintendencia de Bancos y entidades Financieras, la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros; y una segunda modificación con la Ley N°2427 en 2002, ajustada con la Ley N°3076 de junio de 2005, que establece una Superintendencia General, bajo la cual están: la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF), la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS) y una Superintendencia de Empresas.

2.3.1.4. Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero¹⁰⁵

La SBEF funciona hasta inicios del año 2009, cuando se fusiona con la SPVS y son reemplazadas por la Autoridad del Sistema Financiero ASFI¹⁰⁶. La ASFI es la institución encargada de *“la regulación y supervisión financiera, velar por el sano funcionamiento y desarrollo de las*

¹⁰² IBID. Art. 56.

¹⁰³ Ley N°1670. Ley del Banco Central de Bolivia. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 31 de octubre de 1995.

¹⁰⁴ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p257.

¹⁰⁵ Ley N°393, de Servicios Financieros. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 21 de agosto de 2013. Cap. IV.

¹⁰⁶ En 2009, adecuándose a la nueva CPE, la SBEF cambió de denominación mediante el D.S.29894 de 7 de mayo de 2009.

*entidades financieras y preservar la estabilidad del sistema financiero, bajo los postulados de la política financiera*¹⁰⁷”.

En su objeto menciona “regular, controlar y supervisar los servicios financieros... así como la actividad del mercado de valores, los intermediarios y entidades auxiliares”¹⁰⁸.

Asimismo, *autoriza transacciones en/y a través del mercado de valores*, por ejemplo, colocar y emitir valores, descontar y negociar valores, transportar valores, realizar actividades de titularización e invertir en valores.

2.3.1.5. Organización Internacional de Comisiones de Valores¹⁰⁹

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés) es el organismo internacional que reúne a los reguladores de valores de todo el mundo y está reconocido como el organismo normativo mundial del sector de los valores. Desarrolla, aplica y promueve la adhesión a normas reconocidas para la regulación de los valores. Sus objetivos son:

- i)** Protección de Inversiones
- ii)** Protección del mercado. Que sea justo transparente y eficiente.
- iii)** Reducción del riesgo sistémico.

La Bolsa Boliviana de Valores es regulada por IOSCO a través de la ASFI, que a su vez es miembro ordinario de IOSCO e implementa los estándares propuestos por esta institución en territorio nacional.

¹⁰⁷ IBID. Art. 8.

¹⁰⁸ IBID. Art. 16

¹⁰⁹ BBV. About IOSCO. Recuperado el 6 de enero de 2022, de https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

Cuadro N°6. Instituciones relacionadas al Mercado de Valores



Fuente: Gaceta Oficial, ASFI, BBV.

Elaboración: Propia

2.3.2. EL MERCADO DE VALORES

El Mercado de Valores es el espacio económico que reúne oferentes y demandantes de Valores. Es parte del Sistema Financiero, abarca al mercado de dinero y el mercado de capitales. Existen dentro del Mercado de Valores:

- i) El Mercado Primario.* Aquel en el que se negocian Valores de oferta pública colocados por primera vez directamente o a través de intermediarios autorizados.
- ii) El Mercado Secundario.* Comprende todas las transacciones, operaciones y negociaciones que se realicen con Valores de oferta pública, emitidos y colocados previamente, a través de los intermediarios autorizados.

En nuestra legislación, los valores son aquellos instrumentos financieros de contenido crediticio, de participación o representativos de mercaderías. Los valores pueden ser emitidos por empresas privadas o por el Estado Boliviano y sus entidades.

Asimismo, conforman el Mercado de Valores, la entidad reguladora, las Bolsas de Valores, Inversionistas, Emisores, Agencias de Bolsa, Sociudades Administradoras de Fondos de Inversión, Sociudades de Titularización, Entidades de Depósito de Valores y Calificadoras de Riesgo.

2.3.2.1. Bolsa Boliviana de Valores

La B.B.V. es una empresa privada constituida como sociedad anónima, con fines de lucro, que opera desde 1989, siendo la única Bolsa que funciona actualmente en Bolivia. Su objeto es promover un mercado regular para la celebración de transacciones entre Agencias de Bolsa que representen la oferta y demanda de valores, asegurar la efectividad de esas operaciones, velar por el fiel cumplimiento de las normas legales y procurar que el mercado se desenvuelva en adecuadas condiciones de continuidad de precios y liquidez¹¹⁰.

2.3.2.2. Inversionistas

Son las personas naturales o jurídicas que ofrecen sus recursos en la adquisición de acciones, obligaciones u otro valor para lograr rentabilidad y liquidez. Los inversionistas que representan formas de inversión conjunta o colectiva se denominan inversionistas institucionales¹¹¹. Los *inversionistas institucionales* son entidades especializadas que administran recursos o capital de terceros y que, usualmente, acumulan o agrupan altas cantidades de dinero para invertirlo de manera conjunta en activos financieros.

2.3.2.3. Emisores

Los emisores de valores son las sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, entidades del Estado, el Banco Central de Bolivia y otras personas jurídicas que pueden realizar oferta pública de valores, acudiendo al mercado de valores en demanda de recursos financieros, a través de la emisión de valores de deuda y/o participación¹¹².

El perfil de un potencial emisor de valores comprende principalmente: Empresas con antecedentes crediticios óptimos, con estados financieros auditados y su disposición a difundir información al mercado, contar con un equipo gerencial capaz, y sociedades que demuestren evolución del negocio, crecimiento y resultados históricos de generación de flujo de recursos¹¹³.

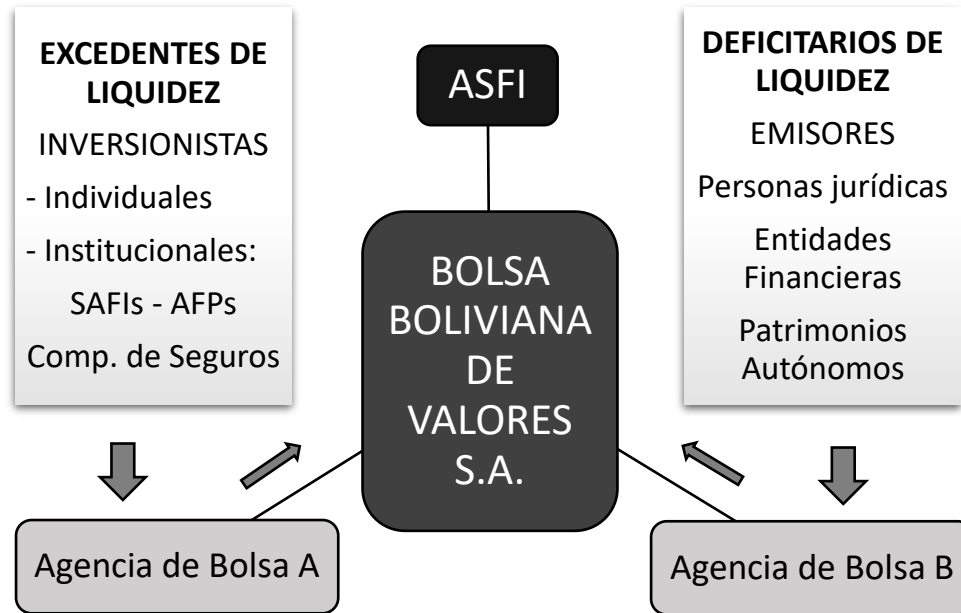
¹¹⁰ BBV. Programa de Educación Bursátil. Recuperado el 13 de enero de 2022, de <https://www.bbv.com.bo/temario-y-contenido-del-programa-de-educacion-bursatil>

¹¹¹ IBID. Preguntas frecuentes.

¹¹² IBID. Preguntas Frecuentes. Emisor.

¹¹³ IBID. Preguntas frecuentes. Perfil del emisor.

Cuadro N°7. Proceso de financiamiento en el Mercado de Valores



Fuente: Gaceta Oficial, ASFI, BBV.

Elaboración: Propia.

2.3.3. SERVICIOS COMPLEMENTARIOS

2.3.3.1. Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión

Son mejor conocidas como SAFIs. Una Sociedad Administradora tiene un patrimonio separado al del Fondo, por lo que debe llevar contabilidades separadas, implementa la política de inversión del Fondo, realizando las inversiones, a discreción propia, a favor de los participantes del fondo, buscando una adecuada combinación de Riesgo y Rendimiento.

Las SAFIs deben inscribirse en el Registro del Mercado de Valores y contar con una autorización de funcionamiento otorgada por la ASFI, entidad que se encarga, a través de la Dirección de Supervisión de Valores, del control y supervisión de sus operaciones en conformidad a las normas vigentes y al Reglamento Interno del Fondo¹¹⁴.

¹¹⁴ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, & Banco Central de Bolivia. (2019). Glosario de términos económicos financieros (2a ed.), p 71.

2.3.3.2. Agencia de Bolsa¹¹⁵

Es una sociedad anónima que actúa como intermediaria entre la oferta y demanda de valores y acude a la bolsa para realizar las operaciones en representación de sus clientes, sean estas personas naturales o jurídicas. Sobre las agencias de bolsa recaen exigencias de solvencia legal, económica, moral y profesional. Por tanto, un agente de bolsa es una empresa autorizada para comprar y vender valores, usualmente por encargo de terceros, cobrando para sí una comisión por sus servicios.

2.3.3.3. Sociedades de Titularización¹¹⁶

Son sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es representar y administrar Patrimonios Autónomos constituidos a partir de procesos de titularización. Las sociedades de titularización son las encargadas de constituir el patrimonio autónomo, emitir los valores respaldados por los activos que lo conforman, cancelar las obligaciones emergentes de los valores emitidos y relacionarse jurídicamente con los inversionistas.

¹¹⁵ BBV. Agencias de Bolsa. Recuperado el 13 de enero de 2022, de <https://www.bbv.com.bo/agencias>

¹¹⁶ BBV. Sociedades de Titularización. Recuperado el 13 de enero de 2022, de <https://www.bbv.com.bo/sociedades-de-titularizacion>

Capítulo III

3. FACTORES DETERMINANTES Y CONDICIONANTES DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN

3.1. FACTORES GENERALES DEL TEMA

3.1.1. EL SISTEMA FINANCIERO

El Sistema financiero boliviano se conforma por:

- El Mercado de intermediación financiera
- El Mercado de seguros, de divisas y de hipotecas
- El Mercado de valores e inversiones

Estos mercados tienen como base de funcionamiento las políticas monetarias del Banco Central de Bolivia y las normas de regulación y fiscalización establecidas por la Autoridad del Sistema Financiero.

Dentro del Sistema financiero existen 3 tipos de entidades financieras¹¹⁷, estas son:

- i) Entidades financieras del Estado o con participación mayoritaria del Estado.
- ii) Entidades de intermediación financiera privadas.
- iii) Empresas de servicios financieros complementarios.

3.1.2. MERCADO DE VALORES

El Mercado de Valores nacional está compuesto por una sola bolsa de valores que es la Bolsa Boliviana de Valores S.A. También conforman el mercado de valores: la entidad reguladora (ASFI), las sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIs) y sus fondos, los

¹¹⁷ Ley N°393, de Servicios Financieros. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 21 de agosto de 2013. Art. 151.

emisores (empresas), las sociedades de titularización y sus patrimonios autónomos, las agencias de bolsa¹¹⁸.

La estructura del Mercado de Valores nacional, comprende:

- *Los oferentes de valores*, que desean financiarse de manera directa a través de la Bolsa, son instituciones *deficitarias de liquidez*; el Estado, a través del TGN y el Banco Central, la industria boliviana a través de las empresas privadas, las compañías de seguros y otros patrimonios autónomos autorizados por Ley.
- *Los demandantes de valores*, que desean invertir de manera directa a través de la bolsa, son: los inversionistas individuales, personas naturales y jurídicas con *exceso de liquidez*, y los inversionistas institucionales como las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs) o las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs).

El concepto alrededor del que se visualizan las Categorías y Variables viene dado por la teoría de El-Wassal a partir del concepto de Desarrollo del Mercado de Valores, las dimensiones de medición y los factores determinantes del desarrollo del Mercado de Valores.

3.1.3. INVERSIONES FINANCIERAS

Un inversionista es la persona natural o jurídica que invierte recursos en valores para lograr rentabilidad y liquidez¹¹⁹. Las inversiones se pueden clasificar en Inversiones Reales¹²⁰ e Inversiones Financieras que buscan un Retorno, tienen un riesgo, y además un plazo.

Las Inversiones Financieras se clasifican según la variabilidad de su rentabilidad en inversiones de Renta Fija, de las que se conoce su vencimiento y rentabilidad; e Inversiones de Renta variable, de las que no se conoce previamente el vencimiento o la rentabilidad¹²¹.

En Bolivia las inversiones financieras se realizan en su mayoría en Valores de Renta Fija (97,7% en promedio) y un mínimo en Valores de Renta Variable (2,3% en promedio), lo que convierte al mercado de valores boliviano en un mercado de deuda. Tales inversiones de renta

¹¹⁸ Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, & Banco Central de Bolivia. (2019). Glosario de términos económicos financieros (2a ed.), p.71.

¹¹⁹ IBID, p68.

¹²⁰ Que consisten en la adquisición de elementos de inmovilizado (inmueble) material, inmovilizado intangible o inversiones inmobiliarias.

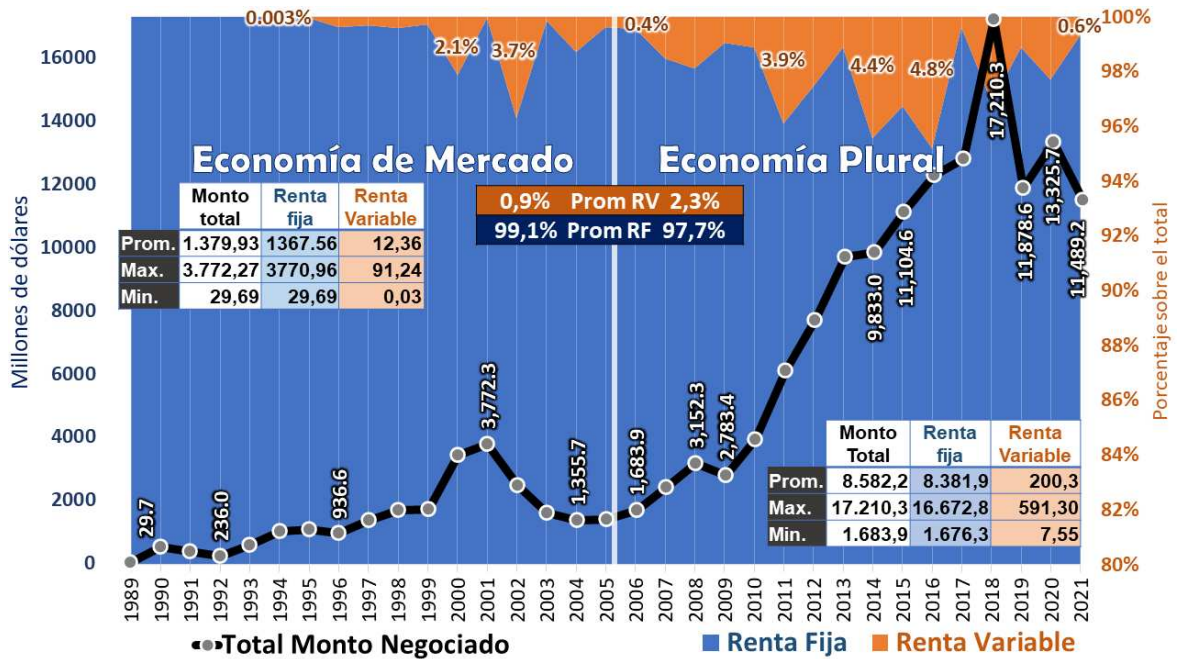
¹²¹ Gitman, L.J., & Joehnk, M. (2008). Fundamentos de Inversiones (10°ed.). Juárez, México: Pearson Educación. P3.

fija y variable se realizan mediante Instrumentos de Inversión, los más importantes en Bolivia son:

- **Acciones.** Que es un valor de participación en una empresa. Representan fracciones iguales de capital social y convierte al poseedor en un accionista o socio de la empresa.
- **Bonos.** Que es un valor de contenido crediticio. Representan una parte proporcional del préstamo colectivo de una empresa o entidad emisora. Los inversionistas que compran los bonos se convierten en acreedores de la empresa. Existen Bonos Corporativos, Bonos del Tesoro, Bonos de Corto y Largo plazo, Bonos Participativos y Bonos Bancarios.
- **Cuotas de Participación de Fondos de Inversión Cerrados.** Los FICs están administrados por las SAFIs. Representan un patrimonio autónomo compuesto por los aportes de varios participantes (inversionistas). Se puede invertir en un fondo de inversión cerrado comprando una cuota de participación del fondo (equivalente a una acción de una sociedad anónima) a través de los mecanismos de negociación de la bolsa.
- **Letras del Tesoro.** Son valores emitidos por el Tesoro General de la Nación. Son rescatados por el emisor a su vencimiento al valor nominal. Las LTs son valores con plazos predeterminados al momento de la emisión.
- **Los Certificados de Depósitos a Plazo Fijo.** Son emitidos por los bancos y entidades de intermediación financiera. Son inscritos en el Registro del Mercado de Valores para su oferta pública y cotización en bolsa. Los DPFs bursátiles pueden ser emitidos y negociados a rendimiento o a descuento en el Mercado Primario y Secundario.
- **Pagarés.** Son valores de contenido crediticio. Representan una parte proporcional del préstamo colectivo de una empresa o entidad emisora. Los inversionistas que compran los pagarés se convierten en acreedores de la empresa o entidad emisora. Existen Pagarés Bursátiles y Pagarés de mesa de negociación para PyMEs.
- **Valores de Contenido Crediticio o Valores de Titularización.** Pueden ser de contenido crediticio, de participación o mixtos.

3.2. VOLUMEN TOTAL DE INVERSIONES POR TIPO DE OPERACIÓN

Gráfico N°1: Volumen total de Inversiones por Tipo de Operación
(en millones de dólares / en porcentaje del total)



Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia.

Primer Período: 1989-2005 (Economía de Mercado)

Descripción. Para el período de Economía de Mercado, el Volumen total de inversiones presenta una tendencia creciente hasta 1999, y decreciente del 2000 al 2005. Muestra un mínimo de \$29,69 millones negociados para el año 1989 (año de inicio de operaciones), un máximo de \$3.772,27 millones el año 2001, y un promedio de \$1.379,93 millones. El promedio de negociaciones en Renta Fija es de \$1.367,56 millones, el monto máximo es de \$3.770,96 millones negociados el 2001, y el mínimo es \$29,69 millones en 1989. El promedio de negociaciones en Renta variable es de \$12,36 millones, el monto máximo es de \$91,24 millones negociados el 2002, y el mínimo es de \$0.03 millones en 1994, año que se inició a operar con este tipo de instrumento. El porcentaje promedio de negociaciones en Renta fija es de 99,1% y para Renta Variable es del 0,9%.

Explicación. La Bolsa Boliviana de Valores S.A., empieza a operar con los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia (CDs) a partir del 16 de noviembre de 1989, éste es el inicio de operaciones bursátiles en el país¹²², negocia un total de \$29,69 millones este año. En 1992 registra una caída en el volumen global negociado resultado exclusivo de la contracción en operaciones con CDs del BCB¹²³.

Estos primeros años se negocian generalmente títulos de Renta Fija, en 1996 el 99,3% usa este tipo de títulos y el resto, 0,7% son acciones¹²⁴. Si bien las operaciones con acciones aún no son significativas tienen un aumento sin precedentes de \$4,75 millones en 1999 a \$72,16 millones el año 2000 y a \$91,24 millones en 2002¹²⁵. En el año 2000, la política del BCB se orienta a aumentar la liquidez mediante operaciones de mercado abierto, no consiguiendo recuperar la dinámica de la economía¹²⁶.

Cuando el Mercado de Valores estaba terminando de consolidarse, se desata la crisis política generada por la incertidumbre del proceso electoral que le asesta el más duro golpe que recibe el mercado en su joven historia. Tal crisis da lugar a que el volumen de operaciones sea menor en 2003, con una disminución del 35,6%¹²⁷.

Segundo Período: 2006-2021 (Economía Plural)

Descripción. Para el período de Economía Plural, el Volumen total de inversiones presenta una tendencia creciente, con un promedio del período de \$8.381,9 millones negociados, un mínimo total de \$1.683,9 millones negociados para el año 2006, y un máximo total de \$17.210,3 millones negociados para el año 2018. El promedio de negociaciones en Renta Fija es de \$8.381,9 millones, el monto máximo es de \$16.672,81 millones negociados el 2018, y el mínimo es de \$1.676,35 millones el año 2006. El promedio de negociaciones en Renta variable es de \$200,3 millones, el monto máximo es de \$591,3 millones negociados el 2016, y el mínimo es de \$7,55 millones el 2006. El promedio de negociaciones en Renta fija es de 97,3% y para Renta Variable es del 2,7%.

¹²² Saldías P, Arnold. (2010). Mercado de Valores y Bolsa de Valores (1.a ed.), p14.

¹²³ Ferrufino, R. (1993, julio). Compensación y Liquidación de títulos valores en el Mercado de Capitales en Bolivia (N° 02). UDAPE, p3.

https://www.udape.gob.bo/portales_html/analisisEconomico/analisis/vol07/art02.pdf

¹²⁴ Saldías P, Arnold. (1997). Mercado de Valores de Bolivia como Alternativa Financiera. Tesis de Grado, p57.

¹²⁵ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (2001). Memoria anual 2000, p20.

¹²⁶ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p276.

¹²⁷ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (2003, 2004). Memoria anual 2002 y 2003, p26,45.

Explicación. La gestión monetaria en 2006, 2007 y los primeros trimestres de 2008 el BCB aumenta la colocación de títulos para impulsar la expansión de la economía¹²⁸.

El monto operado en 2006 alcanza \$1.683,9 millones, 22% superior al monto operado durante el 2005. En 2009, las variables macroeconómicas muestran un comportamiento positivo y creciente. En este entorno de elevada liquidez, y de una política monetaria expansiva, los inversionistas buscan alternativas a la banca comercial y el mercado de valores nacional se favorece. Sin embargo, dos factores limitan las negociaciones: la agresiva política monetaria expansiva del Ente Emisor con un menor volumen de emisiones de Bonos y Letras, y la fusión de la SPVS con la SBEF que da origen a la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ASFI. Esto ocasiona retrasos en la aprobación de las emisiones programadas y una disminución del 12% en el total negociado hasta \$2.783 millones¹²⁹.

En 2010, la aprobación de la nueva Ley de Pensiones, así como la política cambiaria aplicada, inducen durante el año una actitud de prudencia por parte del inversor. A esto se suma la corrida de depósitos en el sistema financiero debido a la fallida política de ajuste de precios de los carburantes. En solamente 5 días, los Fondos de Inversión redujeron sus carteras en 4%. A pesar de esta breve y transitoria volatilidad, se tuvo un récord en volumen de montos negociados con \$3.915 millones, 41% mayor al 2009¹³⁰.

En la gestión 2011 se alcanza operaciones por \$6.089 millones, 55,5% más que en 2010. Se registran dos nuevos récords, el primero en la inscripción de Cuotas de Fondos de Inversión Cerrados, con \$240 millones (268% más que en 2010) para impulsar y apoyar al sector de las PyMes¹³¹, y el segundo en el registro de Acciones, con \$39 millones, siendo que en 2010 no se registraron nuevas emisiones de acciones. De acuerdo a los lineamientos de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), el monto ubica a la Bolsa Boliviana de Valores S.A. en el cuarto lugar en montos negociados en renta fija entre las trece bolsas iberoamericanas, por debajo de Colombia, Santiago y Buenos Aires¹³².

¹²⁸ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p312

¹²⁹ Bolsa Boliviana de Valores. (2010). Memoria anual 2009, p7.

¹³⁰ Bolsa Boliviana de Valores. (2011). Memoria anual 2010, p7.

¹³¹ Bolsa Boliviana de Valores. (2012). Memoria anual 2011, p3,119.

¹³² Bolsa Boliviana de Valores. (2013). Memoria anual 2012, p2,3.

En 2015, son 6 años consecutivos que la BBV supera los volúmenes de montos operados; se alcanza a negociar \$11.105 millones. Los instrumentos de Renta Fija continúan siendo los más negociados (96,7%), los valores de Renta Variable solo representan el 3,3% del total. Los montos vigentes en renta fija disminuyen explicados principalmente por la contracción de las OMA's del Banco Central de Bolivia.

En 2016, los valores de renta variable representan el 4,8% del total, se destaca el crecimiento de las acciones en más del 300%¹³³.

La gestión 2019 es compleja debido a la etapa electoral y la inestabilidad política. Las negociaciones disminuyen en 30,98%, el 98,87% de las operaciones se registraron con valores de Renta Fija y el restante 1,13% con valores de Renta Variable. Sin embargo, en mercado primario, la Bolsa inscribe un total de \$1.607,77 millones en nuevas emisiones tanto de Renta Fija como de Renta Variable, y en 2020 inscribe \$1.646 millones, ambos montos son los más altos de los últimos 6 años¹³⁴.

En 2020 y 2021 el escenario económico es golpeado por la pandemia del COVID-19. La política monetaria es expansiva reflejada en la compra de bonos a las AFPs por \$3.476 millones¹³⁵. El monto negociado a 2021 llega a \$11.489,2 millones, monto similar al de 2015.

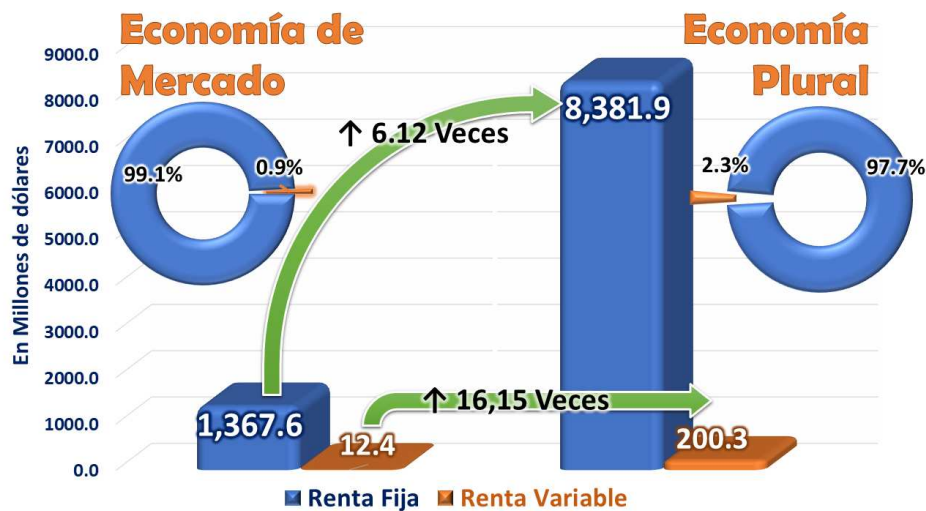
Comparación de ambos períodos. En el Gráfico N°2, en Economía de Mercado el volumen de operaciones en Renta Fija dentro de la Bolsa de Valores tiene un promedio de \$1367,56 millones, en el período de Economía Plural el promedio es de \$8.381,9 millones, aumenta 6,12 veces respecto del primer período. Para Operaciones en Renta Variable tenemos un promedio de \$12,4 millones en el período de Economía de Mercado, y un promedio de \$200,3 millones en Economía Plural, el volumen de negociaciones en Renta Variable aumenta en 16,15 veces respecto del primer período.

¹³³ Bolsa Boliviana de Valores. (2017). Memoria anual 2016, p66.

¹³⁴ Bolsa Boliviana de Valores. (2021). Memoria anual 2020, p8.

¹³⁵ <https://boliviaemprende.com/author/bolivia-emprende-b>. (2020, marzo 26). Expertos dicen que los Bs 3.476 millones que el BCB inyectará a la economía garantizará la liquidez. Retrieved October 25, 2022.

Gráfico N°2: Comparación del Volumen total de Inversiones por Tipo de Operación
(en millones de dólares - en porcentaje)



Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2020).

Elaboración: Propia.

En términos porcentuales según el Tipo de Operación, para el período de Economía de Mercado las operaciones con instrumentos de Renta Fija representan el 99,1% y en Economía Plural hay una disminución porcentual hasta 97,7% sobre el total. Las operaciones en instrumentos de Renta Variable tienen 0,9% en Economía de Mercado, y aumenta para el período de Economía Plural a 2,3% sobre el total negociado.

En Economía de Mercado, se cumple parcialmente la política de la Estrategia de Desarrollo Económico y Social, 1989-2000 de “mantener las condiciones apropiadas *para que el sector privado ejecute inversiones de largo plazo*”. Las Inversiones de Largo Plazo están relacionadas a las negociaciones en Renta Variable y DPFs con plazos mayores a 3 años.

En Economía de Mercado, se cumple parcialmente con la política de la Estrategia de Desarrollo Económico y Social, 1989-2000 de lograr “Una mayor profundización financiera, dada por el *impulso a las instituciones como el mercado de capitales*. Además de que *la fiscalización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras debe ser reforzada y ampliada*”. Las

modificaciones estructurales del ente regulador son con el propósito de reforzar y ampliar la fiscalización.

En Economía de Mercado, se cumple con las políticas de la Estrategia de Desarrollo Económico y Social, 1989-2000 de “el deseable desarrollo de un mercado de capitales formalizado y transparente que financie créditos de largo plazo y, una mayor asistencia técnica”, y de que “en el mediano plazo, se requiere crear un *contexto más complejo de instituciones financieras y desarrollar un mercado interno de capitales*”, que “se perfeccionará el marco legal y normativo vigente para fortalecer las instituciones financieras no bancarias”, y de “coadyuvar a la elaboración de normas para el desarrollo y fortalecimiento del mercado de valores”. Se explica por la creación del marco normativo y jurídico para empresas de servicios financieros, y empresas financieras complementarias.

En Economía de Mercado, no se cumple con la política del Plan General de Desarrollo Económico y Social, 1997-2002, de que “La estabilidad de la economía debe garantizarse para asegurar un clima favorable de inversión privada”.

En Economía Plural, se cumple con la política del “Régimen de Política Monetaria del banco Central”, que comprende “La coordinación de políticas con el Órgano Ejecutivo y la consideración explícita del desarrollo económico y social como parte de los objetivos de política monetaria”.

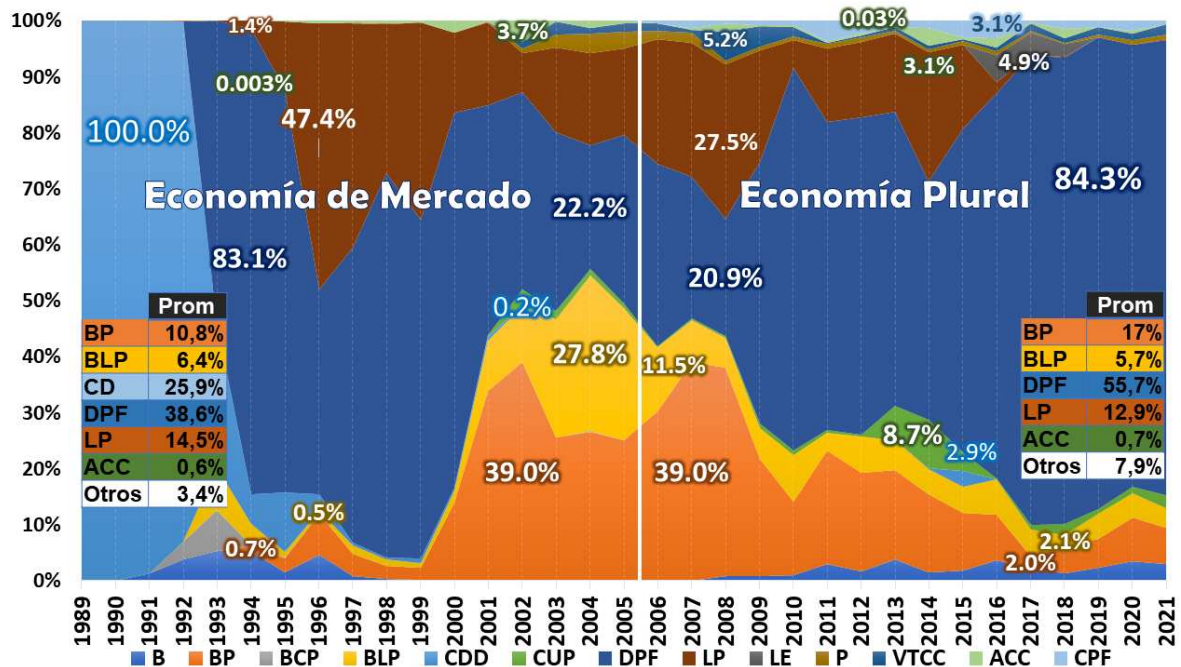
3.3. INVERSIONES POR TIPO DE INSTRUMENTO

Primer Período: 1989-2005 (Economía de Mercado)

Descripción. En Economía de Mercado los instrumentos más importantes de Renta Fija son los Bonos Públicos (BP), los Bonos a Largo Plazo (BLP), los Certificados de Depósito (CD), los Depósitos a Plazo Fijo (DPF) y las Letras Públicas (LP). Para instrumentos en Renta variable tenemos a las Acciones (ACC). Para BP tenemos un promedio de negociaciones del 10,77% sobre el total, con un máximo de 39,01% el año 2002, y un mínimo de 0,69% el año 1994. Los BLP tienen un promedio de negociaciones de 6,46% sobre el total, un máximo negociado de 27,76% el año 2004, y un mínimo de 0,45% en 1996. Los CD tienen un promedio de negociaciones del 25,85% sobre el total, un máximo de 100% los años 1989 y 1990, y un mínimo de 0,18% el 2002. Los DPF tienen un promedio de negociaciones del 38,55% sobre el total, un máximo de 83,06% el año 1994, y un mínimo de 22,17% el año 2004. Para LP tenemos un promedio de negociaciones de 14,46% sobre el total, un máximo

de 47,44% el año 1996, y un mínimo de 1,44% el año 1994. Las Acciones tienen un promedio de 0,54% de negociaciones sobre el total, un máximo de 3,69% el año 2002, y un mínimo de 0,0033% en 1994. El resto de los instrumentos de inversión representan en promedio un 3,39% sobre el total negociado dentro del período de Economía de Mercado.

Gráfico N°3: Inversiones por Tipo de Instrumento
(en millones de dólares / en porcentaje sobre el total)



Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia.

Explicación. En 1989 se opera con *Certificados de Depósito* por parte del BCB, dando inicio a las *Operaciones de Mercado Abierto* como mecanismo fundamental de la regulación monetaria los primeros años en los años 90¹³⁶. Durante 1992, el TGN emite títulos de *Largo Plazo del Tesoro* y *Letras de Tesorería* a favor del Banco Central de Bolivia para el pago de obligaciones. Además, se autoriza al TGN a emitir otras letras de Tesorería para solventar necesidades de financiamiento de emergencia. Se colocan *Bonos Bancarios*, *Bonos a Corto* y *Largo Plazo*, *CDs del BCB* y *Pagarés*¹³⁷.

¹³⁶ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p238.

¹³⁷ Ferrufino, R. (1993, julio). Compensación y Liquidación de títulos valores en el Mercado de Capitales en Bolivia (N° 02). UDAPE, p2. https://www.udape.gob.bo/portales_html/analisisEconomico/analisis/vol07/art02.pdf

En 1994 se inicia a financiar el déficit fiscal con letras del Tesoro. Recursos del ahorro interno son canalizados por esa vía al financiamiento del presupuesto estatal. En 1996 el BCB introduce nuevos instrumentos bursátiles, casi la totalidad de las negociaciones se realizan en *Depósitos a Plazo Fijo*, *CDs del BCB* y *Letras del TGN*¹³⁸, esta prominencia de instrumentos públicos continúa hasta 1998, donde los DPFs representan el 69% y las LT un 27%¹³⁹.

En 2001 se ve una tendencia a la inversión a largo plazo gracias a la Ley 2064 de Reactivación Económica de 3 de abril de 2000, que establece la liberación impositiva a todos aquellos valores emitidos a 3 años o más de vida¹⁴⁰.

En 2002, se produce la primera operación de “*Titularización*” denominada “SOBOCE-NAFIBO 002”¹⁴¹. En 2003 se autoriza la primera oferta de Bonos Corporativos en bolivianos indexados a la UFV. Se emiten *Valores de Contenido Crediticio*, logrando tres emisiones de procesos de Titularización¹⁴².

En 2004 se aprueba la nueva regulación para SAFIs con medidas que reducen la volatilidad a través de la diversificación. Se establecen requisitos para constituir y operar Fondos Cerrados¹⁴³. Es importante destacar el incremento de la participación con Bonos Corporativos desde 2001, en 2004 representan un 28% del total operado superando a los DPFs (22,2%) y a los Bonos del tesoro (22,5%)¹⁴⁴.

Segundo Período: 2006-2021 (Economía Plural)

Descripción. En Economía Plural los instrumentos más importantes de Renta Fija son los Bonos Públicos (BP), los Bonos a Largo Plazo (BLP), los Depósitos a Plazo Fijo (DPF) y las Letras Públicas (LP). Para instrumentos de Renta variable tenemos a las Acciones (ACC). Para BP tenemos un promedio de negociaciones del 15,8% sobre el total, con un máximo de 39% el año 2007, y un mínimo de 1,95% el año 2017. Los BLP tienen un promedio de negociaciones de 5,5% sobre el total, un máximo negociado de 11,54% el año 2006, y un mínimo de 2,09% en 2018. Los DPF tienen un promedio de negociaciones del 58,7% sobre

¹³⁸ Saldías P, Arnold. (1997). Mercado de Valores de Bolivia como Alternativa Financiera. Tesis de Grado, p57.

¹³⁹ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (1999). Memoria anual 1998, p16.

¹⁴⁰ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (2002). Memoria anual 2001, p35.

¹⁴¹ IBID, p30.

¹⁴² Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (2004). Memoria anual 2003, p46.

¹⁴³ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (2005). Memoria anual 2004, p15.

¹⁴⁴ Bolsa Boliviana de Valores. (2005). Memoria anual 2004, p41.

el total, un máximo de 84,33% el año 2019, y un mínimo de 20,93% el año 2008. Para LP tenemos un promedio de negociaciones de 11,2% sobre el total, un máximo de 27,52% el año 2008, y un mínimo de 0,029% el año 2017. Las Acciones tienen un promedio de 0,6% de negociaciones sobre el total, un máximo de 3,11% el año 2014, y un mínimo de 0,031% en 2013. El resto de los instrumentos de inversión representan en promedio un 7,96% sobre el total negociado dentro del período de Economía Plural.

Explicación. En 2006 se negocian acciones de 5 de las 36 empresas registradas en Bolsa, se negocia por primera vez *Cuotas de un Fondo de Inversión Cerrado*. El incremento en el total operado se explica por operaciones con *Bonos del Tesoro, Letras del Tesoro y DPFs*, los *Bonos corporativos* caen un 40,1%. La SBEF autorizó la fusión por incorporación entre el Banco Mercantil S.A., como sociedad incorporante y el Banco Santa Cruz S.A. como sociedad incorporada, tal operación causa la baja de la cotización de las acciones del Banco Santa Cruz por un valor de Bs76.7 millones¹⁴⁵.

En 2007, las operaciones con BT representan 39%, seguidos por las operaciones con DPFs con el 25.2%, en tercer lugar, las Letras del Tesoro con 24%. Este año los DPFs son superados por negociaciones con instrumentos públicos que, como en 2006, buscan aplacar la inflación vía OMA. En *Renta Variable*, existe un aumento del 400%, por las colocaciones de *Cuotas de Fondos de Inversión Cerrados*¹⁴⁶.

En 2008, las operaciones del sector privado (Bonos Corporativos, Pagarés, Valores de Titularización, Acciones y Cuotas de Participación) representan el 13,2% del total negociado, los valores del sector financiero (Bonos Bancarios y Certificados de Depósito de Plazo Fijo) el 21,7%, y los valores del sector público (Bonos Municipales y Bonos, Letras y Cupones del TGN) el 65%. También este año, toman relevancia los *valores de Titularización que representan el 41,9%* del total del *Mercado Primario*¹⁴⁷.

La caída del monto negociado en 2009 es por la disminución en los montos negociados en *Bonos y Letras del Tesoro* (50% y 36%, respectivamente). Se destaca el crecimiento en el monto negociado en *Cuotas de Fondos de Inversión Cerrados* y en *DPF'S* (se negociaron un 97%

¹⁴⁵ Bolsa Boliviana de Valores. (2007). Memoria anual 2006, p28, 35.

¹⁴⁶ Bolsa Boliviana de Valores. (2008). Memoria anual 2007, p26,36.

¹⁴⁷ Bolsa Boliviana de Valores. (2009). Memoria anual 2008, p35, 37.

más que en el 2008), sin embargo, estos incrementos no logran revertir la caída en las operaciones¹⁴⁸.

En 2010, el monto operado crece en 40,6%, originado por el crecimiento en más del 100% de negociaciones con Bonos Corporativos y DPF'S, seguidos por los Bonos Subordinados, que crece en 77,4%¹⁴⁹.

El monto operado en 2012 crece en 26,3%, originado por el crecimiento en más del 100% de los *Bonos de Largo Plazo*, seguidos por los DPFs que crecieron en 30,5%, el incremento en la negociación con estos valores es porque la alta liquidez continúa, la cual genera una mayor demanda por instrumentos. La negociación con Acciones y Cuotas de Participación de FICs (renta variable) alcanza los \$194,07 millones¹⁵⁰.

Los instrumentos más negociados en 2014, son los DPFs, que representan el 42,6% del total operado, disminuyen en un 17,9%. Además de OMA's, *la regulación de la liquidez* se efectúa con nuevas emisiones de CDs y la dinamización de las colocaciones directas a personas naturales. El incremento de las negociaciones de renta variable, en 2014, se impulsa por la negociación de *Acciones* de la *Sociedad Boliviana de Cemento S.A.* que vendió 1.009.695 acciones a un precio equivalente de \$us301,7 por acción, llegando a negociar un total de \$us304,6 millones. Este monto, representa el 23,4% del total operado en diciembre, y es *la operación más grande de acciones en la historia* de la Bolsa en una sola transacción¹⁵¹.

En 2015 se destaca el crecimiento de las Cuotas de Participación de los Fondos de Inversión Cerrados, que incrementaron más del 100%¹⁵².

Para 2016, los valores inscritos se concentraron en tres instrumentos: *Cuotas de Participación en FICs*, *Bonos Corporativos* y *Bonos Bancarios Bursátiles*, que en conjunto representan el 89% del total de valores inscritos. La Bolsa propuso en 2014 a la ASFI una norma que establece un nuevo tipo de instrumento bursátil dirigido a las PyMes. Después de haber concluido el proceso de revisión, la Resolución Administrativa Nro. 075/2016 del 4 de febrero de 2016 aprueba la normativa de *Bonos Participativos*, que son una nueva *alternativa de financiamiento*

¹⁴⁸ Bolsa Boliviana de Valores. (2010). Memoria anual 2009, p67.

¹⁴⁹ Bolsa Boliviana de Valores. (2011). Memoria anual 2010, p31.

¹⁵⁰ Bolsa Boliviana de Valores. (2013). Memoria anual 2012, p63.

¹⁵¹ Bolsa Boliviana de Valores. (2015). Memoria anual 2014, p3,53,54.

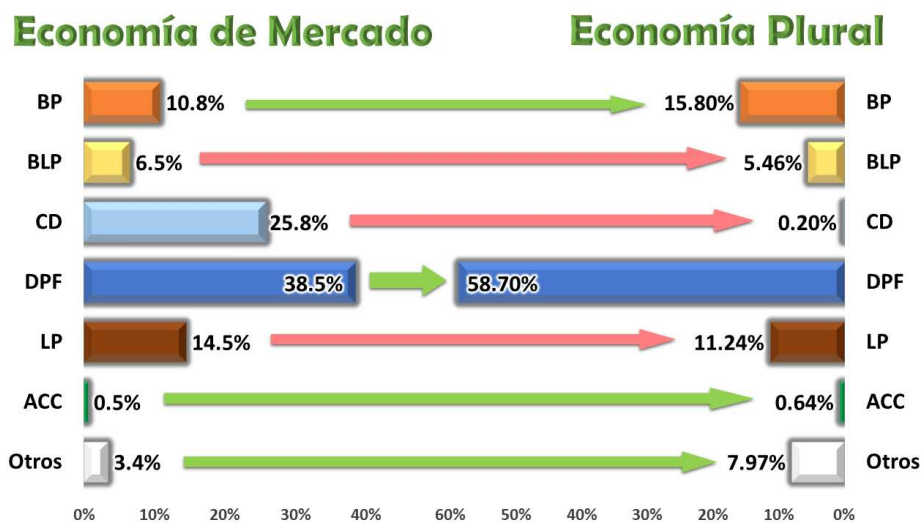
¹⁵² Bolsa Boliviana de Valores. (2016). Memoria anual 2015, p57.

exclusivo para PyMes, permite beneficiarse de rendimientos fijos del bono y de un rendimiento variable adicional en función de las utilidades de la Pyme¹⁵³.

En 2018, los instrumentos con mayor participación de *valores inscritos* fueron las *Cuotas de Participación* de los FICs con un 37,3%, seguidos por los *Valores de Titularización de Contenido Crediticio* y los *Bonos de Largo Plazo* con un 17,2% y 16,7% respectivamente¹⁵⁴.

Entre 2020 y 2021 la negociación con DPFs disminuyen, en 2021 disminuye la negociación con Bonos del tesoro¹⁵⁵.

Gráfico N°4: Comparación de las Inversiones por Tipo de Instrumento
(en porcentaje sobre el total)



Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia.

Comparación de ambos períodos.

En el Gráfico N°4 los instrumentos de inversión más importantes presentan los siguientes cambios:

- Los Bonos Públicos (BP) en Economía de Mercado tienen un porcentaje sobre el total de 10,75%, y aumentan 58% en Economía Plural, llegando a 17,04%.

¹⁵³ Bolsa Boliviana de Valores. (2017). Memoria anual 2016, p6, 47.

¹⁵⁴ Bolsa Boliviana de Valores. (2019). Memoria anual 2018, p6, 71.

¹⁵⁵ Bolsa Boliviana de Valores. (2022). Memoria anual 2021, p106.

- Los Bonos a Largo Plazo (BLP) que en Economía de Mercado tienen un 6,46% de participación, disminuyen 12% sobre el total a 5,68% en Economía Plural.
- Los Certificados de Depósito (CD) que tienen una participación del 25,85% en promedio durante el período de Economía de Mercado, disminuyen un 99%, es decir, durante el período de Economía Plural este instrumento de inversión se utiliza muy poco.
- Los Depósitos a Plazo Fijo (DPF) presentan una participación del 38,55% en el período de Economía de Mercado y aumenta en un 44% sobre el volumen total de operaciones, llega a ser en promedio un 55,64% para el período de Economía Plural. Este es el instrumento de inversión más utilizado en ambos períodos.
- Las Letras Públicas (LP) tienen un promedio de 14,41% en Economía de Mercado y disminuyen un 11% para el período de Economía Plural hasta 12,83%.
- Las Acciones (ACC) tienen un promedio de 0,53% en Economía de Mercado, aumentan un 31% para el período de Economía Plural hasta un 0,7%.
- Otros instrumentos de inversión representan en Economía de Mercado un 3,39%, entre ellos los Bonos Bancarios (B) con 1,53%, los Bonos a Corto Plazo (BC) con 0,66%, Pagarés (P) con 0,61%, los Valores de Titularización de Contenido Crediticio (VTCC) con 0,52%, y los Cupones (CUP) con 0,39%. En Economía Plural Otros Instrumentos representan el 7,89%, estos son los Cupones con 1,79%, los Bonos Bancarios con 1,72% de participación, las Cuotas de Participación en Fondos (CPF) con 1,49%, los Valores de Titularización de Contenido Crediticio con 1,36%, las Letras (LE) con 0,8%, los Pagarés con 0,7%, los Certificados de Depósito con 0,22% y los Bonos a Corto Plazo con 0,01%.

En Economía de Mercado, se cumple parcialmente la política de la Estrategia de Desarrollo Económico y Social, 1989-2000 de que *“El crecimiento de la base monetaria se realizará esencialmente mediante el aumento de las reservas internacionales y por Operaciones de Mercado Abierto”*.

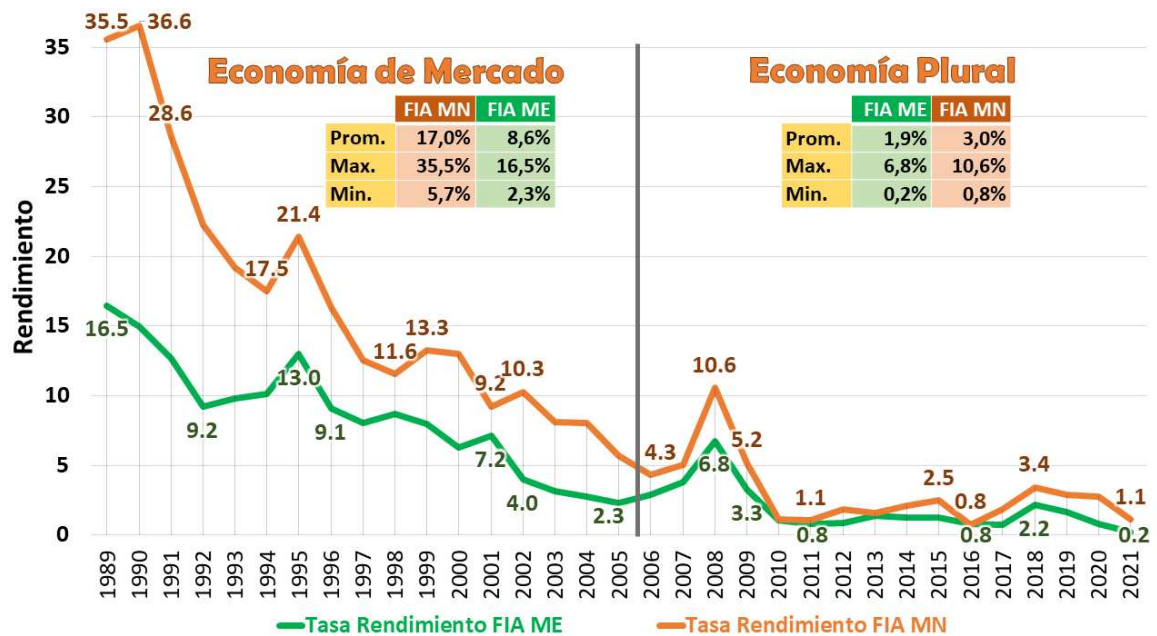
En Economía de Mercado, se cumple parcialmente con la política del Plan General de Desarrollo Económico y Social, 1997-2002, de que *“Se impulsará el mayor dinamismo en la nueva Bolsa de Valores”*.

En Economía Plural, se cumple con la política del Plan Nacional de Desarrollo, 2006-2011, de que “se impulsará la complementariedad con el sector financiero”.

En Economía de Mercado y Plural, se cumple con la política del “Régimen de Política Monetaria del banco Central”, de “el uso de un conjunto amplio de instrumentos y políticas para el cumplimiento del objetivo del Banco Central”.

3.4. TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Gráfico N°5: Tasas de Rendimiento de Fondos de Inversión (en porcentaje)



Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999). UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

Primer Período: 1989-2005 (Economía de Mercado)

Descripción. El promedio de las tasas de rendimiento en moneda nacional (boliviano) es de 17,01%, y un promedio de 8,58% para moneda extranjera (dólares de USA). Las tasas de interés máximas en dólares son del año de inicio de operaciones 1989 con 16,49%. Para negociaciones en moneda nacional 35,54% en 1990. Las tasas de interés mínimas para FIAs se dan en el año 2005, 2,3% para negociaciones en moneda extranjera y 5,72 para negociaciones en moneda nacional.

Explicación. Después de establecer que las tasas de interés se fijen libremente en el D.S. 21060, y autorizar operaciones y contratos en dólares, hay aumento en tasas de interés y en tasas de rendimiento que llegan a su máximo en 1987¹⁵⁶. En 1989 se trata de inducir la baja las tasas de interés, el BCB comienza a emitir *CDs a 8,6% de tasa de rendimiento*, incidiendo poco en las tasas de interés del sistema financiero¹⁵⁷.

Las *OMAs y sus tasas de rendimiento* son el instrumento más importante para la política monetaria en los 90s. Se ofrecen bajas tasas de rendimiento de CDs y otros instrumentos públicos hasta el 92 a medida que se recupera la estabilidad de la economía¹⁵⁸.

Desde la segunda mitad de 1992, las tasas de rendimiento de los CDs son más bajas que las de los DPFs y estos ganan más relevancia. Después de un repunte en 1995, y con el fin de expandir la liquidez en 1996, *se continúa bajando las tasas de los CDs*, dando lugar a la transacción en bolsa de otros instrumentos¹⁵⁹.

El aumento del déficit fiscal que sube de 3,3% en 1997 a 4,7% del PIB en 1998, está acompañado de aumentos no deseados en las tasas de rendimiento. *La estabilización de las tasas de rendimiento de los bonos públicos* ayuda a la disminución de las tasas de interés, aunque la reducción de las tasas se transmitía débilmente al sistema financiero¹⁶⁰.

Las tasas de rendimiento presentan un comportamiento similar durante los años 1998 al 2004, *tasas altas a inicio y fin de año, tasas bajas a mediados de año*. Este comportamiento confirma la *ciclicidad y estacionalidad de las tasas de rendimiento*. La tendencia en estos años es plenamente decreciente¹⁶¹.

Segundo Período, 2006-2021 (Economía Plural)

Descripción. El promedio para FIA en moneda extranjera es de 1,9%, en moneda nacional es de 3,01% de tasa de rendimiento. Las tasas de rendimiento máximas son: en moneda extranjera de 6,77% en el año 2008 y en moneda nacional es de 10,6%. Las tasas de rendimiento mínimas son: en moneda nacional es de 0,76% en 2016, y en moneda extranjera 0,2% el año 2021.

¹⁵⁶ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p238.

¹⁵⁷ IBID.

¹⁵⁸ Banco Central de Bolivia. (1996). Memoria Institucional 1995, Tercera Parte, Banca Central, p59-60.

¹⁵⁹ Banco Central de Bolivia. (1997). Memoria Institucional 1996, Tercera Parte, Banca Central, p58-59.

¹⁶⁰ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p261, 264-265.

¹⁶¹ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. Memorias anuales 1998-2003.

Explicación. En 2006, cuatro fondos empezaron a invertir en valores extranjeros. La diferencia de las tasas de rendimiento entre 2005 y 2006 es de una caída de más de 3 puntos porcentuales, explicada por las bajas expectativas de devaluación y el incremento de la demanda de bolivianos por los agentes, aspecto congruente con la política del Banco Central de Bolivia¹⁶².

La tasa de rendimiento en 2007 muestra un ascenso de casi 3% en un año. Este crecimiento acompaña el incremento en la cartera de los Fondos y el número de clientes, y se explica por el incremento de la demanda de bolivianos. En 2008, después de experimentar tasas muy altas que llegan a 10,6 de rendimiento, la tendencia a la baja al finalizar el año, implica una recomposición de portafolio donde el mercado claramente cambia sus expectativas sobre una futura devaluación del tipo de cambio expresada alrededor de la diferencia entre las tasas en bolivianos y dólares¹⁶³.

Después de 3 años de volatilidad en las tasas de rendimiento de FIAs en bolivianos y dólares, en 2010 las tasas muestran una tendencia decreciente, estable pero baja, registrando un promedio de 1,1%¹⁶⁴. Las Tasas de Rendimiento promedio en dólares y bolivianos tienen una caída hasta cerca del 1% al final del 2011¹⁶⁵, el mercado bursátil se desenvuelve en una situación de alta liquidez que genera una mayor cantidad de operaciones y reduce las rentabilidades de las inversiones en valores de deuda de renta fija, que son la característica de nuestro mercado¹⁶⁶.

El monto total inscrito en Bolsa el 2014 alcanza \$us561,1 millones, 11,9% menos que lo inscrito en 2013, se debe en parte al régimen de tasas de interés para las Entidades de Intermediación Financiera impuesto por la Ley 393, principalmente por los límites a las tasas para DPFs que establece tasas entre 0,18% y 4,10% según el plazo, medida que afecta indirectamente las tasas de rendimiento y la competitividad del mercado de valores nacional¹⁶⁷.

¹⁶² Bolsa Boliviana de Valores. (2007), Memoria anual 2006, p49.

¹⁶³ Bolsa Boliviana de Valores. (2008). Memoria anual 2007, p37, 58.

¹⁶⁴ Bolsa Boliviana de Valores. (2011). Memoria anual 2010, p46.

¹⁶⁵ Bolsa Boliviana de Valores. (2012). Memoria anual 2011, p157.

¹⁶⁶ Bolsa Boliviana de Valores. (2014). Memoria anual 2013, p3.

¹⁶⁷ Bolsa Boliviana de Valores. (2015). Memoria anual 2014, p67.

En 2016, la abundante liquidez del sistema financiero se manifiesta en una mayor demanda por valores, lo que motiva a una reducción de las tasas de rendimiento principalmente de las nuevas emisiones¹⁶⁸. El año 2017 registra una disminución de liquidez y un consecuente incremento en las tasas del sistema financiero¹⁶⁹.

La caída registrada en el mercado primario en 2017 es producto de la coyuntura económica marcada por una disminución de la liquidez y por un incremento en las tasas pasivas en el sistema financiero, incentivando a los inversionistas a optar por mantener su dinero en productos bancarios. A diciembre de 2017, existen doce (12) Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFIs) que administran sesenta (60) Fondos de Inversión Abiertos y Cerrados vigentes en el mercado. En cuanto a los rendimientos de los FIAs en bolivianos, mejoran sus niveles entre el cierre del 2016 y diciembre 2017. El rendimiento registrado por FIAs en dólares disminuye pasando de un rendimiento de 1,02% a un 0,53% entre 2016 y 2017¹⁷⁰.

Entre 2017 y 2018, el rendimiento registrado por los FIAs en bolivianos disminuye, pasando de un rendimiento de 2,9% a un 2,5%.

Al 31 de diciembre de 2019, existen trece (13) SAFIs que administran sesenta y cinco (65) Fondos de Inversión Abiertos y Cerrados vigentes en el mercado. La tasa de rendimiento promedio de los fondos de inversión abiertos en dólares a treinta días mejoró sus niveles entre el cierre de 2018 y 2019. En 2020 y 2021, las tasas de rendimiento disminuyen llegando a 1,1% en bolivianos y 0,2% en dólares¹⁷¹.

Comparación de ambos períodos

En el Gráfico N°6, en Economía de Mercado la Tasa de Rendimiento de Fondos de Inversión Abiertos en moneda extranjera (dólares de USA) presenta un promedio de 8,6% que desciende 4,6 veces hasta 1,9% de promedio en Economía Plural. La tasa en moneda nacional en Economía de Mercado presenta un promedio de 17% y en Economía Plural un promedio de 3%, esto es, 5,7 veces menor.

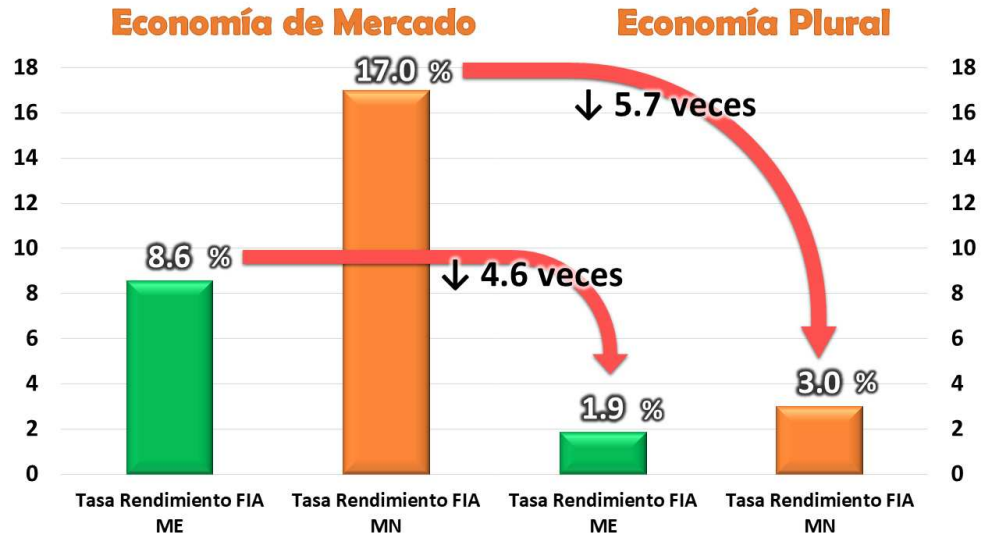
¹⁶⁸ Bolsa Boliviana de Valores. (2016). Memoria anual 2015, p7.

¹⁶⁹ Bolsa Boliviana de Valores. (2018). Memoria anual 2017, p8.

¹⁷⁰ IBID, p79, 110, 114.

¹⁷¹ Bolsa Boliviana de Valores. (2022). Memoria anual 2021, p157.

Gráfico N°6: Comparación de Tasas de Rendimiento de Fondos de Inversión
(en porcentaje)



Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999). UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

En Economía de Mercado se cumple la política de liberalización de las Tasas de interés, planteada por la Nueva Política Económica, “*Liberalización de las tasas de interés del sector financiero. Art28. Se autoriza operar con tasas de intereses libres*”. En la misma línea se cumple con la política de la Estrategia de Desarrollo Económico y Social, 1989-2000 de que “*Las tasas de interés, pasivas y activas, deberían seguir siendo el resultado de las fuerzas de mercado*”.

En Economía Plural se cumple con el Régimen de Tasas de Interés de la Ley N°393 de Servicios Financieros, y el D.S.2055, que establece *límites mínimos a las tasas de interés para Depósitos a Plazo fijo* con diferentes plazos, y también fija límites a los créditos al Sector Productivo.

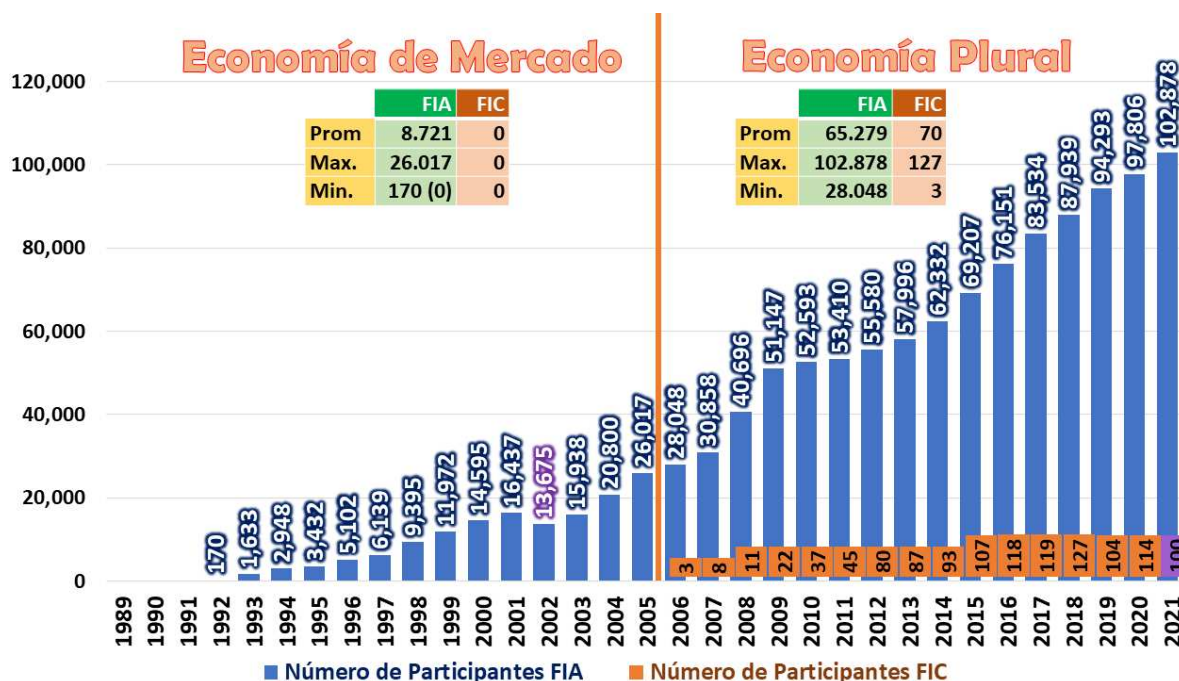
3.5. NÚMERO DE INVERSORES

Primer Período: 1989-2005 (Economía de Mercado)

Descripción. La tendencia, del número de Inversores en Fondos de Inversión en Economía de Mercado es creciente. El promedio es de 8.731 inversores en Fondos de Inversión Abiertos (FIA), se tiene un máximo número de inversores en FIA el año 2005 con 26.017 inversores, y un mínimo de 14 inversores, el año 1989, año de inicio de operaciones de la Bolsa. En este

período no se realizaron operaciones en Fondos de Inversión cerrados por lo que el número de inversores es cero.

Gráfico N°7: Inversores en Fondos de Inversión
(en número de participantes)



Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999). UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

Explicación. Desde 1989 hasta 1991 los participantes de la bolsa de valores inician operaciones bajo circulares emitidos por la Comisión Nacional de Valores. A partir de 1992, se establece la administración de Fondos Mutuos por los agentes de bolsa inscritos en la Comisión Nacional de Valores¹⁷². Estos Fondos Mutuos se convierten en *Fondos Comunes de Valores* el 21 de octubre de 1992 lo que impulsa el interés de los inversores, llegando a 170 participantes al final de ese año¹⁷³.

El año 1993 funcionan dos Fondos Comunes de Valores en el país con 1.633 participantes y a 1994 la cartera llega a \$9.29 millones y 2.948 participantes, casi el doble del 93¹⁷⁴.

¹⁷² Estos fueron “Fondo UNO”, el primer fondo en Bolivia administrado por SAXXON Capital S.A. Agente Bolsa, y el Fondo Aserfin Global.

¹⁷³ Saldías P., A. (2010). Mercado de Valores y Bolsa de Valores (1.a ed.), p60.

¹⁷⁴ Cifras que incluyen los participantes del Fondo Renta Classic, cuya anterior denominación fue CIV Multibanco.

En 1995, se añaden tres nuevos fondos comunes, Bisa Premier, Fortaleza y el fondo CIV, que luego se transfiere a BHN Valores, con un total de 3.432 participantes¹⁷⁵ ese año. En 1996 se constituyen 4 nuevos Fondos Comunes de Valores en el país: Bisa Capital, Mercantil, Multiplica, y Produce; llegando a siete Fondos ese año y más de 5.000 participantes. El 99 se liquida el FCV Multiplica y Multiplica Bolivianos, aun así, la cartera se incrementa a \$255,44 millones con 11.972 participantes. Para fines del año 2000 se alcanza 14.595 participantes¹⁷⁶. En la gestión 2000 se producen tres acontecimientos trascendentales: la creación de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, la transformación de los Fondos Comunes de Valores a Fondos de Inversión y la transferencia de la administración de estos fondos de las Agencias de Bolsa a las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, en el marco dispuesto por la Ley del Mercado de Valores y la Resolución Administrativa SPVS/IV/290¹⁷⁷.

Desde el año 2001 se produce una caída en la cartera y número de participantes de 16,437 a 13.675 en 2002, debido a la incertidumbre política desatada por las elecciones presidenciales en nuestro país, el mercado estaba sufriendo distorsiones nunca vistas anteriormente que afectaba la participación en la Bolsa de Valores¹⁷⁸.

A pesar de la incertidumbre por los problemas sociales y las Elecciones Generales, desde el 2003, el número de participantes presenta un incremento del 23,14% en el número de participantes y alcanza un total de 26.017 en 2005¹⁷⁹.

Segundo Período, 2006-2021 (Economía Plural)

Descripción. La tendencia de inversores en Economía Plural es creciente. El promedio de inversores en FIA es de 65.279 y el promedio de inversores en FIC es de 73. El máximo número de inversores en FIA es 2021, con 102.878 inversores y de 128 en FICs. El mínimo número de inversores para ambos fondos es del 2006, 28.048 inversores en FIA y 3 en FIC.

¹⁷⁵ Saldías P., A. (2010). Mercado de Valores y Bolsa de Valores (1.a ed.), p60. El número exacto en cifras de distintos documentos varía entre 3.232 y 3432 participantes por el año 1995.

¹⁷⁶ IBID, p61.

¹⁷⁷ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (2001). Memoria anual 2000, p22.

¹⁷⁸ Saldías P., A. (2010). Mercado de Valores y Bolsa de Valores (1.a ed.), p65.

¹⁷⁹ Bolsa Boliviana de Valores. (2006). Memoria anual 2005, p48.

Explicación. En 2006, los FIAs registran 28.048 clientes, de los cuales 91,02% corresponden a fondos en dólares mientras que el 8.8% restante corresponde a los fondos en bolivianos. El único Fondo de Inversión Cerrado cuenta con 3 participantes¹⁸⁰.

A diciembre de 2007 los FIAs registran un total de 30.858 clientes de los cuales 77.7% corresponde a los fondos en dólares y el 22.3% restante corresponde a fondos en bolivianos, 2007 es el tercer año consecutivo que los fondos en bolivianos duplican sus montos de inversión, y el segundo año consecutivo que los fondos en dólares disminuyen en cerca al 20%¹⁸¹. Para el 2008 existe preferencia del público por la moneda nacional¹⁸².

En 2010, las SAFPS administran 10% menos que en 2009, que se debe principalmente a una disminución en inversiones en valores públicos. El número de participantes cuenta con 2,9% más que al cierre del 2009, llegando el 2010 a 52.630 participantes¹⁸³.

Al cierre del 2011, las SAFIs administran 25,9% más que se debe principalmente a los nuevos Fondos de Inversión Cerrados que iniciaron sus operaciones. El número de participantes cuenta con un 1,6% más que el 2010, llegando a 53.455 participantes¹⁸⁴.

A diciembre de 2015 se crean nuevos Fondos de Inversión Cerrados; el número de participantes aumenta un 11% llegando a 69.314 participantes¹⁸⁵.

En 2021 los FIAs llegan a 102.878 participantes, un 4,9% más que lo registrado en el año 2020. Ese año los FICs pierden participantes llegando a 100 en 2021.

Comparación de ambos períodos

En el Gráfico N°8 el Número promedio de participantes en Fondos de Inversión Abiertos en Economía de Mercado es de 8.731 y aumenta en 6,9 veces para el período de Economía Plural, con un promedio de participantes de 60.270. En Economía de Mercado no se hicieron negociaciones en Fondos de Inversión Cerrados, en Economía Plural tenemos un promedio de 70 participantes.

¹⁸⁰ Bolsa Boliviana de Valores. (2007). Memoria anual 2006, p47.

¹⁸¹ Bolsa Boliviana de Valores. (2008). Memoria anual 2007, p52,55-56.

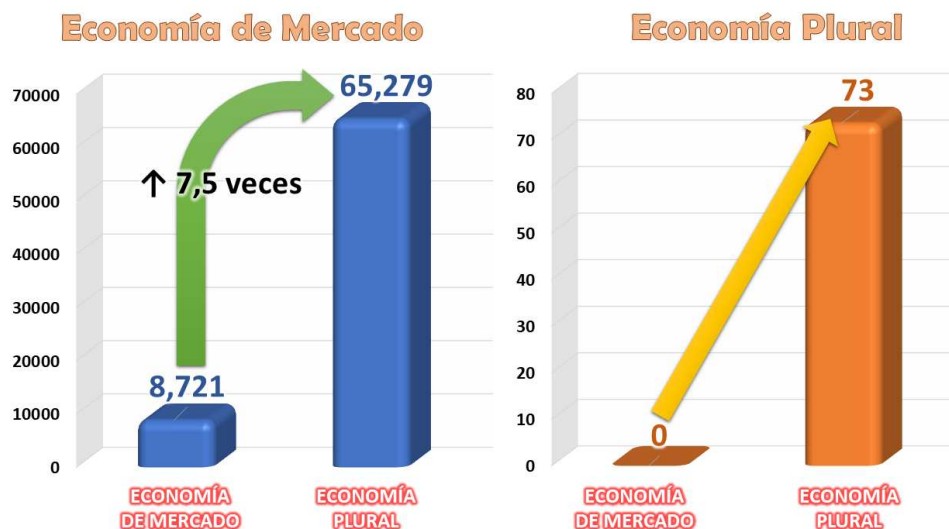
¹⁸² Bolsa Boliviana de Valores. (2009). Memoria anual 2008, p49-50.

¹⁸³ Bolsa Boliviana de Valores. (2011). Memoria anual 2010, p45.

¹⁸⁴ Bolsa Boliviana de Valores. (2012). Memoria anual 2011, p153.

¹⁸⁵ Bolsa Boliviana de Valores. (2016). Memoria anual 2015, p82.

Gráfico N°8: Comparación Número de Inversores en Fondos de Inversión
(en número de participantes)



Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999).
UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

En Economía de Mercado, se cumple con la política del Plan General de Desarrollo Económico y Social, 1997-2002, de que “*Para... mayor aborro y su oportuna colocación se debe normar... el proceso de aprobación de licencias para nuevos Fondos Financieros Privados... como mecanismo para el acceso al crédito*”.

En Economía de Mercado y en Economía Plural, se cumple con la política que plantea la Nueva Política Económica de: “*Levantamiento de toda restricción para negocios del sector bancario y financiero. Art26. Se autoriza a todas las instituciones financieras de Bolivia a efectuar todo tipo de actos jurídicos, operaciones y contratos en moneda nacional con cláusula de mantenimiento de valor, o en moneda extranjera*”.

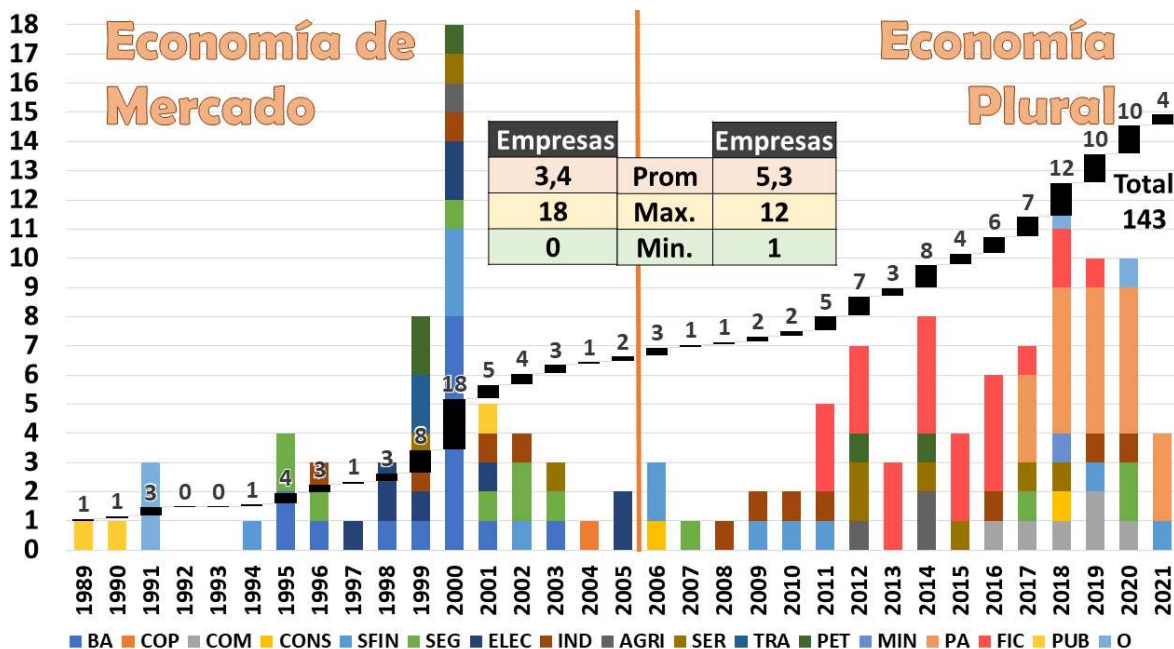
3.6. NÚMERO DE EMPRESAS

Primer Período: 1989-2005 (Economía de Mercado)

Descripción. El número promedio de empresas que ingresan y permanecen en el Mercado de valores es de 3,4 por año. Para el período de Economía de Mercado, se tiene un máximo de 18 empresas registradas el año 2000, y ninguna empresa registrada para los años 1992 y 1993. Los sectores con más empresas registradas son Bancos con 15, Eléctricas 9 empresas,

Seguros 8, Servicios Financieros e Industria con 5 empresas cada una, Servicios, Petroleras y Públicas con 3 cada una, y otros sectores suman 7 empresas, haciendo un total de 58 empresas registradas.

Gráfico N°9: Empresas Inscritas en el Mercado de Valores
(por tipo de empresa o sector)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ASFI.

Elaboración: Propia.

Explicación. El BCB como institución del estado de carácter autárquico, participa en el Mercado de Valores a través de las OMAs, estas operaciones pueden verse en los puntos 3.2., 3.3. y 3.4. En 1992, *el sistema financiero de Bolivia* está formado por 14 bancos nacionales y 4 extranjeros. Además de entidades no bancarias con alcances menores a la banca privada: 2 pequeñas bolsas de valores¹⁸⁶, 23 agencias de bolsa, 13 mutuales y alrededor de 200 cooperativas de ahorro y crédito, además de fondos y organismos no gubernamentales de crédito. Estos aspectos llevan a identificar al mercado bancario en Bolivia como oligopólico¹⁸⁷.

¹⁸⁶ La Bolsa Boliviana de Valores S.A. y la Bolsa de Valores de Santa Cruz de la Sierra S.A., que operó entre 1989 y 1996. Para detalles sobre esta última ver Saldías Pozo, Tesis de Grado, 1997.

¹⁸⁷ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p248.

Sobre los Fondos Comunes de Valores (SAFIs ahora) en la década de los 90, entran en el mercado 3 nuevos FCV en 1995, en el 96 cuatro nuevos Fondos inician operaciones, en el 97 son cinco fondos nuevos. El año 1998 se caracteriza por ser el año en que la industria cuenta con la más alta cantidad de Fondos llegando a un número de 14¹⁸⁸.

En 1999 por primera vez en la historia del Mercado de Valores boliviano, una empresa productiva inscrita en el Registro del Mercado de Valores (SOBOCE S.A.) emite acciones rápidamente adquiridas en la Bolsa Boliviana de Valores principalmente por las AFPs. Esto es posible por la norma emitida que establece la obligatoriedad de inscripción en el Registro del Mercado de Valores para todas las empresas con 25 o más accionistas¹⁸⁹, y la implementación de la calificación de riesgo para la emisión de valores, ambos como mecanismos importantes generadores de transparencia¹⁹⁰.

A fines de la década del 90, el sistema financiero privado boliviano estaba formado por 9 bancos nacionales, 4 extranjeros, 17 cooperativas de ahorro y crédito, 5 fondos financieros privados y 13 sociedades inmobiliarias hipotecarias¹⁹¹.

En el año 2000 se dan tres sucesos importantes: la creación de las SAFIs, la transformación de Fondos Comunes de Valores a Fondos de Inversión, y la transferencia de la administración de estos FCVs de las Agencias de Bolsa a las SAFIs, según la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras¹⁹². Tal normativa también establece la inscripción y actualización de inscripciones de Bancos y empresas de servicios financieros ese año.

Después de la inscripción y emisión de bonos por parte del Gobierno Municipal de La Paz en 2001, en 2005 se busca el apoyo internacional para otros municipios para la titularización

¹⁸⁸ Saldías P, Arnold. (2010). Mercado de Valores y Bolsa de Valores (1.a ed.). NN, p62.

¹⁸⁹ En cumplimiento del Artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores que menciona: ARTICULO 10.- EMISORES. Las sociedades por acciones, las entidades del Estado, a excepción del Tesoro General de la Nación y el Banco Central de Bolivia, podrán hacer oferta pública de sus Valores siempre y cuando cumplan todos los requisitos señalados en la presente Ley y sus reglamentos. Las sociedades por acciones que cuentan con veinticinco (25) o más accionistas, se encuentran obligadas a inscribir sus acciones en el Registro del Mercado de Valores y podrán hacer oferta pública de las mismas.

¹⁹⁰ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (2000). Memoria anual 1999, p4.

¹⁹¹ Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia, p268.

¹⁹² IBID, p64.

de sus ingresos futuros por Coparticipación Tributaria y que estos puedan acudir al Mercado de Capitales utilizando sus ingresos futuros por concepto de IDH.¹⁹³

Durante los años 2001 al 2003 se lleva adelante seminarios dirigidos a empresarios en cinco capitales departamentales del país para difundir las ventajas que brinda el Mercado de Valores¹⁹⁴.

Segundo Período, 2006-2021 (Economía Plural)

Descripción. El número promedio de empresas que ingresan y permanecen en el Mercado de Valores es de 5.3 por año. Tenemos un máximo de empresas registradas de 12 para el año 2018, y solo una empresa registrada en cada uno de los años 2007 y 2008. Los sectores con más empresas registradas son Fondos de Inversión Cerrados con 24, Patrimonios Autónomos con 13, Servicios Financieros, Industria y Servicios con 6 empresas cada sector, Comercio registra 5 empresas, Agricultura 3 y otros sectores suman 8, haciendo un total de 71 empresas registradas para el período de Economía Plural.

Explicación. Durante 3 años, a partir del 2005, se hacen diferentes *esfuerzos por incorporar a las PyMes* en el mercado de valores. Se desarrolla el proyecto de “Promoción e Incorporación de la PyME al Mercado de Capitales en Bolivia”, el “Proyecto de Pre-Estructuración PyME”, el “Fondo de Aval Bursátil para PyMEs”, una “Metodología de Evaluación de Riesgo de Corto Plazo para PyMEs”, y una “Metodología de Estratificación PyME para el Mercado de Valores” logrando solo una operación hasta el 2008.

El Banco Central y su participación en el Mercado de Valores toma una importancia creciente desde 2005, la negociación a través de OMAs, es decir, con Bonos y letras del BCB, procura controlar la liquidez y por ende intentar controlar la inflación. Esta actividad del BCB permanece durante los siguientes años.

Se estimula la oferta de nuevos vehículos para la canalización de recursos, por ejemplo, el primer Fondo de Inversión Cerrado (año 2006) garantiza operaciones de créditos a micro, pequeñas y medianas empresas, además de lograrse la primera colocación de Pagarés de una PyME, logrando un financiamiento de \$551.000¹⁹⁵.

¹⁹³ Bolsa Boliviana de Valores (2006). Memoria Anual 2005, p19.

¹⁹⁴ Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. (2004). Memoria anual 2003, p46.

¹⁹⁵ Bolsa Boliviana de Valores. (2010). Memoria anual 2009, p7,40.

En 2009, las operaciones de PyMes superan en un 50% las operaciones transadas en el 2008, cumpliendo con el interés de la BBV en que unidades económicas de menor tamaño puedan integrarse a la actividad bursátil. De los 11 Patrimonios Autónomos en 2009, 10 están administrados por BDP Sociedad de Titularización S.A. (antes NAFIBO), y representan 35% del total de las operaciones registradas en el mercado primario.

En 20 años de operación de la Bolsa, la BBV ha permitido que emisores de distintos rubros accedan a un financiamiento en condiciones competitivas. El Sector Eléctrico representa el 25.9% del monto total emitido en el periodo 1989–2009. En segundo y tercer lugar se encuentran los emisores del Sector Industrial y Petrolero, con el 18.5% y el 17.6% del total emitido desde 1989¹⁹⁶.

Para el 2010, el sector empresarial nota las grandes ventajas del financiamiento bursátil: tasas atractivas, plazos largos, garantía quirografaria, con el requerimiento de solidas proyecciones financieras y capacidad de gestión. En este sentido, siete nuevas empresas acuden a la Bolsa atraídas por estas condiciones, logrando inscribir \$528 millones, 49% más en relación al 2009¹⁹⁷.

La Bolsa, en septiembre de 2011, firma un convenio con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para implementar un Proyecto de “Apoyo a la Incorporación de PyMEs al Mercado de Capitales”. El objetivo es contribuir a la formación de un mercado de capitales con un mayor grado de fortalecimiento, profundidad y ampliación, a través de la creación de condiciones necesarias para que emisores PyME acudan a la Bolsa como fuente de financiamiento basado en tres componentes: **i)** La Gestión de Desarrollo del Mercado de Valores PyMe, **ii)** La Gestión de la Proyección Nacional del Mercado de Valores, y **iii)** La Gestión de la Sostenibilidad de la Ventanilla de Atención de la Bolsa a las PyMEs¹⁹⁸.

Para el 2013, el sector representado por los Fondos de Inversión Cerrados representa el 17,9% del monto total emitido. En segundo y tercer lugar se encuentran el Sector Industrial y los emisores del Sector Eléctrico, con el 16,7% y 13% del total emitido desde 1989, respectivamente.

¹⁹⁶ IBID, p81,82.

¹⁹⁷ Bolsa Boliviana de Valores. (2011). Memoria anual 2010, p3.

¹⁹⁸ Bolsa Boliviana de Valores. (2014). Memoria anual 2013, p44.

La primera PyMe que se financia a través de la emisión de Bonos Participativos es Industria Textil TSM S.A., en 2017, por un total de \$us7,58 millones. En los 28 años de operación el sector con el mayor monto emitido es representado por los Fondos de Inversión Cerrados administrados por las SAFIs siendo el 28,5% del monto total emitido. En segundo lugar, se encuentran las emisiones del sector bancario con el 13,1% del total emitido¹⁹⁹.

El monto negociado en mercado primario en 2018, fue de \$546 millones, 3,4% mayor al 2017, también se realizan colocaciones en mercado primario de veintiún (21) emisores. Para 2021, la BBV registra colocaciones en mercado primario de 27 emisores, once son empresas del sector empresarial del país; cinco de entidades de intermediación financiera; cinco son patrimonios autónomos; cuatro empresas de servicios financieros y dos son fondos de inversión cerrados²⁰⁰.

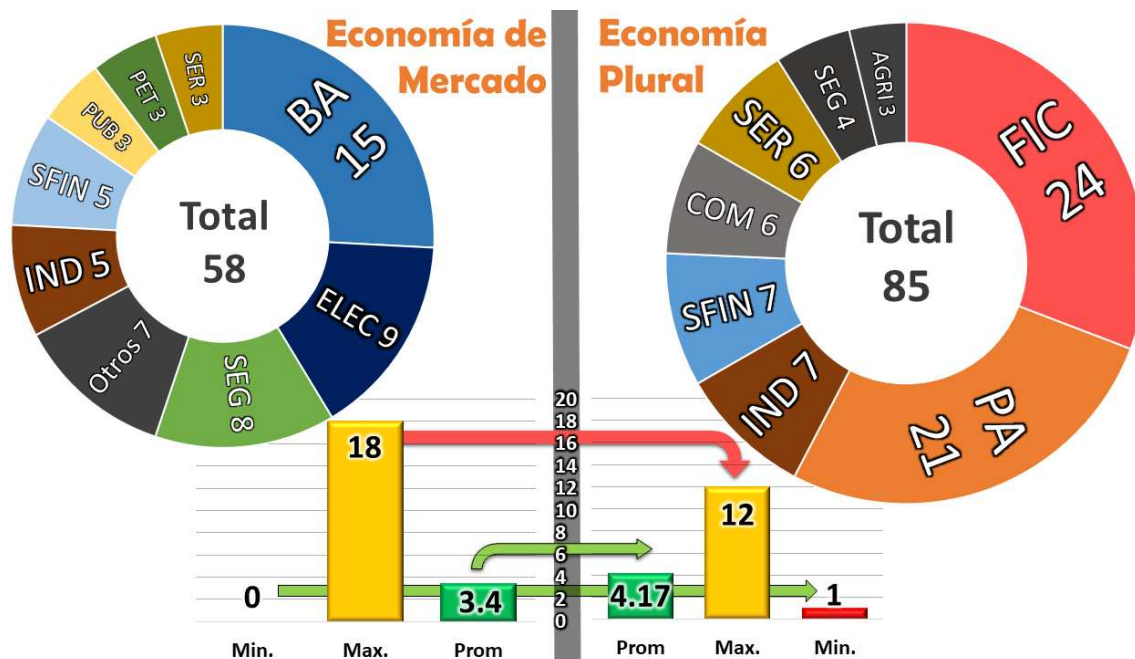
Comparación de ambos períodos

El Gráfico N°10 presenta un promedio de inscripciones de empresas a la Bolsa de Valores de 3.4 por año, en Economía Plural aumenta a 4,17 empresas por año. El número máximo de empresas que se inscribieron en un año es de 18 en Economía de Mercado (año 2000) y disminuye a 12 empresas en Economía Plural (año 2018). Los sectores más importantes en Economía de Mercado y que inscribieron más empresas son: Bancos con 15 inscritos, Eléctricas con 9, Seguros con 8. En cambio, los sectores más importantes en Economía Plural son Fondos de Inversión Cerrados con 24 inscritos y Patrimonios Autónomos con 13. En ambos períodos existe un similar número de empresas inscritas en los sectores de Servicios Financieros e Industria, con 5 inscritos en Economía de Mercado y 6 inscritos en Economía Plural, también el sector Servicios con 3 y 5 inscritos respectivamente. Las instituciones del sector público que participan en la Bolsa de Valores solo son 3. Los sectores con menor presencia en la Bolsa de Valores son Construcción y Transporte con 2 empresas cada uno y Cooperativas y Minería con 1 inscrito cada sector.

¹⁹⁹ Bolsa Boliviana de Valores. (2018). Memoria anual 2017, p81, 109.

²⁰⁰ Bolsa Boliviana de Valores. (2022). Memoria anual 2021, p7.

Gráfico N°10: Comparación de Empresas Inscritas
(por tipo de empresa o sector)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ASFI.

Elaboración: Propia.

En Economía de Mercado, se cumple parcialmente con la política de la Estrategia de Desarrollo Económico y Social, 1989-2000 de procurar *“asignaciones correctas de recursos intra-sector e inter-sector, con énfasis en los programas públicos de formación, capacitación y difusión para empresarios, para aumentar la productividad de sus inversiones”*.

En Economía de Mercado, no se cumple con la política de la Estrategia de Desarrollo Económico y Social, 1989-2000 de que *“la Bolsa de Valores coadyuvaría de manera efectiva a la movilización del ahorro interno, desarrollando el mercado de capitales y posibilitando la expansión del número de sociedades anónimas”*.

En Economía Plural, se cumple parcialmente con las políticas del Plan Nacional de Desarrollo, 2006-2011, de que se *“facilitará procesos de innovación en las instituciones privadas, como por ejemplo establecer el capital de riesgo”*, y *“Además de estas acciones con el sector financiero tradicional, es fundamental... introducir mecanismos e instrumentos de bolsa... y ofrecer nuevas oportunidades de fondeo para pequeñas y medianas empresas”*.

3.7. EVIDENCIA TEÓRICA

3.7.1. DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES DE EL-WASSAL (2013) PARA BOLIVIA

3.7.1.1. Factores determinantes del Desarrollo del Mercado de Valores

1. Factores de Oferta de Títulos

Están relacionados con el *costo de salir a bolsa*, con el *tamaño de la economía* y con la *estructura de la economía*:

- a) Las *exenciones impositivas* a los títulos *reducen el costo de colocación* y dan un impulso al volumen de negociaciones en valores de largo plazo a partir del 2000. La Ley 2064 de Reactivación Económica que libera de impuestos a valores colocados a 3 años o más promueve el uso de Bonos a Largo Plazo, Cupones y en menor medida DPFs. Los Bonos a Largo Plazo alcanzan 28% sobre el total en 2004 superando a DPFs (22,2%) y Bonos del tesoro (22,5%), en 2005 logra un 24%.
- b) Las *economías muy pequeñas tienen insuficiente oferta de títulos* no permitiendo diversificar la cartera, situación que ocurre en la bolsa durante la mayor parte del período, sin embargo, la aparición de nuevos instrumentos (FICs, PAs, P) permite cambiar esta situación los últimos años. Los Bonos de Largo Plazo tienen participaciones importantes entre el 2000 y 2007. A partir del 2010, el gran crecimiento en los montos de negociaciones es dominado por la negociación con DPFs juntamente con el aumento de liquidez en el sistema financiero y en la economía en general. Tal prominencia de DPFs persiste hasta el 2021 donde presenta un 81,3% en las negociaciones totales.

Respecto de las *Pymes y otros instrumentos*, toman relevancia los últimos años. En 2002 y 2003 se colocan los primeros Valores de Titularización, 4 emisiones en total, instrumento adecuado para empresas medianas. En 2008 los VTCC logran 5% sobre el total y 42% en mercado primario. En 2006 se logra la primera negociación de un FIC (que emite cuotas de participación de renta variable) y en 2007 logra 1,3% sobre el total con un crecimiento de 400%. Su punto más alto es el 2011 con 3,5%, luego en 2015 y 2016 presenta buenas participaciones y mucho crecimiento con 2,9% y 3,1% respectivamente. Sobre las Acciones, el 2000 logran un 2% sobre el total, el

2002 un 4%, el 2006 se negocian solo 6 Acciones de las 36 empresas inscritas en bolsa, y se añade a este dato la caída del precio de las Acciones del Banco Santa Cruz por su disolución e incorporación al Banco Mercantil. El 2014 en un evento único, se colocan Acciones por \$304.6 millones de la empresa SOBOCE S.A., esta es la colocación más grande de Acciones en la historia de la bolsa y logra 3% sobre el total.

- c) Las *Estructura de la economía*, como factor de Oferta de Títulos, se refiere a la *proporción de empresas que corresponden al sector primario, industrial o de servicios, y al sector público*. En *Economía de Mercado*, el Registro del Mercado de Valores inscribe al BCB y al TGN en 1989 y 1990 respectivamente, también a distintos *Fondos Comunes* en 1991. El año 2000 se inscriben 8 bancos comerciales, 4 SAFIs y 3 empresas de Servicios Financieros como resultado de la obligatoriedad de actualización de inscripciones para entidades financieras. Los sectores más importantes en Bolivia inscriben 7 empresas eléctricas entre 1997 el 2001 y 2 más en 2005 (ENDE, sus subsidiarias y otras distribuidoras), 3 empresas de hidrocarburos hasta el 2000 (relacionadas a YPFB), y 5 empresas industriales grandes entre 1996 y 2002 (SOBOCE, Tigre, entre ellos). Otras empresas inscritas en este período son 3 de servicios (ej. Los Tajibos, Panamerican Securities), 2 empresas ferroviarias (Andina y Oriental) y 1 de agroindustria (Gravetal), abarcando relativamente todos los sectores importantes de la economía. Una razón por la que prácticamente no hay PyMes es por la escasa o nula formación y difusión a empresarios, política no cumplida en esta etapa.

En *Economía Plural* sectores de empresas medianas y pequeñas acceden al mercado de valores. Inicia con los procesos de titularización apoyados en capitales de riesgo administrados por BDP-S.A.M. (antes NAFIBO S.A.M.) con 11 *Patrimonios Autónomos* hasta el 2009. En 2005 se inicia a promover el financiamiento a PyMes con proyectos de *promoción, estructuración, evaluación y estratificación para pymes*, que logra el 2008 una negociación, e iniciando un gran interés de incorporarse a la bolsa de varias empresas pequeñas y medianas. En 2009 se logra colocar los primeros Pagarés para PyMes en Mesa de Negociación por un valor de \$551.000. Asimismo, en 2011 se inicia el proyecto *“Apoyo a la incorporación de PyMes al Mercado de Capitales”* con apoyo del BID, logrando en 2017 la primera emisión de Bonos participativos para la PyMe Industria

Textil TSM S.A. por \$7,58 millones. En este período se inscribieron principalmente: FICs (24 en total) que representan patrimonios autónomos de PyMes y otras empresas grandes, otros de procesos de Titularización correspondientes a empresas Medianas e instituciones de Microcréditos (21 en total), 7 empresas de Servicios Financieros, 7 de Industria, 6 de Servicios, 6 empresas de Comercio, 3 de Agroindustria y 2 empresas de construcción.

2. Factores de Demanda de Títulos

Relacionado a los inversores o demandantes de títulos y el respectivo rendimiento.

- a)** La *Demanda de Títulos* depende del riesgo asociado a la inversión, los rendimientos y los instrumentos utilizados por parte de inversores individuales e institucionales. Bolivia cuenta con una amplia participación de inversores institucionales (SAFIs, AFPs) que proporcionan equilibrio al mercado.
- b)** Las *Tasas de Rendimiento* de los Fondos de Inversión, como factor de demanda de títulos, tienen una libre determinación en *Economía de Mercado* y cumplen con la NPE. Tales tasas son altas durante la mayor parte del período, por ejemplo, para FIA en bolivianos, tasas de 36,5% en 1990, o 13% en 2000, y para FIA en dólares tasas de 16,5% 1989, o 7,15% en 2001. Es también visible el descenso de la Tasa de Rendimiento, llega el año 2005 a tasas de 5,7% y 2,3% para fondos en bolivianos y dólares respectivamente, afirma la política liberalización de las tasas del sistema financiero. En *Economía Plural* se producen variaciones de año en año, por ejemplo, tasas para FIAs en 2006 de 2,3% en bolivianos y 4,3% en dólares, tasas altas en 2008, 6,8% en bolivianos y 10,6 en dólares. En años posteriores, entre 2012 y 2021 las tasas son estables fluctuando alrededor de 1% y 3,8%, con dos momentos de tasas muy bajas, el 2016, con valores muy cercanos a 0,8%, y el 2021 con tasas en bolivianos de 1,1% y en dólares de 0,2%.

Otros factores de Demanda y Oferta de títulos son la amplitud del sector bancario y del mercado que opera bonos que crean una “Cultura de Bonos”, pues logra inversores con experiencia, conocimiento, con instituciones de respaldo aumentando el grado de desarrollo del mercado. Los promedios de negociaciones en Renta Fija son de 99,1% y 97,5% en *Economía de Mercado* y *Plural* respectivamente, lo que nos convierte en un “*Mercado de*

Renta Fija” o “*Mercado de Bonos*”, además, desde 2012, y hasta la actualidad, la FIAB nos posiciona en el cuarto lugar de negociaciones en renta fija entre trece países, tan solo por debajo de las bolsas de Colombia, Santiago y Buenos Aires.

3. Factores Institucionales

Se entiende tanto al *conjunto de reglas y normas que forman las interacciones sociales, políticas y económicas* entre los miembros de una sociedad, como a *los órganos políticos, económicos, sociales y educativos* de un país.

- a)** La *estructura legal y de regulación* son primordiales en el inicio de operaciones y en el desarrollo del mercado. Consolidada en los 90's procura la confianza y protección de empresas e inversores y sus resultados son visibles en la creación de un marco jurídico confiable, regulado y accesible aún para las PyMes (Ley del Mercado de Valores en 1998 y los reglamentos). Sucesos como la creación de las SAFIs (2004), la fusión de la SPVS y la SBEF en la ASFI (2009), o el establecimiento del Régimen de Tasas de Interés (DS. N°2055, julio 2014) provocan fluctuaciones en el mercado.
- b)** La *Estabilidad Política* es el factor que más disminuye la confianza y el desarrollo del mercado, visualizado en disminución de participantes, cambio en el uso de instrumentos, menos empresas inscritas y volúmenes de negociación menores (2002, 2019). En ambos períodos se plantea la política de *establecer condiciones económicas y políticas para promover la inversión tanto pública como privada*, sin embargo, ambos períodos han tenido sus correspondientes años de inestabilidad. Por ejemplo, la disminución de negociaciones, de \$3.772,27 millones a \$1.355,74 millones (casi la mitad) entre el 2001 y el 2004, es en gran parte resultado de la crisis política generada por la incertidumbre del proceso electoral en el país, un duro golpe a un joven Mercado de Valores Boliviano, también produce una caída en la cartera y número de participantes de FIAs, de 16,437 en 2001, a 13.675 en 2002. De la misma manera, en un contexto político de inestabilidad y crisis durante la segunda mitad del 2019, las negociaciones disminuyen en un 30,98% respecto del año 2018, llegando a negociar \$11.878,62 millones, cifra similar a la del 2015.
- c)** Otros *sucesos institucionales* que afectan a las negociaciones y a empresas son: la creación de la ASFI en 2009 genera retrasos de varios meses en la aprobación de emisiones

programadas, y genera disminución en el volumen de \$3.152,32 a \$2.783,35 millones en 2008 y 2009 respectivamente. A esta inestabilidad política se suman momentos de *inestabilidad económica*, como la crisis económica de los dragones asiáticos en 1997-1999, o el fallido ajuste de precios de los carburantes del 2010 que genera una corrida de depósitos y una disminución de la cartera de los Fondos de Inversión del 4%.

4. Factores de Política Económica

Políticas macroeconómicas racionales y previsibles aumentan la confianza de los inversores y crean un entorno propicio para las decisiones de inversión.

La *política monetaria* del BCB y su Régimen Ortodoxo y Heterodoxo explican fluctuaciones en el Volumen de Negociaciones, el tipo de Instrumentos usados en cada gestión y, en menor medida, las Tasas de Rendimiento, la teoría afirma que un *mercado líquido permite al banco central usar instrumentos monetarios directos e indirectos* y que estos son *mecanismos de transmisión más estables*. El sector público, a través del BCB y del TGN, es un principal actor por el uso de OMAs al *ofrecer títulos de Renta Fija para conseguir sus objetivos de tasas de interés o de financiamiento* (1992-1996,1998). Es determinante el enfoque Heterodoxo en el segundo período por el *uso de OMAs de manera expansiva o contractiva en escenarios de falta o exceso de liquidez en la economía*, que afectan a los volúmenes de negociación. La evidencia señala, por ejemplo, aumento de negociaciones en el 90 hasta \$519,02 millones y la consecuente caída en el 92 hasta \$235,97 millones por disminución de negociaciones con CDs. En 2000 el BCB aumenta la liquidez y se producen negociaciones totales por \$3.417,3 millones, el 2001 se logra \$3.772,27 millones, las cifras más altas del período.

En Economía Plural se evidencia una fase contractiva entre 2006 y 2008, negociando \$1683,9 y \$3.152,32 millones respectivamente, seguida de una fase expansiva en 2009 con menor volumen de emisiones de OMAs. El último año que los instrumentos públicos tienen un porcentaje alto es el 2014, con 23% para Letras del Tesoro y 14% para los Bonos del Tesoro. Después de una fase neutra (2011 al 2014) entra a una fase expansiva entre 2015 y 2017. Asimismo, la fase expansiva 2020-2021 que busca aumentar liquidez y reactivar la economía muestra un volumen similar al 2015,

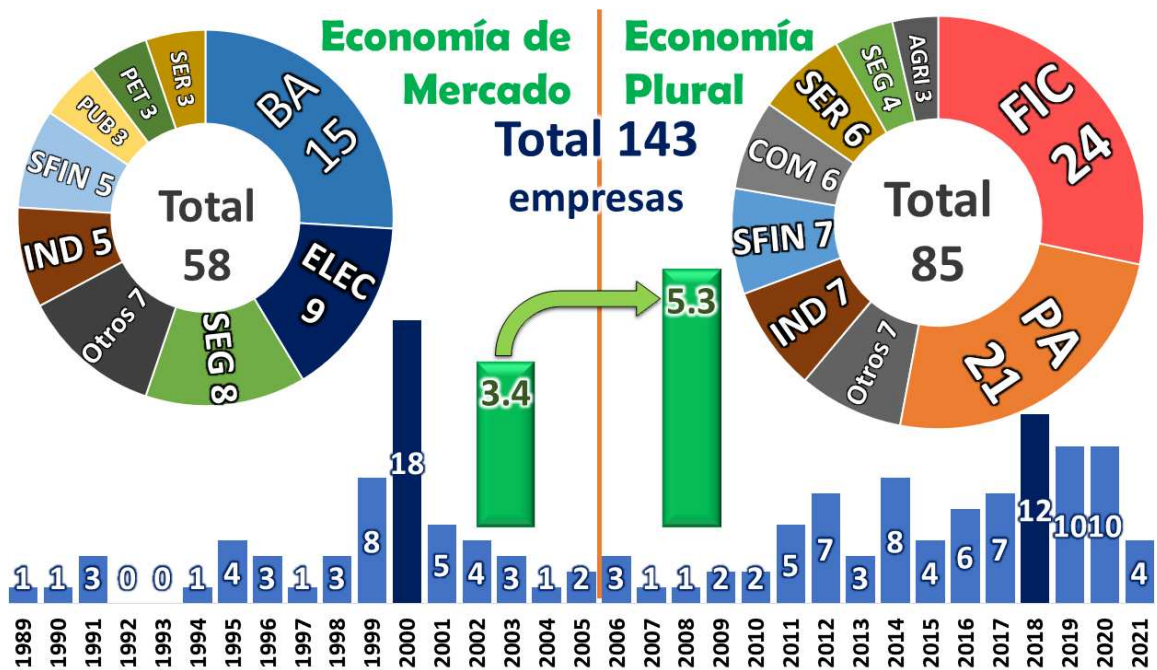
cercano a \$11,5 millones. La negociación con Bonos llega a 5% en 2019, y a 6,5% en 2021.

3.7.1.2. Dimensiones de evaluación del desarrollo del Mercado de Valores

1. El tamaño del mercado

Reflejado en el número de empresas inscritas, su ventaja es medir la amplitud aproximada del mercado no ligada a las fluctuaciones en los volúmenes.

Gráfico N°11: Tamaño del Mercado
(en número de empresas inscritas y promedio anual)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ASFI.

Elaboración: Propia.

El anterior cuadro muestra la comparación entre los dos períodos del número de empresas inscritas, máximos, mínimos y promedios.

En **Economía de Mercado** el máximo número de empresas inscritas es el año 2000 con 18 explicado por la obligatoriedad de inscripción de empresas con 25 o más accionistas y la actualización de inscripciones para empresas del sistema financiero. El promedio de inscripciones es de 3,4 empresas por año. Los sectores que más inscriben son el sector financiero con 20 empresas (bancos, servicios financieros) y el sector primario - secundario con 12 empresas (eléctricas, petroleras). Es evidente la disminución y aumento de

inscripciones en años donde *factores institucionales* tienen relevancia, por ejemplo, años previos y posteriores a 1998, año que se promulga la Ley N°1834 del Mercado de Valores, y los años posteriores a la crisis política del 2002.

En ***Economía Plural*** el máximo número de empresas es 12 el año 2018. El promedio de inscripciones es 5,3 empresas por año. Los sectores que más inscriben son Fondos de Inversión Cerrados con 24 (de empresas medianas y fondos para impulso a PyMes), Patrimonios Autónomos con 21 (de empresas de servicios financieros y otras PyMes), y el sector secundario – terciario con 19 (industria, comercio, servicios). Los primeros años (entre 2006 y 2010) no se inscriben muchas empresas debido al *factor institucional* de estabilidad política y la incertidumbre en el *factor de política económica* que propone un cambio a una economía más centralizada. Hay más énfasis en alcanzar PyMes, lo que explica la inscripción de FICs y PAs, en el marco de los *factores de demanda y oferta de títulos*.

2. Concentración

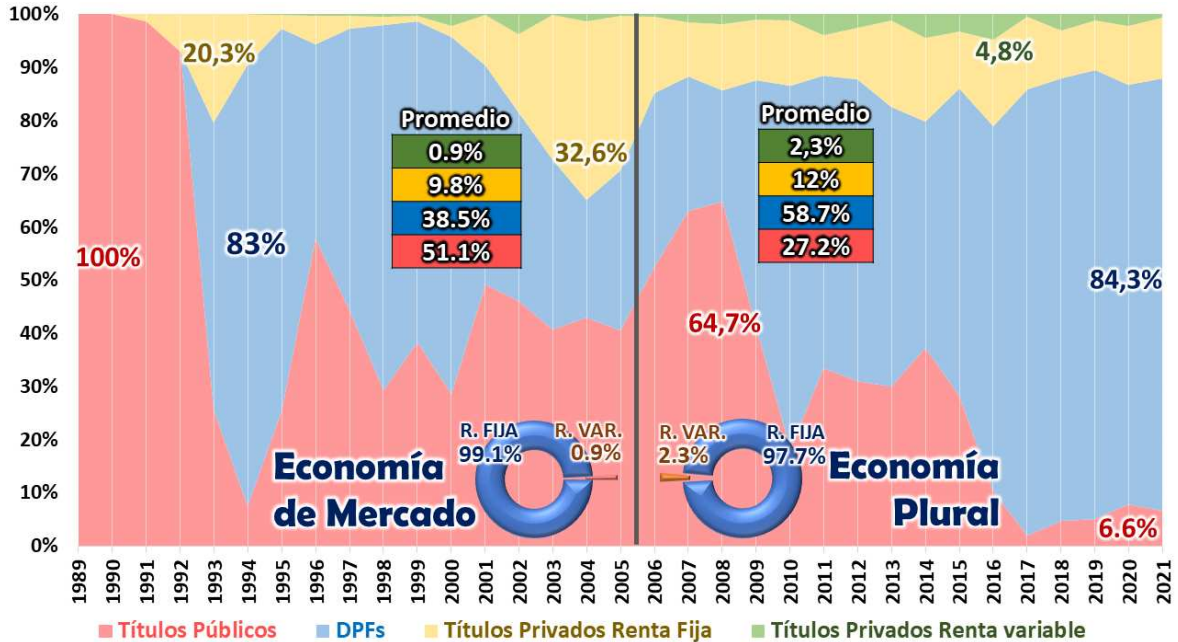
Es el grado de dominio del mercado por parte de pocas empresas o pocos instrumentos sobre el volumen total de negociaciones. También está reflejado en el tipo de instrumento, de renta fija o variable, que es usado en mayor proporción.

En ***Economía de Mercado***, existe gran concentración en títulos públicos (Bonos y Letras del BCB y del Tesoro) con un promedio de 51,1% sobre el total de negociaciones, le siguen los DPFs (emitidos directamente por los bancos) con 38,5%, el sector privado no bancario (Bonos de Corto y Largo Plazo principalmente) y los instrumentos con renta variable (acciones) llegan a 9,8% y 0,9% respectivamente. El porcentaje de negociación con instrumentos de renta fija es de 99,1% y para renta variable 0,9%.

La gran concentración en títulos públicos es explicada por los *factores de política económica*, con la emisión de CDs con tasas bajas en 1993 que impulsa el uso de DPFs, y el uso de Letras del Tesoro para el financiamiento del déficit fiscal en 1996.

Factores de oferta respecto del costo de emisión de títulos, como la exención de impuestos con la Ley 2064 el 2000, generan aumento en el uso de títulos de largo plazo, esto aumenta el uso de Bonos de Largo Plazo y en 2004 logra 32,6% dentro de los títulos privados.

Gráfico N°12: Concentración del Mercado de Valores
(empresas e instrumentos)



Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ASFI.

Elaboración: Propia.

Para **Economía Plural**, la concentración cambia a hacia DPFs con 58,7% sobre el total negociado, títulos públicos con 27,2%. El sector privado no bancario e instrumentos de renta variable (acciones y VTCC) tienen un pequeño aumento en la proporción hasta 12% y 2,3% respectivamente. El porcentaje de negociación con instrumentos de renta fija es de 97,7% y para renta variable es 2,3%, registrando un pequeño aumento en la negociación con este tipo de operación.

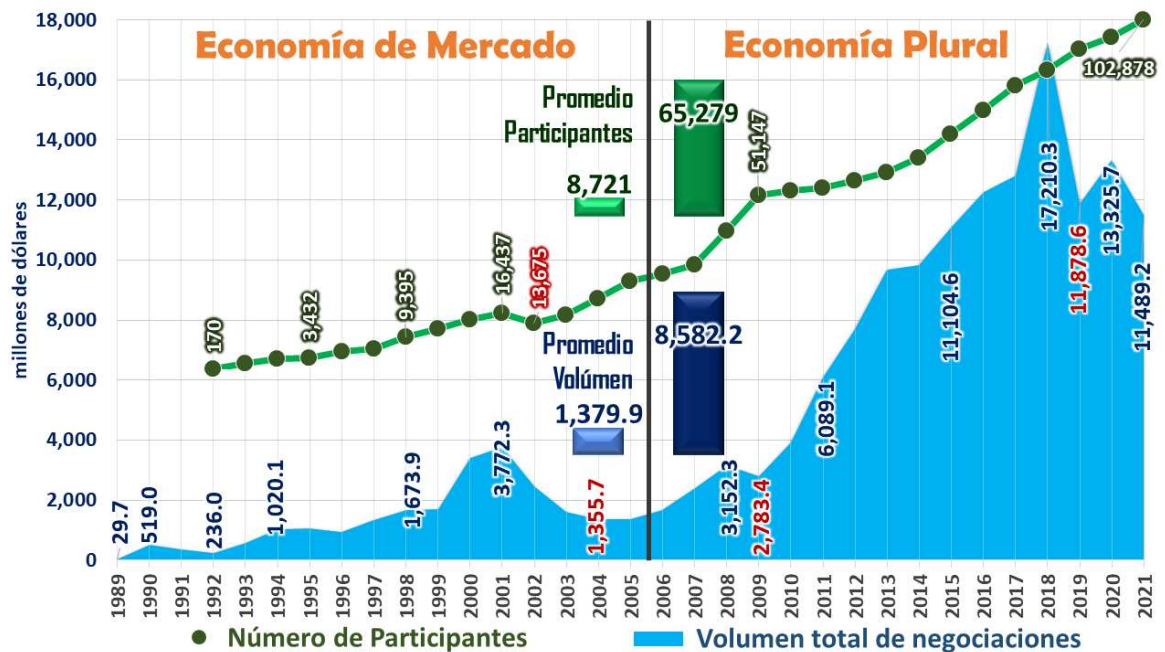
Los *factores de política económica*, a través de OMA, son el mecanismo más importante para la compra-venta de títulos públicos con el “Programa Fiscal Financiero” establecido en 2006, y así se define en el mercado de valores el porcentaje de concentración de instrumentos públicos. Esta concentración disminuye a solo 6,6% en 2021 y el uso de DPFs aumenta y llega a 84,3%, principalmente a partir de 2014, donde se establecen límites mínimos a las tasas de rendimiento de este instrumento, haciéndolos más solicitados y logrando una alta concentración en el sistema financiero.

El aumento de FICs y PAs, como resultado de *factores de oferta de títulos*, muestra una concentración en este tipo de mecanismos de financiamiento, pero participación mínima, es decir, 24 FICs y 21 PAs tienen una proporción mínima en las negociaciones dentro del mercado, negocian en sus puntos más altos 3,1% y 5,2%, en 2008 y 2016 respectivamente.

3. Liquidez del mercado

Se refleja en la evolución del volumen de negociaciones y del número de participantes en el mercado. Está definida como la facilidad y cantidad con que se realizan operaciones de compra y venta de títulos, más volumen de negociaciones muestra más cantidad de negociaciones individuales, más participantes muestra más interés en participar activamente del mercado, facilidad de liquidar títulos y viabilidad de crear carteras diversificadas.

Gráfico N°13: Volumen total de negociaciones y Participantes
(en millones de dólares y número de participantes)



Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia.

En *Economía de Mercado* el volumen de negociaciones es creciente hasta 2001, y decreciente entre 2001 y 2005. Muestra un promedio de negociación de \$1.379,9 millones con un mínimo en 1989 de \$29,7 millones y un máximo en 2001 de \$3.772,3 millones.

Sobre el número de participantes, inicia con 170 inversores en 1992. Presenta un promedio de 8.721 participantes con una tendencia creciente excepto el año 2002.

Las negociaciones aumentan por *factores de oferta*, ofreciendo nuevos títulos casi cada año, DPFs y otros bonos 1993, letras en el 96, la importancia de títulos de largo plazo a partir del 2000, y las primeras negociaciones con acciones, pagarés y VTCCs hasta el 2005. Las operaciones fluctúan principalmente por la cantidad de operaciones realizadas en mercado secundario y es afectada por factores institucionales, como en 1998 con la Ley 1834 o el 2002 con la crisis política, y factores de política económica, como la oferta insuficiente de títulos en 1992, o la emisión de letras del tesoro para financiar el déficit en 1996.

La liquidez es deseable por los participantes producto de los *factores de demanda*, que aumenta por la consolidación del marco jurídico del mercado de valores entre 1998-2000 y el impulso del órgano regulador con la SPVS y la ASFI en 2009, logrando seguridad jurídica más confianza en el mercado. Es afectada por factores institucionales, por ejemplo, en 2002 con la inestabilidad política es el único año que el número de participantes disminuye.

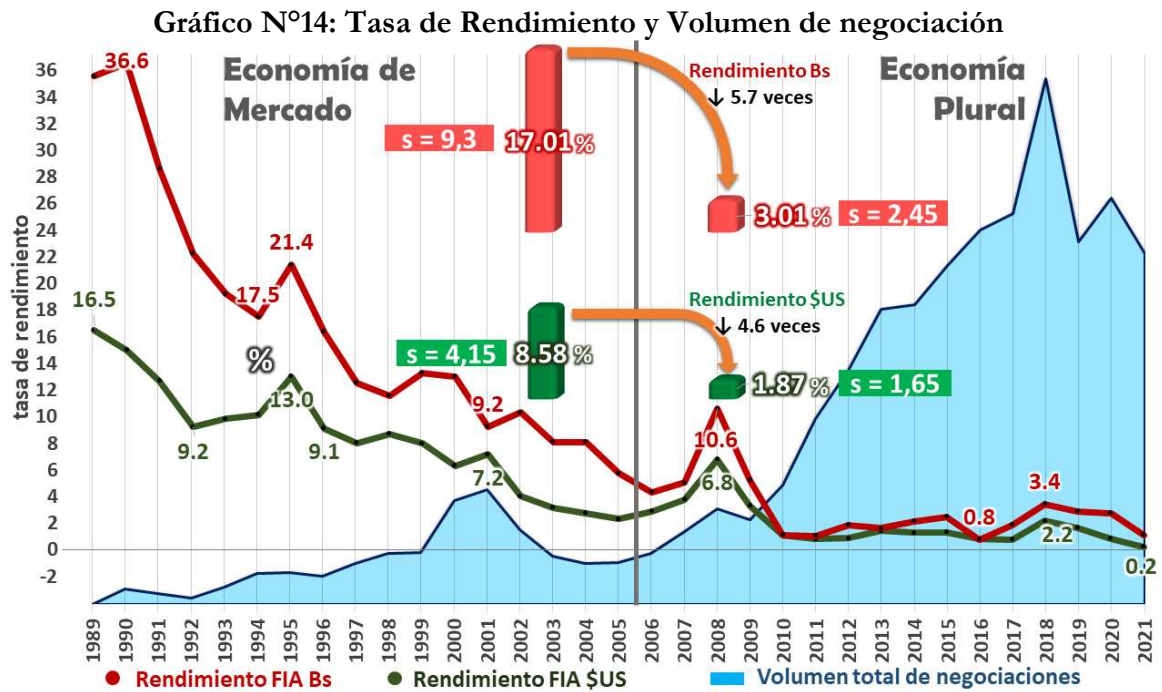
En ***Economía Plural*** el volumen de negociaciones es creciente principalmente, excepto en 2009, 2019 y 2021. Presenta un promedio de \$8.528,2 millones negociados, logrando el máximo negociado de \$17.210,3 millones en 2018, cifra récord de todo el período de estudio. El número de participantes aumenta constantemente, y muestra un promedio de 65.279, en 2021 los inversores en FIAs llegan a 102.878.

El aumento de las negociaciones es debido al factor de oferta de DPFs a partir del D.S. N°2055 en 2014, y al enfoque heterodoxo del BCB para manejar la liquidez del mercado y de la economía en fases contractivas y expansivas de acuerdo al “Programa Fiscal Financiero” producto de la coordinación entre el BCB y el Órgano Ejecutivo. La disminución del volumen en 2009 es provocada por la creación de la ASFI, que retrasa varios meses las emisiones ya programadas. Este último factor es considerado de demanda por que aumenta la confianza en el mercado por parte de los inversores.

4. Volatilidad

Se entiende volatilidad como la variación de las tendencias y la fluctuación en los datos, reflejado en los cambios repentinos en las variaciones de tasas de rendimiento, número de inversores y volúmenes de negociación.

Los precios del mercado, reflejados en la tasa de rendimiento y sus movimientos (volatilidad), deben servir como señalizadores de reasignación de recursos. A menor volatilidad mayores volúmenes de negociación, a más volatilidad, menos ahorro de las familias, y menos ahorro es menos inversión.



Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia.

En *Economía de Mercado* el rendimiento en bolivianos tiene promedio de 17,01% y su punto máximo en 1990 con 36,6%. El rendimiento en dólares tiene un promedio de 8,58% y su máximo en 1989 con 16,5%. Ambos rendimientos tienen Desviaciones Estándar bastante altas, $s=9,3$ para bolivianos, $s=4,15$ para dólares, muy alejadas de la media, señal de alta volatilidad y alta variación en los rendimientos, la tendencia es descendiente durante este período.

Existen etapas de mucha variación de las tasas de rendimiento en la década de los 90, con variaciones desde 36,6% en 1990 y una caída abrupta hasta 21,4% para el 95 y hasta 13,3% en el 99. Lo mismo pasa con FIAs en dólares, en el 89 tienen una tasa de rendimiento de 16,5% y en solo 3 años disminuye hasta 9,2%. Entre el 94 y el 96 se verifica un aumento y posterior caída inmediata. Los años posteriores las Tasas de Rendimiento para bolivianos y dólares es descendiente, llegan a 5,7% y 2,8% en 2005 respectivamente.

En *Economía Plural* el rendimiento promedio en bolivianos es de 3,01%, una disminución de 5,7 veces respecto del período anterior, su máximo es en 2008 con 10,6%. El promedio del rendimiento en dólares es 1,87%, 4,6 veces menor que el anterior período. Las desviaciones estándar se estabilizan en $s=2,45$ para bolivianos y $s=1,65$ para dólares, que significa precios de títulos más estables, más negociaciones, más participantes y empresas emisoras.

En este período bajo la influencia de factores de política económica, las tasas de rendimiento aumentan entre 2007 y 2008, con el objetivo de reducir la liquidez del mercado en una etapa contractiva, los años posteriores la tasa se mantiene en niveles bajos no superando el 3,4% de rendimiento, incluso llega a 0,8% y 0,2 en 2018 y 2021, respectivamente.

3.7.2. OTRAS TEORÍAS

1. Teoría de las finanzas empresariales de King y Levine (1993)

Se evidencia en la *asignación de recursos* a nuevos sectores, además se cumple parcialmente la teoría de que “*un sistema financiero más desarrollado fomenta la mejora de la productividad, elige empresarios y proyectos de mayor calidad, moviliza más eficazmente el financiamiento*”, reflejado en el cambio de empresas inscritas del Sector Primario y Financiero en el primer período, a Fondos de Inversión Cerrados y los Patrimonios Autónomos en el segundo período.

Se cumple parcialmente con la teoría de que “*el desarrollo del sistema financiero facilita la diversificación de cartera y así diversificar el riesgo*”²⁰¹, reflejado en el crecimiento del sector financiero, el uso de más instrumentos propios de la banca, como los DPFs, y de otras empresas de seguros y servicios financieros.

²⁰¹ Esta teoría de King y Levine, también se cumple para la variable “Número de Inversores”, título 3.5.

2. Teoría de selección de carteras de Harry Markowitz (1952)

La teoría de **Markowitz** establece que la *razón única de los inversores es el rendimiento*. Este paradigma se convierte en secundario para el perfil de inversión que los bolivianos tienen, por que *sus preferencias están en invertir seguro y poco* (inversores Novatos), o *mantener el valor* para el uso de recursos a muy largo plazo (inversores Conservadores de Largo Plazo). Si bien los inversores buscan rendimientos, estos aceptan las tasas que el mercado les ofrece por que es la mejor opción que tienen en el momento, considerando las escasez de oferta de títulos y la poca dinamicidad del mercado respecto de valores de renta variable.

En ambos períodos se cumple con la **Teoría de Harry Markowitz**, donde afirma que *“El inversor debe maximizar los rendimientos esperados, considera el rendimiento esperado algo deseable, y la varianza de los rendimientos indeseable”*, pero no se cumple con que *“el factor clave a la hora de invertir es la rentabilidad”*.

3. Perfil del inversionista según Arturo Rueda (1995)

Arturo Rueda realiza una *caracterización propicia para los inversores bolivianos*, en sus perfiles menciona a los “*Novatos*”, inversores que conocen poco del mercado, prefieren la seguridad al riesgo y no desean perder, esto es confirmado por el uso de los instrumentos que describen sus preferencias, DPFs, Bonos, Títulos públicos, y otros de Renta Fija; luego están los “*Conservadores de Largo Plazo*” que prefieren invertir a través de SAFIs o las AFPs, buscan mantener el valor de sus inversiones y desean seguridad a largo plazo.

4. Teoría Heterodoxa de política monetaria del Banco Central y su relación con el Mercado de Valores (2006)

La política monetaria del BCB ha estado presente en el Mercado de Valores mediante OMAs en etapas de expansión o contracción de la economía y mediante el *control de la liquidez*, generando fluctuaciones en el volumen de negociaciones y en el cambio de instrumentos. La Teoría Heterodoxa del BCB propone una *gran dependencia del mercado* en el primer período verificada por el uso de instrumentos para lograr objetivos de inflación, objetivos de Tasas de Interés y también financiamiento del déficit fiscal. En Economía Plural se cumple con el *Enfoque Heterodoxo de coordinar políticas con el Órgano ejecutivo*, y el *uso amplio de instrumentos* para el cumplimiento del objetivo del Banco Central.

3.8. VERIFICACIÓN DE LA HIPÓTESIS

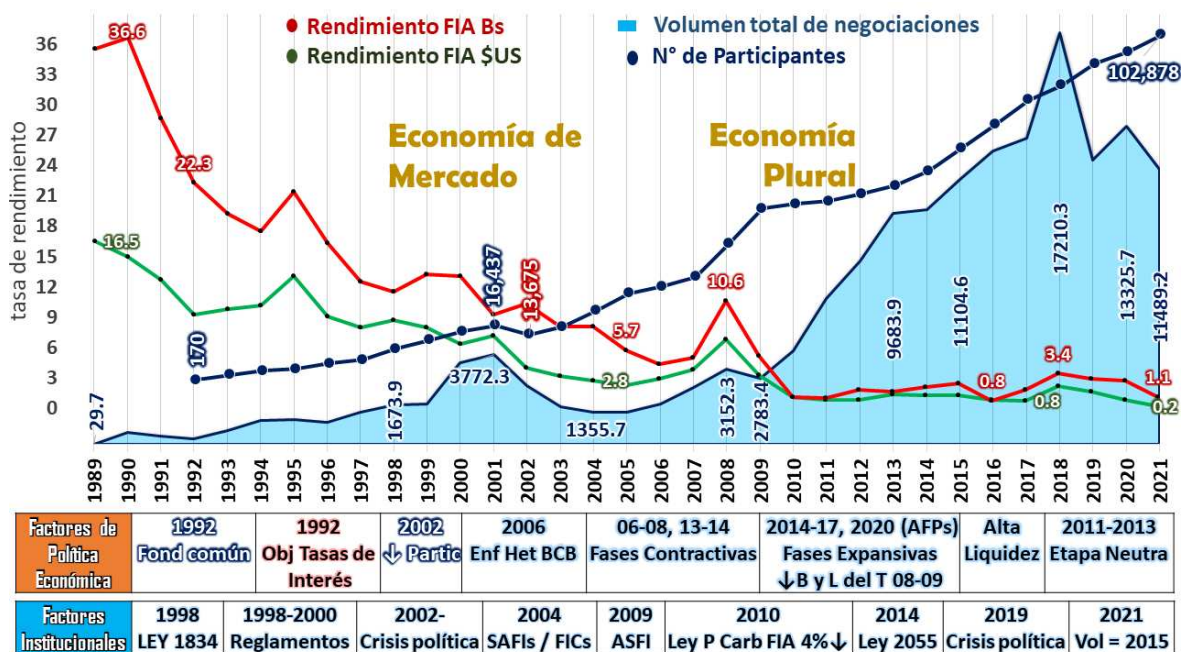
Se ACEPTA la hipótesis planteada:

“La inestabilidad en las Inversiones Financieras influye negativamente al desarrollo del Mercado de Valores Boliviano”

La inestabilidad de las inversiones *afecta a las variables del mercado de valores*, genera disminución en los volúmenes de negociación y en el número de inversores, afecta la liquidez del mercado, causa concentración de empresas y, además, volatilidad en las tasas de rendimiento. El-Wassal afirma que “*un mercado de valores desarrollado es suficientemente grande y líquido respecto del tamaño de su economía, con un mercado no concentrado y mínima volatilidad, que transforma el aborro en financiamiento para los sectores mejorando la cantidad y calidad de la inversión.*”

Los gráficos siguientes muestran los eventos en que las variables son afectadas a través de los **Factores Determinantes del Desarrollo**, y cómo influyen negativamente al mercado, verificando la aceptación de la hipótesis.

Gráfico N°15: Factores de Política Económica e Institucionales



Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999). UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

Los eventos de **Factores Institucionales** son los más importantes para explicar efectos negativos en el desarrollo del mercado de valores, porque provocan disminuciones en los

volúmenes de negociación causados por aspectos legales, normativos y de inestabilidad política. Los momentos más destacables son:

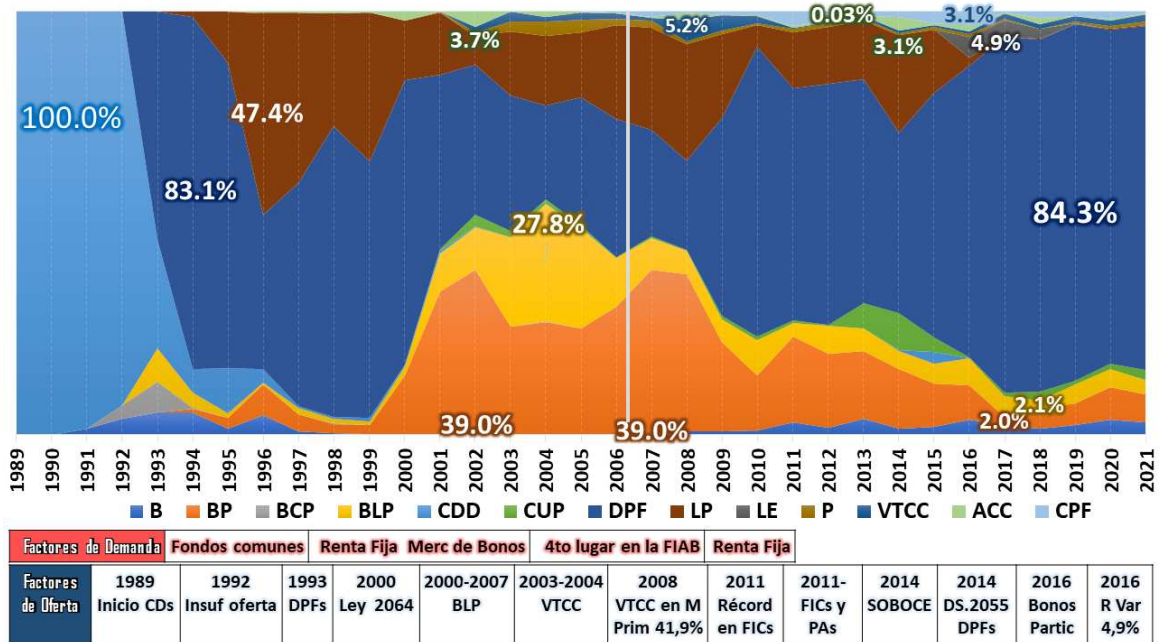
- *La inestabilidad política del año 2002.* Después de la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1998, que dinamiza el mercado, genera confianza en empresas e inversores y consolida el marco jurídico para el funcionamiento de la bolsa, llega este suceso que provoca disminuciones en los volúmenes de negociación ese año y los años siguientes, disminuyendo hasta niveles similares al año 1997, disminuye el número de participantes en los Fondos de Inversión en 2003 y genera incertidumbre en las empresas.
- *La creación de la ASFI en 2009.* Causa una disminución en los volúmenes negociados ese año, causados por el retraso en la aprobación de las emisiones programadas.
- *La promulgación de la Ley de Pensiones y la fallida nivelación de precios de carburantes en 2010.* Que generan incertidumbre en los inversores y causan una corrida de depósitos en los Fondos de Inversión provocando una disminución de la cartera de 4%.
- *La promulgación de la Ley 2055 en 2014.* Que establece límites a las tasas de rendimiento de los DPFs provoca una disminución generalizada en las tasas de rendimiento del mercado de valores y el interés de inversores en este instrumento por sobre los demás generando concentración y afirmando el perfil del inversor boliviano como novato y conservador de largo plazo.
- *La crisis política en el contexto electoral del 2019.* Que causa una notable disminución de 31% en los volúmenes de negociación, alcanzando niveles similares a los del 2015.

Los **Factores de Política Económica** afectan el desarrollo del mercado con la colocación de instrumentos que buscan regular la liquidez del mercado según los objetivos de política económica de la autoridad monetaria bajo un enfoque Ortodoxo o Heterodoxo, por lo que provocan tanto disminución como aumento en volúmenes de negociación y tasas de rendimiento. Los eventos más importantes son:

- *La política de tasa de interés* a partir de 1992. El BCB busca disminuir la tasa de interés del sistema financiero ofreciendo CDs a tasas competitivas similares a las de los bancos comerciales, provocando volatilidad en las tasas de rendimiento en años posteriores.

- La búsqueda de *financiamiento del déficit fiscal* desde 1994. Que se realiza mediante emisión de Letras del Tesoro a tasas superiores a las del mercado, provocando volatilidad y alza en las tasas de rendimiento.
- El manejo *Heterodoxo de la política monetaria* a partir del 2006. Que tiene entre sus herramientas más importantes de política monetaria a la colocación de Bonos y Letras del Tesoro y del BCB, mediante la definición de fases contractivas o expansivas y la consecuente emisión o retiro de títulos públicos del mercado. Este ejercicio afecta directamente a los volúmenes de negociación y reduce la liquidez del mercado.

Gráfico N°16: Factores de Oferta y Demanda de títulos



Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia.

Los *factores de oferta* de títulos muestran la escasez de tipos de instrumentos para lograr diversificación de cartera de los inversores. Pocos valores en el mercado significa más riesgo y menor rentabilidad, es decir, menos desarrollo. Es aceptable el inicio de la bolsa con pocas opciones de inversión, y el mercado busca los siguientes años diversificar sus opciones de inversión.

Sucesos que sugieren el poco desarrollo de nuevos instrumentos son:

- La *insuficiente oferta de títulos* antes de 1993. Esos años se negocian solo títulos públicos, limitando la participación y el interés de nuevos inversores.
- La prominencia en el *uso de DPFs* desde 1994. Los DPFs son instrumentos emitidos directamente por los bancos. De esta manera, los instrumentos disponibles en el mercado se limitan a títulos públicos y del sistema financiero, con pocas empresas que emiten bonos corporativos, generando concentración en el sector bancario y el sector público, limitando el desarrollo.
- La promulgación de la *Ley 2064* en el 2000. Libera de impuestos a títulos y rendimientos mayores a 3 años, es decir, se promueve el uso de instrumentos de largo plazo, intensificando el uso de instrumentos de renta fija a plazos mayores de 3 años. Esto consolida el mercado boliviano como un “mercado de bonos”, ese año disminuye el uso de DPFs y ganan relevancia los Bonos de Largo Plazo y las Letras del tesoro.

Los ***factores de demanda*** son complementarios a los factores de oferta, es decir, los inversores responderán a lo que la bolsa les ofrece. Según los perfiles del inversionista de Rueda, podemos afirmar lo siguiente:

- El *inversionista boliviano* busca rendimientos seguros, líquidos, en pocas cantidades, y a largo plazo. Por lo que puede ser caracterizado como Novato y Conservador de Largo Plazo. Es preciso aclarar que el inversionista boliviano no posee muchas opciones de inversión y busca mantenimiento de valor además del rendimiento.

Capítulo IV

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1. CONCLUSIONES

4.1.1. CONCLUSIÓN GENERAL

El desarrollo del Mercado de Valores Boliviano es afectado negativamente en distintos momentos de su corta trayectoria, consolidándolo como un mercado de renta fija altamente concentrado en el sector financiero, liquidez dependiente de los Factores de Política Económica, y Factores Institucionales que condicionan las tasas de rendimiento y el uso de instrumentos de renta fija, confirmando que el desarrollo del mercado de valores es un proceso difícil, complejo y a largo plazo.

Cabe destacar los esfuerzos en la creación de nuevas oportunidades de inversión para PyMes a través de Fondos de Inversión Cerrados, Patrimonios Autónomos, Valores de Contenido Crediticio y Pagarés, que han escalado principalmente en el Mercado Primario, donde últimamente superan a otro tipo de emisiones, y que si bien no son aún instrumentos utilizados para la búsqueda de liquidez en el mercado secundario, cumplen con el propósito del mercado de canalizar el ahorro a nuevas y mejores oportunidades de inversión en PyMes. También es preciso señalar la evolución óptima del número de inversores y del creciente número de empresas inscritas en bolsa, esto refleja calidad y mejora en el desarrollo del mercado que es, principalmente, una actividad del sector privado pero que no puede aislarse de estructuras institucionales sólidas provistas por el estado.

Por último, el mercado de renta fija boliviano, ha conformado una “cultura de mercado de capitales”, reflejado en un sistema financiero experimentado en inversiones, infraestructura legal e institucional consolidados y empresas e inversionistas con conocimiento de inversiones, que en conjunto son la base para continuar con un proceso de desarrollo y mejorar los factores de oferta y demanda de títulos en los años siguientes.

4.1.2. CONCLUSIONES ESPECÍFICAS

1. Conclusión Específica 1

La **estabilidad de la economía y la estabilidad política** son los dos factores que afectan el desarrollo del Mercado de Valores y el **Volumen de Negociaciones**. En ambos períodos se plantea *establecer condiciones económicas y políticas para promover la inversión tanto pública como privada*, sin embargo, ambos períodos han tenido sus correspondientes años de inestabilidad.

Las **políticas** para impulsar del Mercado de Capitales son suficientes en Economía de Mercado, con la estructuración del marco normativo necesario para su funcionamiento, la evolución del Volumen de Negociaciones actúe positivamente, se promueva el desarrollo del Mercado de Valores y se logre complementariedad con el sector bancario en un contexto más complejo de instituciones financieras.

Los regímenes **Ortodoxo y Heterodoxo** de la política monetaria del BCB, son importantes a la hora de explicar la evolución del Volumen de Negociaciones del Mercado de Valores.

2. Conclusión Específica 2

Las **Inversiones por tipo de Instrumento** muestran que en Economía de Mercado existe una proporción mayor de negociación con instrumentos públicos. En Economía Plural existe una tendencia descendiente del uso de instrumentos públicos. Tales inversiones responden a la **política** del *manejo de la base monetaria mediante OMLAs*, así como el *cumplimiento de los objetivos del BCB mediante instrumentos de política monetaria*. Los principales instrumentos para este propósito son CDs y Bonos y Letras del Tesoro. El/Wassal afirma en su **teoría** que un *mercado líquido permite al banco central usar instrumentos monetarios directos e indirectos* y que estos son *mecanismos de transmisión más estables*.

Las propuestas de política de generar *dinamismo en la bolsa e impulsar la complementariedad con el sector financiero* se ven reflejadas en el uso de DPFs, emitidos por el sector financiero privado, Bonos Corporativos y Bonos de Corto y Largo plazo, emitidos por empresas y sociedades anónimas, Valores de Titularización, y últimamente Pagarés y Bonos participativos para PyMes.

Respecto a instrumentos para Pymes, toman relevancia los últimos años. En 2002 y 2003 se logran colocar los primeros Valores de Titularización. El 2006 se continúa con la primera negociación de un Fondo de Inversión Cerrado (que emite cuotas de participación y son instrumentos de renta variable).

Finalmente, la evidencia presentada permite afirmar que *el Mercado de Valores Boliviano está dominado por inversores Novatos y Conservadores de Largo Plazo*, ya que estos perfiles se ajustan a los instrumentos que más se utilizan, por un lado, los DPFs, que son instrumentos de renta fija en su mayoría con plazos no menores a 1 año, y la preferencia por Bonos de Largo Plazo y Títulos públicos con muy poco riesgo y mínima volatilidad. El uso de títulos de Renta Variable es mínimo.

3. Conclusión Específica 3

La **Tasa de Rendimiento** de los Fondos de Inversión tiene una libre determinación, se cumple con la Nueva Política Económica en el período de Economía de Mercado. Tales tasas son altas durante la mayor parte del período para luego descender hasta el año 2005 para fondos en bolivianos y dólares afirmando la política liberalización de las tasas del sistema financiero.

En Economía Plural tenemos una etapa entre 2006 y 2010 que presenta volatilidad. En los años posteriores, entre 2012 y 2021, la Tasa de Rendimiento no presenta volatilidad, las tasas son estables fluctuando alrededor de 0.2% y 3,5%.

Por último, **Laguna y Brooks**, analizan la relación entre Tasa de Rendimiento en mercado primario de títulos públicos, la Tasa de Rendimiento en el Mercado de Valores y la Tasa de Interés del Sistema Financiero. A partir de evidencia empírica en los primeros años de la bolsa, *existe causalidad en sentido de Granger* entre estas tasas, pero carecen de Transitividad. A partir del 2014, a causa del Régimen de Tasas de Interés del D.S.2055 *el orden en la causalidad de las variables se invierte*.

4. Conclusión Específica 4

El **Número de Inversores** aumenta de manera sostenida durante todo el período de estudio. Inicia en 1992 con la creación de Fondos Comunes administrados por las Agencias de Bolsa con 170 participantes ese año. Los siguientes años se seguirán creando Fondos Comunes, y el número de participantes llega a 16.437 en el año 2001.

El-Wassal afirma que la *volatilidad afecta las decisiones de ahorro e inversión*. Mediante la evidencia empírica se puede descartar que *la volatilidad no afecta las decisiones de ahorro e inversión de los participantes en FLAs* porque la tendencia creciente de participantes no cambia. En su teoría también afirma que la *inestabilidad política* desalienta la inversión y tiene impacto en la confianza de los inversores, esto ocurre en el año 2002 en un contexto de crisis política.

5. Conclusión Específica 5

A partir del nacimiento de la Bolsa Boliviana de Valores S.A., se identifican **Empresas** que desean y buscan participar en este mercado fomentando el desarrollo, por lo que, se puede concluir que el principal problema que afecta el desarrollo del mercado es la *concentración* de empresas, verificada en la evidencia empírica con el dominio del volumen de negociaciones por parte de empresas del Sistema Financiero en ambos períodos de estudio.

Las políticas en los años 90 sobre *asignaciones correctas intra-sector e inter-sector* se cumplen con la inscripción en el Registro del Mercado de Valores del *BCB y del TGN* en 1989 y 1990 respectivamente, junto con distintos *Fondos Comunes* inscritos en 1991. *Empresas de Seguros, Bancos Comerciales* se inscriben los siguientes años (8 el año 2000), Fondos de Inversión y Empresas Aseguradoras (4 entre el 95 y el 2000), y otras empresas de Servicios Financieros (3 en el 2000).

Bolivia, país primario-exportador inscribe 7 empresas Eléctricas entre 1997 el 2001 y 2 más en 2005 (ENDE, sus subsidiarias y otras distribuidoras), 3 empresas de hidrocarburos hasta el 2000 (las relacionadas a YPFB), y 5 empresas industriales grandes entre 1996 y 2002 (SOBOCE, Tigre, entre ellos). Una razón por la que prácticamente no hay PyMes es por la escasa o nula formación y difusión a empresarios, política no cumplida en esta etapa. En Economía Plural los procesos de Titularización, que se apoyan en capitales de riesgo manejados por el BDP-S.A.M. (antes NAFIBO S.A.M.), crean *11 Patrimonios Autónomos* hasta el 2009. El inicio de los *Fondos de Inversión Cerrados* en 2009 logra *garantizar financiamiento a micro y pequeñas empresas*, y ese mismo año se logran colocar los primeros Pagarés para PyMes en Mesa de Negociación.

4.2. APORTE DE LA INVESTIGACIÓN A LA MENCIÓN

El Aporte de la Investigación se da en dos contextos: **i)** en la reflexión dentro del marco de las políticas, teorías y evidencia teórica propias de la investigación; **ii)** en la proyección de nuevos lineamientos de investigación a partir de tales reflexiones.

- i)** El aporte de la investigación para la mención de Economía Financiera es identificar cómo diferentes eventos relacionados con la bolsa influyen en el proceso de desarrollo del Mercado de Valores boliviano, utilizando fundamentos teóricos que relacionan a las variables de las inversiones financieras con el mercado de valores.

Otro aporte significativo es el análisis conjunto de las principales variables durante todo el período de vida de la Bolsa Boliviana de Valores, desde su inicio el 20 de octubre 1989 hasta el año 2021, en total 33 años de análisis.

Asimismo, el análisis exhaustivo de los eventos que influyeron en el desarrollo de la bolsa año tras año, identificando los sucesos más importantes que cada gestión influyen en el movimiento de las variables propias del mercado de valores relacionándolos con los cuatro factores determinantes del desarrollo de la bolsa.

- ii)** La proyección de nuevos lineamientos de investigación a partir de la presente investigación puede darse en:

- a)** Un análisis más específico dentro de los Factores Determinantes del desarrollo, o de las Dimensiones de evaluación del desarrollo del mercado de valores.
- b)** El estudio de la relación entre Tasas de Rendimiento del Mercado de Valores y Tasas de Interés del Sistema Financiero.
- c)** El análisis de la evolución de las Operaciones de Mercado Abierto, las políticas del BCB y su influencia sobre el Volumen de Negociaciones de la bolsa.
- d)** Las razones de la configuración de un Mercado de Bonos, el uso mayoritario de títulos de Renta Fija por sobre los títulos de Renta Variable.
- e)** Las emisiones en Mercado Primario y las Empresas que acuden al mercado en búsqueda de mejores opciones de financiamiento directo.
- f)** El cambio en el enfoque de investigación hacia la Macroeconomía, relacionando el Mercado de Valores con variables como el Crecimiento del PIB, la Inflación u otros agregados económicos.

4.3. RECOMENDACIONES

4.3.1. RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 1

Establecer mecanismos de contención para las inversiones en etapas de incertidumbre o inestabilidad institucional, que funcionen como mitigadores y catalizadores de las fluctuaciones en los montos invertidos, dirigidos a inversionistas y empresas, así éstos puedan realizar sus operaciones con confianza en el Mercado de Valores y evitar generar contracciones altas, garantizando la oferta y demanda de títulos/valores. Estas medidas pueden estar relacionadas a la mejora tecnológica para facilitar la negociación en procesos remotos o automatizados, inscripción de empresas innovadoras que tengan poca sensibilidad a los principales factores de inestabilidad, la apertura a mercados externos alternativos temporales, y la creación de instrumentos híbridos en renta, plazo o garantía.

Aprovechar el contexto de un Mercado de Valores de Renta Fija, para alcanzar a más participantes y que estos experimenten la inversión en valores, involucrándose en el mercado progresivamente con más seguridad, menos riesgo, y logrando afianzar sus perspectivas en el uso de instrumentos de inversión, para luego incentivar el desarrollo del Mercado de Renta Variable.

4.3.2. RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 2

Consolidar el uso de los nuevos instrumentos de inversión financiera principalmente los destinados a PyMes, para que las empresas conozcan de los beneficios del financiamiento directo y los participantes tengan la oportunidad de diversificar sus carteras experimentando con distintos valores.

Expandir el conocimiento de las características de los instrumentos, su rendimiento, su liquidez y sus cualidades, tanto de renta fija como de renta variable, logrando calidad y eficiencia al momento de adecuarse a la cartera que los participantes buscan formar.

4.3.3. RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 3

Promover la demanda y oferta de títulos bajo los aspectos regulatorios, de expectativas e institucionales actuales, y además, ya caracterizado el perfil de los inversores, atraer a más inversores y más empresas.

Procurar el uso de instrumentos con Tasas de Rentabilidad mayores gradualmente, con la promoción de valores de renta variable, así promover el dinamismo en el mercado, mejor

competitividad entre emisores y generar oportunidades más atractivas con retornos más altos para los inversores.

4.3.4. RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 4

Reafirmar la divulgación de las reglas del mercado, la transparencia, la seguridad de los derechos de propiedad y la permanente regulación del Mercado de Valores, así los inversores tendrán más confianza de invertir, más seguridad en sus negociaciones y se sentirán protegidos, buscarán mejor rentabilidad cambiando la preferencia en otras formas de inversión trasladándolas al Mercado de valores.

Desarrollar herramientas que faciliten el proceso de inversión y el acceso a la bolsa, procurando la innovación tecnológica y la difusión de información masiva, para lograr captar más y mejores inversores que aún no participan en el mercado.

4.3.5. RECOMENDACIÓN ESPECÍFICA 5

Fomentar y fortalecer la asignación de recursos a PyMes, ya que representan el mayor mercado de emisiones en el país, ofreciendo instrumentos más adecuados y mecanismos de negociación provechosos, y de esta manera mejorar la eficiencia de las inversiones, premiar la innovación y asegurar el desarrollo empresarial.

Una buena opción para este propósito son los Bonos Temáticos, que incentivan empresas que promueven el desarrollo sostenible a través de Bonos Verdes, los relacionados a proyectos de cuidado del medio ambiente o conservación de los ecosistemas, y los Bonos Sociales, los relacionados a mejorar la calidad de vida de poblaciones vulnerables, generación de empleo o acceso a servicios básicos.

BIBLIOGRAFÍA

- Azofra, V., & Fernandez, A. (1992). Evolución reciente de la moderna Teoría Financiera. Anales de estudios económicos y empresariales.
- Banco Central de Bolivia. (2015). Historia monetaria de Bolivia (Vol. 2). La Paz, Bolivia.
- Banco Central de Bolivia. Soberanía Monetaria, Estabilidad Macroeconómica y Desarrollo Económico y Social. Volumen II: El aporte de las políticas Monetaria y Cambiaria en el período 2006 -2017.
- Bodie, Z., Merton, R. C., & Cleeton, D. L. (2008). Financial Economics (2º Ed.). Prentice Hall College Div.
- Bolsa Boliviana de Valores. Memorias Institucionales gestiones 2004-2020.
- Bolsa Boliviana de Valores, (2016). Una alternativa de Financiamiento inteligente, Cartilla Informativa.
- Código de Comercio, Decreto Supremo N° 10426 de 23 de agosto de 1972.
- Decreto de Ley 14379 – Código de Comercio, 2 de abril de 1976.
- Decreto Supremo N°06038 Comisiones Codificadoras, Art. 1. del 23 de marzo de 1962.
- Decreto Supremo N°21060 Nueva Política Económica, del 29 de agosto de 1985.
- Decreto Supremo N°25022 Reglamento a la Ley del Mercado de Valores. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 22 de abril de 1998.
- Decreto Supremo N°29894 Estructura Organizativa del Poder Ejecutivo del Estado Plurinacional. Art. 52. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 7 de febrero de 2009.
- El-Wassal, K. A. (2013). The Development of Stock Markets: In Search of a Theory. International Journal of Economics and Financial Issues. Vol. 3, No. 3, 2013, p606-624.
- Estrategia de Desarrollo Económico y Social “EDES”. Ministerio de Planeamiento y Coordinación, abril de 1989.
- Ferrufino, R. (1993, julio). Compensación y Liquidación de títulos valores en el Mercado de Capitales en Bolivia (N° 02). UDAPE.

- Gitman, L., & Joehnk, M. (2008). Fundamentos De Inversiones (10.a ed.). Pearson Educación.
- Graue, A. (2009). Fundamentos de Economía (1.a ed.). Pearson Education, México.
- Huerta de Soto, J. (2009). Dinero, crédito bancario y ciclos económicos (4° Ed.), Unión Editorial, S.A., p80-93.
- Instituto Nacional de Estadística. (s. f.). Tipos de gráficos. INE. Recuperado 19 de julio de 2020, de https://www.ine.es/explica/docs/pasos_tipos_graficos.pdf
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), p513-542.
- Laguna, M. A., (1998). El Comportamiento de las Tasas de Interés en el sistema bancario boliviano y el Margen del Banco Central de Bolivia para políticas de Tasa de interés. *Revista de Análisis*, Vol.2, N°1, 1999, Banco Central de Bolivia.
- Ley N°393. Ley de Servicios Financieros. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 21 de agosto de 2013.
- Ley N°1488. Ley de Bancos y Entidades Financieras. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 14 de abril de 1993.
- Ley N°1670. Ley del Banco Central de Bolivia. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 31 de octubre de 1995.
- Ley N°1834. Ley del Mercado de Valores. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 31 de marzo de 1998.
- Ley N°2064. Ley de Reactivación Económica. Gaceta Oficial del Estado Plurinacional de Bolivia. La Paz, Bolivia. 3 de abril de 2000.
- Mankiw, G. N. (2017). Principios De Economía (7.a ed.). Cengage Learning.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, p77-78,89.
- Mascareñas, J. (1999). Introducción a las Finanzas Corporativas (2da Ed.). Universidad Complutense de Madrid.
- McKinnon, W. D. Professor of International Economics Ronald I. (1973). *Money and Capital in Economic Development* (Illustrated ed.). Brookings Institution.

- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, & Banco Central de Bolivia. (2019). Glosario de términos económicos financieros (2a ed.).
- Nueva Constitución Política del Estado, Capítulo 3ro, Sección III, Arts. 331, 333, (febrero, 2009).
- Ochoa, G., & Saldívar, R. (2012). Campo de acción de las finanzas. En Administración Financiera. McGraw-Hill Education/Interamericana. (3° Ed.).
- Plan General de Desarrollo Económico y Social “PGDES”. Ministerio de Desarrollo Sostenible y Planificación, septiembre de 1998.
- Plan de Desarrollo Económico y Social “En el Marco del Desarrollo Integral para Vivir Bien”. 2011 – 2020.
- Plan Nacional de Desarrollo “Bolivia Digna, Soberana, Productiva y Democrática para Vivir Bien”, 2006 – 2011, 16 de junio, 2006.
- Rueda, A., (1995). Para entender la bolsa, Financiamiento e inversión en el mercado de valores (2 a ed.). Toronto Canadá, Thomson Reuters.
- Sabino, C., Gomez, E., & Salas, F. (1991). Diccionario de Economía y Finanzas (1a ed.) PANAPO.
- Saldías P., A. (2010). Mercado de Valores y Bolsa de Valores (1.a ed.).
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, P. B. (2003). Metodología de la investigación. McGraw-Hill Education.
- Samuelson, P. A. (2019). Economía (19.a, revisada ed. ed.). McGraw-Hill.
- Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. Memorias Anuales, gestiones 1998-2006.

ANEXOS

ANEXO N°1: VOLUMEN TOTAL DE INVERSIONES POR TIPO DE OPERACIÓN: 1989-2021

(en millones de dólares)

Año	Total	Total Renta Fija	Total Renta Variable
1989	29.7	29.7	-
1990	519.0	519.0	-
1991	370.0	370.0	-
1992	236.0	236.0	-
1993	578.7	578.7	-
1994	1,020.1	1,020.1	-
1995	1,053.9	1,053.2	0.6
1996	936.6	933.1	3.4
1997	1,344.2	1,339.8	4.4
1998	1,673.9	1,667.2	6.7
1999	1,706.6	1,701.8	4.7
2000	3,417.3	3,344.6	72.7
2001	3,772.3	3,771.0	1.3
2002	2,469.8	2,378.5	91.2
2003	1,601.3	1,599.1	2.2
2004	1,355.7	1,338.1	17.6
2005	1,373.7	1,368.6	5.1
2006	1,683.9	1,676.4	7.6
2007	2,404.4	2,367.7	36.8
2008	3,152.3	3,092.7	59.6
2009	2,783.4	2,757.3	26.1
2010	3,914.7	3,871.1	43.6
2011	6,089.1	5,851.9	237.2
2012	7,688.8	7,494.7	194.1
2013	9,683.9	9,574.9	109.0
2014	9,833.0	9,395.7	437.3
2015	11,104.6	10,741.2	363.5
2016	12,272.5	11,681.2	591.3
2017	12,800.6	12,750.3	50.3
2018	17,210.3	16,672.8	537.5
2019	11,878.6	11,744.5	134.1
2020	13,325.7	13,021.8	303.7
2021	11,489.2	11,415.9	73.3

Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia

ANEXO N°2: PROMEDIOS DEL VOLUMEN DE NEGOCIACIONES POR TIPO DE OPERACIÓN; 1989-2021

(en millones de dólares)

Período	Promedio del Volumen de negociaciones		Porcentaje sobre el total	
	1989-2005	2006-2021	1989-2005	2006-2021
Renta Fija	1367.56	8381.87	0.9%	97.7%
Renta Variable	12.36	200.32	99.1%	2.3%
TOTAL	1379.93	8582.19	100%	100%

Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia.

ANEXO N°3: INVERSIONES POR TIPO DE INSTRUMENTO; 1989-2021

(en millones de dólares)

	B	BP	BCP	BLP	CDD	CUP	DPF	LP	LE	P	VTCC	ACC	CPF	TOTAL
1989	0,0	0,0	0,0	0,0	29,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	29,7
1990	0,0	0,0	0,0	0,0	519,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	519,0
1991	5,0	0,0	0,1	0,0	364,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	370,0
1992	9,1	0,0	7,3	0,0	219,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	236,0
1993	30,3	0,0	42,9	44,5	148,3	0,0	312,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	578,7
1994	54,9	7,1	2,8	37,9	55,3	0,0	847,4	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1020,1
1995	14,9	26,9	1,4	11,1	112,4	0,0	758,2	127,4	0,9	0,2	0,0	0,6	0,0	1053,9
1996	43,3	68,5	0,1	4,3	29,2	0,0	342,1	444,4	0,0	1,3	0,0	3,4	0,0	936,6
1997	12,1	53,2	0,4	19,1	5,5	0,0	710,0	538,1	0,0	1,4	0,0	4,4	0,0	1344,2
1998	6,5	37,3	0,4	18,3	7,5	0,0	1149,3	445,2	0,0	2,7	0,0	6,7	0,0	1673,9
1999	1,8	38,3	0,0	14,4	14,5	0,0	1032,1	600,1	0,0	0,8	0,0	4,7	0,0	1706,6
2000	0,5	478,9	0,0	71,9	16,1	0,0	2291,9	484,7	0,0	0,6	0,0	72,7	0,0	3417,3
2001	0,4	1276,0	0,0	342,3	22,6	12,4	1551,8	557,1	0,0	8,4	0,0	1,3	0,0	3772,3
2002	0,1	963,5	1,6	243,9	4,6	70,3	872,8	171,8	0,0	19,6	30,5	91,2	0,0	2469,8
2003	0,0	409,1	0,5	337,7	0,0	23,2	511,0	243,9	0,0	37,6	36,0	2,2	0,0	1601,3
2004	0,6	359,2	2,7	376,4	0,0	15,9	300,7	222,7	0,0	46,0	13,9	17,6	0,0	1355,7
2005	0,0	345,1	0,0	324,5	0,0	10,4	414,2	211,9	0,0	40,9	21,5	5,1	0,0	1373,7
2006	0,0	509,1	0,0	194,5	0,0	1,3	549,0	375,5	0,0	25,0	22,0	1,3	6,3	1683,9
2007	0,0	937,8	0,0	179,2	0,0	9,7	606,8	577,9	0,0	41,6	14,6	5,1	31,6	2404,4
2008	25,1	1171,8	0,0	171,8	0,0	10,7	660,1	867,6	0,0	21,1	164,5	47,6	12,0	3152,3
2009	22,1	585,4	0,0	149,9	0,0	23,6	1298,3	556,3	0,0	21,8	99,9	2,5	23,6	2783,4
2010	39,1	514,2	0,0	324,9	0,0	31,4	2678,0	195,6	0,0	23,0	64,9	10,8	32,9	3914,7

2011	181,2	1234,7	0,0	193,4	0,0	31,3	3347,5	802,0	0,0	48,0	13,9	21,2	215,9	6089,1
2012	130,3	1348,3	0,0	495,6	0,0	25,3	4369,9	1033,2	0,0	61,2	30,9	17,6	176,4	7688,8
2013	369,4	1551,9	0,0	501,1	0,0	595,2	5101,6	1347,8	0,0	46,1	61,7	3,0	106,0	9683,9
2014	154,0	1367,3	0,0	434,7	20,7	850,7	4188,0	2271,1	0,0	38,1	71,2	306,8	130,5	9833,0
2015	201,7	1140,1	0,0	513,0	324,0	367,2	6424,1	1663,5	0,4	65,5	41,7	43,0	320,4	11104,6
2016	448,9	997,8	0,0	768,8	0,0	36,3	8433,9	252,4	595,5	70,5	77,2	210,0	381,3	12272,5
2017	296,4	249,7	7,7	606,3	0,0	118,6	10742,3	3,8	498,1	51,9	175,4	6,2	44,1	12800,6
2018	236,4	809,6	0,0	360,7	0,0	347,1	14321,5	14,6	416,8	12,7	153,4	280,8	256,6	17210,3
2019	274,5	609,2	4,1	532,9	0,0	88,6	10018,0	0,0	1,2	50,5	165,5	11,2	122,9	11878,6
2020	471,3	1033,3	0,5	573,1	0,0	160,4	10518,1	9,4	0,0	94,7	161,0	60,7	243,2	13325,7
2021	339,5	752,0	0,0	394,7	0,0	273,5	9339,6	8,9	4,4	99,4	203,9	10,1	63,1	11489,2

Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia.

ANEXO N°4: PROMEDIOS DE LAS INVERSIONES POR TIPO DE INSTRUMENTO; 1989-2021

(en porcentaje sobre el total)

INSTRUMENTO	PERÍODO	
	1989-2005	2006-2021
B	1.37%	1,91%
BP	10.77%	15,80%
BCP	0.66%	0,01%
BLP	6.46%	5,46%
CDD	25.85%	0,20%
CUP	0.39%	1,81%
DPF	38.55%	58,70%
LP	14.46%	11,24%
LE	0.00%	0,70%
P	0.61%	0,71%
VTCC	0.36%	1,38%
ACC	0.54%	0,64%
CPF	0.00%	1,45%
TOTAL	100%	100%

Fuente: UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 30 (Para datos de 1989 al 2003) y Memorias Anuales de la Bolsa Boliviana de Valores (Para datos del 2004 al 2021).

Elaboración: Propia

**ANEXO N°5: TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN;
1989-2021**

(en porcentaje)

AÑO	Tasa Rendimiento FIA ME	Tasa Rendimiento FIA MN	Tasa Rendimiento FIC ME	Tasa Rendimiento FIC ME
1989	16.5	35.5		
1990	15.0	36.6		
1991	12.7	28.6		
1992	9.2	22.3		
1993	9.8	19.2		
1994	10.1	17.5		
1995	13.0	21.4		
1996	9.1	16.4		
1997	8.0	12.5		
1998	8.7	11.6		
1999	8.0	13.3		
2000	6.3	13.0		
2001	7.2	9.2		
2002	4.0	10.3		
2003	3.2	8.1		
2004	2.8	8.1		
2005	2.3	5.7		
2006	2.9	4.3	0.0	11.2
2007	3.8	5.0	5.9	7.8
2008	6.8	10.6	5.8	8.5
2009	3.3	5.2	4.5	7.0
2010	1.1	1.1	9.0	2.8
2011	0.8	1.1	2.4	2.6
2012	0.9	1.9	3.3	3.3
2013	1.4	1.6	0.4	3.3
2014	1.3	2.1	2.0	3.7
2015	1.3	2.5	1.1	3.2
2016	0.8	0.8	0.7	0.8
2017	0.8	1.9	2.8	2.4
2018	2.2	3.4	3.2	3.8
2019	1.7	2.9	2.6	2.8
2020	0,8	2,7	1,7	3,8
2021	0,2	1,1	0,8	2,7

Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999). UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

ANEXO N°6: PROMEDIO DE TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN; 1989-2021

(en porcentaje)

	Total	1989-2005	2006-2021
FIA ME	5.64	8.58	1.87
FIA MN	10.76	17.01	3.01
FIC ME	3.11	-	2.88
FIC MN	4.51	-	4.35

Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999).
UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

ANEXO N°7: CÁLCULO DE DESVIACIONES ESTANDAR DE FIA PARA AMBOS PERÍODOS

La desviación estándar o desviación típica es una medida que ofrece información sobre la dispersión media de una variable. La desviación estándar es siempre mayor o igual que cero.

La fórmula poblacional y muestral viene dada por:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_i^N (X_i - \bar{X})^2}{N}} \quad S = \sqrt{\frac{\sum (X - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

A partir de la tabla en el Anexo N°5 se obtienen los siguientes resultados:

	FIA ME	FIA MN
Promedio	5,32	10,22
Sumatoria de diferencias	687,87	3089,70
Promedio de Suma de	20,8	93,6
S Total FIA	4,57	9,68
S FIA de Mercado	4,15	9,30
S FIA Plural	1,65	2,45

Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores.
UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29.

Elaboración: Propia.

ANEXO N°8: NÚMERO DE INVERSORES; 1989-2021
(en número de participantes)

AÑO	Número de Participantes FIA	Número de Participantes FIC	TOTAL
1989	0	0	0
1990	0	0	0
1991	0	0	0
1992	170	0	170
1993	1,633	0	1,633
1994	2,948	0	2,948
1995	3,432	0	3,432
1996	5,102	0	5,102
1997	6,139	0	6,139
1998	9,395	0	9,395
1999	11,972	0	11,972
2000	14,595	0	14,595
2001	16,437	0	16,437
2002	13,675	0	13,675
2003	15,938	0	15,938
2004	20,800	0	20,800
2005	26,017	0	26,017
2006	28,048	3	28,051
2007	30,858	8	30,866
2008	40,696	11	40,707
2009	51,147	22	51,169
2010	52,593	37	52,630
2011	53,410	45	53,455
2012	55,580	80	55,660
2013	57,996	87	58,083
2014	62,332	93	62,425
2015	69,207	107	69,314
2016	76,151	118	76,269
2017	83,534	119	83,653
2018	87,939	127	88,066
2019	94,293	128	94,421
2020	97,920	114	97,806
2021	102,978	100	102,878

Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999). UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

ANEXO N°9: PROMEDIO DE NÚMERO DE INVERSORES; 1989-2021
(en número de participantes)

	Total	1989-2005	2006-2021
FIA	32.001	8.721	65.279
FIC	69	0	73
TOTAL	32.032	8.721	65.353

Fuente: Boletines Estadísticos de la Bolsa Boliviana de Valores (datos de 1989 a 1999). UDAPE Dossier de Estadísticas Vol. 29 (datos del 2000 a 2021).

Elaboración: Propia.

ANEXO N°10: NÚMERO DE EMPRESAS; 1989-2021
(en cantidad de inscritos)

PERÍODO: 1989-2005	
TIPO DE EMPRESAS	N° de Empresas Inscritas
Bancos	15
Eléctricas	9
Seguros	8
Serv. Financieros	5
Industria	5
Servicios	3
Petroleras	3
Públicas	3
Otros	7
TOTAL	58

PERÍODO: 2006-2021	
TIPO DE EMPRESAS	N° de Empresas Inscritas
Fondos de Inversión Cerrados	24
Patrimonios Autónomos	21
Servicios Financieros	7
Industria	7
Servicios	6
Comercio	6
Seguros	4
Agroindustria	3
Otros	7
TOTAL	85

Fuente: Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ASFI.

Elaboración: Propia.

ANEXO N°11: PLANILLA DE CONSISTENCIA METODOLÓGICA

PLANILLA DE CONSISTENCIA METODOLÓGICA		
1. TÍTULO	Las Inversiones financieras en el Mercado de Valores Boliviano; 1989 - 2021	
2. TEMA DE INVESTIGACIÓN	Las Inversiones Financieras en el desarrollo del Mercado de Valores	
3. OBJETO DE INVESTIGACIÓN	La influencia de las Inversiones Financieras al desarrollo del Mercado de Valores Boliviano; 1989 – 2021 Pregunta de Investigación: ¿Cómo influyen las Inversiones Financieras al desarrollo del Mercado de Valores?	
4. PROBLEMA	5. OBJETIVO GENERAL	6. HIPÓTESIS
La inestabilidad de las Inversiones Financieras en el Mercado de Valores Boliviano	Determinar la relación de las Inversiones Financieras con el desarrollo del Mercado de Valores Boliviano	La inestabilidad en las Inversiones Financieras influye negativamente al desarrollo del Mercado de Valores Boliviano
7. CATEGORÍAS ECONÓMICAS	8. VARIABLES ECONÓMICAS	9. OBJETIVOS ESPECÍFICOS
C.E. 1. INVERSIONES FINANCIERAS	V.E. 1.1. Volumen total de Inversiones por Tipo de Operación	O.E. 1.1. Evaluar la evolución del Volumen total de Inversiones por Tipo de Operación.
	V.E. 1.2. Inversiones por tipo de instrumento	O.E. 1.2. Comparar las inversiones por Tipo de Instrumento con el total de inversiones.
	V.E. 1.3. Tasas de Rendimiento de Fondos de Inversión	O.E. 1.3. Interpretar las tasas de Rendimiento de Fondos de Inversión
C.E. 2. MERCADO DE VALORES	V.E. 2.1. Número de Inversores	O.E. 2.1. Caracterizar a los inversores del Mercado de Valores.
	V.E. 2.2. Número de Empresas	O.E. 2.2. Identificar el tipo de empresas que se financian en el mercado de valores.

ANEXO N°12: PLANILLA DE CONSISTENCIA TEÓRICA
(de Categorías y Variables)

PLANILLA DE CONSISTENCIA TEÓRICA Categorías y Variables Económicas			
Categoría	Variable	Teorías Particulares	Teoría Transversal
INVERSIONES FINANCIERAS	Volumen Total De Inversiones	<p>Teoría Heterodoxa de la política Monetaria del BCB y su relación con el Mercado de Valores (2017).</p> <p>Enfoque Ortodoxo de la Política Monetaria, i) focalización en un solo objetivo (control de la inflación), ii) la independencia de los bancos centrales, y iii) la existencia de gran dependencia del mercado.</p> <p>Enfoque Heterodoxo.</p> <p>i) Coordinación de políticas con el Órgano Ejecutivo y ii) el uso de un conjunto amplio de instrumentos y políticas para el cumplimiento del objetivo del Banco Central.</p>	<p>4F-1. Factores macroeconómicos para el desarrollo del Mercado de valores son: a) Grado de Desarrollo b) Tamaño, y c) Estructura de la economía.</p> <p>4F-2f. Dos factores afectan la oferta y demanda de títulos: Amplitud del desarrollo del sector bancario y un mercado de bonos creando una “cultura del mercado de capitales”.</p> <p>4F-3. Las instituciones i) promueven la confianza y facilitan el intercambio, ii) aseguran los derechos propiedad, disminuyen la corrupción, aumentan la transparencia. La regulación excesiva reprime el desarrollo del mercado.</p> <p>4F-3c. La inestabilidad política afecta negativamente. En inestabilidad hay poco interés en invertir, fomenta formas alternativas de ahorro.</p>

Inversiones Por Tipo De Instrumento	<p>Teoría de las Finanzas Empresariales y crecimiento de King y Levine (1993). El desarrollo del sistema financiero: i) facilita la diversificación de cartera, así diversificar el riesgo.</p> <p>Perfil del Inversionista según Arturo Rueda (1995). Al Novato se le recomienda: certificados del tesoro, los pagarés bancarios, el papel comercial y, si desean arriesgar algo, pueden destinar parte de su dinero a un fondo común.</p> <p>Al Conservador de Largo Plazo se le recomienda invertir en Fondos de Inversión o en Fondos de Pensiones: estos usarán, los bonos gubernamentales de mediano y largo plazos Bonos del Tesoro, Bonos Bancarios, Bonos corporativos. para conservar liquidez algunos valores son; Certificados del tesoro, Pagarés Bancarios, papel comercial.</p>	<p>5D-2. Los Mercados líquidos permiten i) que los activos financieros sean más atractivos para los inversores, ii) a los inversores cambiar de instrumento si quieren cambiar de composición de cartera, y iii) que un Banco Central use instrumentos monetarios directos e indirectos, ya que son mecanismos de transmisión más estable.</p> <p>4F-1. Respecto de los Factores de oferta de títulos, lo que determina la salida de las empresas a bolsa es el Costo de hacerlo</p> <p>4F-1b. Que no hay oferta de títulos suficiente cuando las economías son muy pequeñas y dominadas por el sector primario o con pequeñas-medianas empresas en el sector industrial.</p>
Tasas De Rendimiento	<p>Teoría de Selección de carteras de Harry Markowitz (1952). El factor para invertir es la rentabilidad. El inversionista: i) observa y experimenta para prever el comportamiento futuro de los valores, ii) selecciona su cartera. Debe seguir ciertas reglas: i) Maximizar los rendimientos esperados, ii) el rendimiento es algo deseable y la varianza (riesgo) indeseable, iii) se debe maximizar el valor descontado de los rendimientos futuros. El rendimiento es retorno, y no se puede separar del riesgo, que es la varianza del rendimiento.</p>	<p>5D-5. La volatilidad en el mercado, da señales para una mejor reasignación de recursos. Además, volatilidad implica afectar las decisiones de ahorro e inversión, más volatilidad provoca menos ahorro y menos ahorro significa menos inversión.</p> <p>4F-4a. A inversores les preocupan los rendimientos reales, no solo los nominales, la estabilidad del tipo de interés a corto plazo aumenta la confianza de los inversores en valores a largo plazo.</p>

MERCADO DE VALORES	Número De Inversores	<p>Teoría de las Finanzas Empresariales y crecimiento de King y Levine (1993). El desarrollo del sistema financiero: i) facilita la diversificación de cartera.</p> <p>Perfil del Inversionista según Arturo Rueda (1995). Un inversionista debe definir su perfil. Propone 3 perfiles: i) <i>Novato</i>, desea conocer las bondades de la bolsa, no debe arriesgar, sus características son: i) Cuenta con pocos recursos y conoce pocos instrumentos, ii) No está preparado para perder, iii) Debe conocer el mercado poco a poco.</p> <p>Conservador de Largo Plazo. Sugiere los fondos de inversión o de pensiones, i) Los recursos van a servir para vivir en el futuro, evitar alternativas de alto riesgo, ii) La liquidez a corto plazo es irrelevante, iii) Pueden otorgar el uso del dinero por períodos grandes, procurando obtener rendimientos altos.</p>	<p>5D-5. Volatilidad significa menos ahorro, por lo tanto, menos inversión.</p> <p>4F-2. Los inversores querrán: i) altos retornos por acciones, ii) monitorear el uso de sus fondos, iii) siempre estarán dispuestos a liquidar sus títulos.</p> <p>4F-3. Los títulos son contratos, los inversionistas necesitan estar protegidos.</p> <p>4F-3. La escasa comprensión desanima al público a participar del mercado, más educación aumenta la propensión a invertir y provee profesionales.</p> <p>4F-3c. La inestabilidad política infunde temor por restricciones, expropiación, desalienta la inversión y genera desconfianza.</p>
	Número De Empresas	<p>Teoría de las Finanzas Empresariales y crecimiento de King y Levine (1993). El desarrollo del sistema financiero facilita la diversificación de cartera. Los Sistemas Financieros: i) evalúan a los empresarios y eligen (movilizan recursos) a los más prometedores, ii) revelan las recompensas por la innovación</p>	<p>5D-3. Concentración, cuando pocas empresas dominan el mercado.</p> <p>5D-4. Cuando el Capital Crece, disminuye el costo, e incentiva salir a bolsa.</p> <p>4F-1. Lo que determina la salida de las empresas a bolsa es el costo de hacerlo.</p>

ANEXO N°13: PLANILLA DE ASPECTOS DE POLÍTICAS

PLANILLA DE ASPECTOS DE POLÍTICAS			
PRIMER PERÍODO, 1989 – 2005, ECONOMÍA DE MERCADO			
LA NUEVA POLÍTICA ECONÓMICA	Del Sector Bancario y Financiero	Tasas de Interés	Liberalización de las tasas de interés del sector financiero. Art28. Se autoriza a los operar con tasas de intereses libres
		Negocios del Sector Financiero	Levantamiento de toda restricción para negocios del sector bancario y financiero. Art26. Se autoriza a todas las instituciones financieras de Bolivia a efectuar todo tipo de actos jurídicos, operaciones y contratos en moneda nacional con cláusula de mantenimiento de valor, o en moneda extranjera
		Liberalización del Mercado de Capitales	Reafirma la libre entrada y salida de capitales, reflejada en el Art5 del a Ley de Inversiones, y menciona: no existen restricciones para el ingreso y salida de capitales, ni para la remisión al exterior de dividendos, intereses y regalías
ESTRATEGIA DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL, 1989 – 2000	Instrumentos de la Estrategia	Continuidad de la NPE	Que constituye una prolongación natural de las reformas de política económica que comenzaron el agosto de 1985
		Fomento al Sector Privado	Manteniendo las condiciones apropiadas para que el sector privado ejecute inversiones de largo plazo
	Políticas Fiscales y Monetarias	Operaciones de Mercado Abierto	El crecimiento de la base monetaria se realizará esencialmente mediante el aumento de las reservas internacionales y por Operaciones de Mercado Abierto
		Tasas de Interés	Las tasas de interés, pasivas y activas, deberían seguir siendo el resultado de las fuerzas de mercado
		Profundización Financiera	Una mayor profundización financiera, dada por el impulso a las instituciones tanto bancarias como no bancarias como... el mercado de capitales. Además de que la fiscalización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras debe ser reforzada y ampliada como instrumento de control de liquidez

	Ajustes Estructurales	Para las Inversiones y los empresarios	Asignaciones correctas de recursos intra-sector e inter-sector, con énfasis en los programas públicos de formación, capacitación y difusión de experiencias para empresarios. El gobierno, mediante sus instituciones sectoriales tendría un papel capital en la transmisión de información que pueda ser empleada por los empresarios para aumentar la productividad de sus inversiones
			La formación de ahorro privado no depende exclusivamente del funcionamiento de los mercados financieros.
		Profundización Financiera	Se debe procurar la Profundización financiera, alentando el desarrollo de los mercados de capitales. Recomienda mantener un clima apropiado para la inversión complementado con mayor profundización financiera.
	El Papel del Sistema Financiero	La Necesidad de un Mercado de Capitales	i) Existe la ausencia de un mercado formal de capitales para atender las necesidades de financiamiento del desarrollo. ii) El deseable desarrollo de un mercado de capitales formalizado y transparente que financie créditos de largo plazo y, una mayor asistencia técnica para la intermediación de préstamos de largo plazo. iii) En el mediano plazo, Bolivia requiere crear un contexto más complejo de instituciones financieras y desarrollar un mercado interno de capitales.
Mercado de Capitales y la Bolsa de Valores		Funcionamiento	El gobierno ha puesto en funcionamiento la Comisión Nacional de Valores y ha aprobado el reglamento para que funcione la Bolsa Boliviana de Valores en 1987. La Bolsa de Valores es un centro de intermediación entre la oferta y la demanda de títulos y valores, y la Comisión Nacional de Valores es el ente estatal promotor, regulador y fiscalizador del mercado
		Importancia	La Bolsa de Valores coadyuvaría de manera efectiva a la movilización del ahorro interno, desarrollando el mercado de capitales y posibilitando la expansión del número de sociedades anónimas, es importante para el desarrollo del sistema financiero nacional

PLAN GENERAL DE DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL, 1997-2002.	Estabilidad Macroeconómica y la Bolsa	Inversiones	La estabilidad de la economía debe garantizarse para asegurar un clima favorable de inversión privada Se buscará mantener la estabilidad a través de un sistema financiero que impulsará el ahorro y la inversión productiva a través de instrumentos financieros
		Marco Legal	Se perfeccionará el marco legal y normativo vigente para fortalecer las instituciones financieras no bancarias
		Instrumentos	Se buscará mantener la estabilidad a través de un sistema financiero que impulsará el ahorro y la inversión productiva a través de instrumentos financieros
		Fondos	Para... mayor ahorro y su oportuna colocación se debe normar... el proceso de aprobación de licencias para nuevos Fondos Financieros Privados... como mecanismo para el acceso al crédito.
		El Mercado de Capitales	Se impulsará el mayor dinamismo en la nueva Bolsa de Valores.
SEGUNDO PERÍODO, 2006 - 2021, ECONOMÍA PLURAL			
PLAN NACIONAL DE DESARROLLO, 2006 - 2011	Sectores de Apoyo a la producción	El SINAFID	Hay poca dinamización del mercado de capitales, controlado por los mismos grupos financieros ha limitado el desarrollo y la profundización de instrumentos fiduciarios, por lo que se impulsará la complementariedad con el sector financiero
	El BDP-SAM,	Estrategia de Intervención	Facilitará procesos de innovación en las instituciones privadas, como por ejemplo establecer el capital de riesgo. Es fundamental... introducir mecanismos e instrumentos de bolsa... y ofrecer nuevas oportunidades de fondeo para pequeñas y medianas empresas.
	Sostenibilidad Macroec	Sostenibilidad Fiscal	Se debe coadyuvar a la elaboración de normas para el desarrollo y fortalecimiento del mercado de valores.

		Estímulo de ahorro e inversión interna	No es posible dinamizar la producción y los ingresos con bajos niveles de inversión, por ello es esencial resolver la falta de financiamiento e incentivar el rol del empresariado nacional
Plan de Desarrollo Económico y	Soberanía Comunitaria y Financiera	Sistema Financiero para el Desarrollo Integral	Supervisar el cumplimiento de los objetivos de la Ley 393, Servicios Financieros.
Régimen de Política Monetaria del BCB		“Decisión del Programa Fiscal Financiero”	En el que se encuentran las metas y objetivos Operaciones de Mercado Abierto, negociadas en reporto y mesa de dinero, tanto de Letras como de Bonos del Banco Central y del Tesoro. Estos Instrumentos se negocian a través de Agencias de Bolsa en el Mercado Primario y en el mercado Secundario de la Bolsa Boliviana de Valores.

ANEXO N°14: PLANILLA DE REFERENCIA NORMATIVA

PLANILLA DE REFERENCIA NORMATIVA	
PRIMER PERÍODO, 1989 – 2005, ECONOMÍA DE MERCADO	
Ley del Mercado de Valores. Ley N°1834. 31 de marzo de 1998.	<p>Es la principal norma para el Mercado de Valores en Bolivia, busca “regular y promover un Mercado de Valores organizado, integrado, eficaz y transparente”. También norma el funcionamiento de la Superintendencia de Valores que se encarga de la fiscalización, control y regulación del Mercado de Valores.</p> <p>La Ley del Mercado de Valores está constituido por 11 (once) Títulos y 128 Artículos.</p>
Principales Reglamentos que se desprenden de la Ley del Mercado de Valores	<p><i>El Reglamento a la Ley del Mercado de Valores.</i> Promulgada con el Decreto Supremo N°25022 el 22 de abril de 1998, señalando que se ha concordado las circulares emitidas por la ex Comisión Nacional de Valores, y que estas servirán de base para regular el mercado de Valores organizado y transparente.</p> <p><i>El Reglamento de Titularización.</i> Aprobada mediante Resolución Administrativa SPVS-IV-N°052 del 14 de febrero de 2000, y tiene por objeto establecer las normas de carácter prudencial, relativas a los procesos de Titularización, conforme a lo establecido por la Ley del Mercado de Valores.</p> <p><i>El Reglamento de Agencias de Bolsa.</i> Que se aprueba el 8 de diciembre de 2004, mediante Resolución SPVS-IV-N°751, y establece las normas y procedimientos que regulan la constitución, la organización, el funcionamiento, las actividades y las operaciones de las Agencias de Bolsa, de acuerdo a lo establecido por la Ley del Mercado de Valores.</p> <p><i>El Reglamento para Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y de los Fondos de Inversión.</i> Cuya versión inicial, según la Recopilación de Normas para el Mercado de Valores, es de fecha 13 de agosto de 2004, en la Resolución SPVS-IV-N°421, que tiene por objeto normar el procedimiento de constitución, autorización de funcionamiento e inscripción de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión en el Registro del Mercado de Valores de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (ahora Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero, ASFI), así como su organización, actividades, operaciones y servicios a desarrollar.</p>
Ley de Bancos Y Entidades	<p>Autoriza a las entidades financieras las actividades de intermediación financiera relacionadas a la emisión, negociación y descuento de títulos valores.</p>

	<p>Establece que la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras supervise las actividades de la Comisión Nacional de Valores y les apoye proporcionando apoyo técnico y administrativo, hasta la aprobación de las leyes del Mercado de Valores y Seguros.</p>
<p>Ley de Reactivación Económica. Ley N°2064. 3 de abril de 2000.</p>	<p>En el Art. 29, se modifican artículos de la Ley del Mercado de Valores, que afectan a las Agencias de Bolsa, a Accionistas, A Sociedades de titularización y a Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.</p>
	<p>La exención de impuestos a intereses, rendimientos y otros no relacionados al IUE, los intereses de DPFs y otros valores de deuda colocados a 3 años o más (Art. 35). También menciona, toda transacción con valores de oferta pública inscritos en el Registro del Mercado de Valores (RMV) que tenga efectos en el territorio nacional, queda exenta del pago de Impuestos al Valor Agregado (IVA) e Impuesto a las Transacciones (IT) (Art. 37).</p>
<p>SEGUNDO PERÍODO, 2006 - 2021, ECONOMÍA PLURAL</p>	
<p>Constitución Política del Estado. Febrero, 2009.</p>	<p>Artículo 330, II: “El Estado, a través de su política financiera, priorizará la demanda de servicios financieros de los sectores de la micro y pequeña empresa, artesanía, comercio, servicios, organizaciones comunitarias y cooperativas de producción.</p>
	<p>Art.326 (Política Monetaria) “El Estado, a través del Órgano Ejecutivo, determinará los objetivos de la política monetaria y cambiaria del país, en coordinación con el Banco Central de Bolivia”.</p>
<p>Ley de Servicios Financieros Ley 393, 21 de agosto de 2013.</p>	<p>Que establece a la ASFI como la autoridad reguladora y supervisora del Mercado de Valores y de las instituciones auxiliares. También autoriza y regula bancos y demás intermediarios financieros a realizar operaciones de inversión, financiamiento y emisión de títulos valores a través de la Bolsa.</p>
	<p>Título II. Servicios Financieros y Régimen de Autorizaciones. Capítulo I. Servicios Financieros Autorizados. Art.118 Establece “La autorización de Emitir y colocar acciones de nueva emisión para aumento de capital, y, Emitir y colocar valores representativos de deuda”.</p>
<p>Decreto Supremo N°2055</p>	<p>Régimen de Tasas de Interés de la Ley N°393 de Servicios Financieros establece límites mínimos a las tasas de interés para Depósitos a Plazo fijo con diferentes plazos, y también fija límites a los créditos al Sector Productivo.</p>

ANEXO N°15: PLANILLA DE REFERENCIA INSTITUCIONAL

PLANILLA DE REFERENCIA INSTITUCIONAL		
HACEDORES DE POLÍTICAS Y REGULADORES	Ministerio de Economía Y Finanzas Públicas	<p>Son atribuciones del ministro(a) de Economía y Finanzas Públicas: Formular políticas en materia de intermediación financiera, servicios e instrumentos financieros, valores y seguros.</p> <p>El Viceministerio de pensiones y servicios financieros debe: i) Proponer y evaluar políticas y normas para promover el desarrollo, transparencia y fortalecimiento de los servicios financieros, valores y seguros. ii) Profundizar las relaciones interinstitucionales de los servicios financieros, valores y seguros.</p> <p>El Viceministerio del tesoro y crédito público puede: i) Efectuar operaciones con títulos valores del Tesoro General de la Nación.</p>
	Banco Central de Bolivia	<p>Entre sus atribuciones específicas están:</p> <p>i) Ejecutar la política monetaria... podrá emitir títulos valores y realizar otras operaciones de mercado abierto.</p> <p>ii) Atender necesidades de calamidades públicas o necesidades de liquidez... mediante títulos valores negociables de deuda pública emitidos por el Tesoro Nacional.</p>
	El Sistema de Regulación Financiera	<p>El Sistema de Regulación Financiera (SIREFI) fue creado en noviembre de 1996 (Ley N°1732 de Pensiones) con el fin de “regular, controlar y supervisar las actividades de personas y entidades relacionadas con el seguro social obligatorio de largo plazo, bancos y entidades financieras, entidades aseguradoras y reaseguradoras, y del mercado de valores. Posteriormente su estructura cambió 2 veces.</p>
	Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ASFI	<p>En su objeto menciona “regular, controlar y supervisar los servicios financieros... así como la actividad del mercado de valores, los intermediarios y entidades auxiliares del mismo”.</p> <p>Autoriza transacciones en y a través del mercado de valores, por ejemplo, colocar y emitir valores, descontar y negociar valores, transportar valores, realizar actividades de titularización e invertir en valores.</p>

	Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO	Es el organismo internacional que reúne a los reguladores de valores de todo el mundo y está reconocido como el organismo normativo mundial del sector de los valores. La OICV desarrolla, aplica y promueve la adhesión a normas internacionalmente reconocidas para la regulación de los valores. Sus objetivos son: i) Protección de Inversiones ii) Protección del mercado. Que sea justo transparente y eficiente. iii) Reducción del riesgo sistémico.
EL MERCADO DE VALORES	Mercado de Valores	El Mercado de Valores es el espacio económico que reúne oferentes y demandantes de Valores. Es parte del Sistema Financiero y abarca al mercado de dinero y al mercado de capitales. Existen el Mercado Bursátil y el Extrabursátil, así como el Mercado Primario y el Mercado Secundario.
	Inversores	Son las personas naturales o jurídicas que ofrecen sus recursos en la adquisición de acciones, obligaciones u otro valor para lograr rentabilidad y liquidez, así como obtener ganancias en las transferencias de valores, en función de las alzas y las bajas de las cotizaciones. Los inversionistas que representan formas de inversión conjunta o colectiva se denominan inversionistas institucionales.
	Emisores	Los emisores de valores son las sociedades por acciones, sociedades de responsabilidad limitada, entidades del Estado, el Banco Central de Bolivia y otras personas jurídicas que pueden realizar oferta pública de valores, acudiendo al mercado de valores en demanda de recursos financieros, a través de la emisión de valores de deuda y/o participación.

ANEXO N°16: ABREVIATURAS DE LOS INSTRUMENTOS

INSTRUMENTO	ABREVIATURA
Bonos Bancarios Bursátiles	BBB
Bonos Convertibles en Acciones	BCA
Bonos del BCB	BBC
Bonos a Corto Plazo	BCP
Bonos a Largo Plazo	BLP
Bonos Municipales	BM
Bonos del Tesoro General de la Nación	BTG
Certificados de Depósito BCB	CD BCB
Certificados de Devolución de Depósitos	CDD
Certificados de Depósitos emitidos por el BCB	CD BCB
Certificado de Nota de Crédito Negociable	CD NCN
Cupones	CUP
Depósitos a Plazo Fijo	DPF
Letras del Banco Central de Bolivia	LBCB
Letras del Tesoro General de la Nación	LTGN
Letras pre pagables	LPP
Pagarés Bursátiles	PB
Valores de Titulación de Contenido Crediticio	VTCC
Acciones	ACC
Cuotas de Participación en Fondo	CPF
Acciones No Registradas	ANR
Letras de Cambio	LC
Pagarés (de Mesa de Negociación)	P

AGRUPACIÓN DE INSTRUMENTOS	
INSTRUMENTO	AGRUPA A:
B	BBB + BCA
BP	BBC + BM + BTG
BCP	BCP
BLP	BLP
CDD	CD BCB + CDD + CD NCN
CUP	CUP
DPF	DPF
LP	LBCB
LE	LTGN
P	PB + P
VTCC	VTCC
ACC	ACC + ANR
CPF	CPF