

UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRES

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y FINANCIERAS
CARRERA: ECONOMIA**



TESIS DE GRADO

**Los CDs del Banco Central de Bolivia como
instrumento de Política Monetaria**

**Postulante: Jorge Oscar Venegas
Tutor : Lic. Carlos Villegas O.**

**La Paz - Bolivia
1994**

A Juan G. Venegas Arancibia, mi abuelo
querido, por haber creído siempre en
mí; a mi madre Victoria, por todo,
y a mi esposa, por su apoyo.

A G R A D E C I M I E N T O

Quiero agradecer en forma especial a mi tutor de tesis, el Lic. Carlos Villegas Quiroga, quien me orientó y colaboró permanentemente durante la elaboración del trabajo: y, más aún cuando se tuvieron que salvar las observaciones que hicieron los miembros del jurado designado.

Asimismo, quiero dirigirme a este prestigioso tribunal, agradeciendo en primer lugar al Lic. Luis A. Arce Catacora, quien con bastante voluntad supo satisfacer mis requerimientos, tanto en la parte de asesoramiento como en la parte estadística.

Al Lic. Armando Méndez Morales, por su orientación y consejos, además por las excepcionales clases de Teoría y Política Monetaria que recibí como alumno suyo en la Facultad de Economía de la Universidad Mayor de San Andrés.

Al Lic. Hugo Argote Argote, por haberse dado tiempo para dedicarlo a mi trabajo, pese a sus agotadoras actividades: y, por sus buenos consejos y explicaciones.

Al Lic. Roberto Caro Miranda, porque supo aconsejarme muy bien para utilizar la bibliografía e información ayudándome bastante para concluir este trabajo.

A todos ellos, mi reconocimiento.

I N D I C E

	Pág.
I. Introducción.....	3
II. Marco Teórico.....	7
1. La Teoría Cuantitativa del Dinero.....	7
1.1 El Enfoque de las Transacciones	8
1.2 El Enfoque de Cambridge	10
1.3 Teoría Cuantitativa de la Inflación.....	11
1.3.1 Definición de la inflación.....	11
1.3.2 Teoría Cuantitativa de la Inflación.....	11
2. Keynesianismo y Monetarismo.....	12
2.1 Keynesianismo.....	12
2.2 Contrarevolución monetarista.....	14
2.3 Debate Keynesianos Vs Monetaristas.....	16
3. La Oferta Monetaria.....	18
3.1 La Base Monetaria.....	18
3.2 Emisión Monetaria.....	19
3.3 El Medio Circulante.....	20
3.4 Liquidez Total.....	20
4. Instrumentos de Política Monetaria.....	20
4.1 Control a través de la Base Monetaria.....	21
4.2 Operaciones de Mercado Abierto.....	21
4.3 Tasa de Encaje Legal.....	21
4.4 Tasa de Redescuento.....	22
5. Las Tasas de interés y su influencia sobre la Inversión.....	22
6. Tasas de Interés Pasivas y Activas.....	24
7. El modelo IS-LM.....	27
8. Formulación y Planteamiento de Hipótesis.....	28
III. Nueva Política Económica	31
1. Caracterización de la Nueva Política Económica.....	31
2. El Proceso de Estabilización.....	33
3. Problemas de la Reactivación Económica.....	38
IV. Los Certificados de Depósito del B.C.B.....	45
1. Operaciones de Mercado Abierto y los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia.....	45
2. Contexto en el que aparecen los CDs del BCB.....	48
3. Los CDs como instrumento de Política Monetaria.....	53
3.1 Primer Período.....	55
3.2 Segundo Período.....	55
3.3 Tercer Período.....	57
3.4 Cuarto Período.....	57
4. Primer Período: Aparición y Consolidación de los Certificados de Depósito (CDs).....	58
5. Segundo Período: Disminución de los Depósitos Bancarios y de la demanda por CDs.....	61
6. Tercer Período: Consolidación de la Estabilización Económica y los Certificados de Depósito.....	64

7.	Cuarto Período: Desarrollo de las Operaciones con los CDs en la perspectiva de la reactivación.....	69
8.	Los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia y su Contribución a la Estabilización.....	74
9.	Los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia y las Altas Tasas de Interés.....	77
V.	Consideraciones Finales y Conclusiones.....	82
1.	Los CDs y la Estabilidad Económica.....	82
2.	Los CDs y la Reactivación Económica.....	83
3.	Conclusiones.....	85

ANEXOS

ANEXO I:	Modelo Econométrico.....	89
ANEXO II:	Certificados de Depósito Negociables (CDs).....	95
ANEXO III:	Reglamento y Resoluciones del Directorio del Banco Central de Bolivia para la Emisión y Operación de CDs.....	100
ANEXO ESTADISTICO.....		108
Bibliografía.....		118

INDICE DE CUADROS

	Pág.
Cuadro No. 1 Base Monetaria.....	36
Cuadro No. 2 Tasas de interés reales.....	43
Cuadro No. 3 Evolución del tipo de cambio.....	49
Cuadro No. 4 Certificados de Depósitos a Plazo Fijo del B.C.B.....	54
Cuadro No. 4 Continuación.....	56
Cuadro No. 5 1988:Tasas de interés pasivas y de los CDs.....	60
Cuadro No. 6 1989:Tasas de interés pasivas y de los CDs.....	63
Cuadro No. 7 Tasas de interés pasivas y de los CDs.....	67
Cuadro No. 8 Tasas de interés pasivas y de los CDs.90-92.....	73
Cuadro No. 9 Evolución Base y Emisión Monetaria.....	77
Cuadro No.10 Tasa Anuales de interés Internacionales.....	78

INDICE DE GRAFICOS Y FIGURAS

Figura No. 1 Modelo IS-LM.....	28
Gráfico No. 1 Evolución de la tasa inflacionaria en el período 1982-1992.....	33
Gráfico No. 2 Preferencia por liquidez.....	37
Gráfico No. 3 Tasas de variación del CNSP.....	48
Gráfico No. 4 Primer Período.....	58
Gráfico No. 5 Segundo Período.....	62
Gráfico No. 6 Tercer Período.....	65
Gráfico No. 7 Cuarto Período.....	70

CAPITULO I

Cap. I

INTRODUCCION

El proceso de estabilización que logró el país tras el D.S. 21060 de 29 de agosto de 1985, eliminó de la historia económica boliviana una de las más grandes hiperinflaciones que experimentó el país.

Para alcanzar este objetivo, la denominada Nueva Política Económica (N.P.E.) coordinó las políticas monetaria, fiscal, cambiaria y de comercio exterior, utilizando cada uno de los instrumentos de estas políticas específicas hacia un objetivo común: la estabilidad.

En esta tarea, tuvo destacada actuación la política monetaria, pues en ella se centralizó el objetivo de contraer la oferta monetaria, ya que según el enfoque teórico que subyace en la N.P.E., el exceso de oferta monetaria fue la causa principal del proceso hiperinflacionario.

Dentro de la política monetaria, se destacó la utilización de los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia, en adelante CDs, pues en primer lugar iniciaron las operaciones de mercado abierto en el país, y en segundo lugar proporcionaron al Ente Emisor un importante instrumento de política monetaria.

Estos CDs tuvieron buena aceptación por parte del público por

su calidad de activo financiero alternativo a los que ofrece el sistema financiero en su conjunto, su rentabilidad y la confianza en la Institución que los emite. Es así que presentan un constante incremento en su saldo a partir de la fecha de inicio de sus operaciones y hasta nuestros días, muchas personas siguen considerando a estos CDs como un parámetro de referencia para optar a otro activo financiero.

Pero no fue solamente el público el que tomó como referencia las operaciones de los CDs, sino también fue la banca privada la que poco a poco va fijando sus tasas de interés de acuerdo a la evolución de las tasas de rendimiento de estos CDs. De este modo, esta influencia sobre las tasas de interés, permite al Banco Central de Bolivia poder manipular las tasas de rendimiento de los CDs para lograr una disminución en las tasas activas del sistema bancario nacional y por lo tanto generar un clima propicio para incentivar la inversión y contribuir a la tan necesaria reactivación económica nacional.

El período post-estabilización se caracteriza por un marcado proceso de estancamiento en la economía boliviana, por lo que la manipulación de las tasas de interés de los CDs, se constituye en una opción para incentivar las inversiones y la producción en nuestro país.

En este contexto, se analizarán los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia en el período diciembre 1987, fecha de inicio de estas operaciones, a diciembre 1992, límite establecido por la disponibilidad de datos estadísticos y

análisis de autores nacionales.

El trabajo se divide en cinco capítulos. En el segundo capítulo se hace referencia a los principales elementos teóricos y conceptuales que se manejan a lo largo de este estudio. En el capítulo tercero, se realiza una breve caracterización de la Nueva Política Económica, haciendo énfasis en el aspecto monetario, operaciones de mercado abierto e inversiones. En la cuarta parte de este trabajo, se efectúa un análisis de los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia y su influencia tanto en el proceso de estabilización como en el de reactivación económica.

Asimismo, se acompaña el anexo No. 1 en el cual mostramos un modelo econométrico sencillo, que intenta contribuir a la verificación de una parte de la hipótesis de la presente tesis de grado. El anexo No 2, tiene el objetivo de poner en conocimiento la operabilidad de los CDs negociables, y finalmente en el anexo No. 3, se encuentran las principales disposiciones reglamentarias para la emisión de los CDs.

Se completa al final con un apéndice estadístico, en el que se presentan cuadros que resumen las principales variables y datos utilizados para realizar el presente trabajo.

CAPITULO II

Cap. IIM A R C O T E O R I C OII.1 LA TEORIA CUANTITATIVA DEL DINERO

Los orígenes de esta teoría se remontan a los siglos XVI y XVII de nuestra era. En efecto, después del descubrimiento de América y del consecuente traslado de metales preciosos del nuevo continente a Europa, "se generó en España y Portugal una fuerte y larga inflación, debido a la entrada de metales preciosos procedentes del Nuevo Mundo..."¹. Este hecho condujo a un debate entre los pensadores de ese tiempo sobre las causas de la aparición de ese fenómeno.

En 1568 el francés Jean Bodin planteó una novedosa conclusión para su tiempo sobre ese tema. Afirmaba que el valor del dinero dependía de la oferta del mismo, dando inicio a lo que posteriormente se conocería como la teoría cuantitativa del dinero.

Este primer esbozo de la teoría cuantitativa fue recibiendo a lo largo del tiempo muchas aportaciones, de autores como Bernardo Davanzati, Malynes, Mun, Hume, etc., hasta llegar a la formulación de la ecuación de cambios elaborada por Irving Fisher.

¹ ARGANDOÑA, Antonio: "La teoría Monetaria Moderna: de Keynes a la década de los 80", 2da. Ed., Barcelona-España, Ed. Universidad de Barcelona, 1981, p. 17.

II.1.1 El Enfoque de las Transacciones o Ecuación de Fisher.- El análisis de Fisher establece que todo pago hecho por una unidad económica es igual al valor recibido por otra, magnitud esta última que se define como el producto de una cantidad por un precio. La suma de las transacciones efectuadas por una economía durante un período dado puede representarse como la sumatoria de $\sum P_i * Q_i$, donde P_i es el precio del bien o servicio i -ésimo y Q_i es la cantidad de dicho bien o servicio. Si se elige un índice de precios promedio P y se simbolizan como T las cantidades transadas, se tendrá que el valor total de las transacciones es igual a $P * T$, e igual a $\sum P_i * Q_i$. Este valor monetario de las transacciones debe ser igual al valor nominal del dinero que se empleó al hacerlas, multiplicado por el número de veces promedio que cada unidad de dinero se usó o rotó en el período en cuestión, así la ecuación de cambios estaría constituida por:

$$M * V = P * T$$

donde: M = la cantidad media de dinero en circulación en la unidad económica en el año.

V = la tasa media de rotación del dinero en su intercambio.

P = Precios de los bienes intercambiados.

T = las cantidades de los bienes intercambiados.

Irving Fisher influenciado por la contienda inglesa del siglo XIX entre las llamadas escuelas metalista (currency) y

la escuela bancaria (banking school) dividió el dinero entre efectivo y depósitos bancarios, definiendo para cada uno de ellos su respectiva velocidad de circulación, quedando la ecuación de cambios de la siguiente manera:

$$M * V + M' * V' = P * T$$

donde M es la cantidad de monedas y billetes en circulación, V es su velocidad de circulación, M' es el conjunto de depósitos sujetos a transferencia mediante cheque y V' su velocidad, P y T mantienen la anterior definición.

El enfoque de transacciones pone énfasis en la función del dinero como medio de cambio y de allí que quienes lo emplean rehúsan incluir en la definición de dinero cualquier activo financiero que no sea el efectivo y los depósitos en cuenta corriente. Se razona que para efectuar pagos, todo otro activo por líquido que sea, debe ser previamente convertido a efectivo o depósito a la vista, con el costo en tiempo y recursos que tal acción requiere.

"En definitiva, pues, la teoría cuantitativa, que es una teoría de la demanda de dinero, acaba siendo una teoría de su valor o, , una teoría del 'poder adquisitivo del dinero' (medido como inverso del nivel de precios), cuando se la enfrenta con la oferta de dinero. Los autores cuantitativistas tradicionales consideraron que, de los cuatro elementos de la ecuación de cambios, P (el nivel de precios) era la variable dependiente de los otros tres..."².

² ARGANDOÑA R., Antonio: Ob. Cit. p.28

II.1.2 El Enfoque de Cambridge o Método de Saldo Monetarios.- Debido a dificultades estadísticas para la medición del nivel de transacciones de un país, que tornaban poco operativo el enfoque de transacciones, y debido asimismo al desarrollo de las cuentas nacionales, el mismo que incorporó estimaciones más o menos confiables en la medición del ingreso, y finalmente dado el hecho de que la relación transacción-ingreso tiende a ser más estable, este enfoque monetario sustituyó la velocidad de transacción por la velocidad ingreso, quedando la ecuación de cambios de la siguiente manera:

$$M * V = P * Y$$

En este caso V representa el número de veces que en promedio se usa el stock de dinero para realizar transacciones que impliquen generación de ingreso y ya no simplemente transacciones, este hecho obligó a redefinir P de modo que incluya sólo los bienes y servicios producidos en el período bajo análisis.

Aparentemente esta nueva ecuación representa un simple reordenamiento de la ecuación de Fisher; pero no lo es ya que las bases conceptuales no son las mismas. A. Marshall y A.C. Pigou; en cuyos trabajos se sustenta este enfoque, partieron de la base de que la demanda nominal de dinero depende de variables tales como el ingreso nominal y otras, tal como en general se plantea la demanda de otros bienes en microeconomía.

El aporte del enfoque de Cambridge consistió en que éste introdujo explícitamente el dinero en la cartera de activos que mantiene la comunidad. De allí quedó poco para que la escuela de Chicago interpretara la teoría cuantitativa como una teoría de la demanda de dinero, incorporando al análisis monetario los factores de decisión o elección que son la esencia de la teoría económica, tales como el costo alternativo de mantener dinero, la tasa de interés, la tasa esperada de inflación, etc.

II.1.3 Teoría Cuantitativa de la Inflación.-

II.1.3.1 Definición de Inflación.- Se entiende por inflación al proceso económico en el cual se verifica un aumento persistente y generalizado en el nivel de precios³.

II.1.3.2 Teoría Cuantitativa de la Inflación.- Denominada también teoría de la inflación por presión de demanda. Esta corriente sostiene que la responsabilidad principal de la generación de un proceso inflacionario la tiene el gobierno, "... al no lograr restringir el flujo de dinero por medio del sistema bancario o de otras formas, con el resultado que aumentó más rápidamente la oferta monetaria que la producción y el nivel general de precios"⁴.

En términos teóricos, esto quiere decir que para la

³ GARCIA V. y SAIEH, A.: "Dinero Precios y Política Monetaria", Buenos Aires, Ed. Macchi, 1985, p.313.

⁴ SELDOM, Arthur y PENNANCE, F.G.: "Diccionario de Economía", España, Ed. oikos, 3ra.ed., 1980, p.300.

teoría cuantitativa de la inflación o de presión de demanda, la inflación es producida por incrementos en la cantidad de dinero que superan los niveles de demanda real del mismo, por lo que recomienda su contracción para restablecer el equilibrio. Para esta teoría, la inflación generalmente se produce cuando los gobiernos recurren al Crédito Interno para cubrir sus déficits fiscales.

En este trabajo, consideramos como cierta esta teoría para el caso boliviano, puesto que en el período hiperinflacionario experimentado años atrás, el incremento de la oferta monetaria efectuada por el Banco Central de Bolivia para financiar el déficit fiscal del gobierno, fue uno de los principales elementos que generaron dicho proceso. Este hecho condujo a la Nueva Política Económica a utilizar instrumentos eficientes de política monetaria como son las operaciones de mercado abierto.

II.2 KEYNESIANISMO Y MONETARISMO.-

II.2.1 Keynesianismo.- Keynes rompe con las concepciones neoclásicas tanto en lo que se refiere a la tasa de interés⁵ como a los factores que determinan la demanda de

⁵ Para keynes la tasa de interés deja de ser la recompensa por dejar de consumir, como lo planteaban los neoclásicos, y tampoco el dinero solo sirve como medio de cambio. El plantea que el dinero es un activo que cumple tres funciones: medio de cambio, unidad de cuenta y acumulador de valor; en lo que se refiere a la tasa de interés, para keynes, ésta "...es una recompensa por desprenderse de riqueza en forma líquida." RAMOS Sanchez, Pablo: "Principales Paradigmas de la Política Económica", La Paz,

dinero.

En lo que respecta a la demanda de dinero, Keynes inicia su exposición definiendo la preferencia por la liquidez como el deseo de la gente por mantener riqueza en dinero efectivo. Para este autor la preferencia por la liquidez depende de tres motivos: transacción, precaución y especulación⁶.

En su análisis, tanto el ingreso como la tasa de interés afectaban al nivel demandado de dinero, pero puso énfasis en que el ingreso afectaba a los niveles de dinero mantenidos por los motivos de transacción y de precaución, y lo puso también en la tasa de interés como variable principal que impacta al stock mantenido por motivo de especulación. Es este último según Keynes, el que genera la posibilidad de una trampa de liquidez.

La trampa de liquidez es una situación en la que existe una tasa de interés tan baja, que la demanda de dinero es completamente elástica. El razonamiento Keynesiano del funcionamiento de la trampa de la liquidez es el siguiente:

Ed. UMSA, 1983, pp.55-57.

⁶ "Keynes reconoce tres motivos específicos para guardar dinero; (1) un motivo comercial, en virtud del cual el dinero ocioso se necesita para futuros intercambios de bienes y servicios; (2) un motivo precautorio, en que se mantienen saldos en efectivo por la incertidumbre que hay acerca del curso futuro de los acontecimientos; y (3) un motivo especulativo que hace mantener dinero efectivo si se espera que las inversiones financieras vayan a tener un resultado negativo en un plazo estipulado" DIULIO, Eugene: "Macroeconomía", Mexico, McGraw Hill, 1978, p.107.

si la tasa de interés es tan baja, los agentes económicos piensan que ésta ya no puede bajar más, de manera que si la tasa de interés subiera, tendrían pérdidas los poseedores de bonos, por lo que a ese nivel de tasa de interés no se demandan bonos, en cambio se demanda cualquier cantidad de dinero; en esa situación la política monetaria no sería eficaz, pues las variaciones en la oferta de dinero serían absorbidas por la población sin afectar a la tasa de interés.

Si la tasa de interés observada comienza a bajar, el mercado espera que suba, por lo tanto, espera que baje el precio de los bonos y de ahí, se espera una pérdida de capital. Entonces antes de que esa pérdida se haga efectiva hay una presión vendedora de bonos que hace bajar su precio y subir la tasa de interés que había comenzado a bajar.

En resumen, como se pudo inferir, J. M. Keynes atacó la teoría cuantitativa del dinero y dió énfasis en el ingreso y la tasa de interés como las variables que explicarían la demanda de dinero.

II.2.2 Contrarrevolución Monetarista.- "La teoría monetaria experimentó un declive desde los años treinta hasta después de la segunda guerra mundial, porque se creyó que resultaba inadecuada para explicar algunos acontecimientos económicos, principalmente la Gran Depresión"⁷.

Sin embargo en algunas Universidades principalmente

⁷ ARGANDOÑA, Antonio: Ob. Cit. p.89

norteamericanas, se mantenía la tradición cuantitativa del dinero respaldado principalmente en investigaciones empíricas, entre estos exponentes de lo que se convino en llamar la contrarrevolución monetarista se encuentra Milton Friedman.

"Milton Friedman apunta que 'la noción central del monetarismo es que la moneda incide sobre las fluctuaciones económicas a corto plazo de la economía y sobre la inflación, o sea, la tendencia de los precios. Parte de la noción central -rasgo que más lo distingue del enfoque Keynesiano- que lo que importa es la cantidad de dinero y no las tasas de interés, las condiciones del mercado monetario y cosas por el estilo'"⁸

Las proposiciones más importantes del monetarismo son:

- 1) Hay una relación constante, aunque no exacta, entre el índice de crecimiento de la cantidad de dinero y el índice de crecimiento de los ingresos nominales. Si la cantidad de dinero crece con rapidez, lo mismo sucede con los ingresos nominales, y viceversa.
- 2) Los cambios en el crecimiento monetario no inciden inmediatamente sobre los ingresos, sino después de un cierto período de rezago; por eso dicha relación no aparece tan obvia en períodos cortos.
- 3) A corto plazo, los cambios monetarios influyen principalmente sobre la producción; en tanto que a

⁸ RAMOS S., Pablo: Ob. Cit. p.78.

largo plazo afectan con preferencia a los precios.

- 4) La inflación siempre y en todas partes es un fenómeno monetario que se produce y sólo se puede producir con un aumento más acelerado de la cantidad de dinero que de la producción.
- 5) Los gastos gubernamentales no son siempre inflacionarios. Lo serán, fuera de toda duda, si se financian creando moneda, o sea imprimiendo billetes o creando depósitos bancarios; pero, no serán inflacionarios si se financian con impuestos o empréstitos públicos.
- 6) El crecimiento del medio circulante tiene dos efectos, separados en el tiempo, sobre la tasa de interés. Al principio hace bajar la tasa de interés; pero, a medida que eleva los gastos y estimula la inflación, también genera un aumento en la demanda de créditos y esto tiende a hacer subir la tasa de interés. Además la inflación provoca la discrepancia entre las tasas de interés real y nominal⁹.

II.2.3 Debate Keynesianos vs. Monetaristas.- Las diferencias existentes entre estos dos modelos básicamente están centrados en las implicaciones de sus teorías para la política económica. Los monetaristas indican que si las autoridades tratan de influir sobre la demanda y el producto

⁹ Ver RAMOS S. Pablo: Ob. Cit. pp.80-81

internos, el control de la oferta de dinero será un instrumento mucho más importante que la política fiscal. En cambio los keynesianos¹⁰ sostienen que tanto los cambios de la oferta de dinero como las modificaciones e influencias de la política fiscal son importantes.

Un otro punto divergente importante, es el referido al enfoque de cada una de estas escuelas sobre el impacto de cualquiera de sus políticas de estabilización sobre el producto y el empleo tanto a corto como a largo plazo. Como ya se mencionó líneas arriba, para los monetaristas la política monetaria no puede influir sobre el producto o el empleo en el largo plazo, aunque sí ésta puede tener efectos en el corto plazo. En cambio los keynesianos afirman que las políticas de estabilización afectan las variables reales, debido fundamentalmente a que los precios y los salarios no son perfectamente flexibles.

Pero "ambos emplean lo que es esencialmente un marco de IS/LM para el desarrollo de sus proposiciones, aunque algunos monetaristas como Brunner y Meltzer (1973), sin dejar de utilizar ese marco, afirman que es demasiado simple para incorporar las ideas monetaristas"¹¹

¹⁰ Bajo este concepto incluimos también a la escuela denominada postkeynesiana.

¹¹ HARRIS, Lawrence: "Teoría Monetaria", México, F.C.E. 1985, p.555.

II.3 LA OFERTA MONETARIA

El concepto de oferta puede resumirse en el volumen de recursos expresados en activos que son ofrecidos por el sistema financiero de una economía¹².

Para un mejor estudio, suele dividirse la oferta de dinero en tres elementos: la base monetaria, lo que se denomina el M1 y el M2.

II.3.1 La Base Monetaria.- La principal función de política monetaria de un Banco Central, es emitir una cantidad adecuada de billetes y monedas para cumplir los objetivos de la política macroeconómica.

La base monetaria puede verse desde dos puntos de vista: desde el origen (activos del Banco Central) y desde el destino (pasivos del Banco Central).

Desde el punto de vista del origen, la base monetaria suele dividirse en Reservas Internacionales Netas, Crédito Interno Neto (Crédito del Banco Central al sector público y el crédito del Banco Central al sector privado) y lo que se denomina Otras Cuentas¹³. En términos ecuacionales tendríamos:

$$EM = RIN + CIN + OCTas$$

donde: BM = Base Monetaria

¹² El sistema financiero comprende el sistema monetario (banca central y bancos comerciales) y demás instituciones de crédito como ser mutuales, cooperativas de ahorro y crédito, cajas complementarias, etc.

¹³ Ver Banco Central de Bolivia: Boletín Estadístico No. 271, Cuadro No. 1,01 p.9.

RIN = Reservas Internacionales Netas

CIN = Crédito Interno Neto

OCTas = Otras Cuentas

Desde el punto de vista del destino, la base monetaria se divide en Billetes y Monedas en Poder del Público y lo que se denomina las Reservas Bancarias, que son los depósitos que tiene el sistema bancario en el Banco Central. En términos ecuacionales tendríamos:

$$BM = ByM + RB$$

donde: BM = Base Monetaria

ByM = Billetes y Monedas en Poder del Público

RB = Reservas Bancarias.

Como se puede inferir de lo anterior, la base monetaria no es más que la capacidad que tiene el Banco Central de crear dinero, respaldado en sus activos. Dinero, que va a parar a manos del público (ByM) o como Reservas Bancarias, los mismos que representan un pasivo para el mismo Banco Central.

II.3.2 Emisión Monetaria.- La emisión monetaria puede definirse de la siguiente manera:

$$EM = RIN + CINSP + CINSB + OCTas.$$

En la que CINSP es el crédito interno neto al sector público y CINSB es el crédito interno neto al sector bancario. La diferencia con la Base Monetaria (BM) radica en que la BM contempla sólo el crédito al sector bancario y no así sus depósitos en el Banco Central. En cambio la EM incorpora el

crédito neto, vale decir, deduce del crédito bruto al sector bancario, los depósitos que éstos tienen en el Banco Central.

II.3.3 El Medio Circulante (M1).- Esta oferta monetaria incluye los billetes y monedas en poder del público y los depósitos a la vista (depósitos en cuenta corriente):

$$M1 = ByM + D$$

donde M1 = El medio circulante

ByM = Billetes y monedas en poder del público y

D = Depósitos Vista.

II.3.4 Liquidez Total (M2).- También denominada "oferta de dinero en sentido amplio", incluye a la totalidad del medio circulante (M1) más el cuasidinero, es decir los depósitos bancarios en caja de ahorros, plazo fijo, etc. En términos ecuacionales tenemos:

$$M2 = M1 + C$$

donde M2 = Liquidez Total

M1 = El medio circulante y

C = El cuasidinero.

II.4 INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA.-

La autoridad monetaria de un país, puede regular la cantidad de dinero mediante la utilización de varios instrumentos de política monetaria. Los principales son:

II.4.1 Control a través de la Base Monetaria.- Como ya se analizó en el punto anterior la $BM = RIN + CIN + O \text{ Ctas.}$ Las RIN se constituyen en el elemento exógeno de la economía, pues sus variaciones responden al saldo de la Balanza de Pagos.

Por lo que la autoridad monetaria deberá emplear, tanto el tipo de cambio como la asignación del Crédito Interno, para amortiguar la variación del RIN sobre la BM.

II.4.2 Operaciones de Mercado Abierto.- "Cuando el Banco Central emite valores (bonos, letras, certificados de depósito etc), por los cuales paga intereses compitiendo en los mercados de activos, puede contraer o expandir la base monetaria y por tanto la cantidad de dinero"¹⁴.

En efecto si el Banco Central vende títulos, recoge dinero de la economía y se introducen activos financieros. Cuando el Banco Central, compra títulos, se expande la masa de dinero en la economía. En ambos casos el incentivo o desincentivo de cada una de estas operaciones resulta ser la tasa de interés o rendimiento que paga la autoridad monetaria.

II.4.3 Tasa de Encaje Legal.- La tasa de Encaje Legal se constituye en un instrumento de política monetaria porque si ésta se eleva, habrá una tendencia a la contracción de la cantidad de dinero, ya que las instituciones

¹⁴ HUARACHI R., Gualberto: "Introducción a la Economía Monetaria", Mimeo, La Paz, Julio 1991, p.52.

financieras mantendrán un nivel mayor de reservas efectivas con lo que las colocaciones disminuirán. El efecto en sentido contrario, ocurrirá cuando la tasa de Encaje se reduce.

II.4.4 Tasa de Redescuento.- Si la Tasa de Redescuento del Banco Central se eleva, existe una contracción de la oferta monetaria. Esto es así porque se encarece el crédito proveniente del Banco Central; consecuentemente, las instituciones financieras tratarán de no colocar todos sus recursos, es decir que no entrarán en situaciones de iliquidez. En cambio, cuando la tasa de redescuento disminuye, existirá la tendencia a una expansión de los medios de pago, ya que el crédito proveniente del Banco Central se abaratará.

II.5 LAS TASAS DE INTERES Y SU INFLUENCIA SOBRE LA INVERSION.-

Macroeconómicamente hablando, la inversión es un componente muy importante de la demanda agregada de un país. Esta se la puede dividir en:

- a) Inversión fija no residencial, es decir aquella que incluye compras de nuevas plantas y equipo por parte de las empresas,
- b) Inversión fija residencial, que contempla la construcción de nuevas viviendas y
- c) Inversión en existencias, es decir el aumento de los stocks de bienes producidos, pero todavía no

vendidos¹⁵.

El volúmen de inversión se encuentra influenciado por muchas variables, entre ellas se destacan las siguientes;

- 1) La demanda de inversión, que no es otra cosa que las decisiones que toman las empresas sobre las inversiones que deben realizar. Estas a su vez son influenciadas por el beneficio marginal del nuevo capital, la tasa de interés y los precios de los bienes de inversión.
- 2) La oferta de ahorro, que son las decisiones que toman los consumidores respecto a la cantidad de dinero que desean ahorrar. Indudablemente gran parte de este ahorro está determinado por las tasas de interés que ofrece el sistema financiero.
- 3) La oferta de inversión, es decir las decisiones que toman los productores de bienes de inversión sobre la cantidad que desean ofrecer.

En el enfoque de la IS/LM, la curva IS tiene pendiente negativa porque para estimular el gasto lo suficiente, con el fin de alcanzar el equilibrio en un nivel del producto más alto, es necesario que baje la tasa de interés. La inversión depende negativamente del tipo de interés. Tasas de interés más bajas estimulan la inversión. "La sensibilidad de la inversión a los tipos de interés

¹⁵ HALL, Robert y TAYLOR, John: "Macroeconomía" Ed. Bosch, trad. María Esther Rabasco, 1983, pp.225-226

constituye un importante determinante de la pendiente de la curva IS. Si es muy alta, la curva IS es plana: una pequeña variación del tipo de interés provoca un gran cambio en la inversión y, por lo tanto, en el nivel del PNB. Si la inversión no es muy sensible al tipo de interés y tampoco lo son otros componentes, la curva IS es inclinada"¹⁶

II.6 TASAS DE INTERES PASIVAS Y ACTIVAS.-

Se denominan tasas de interés pasivas a aquellas con las cuales se remuneran los pasivos bancarios (depósitos a plazo fijo, depósitos en caja de ahorros, etc.). Y tasas de interés activas a aquellas que una institución financiera cobra a un cliente por la otorgación de un préstamo.

Sin duda, los agentes económicos dirigen su atención a aquella tasa que afecte su usual actividad económica. Así por ejemplo, un ciudadano común observará la tasa de interés que éste recibe por sus depósitos en una institución financiera; en cambio una empresa o un inversionista, analizará las tasas de interés activas, que es lo que una institución financiera le cobra por un préstamo.

Las tasas de rendimiento de los CDs del Banco Central de Bolivia, son tasas pasivas. Pues pese a la modalidad en la cual éstos operan, son retribuciones a los depósitos que tanto personas naturales como jurídicas efectúan en el Ente Emisor.

¹⁶ HALL, Robert y TAYLOR, John: Ob. Cit. pp. 252-253.

Una parte de la Hipótesis de trabajo, señala que los niveles que alcancen las tasas de los CDs afectan los niveles de inversión en nuestro país. Para respaldar con elementos teóricos esta afirmación, utilizaremos el trabajo de Juan Ramón Ramirez y José de la Viña¹⁷.

Los autores parten de las siguientes ecuaciones que conforman un modelo para determinar las variables que influyen en la tasa de interés activa de un banco.

$$G = A + \beta D \quad (1)$$

$$C = (1-\epsilon)D \quad (2)$$

$$I = F + \delta C \quad (3)$$

$$I = G \quad (4)$$

donde:

G = Gastos

A = Gastos autónomos, o erogaciones que no dependen de las captaciones de los recursos.

β = tasa promedio de interés de los pasivos

D = Volúmen total de pasivos netos.

C = Cartera

ϵ = Proporción de los depósitos que son aplicados a otros rubros tales como: encaje legal, CDs y los excedentes de liquidez.

I = Ingresos

¹⁷ RAMIREZ, Juan Ramón y DE LA VIÑA, José: "Tasas de interés en la post-estabilización", La Paz, ILDIS, Ed. PAP, 1992, pp. 22-35.

F = Ingresos provenientes del rendimiento de los CDs, la remuneración del encaje legal, las comisiones por servicios, los ingresos de gestiones anteriores y otros.

δ = Tasa promedio de préstamos.

La solución matemática del modelo llega a la siguiente ecuación:

$$\delta = \frac{\beta}{(1-\alpha)} * \frac{(G-F)}{(G-A)}$$

Como se puede apreciar en estos resultados, la tasa de interés pasiva, se constituye en un factor determinante de la tasa de interés activa, pues presenta una influencia directa sobre esta última. Así, si se registra en la economía un incremento sustancial en β , es de esperarse una respuesta similar en δ , ceteris paribus.

El presente trabajo no pretende introducirse en el problema de la determinación de los factores de la tasa de interés activa, ni pretende discutir los resultados y las conclusiones del trabajo citado anteriormente, pero considera importante el aporte respecto a la correlación que existe entre la tasa de interés pasiva y la activa.

Se puede concluir por lo tanto, que la tasa de interés pasiva es un componente de la tasa de interés activa, siendo la primera un factor exógeno de la segunda.

Dada esta causalidad, y simplemente por conveniencia, a lo largo del trabajo se hablará de una tasa de interés

interna aludiendo a la tasa de interés pasiva, salvo cuando se explicita lo contrario.

II.7 EL MODELO IS-LM.-

Como se conoce, el modelo IS-LM resume las condiciones que satisfacen simultáneamente los mercados de bienes (curva IS) y el de activos (curva LM), para que puedan estar en equilibrio.

En efecto, la curva IS muestra las combinaciones de tipos de interés y niveles de renta tales que el gasto planeado es igual a la renta o ingreso de una economía. En este contexto, la inversión ya no es una variable exógena, sino que también está determinada por el tipo de interés. La curva IS tiene pendiente negativa, es decir que a una reducción de la tasa de interés se asociará un incremento de la demanda agregada, básicamente debido a que una baja en la tasa de interés estimula las inversiones. Un incremento en el gasto autónomo, traslada la curva IS hacia la derecha.

"La curva LM, o curva de equilibrio en el mercado de dinero, está formada por todas las combinaciones de tipos de interés y niveles de renta con los que la demanda de saldos reales es igual a la oferta. A lo largo de la curva LM, el mercado de dinero está en equilibrio"¹⁸. La pendiente de la curva LM es positiva, puesto que dada una oferta

¹⁸ DORNEBUSCH R. y FISCHER S.: "Macroeconomía", 3ra. Ed., Mc Graw-Hill, México, 1985, p.128

monetaria fija, un incremento del nivel de la renta, que incrementa la cantidad demandada de dinero, debe ir acompañado de un incremento en la tasa de interés, ello disminuye la cantidad demandada de dinero y se mantiene el equilibrio en el mercado de dinero. Una variación en la oferta monetaria, traslada la curva LM hacia la derecha.

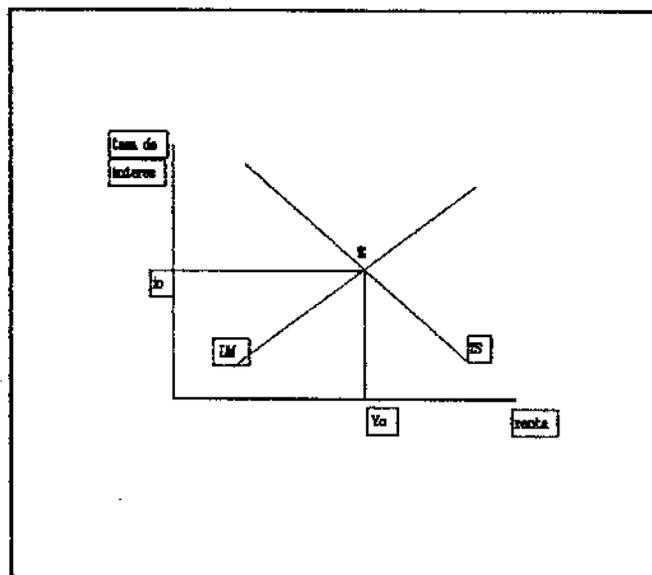


Figura 1. Modelo IS-LM

El punto E representa el equilibrio tanto en el mercado de bienes como en el de dinero, dada una tasa de interés y un nivel de renta.

Este modelo se lo puede apreciar en la Figura No. 1, y lo que de éste se rescata para el presente trabajo, es la relación que existe entre las tasas de interés y las demás variables macroeconómicas, siendo la producción o renta la que registra mayor importancia, toda vez que en el país, nos encontramos todavía frente a una recesión, que es resultado, en gran parte, de las elevadas tasas de interés en el sistema financiero nacional.

II.8 FORMULACION Y PLANTEAMIENTO DE HIPOTESIS.-

Antes de la aplicación del D.S. 21060 de 29 de agosto de 1985, el país experimentaba una de las más duras inflaciones

de su historia. La Nueva Política Económica, como se vino en llamar a las medidas de corte neoliberal aplicadas en nuestro país a partir de dicho Decreto, encaró este problema utilizando exitosamente muchos instrumentos que la teoría económica conoce, entre estos se destacaron los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia. Pero su utilización como instrumento de política económica trajo consigo un elemento desfavorable para la reactivación del aparato productivo nacional: la elevación de las tasas de interés del sistema bancario nacional.

El presente trabajo sostiene como hipótesis que los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia a partir de la Nueva Política Económica, se constituyen en un importante instrumento de política monetaria, que posibilitaron la contracción de la emisión monetaria, contribuyendo al mantenimiento de la estabilidad de precios internos. Esta política contractiva ocasionó un incremento en las tasas de interés, factor que impide la generación de un proceso de reactivación económica en los marcos del actual modelo económico.

CAPITULO III

Cap. IIILA NUEVA POLITICA ECONOMICAIII.1 CARACTERIZACION DE LA N.P.E.-

Con la promulgación de D.S. 21060 el 29 de Agosto de 1985, se inicia en el país una nueva etapa en la concepción y formulación de la política económica. Al conjunto de medidas a partir del D.S 21060 se convino en denominar la "Nueva Política Económica", aunque este término de "Nueva" fue criticado por muchos autores nacionales¹.

La Nueva Política Económica (N.P.E) constituyó un cambio radical con relación a la concepción y filosofía de las anteriores políticas económicas aplicadas en el país y particularmente con la llevada a cabo por la Unidad Democrática Popular (UDP) en el período 1982 - 1985.

Sin duda alguna, el marco teórico e ideológico del que se nutre la Nueva Política Económica lo constituyen la escuela monetarista, y la economía de mercado², que identifican a éste como el mejor asignador de recursos en los sistemas económicos capitalistas y el lugar donde los individuos expresan su libertad económica.

La Nueva Política Económica tuvo como su principal documento el D.S. 21060, el cual dejaba entrever que la

¹ Ver por ejemplo Ramos Sanchez Pablo: " El Neoliberalismo en Acción", La Paz, Ed. UMSA, 1985.

² Antezana M. Oscar: "Análisis de la Nueva Política Económica", La Paz, Ed.Los Amigos del Libro, 1988, p. 47.

actividad económica debía regirse por los mecanismos del mercado en el marco de una política económica estable y transparente, en virtud del cual, el nuevo Gobierno se limitaba a proporcionar los servicios públicos sociales y económicos necesarios.

Las principales medidas contempladas en dicho Decreto Supremo se pueden resumir en:

- a) La Liberación del mercado de divisas,
- b) La simplificación de la estructura arancelaria,
- c) La subasta de divisas en el "bolsín",
- d) La reforma y reestructuración de las empresas públicas,
- e) La desregulación del sector financiero y
- f) La eliminación de los controles de precios.

"En síntesis, el programa económico puesto en vigencia con la NPE se basa en tres pilares fundamentales:

- a) Un programa anti-hiperinflacionario basado en un tratamiento de "shock";
- b) Un esquema de liberalización de la economía; y
- c) Un programa de reestructuración y redimensionamiento del empleo del sector público y, particularmente, de las empresas estatales."³

Por la liberalización de precios, del tipo de cambio, del comercio exterior, del mercado de trabajo, etc.,

³ FORO ECONOMICO ILDIS: "Evaluación de la Nueva Política Económica", No. 12, La Paz, EDOBOL, 1986, p.8.

algunos autores han catalogado a la N.P.E. como una política de corte neoliberal⁴, pues retoma el viejo liberalismo económico de los Clásicos combinado con elementos de la teoría monetaria neocuantitativa.

III.2 EL PROCESO DE ESTABILIZACION.-

El objetivo central de la N.P.E. fue el de eliminar el proceso hiperinflacionario que vivía el país. La N.P.E. pudo exitosamente, estabilizar el nivel de precios interno con la aplicación de todas las medidas enunciadas anteriormente.

Como se puede apreciar en el Gráfico No. 1, la aplicación de las medidas de corte neoliberal hicieron descender bruscamente la tasa de inflación nacional, que de una tasa inflacionaria anual de 8.170,52%

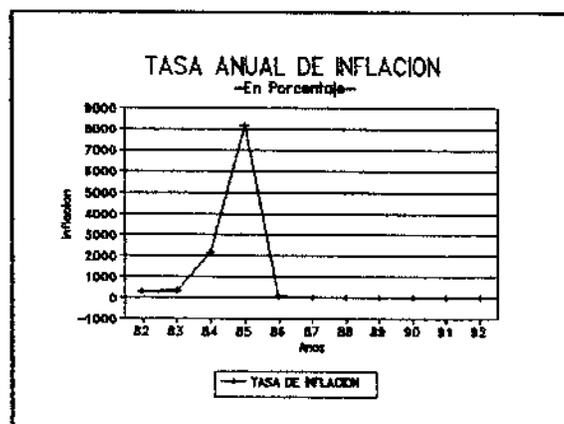


Gráfico No. 1 Evolución de la Tasa Inflacionaria en el período 1982-1992.

registrada en 1985, descendió a 65,96% en 1986 y a 10,46% en 1992.

⁴ Para Guillermo Bedregal G., "El modelo neoliberal fue ejecutado en Bolivia a partir de septiembre de 1989 por M. Selowski y H.G. Vandertak", es decir que este modelo fue aplicado recién por el Gobierno del Lic. Jaime Paz Zamora y no así desde el Gobierno del Dr. Víctor Paz Estenssoro. Ver BEDREGAL Gutierrez, Guillermo: "Los Modelos Económicos: Historia, contenido y vigencia", Ed. Juventud, La Paz, 1992, p.119.

Para el logro de este objetivo, la N.P.E. utilizó varios instrumentos de política económica, como ser:

- 1) Reducción del déficit fiscal,
- 2) Tipo de cambio flexible y determinado en sesiones del "bolsín",
- 3) Liberalización de las exportaciones e importaciones,
- 4) Congelamiento de los salarios y
- 5) Liberalización de los precios internos al libre juego de la oferta y la demanda.

Como se puede inferir, la armonización de las políticas monetaria, fiscal y cambiaria, hacia el logro de un solo objetivo; la contracción de la demanda agregada y la liberalización de la economía, fueron los tres factores determinantes para estabilizar la economía de nuestro país.

Lo que nos compete analizar en el presente trabajo, se circunscribe en el ámbito de la política monetaria, y concretamente al papel que jugaron las operaciones de mercado abierto en ésta, para contribuir al proceso de estabilización.

Para tal efecto, debemos remontarnos al diagnóstico sobre las causas que originaron el proceso hiperinflacionario que vivió el país durante el gobierno del Dr. Hernán Siles Suazo.

En su parte considerativa, el D.S. 21060 sobre el particular señala: "Que el factor de mayor incidencia en el ritmo inflacionario radica en el sostenido y creciente

déficit fiscal del sector público, el cual adquiere características tales que provocan el descontrol de la política de gastos e ingresos; el que a su vez no puede ser cubierto con los recursos fiscales normales, provocando un endeudamiento público interno que además de ser ilegal, es insostenible en los términos de la actual hiperinflación"⁵.

Un otro estudio puntualiza que "...la dinámica de la inflación está dada por la interacción del financiamiento creciente del déficit fiscal con expansión de dinero, de caída en los ingresos fiscales genuinos en términos reales y de la huida del dinero que hace el público para no dejarse penalizar por los crecimientos de precios."⁵.

Por lo tanto, podemos concluir que el proceso hiperinflacionario se debió en gran parte al excesivo déficit fiscal, el mismo que fue financiado por el Banco Central, ocasionando un incremento desmedido del Crédito Interno Neto del Banco Central hacia el Tesoro General de la Nación. Este incremento del Crédito Interno Neto al Sector Público, generaba a su vez una expansión de la Base Monetaria, lo que ocasionaba un incremento de la oferta monetaria en nuestra economía. En efecto, como se puede

⁵ Extractado de la parte Considerativa del D.S. 21060 de 29 de agosto de 1985.

⁶ MORALES Anaya, Juan Antonio: "Estabilización y Nueva Política Económica en Bolivia", en El Trimestre Económico, (Número Especial), México, Vol. LIV, Septiembre 1986, F.C.E., p.183.

apreciar en el Cuadro No.1, la expansión de este crédito fue muy notoria llegando incluso a una tasa de 961% en 1984 con relación a 1983.

Luego de la implementación de la N.P.E. el Crédito Interno Neto al Sector Público registra valores negativos, lo que nos indica que el Banco Central recibió más depósitos del sector público que los que éste prestó a este mismo sector. Ello sin duda como consecuencia de la política monetaria contractiva que imprimió el gobierno del Dr. Paz Estenssoro.

CUADRO No. 1
BASE MONETARIA

AÑOS	-En miles de Bs-					-Tasas de Variación-				
	RIN	CNSP	CB	OC	BM	RIN	CNSP	CB	OC	BM
1982	(67,207)	81,460	21,038	28,435	63,726	1052.1%	507.4%	441.0%	1616.5%	393.5%
1983	(35,345)	275,806	54,045	(99,668)	194,838	47.4%	238.6%	156.9%	-450.5%	205.7%
1984	649,901	2,926,473	981,076	(1,212,793)	3,344,657	183.8%	961.1%	1715.3%	-1116.8%	1616.6%
1985	151,560	(205,632)	129,854	125,411	201,193	-76.7%	-107.0%	-86.8%	110.3%	-94.0%
1986	474,407	(504,882)	358,808	55,832	384,165	213.0%	-145.5%	176.3%	-55.5%	90.9%
1987	418,169	(393,040)	541,378	(33,034)	533,473	-11.9%	22.2%	50.9%	-159.2%	38.9%
1988	397,531	(130,072)	827,075	(219,617)	874,917	-4.9%	-66.9%	52.8%	-564.8%	64.0%
1989	55,283	421,027	1,296,211	(629,375)	1,143,146	-86.1%	423.7%	56.7%	-186.6%	30.7%
1990	448,480	645,510	1,496,968	(1,095,847)	1,495,111	711.2%	53.3%	15.5%	-74.1%	30.8%
1991	749,210	684,486	1,610,345	(1,152,569)	1,891,472	67.1%	6.0%	7.6%	-5.2%	26.5%
1992	1,055,287	731,901	1,872,886	(1,670,851)	1,989,223	40.5%	6.9%	16.3%	-45.0%	5.2%

RIN: Reservas Internacionales Netas
CNSP: Crédito Neto al Sector Público.
CB: Crédito a Bancos
OC: Otras Cuentas Neto
BM: Base Monetaria

NOTA: Una variación positiva indica incremento
Una variación negativa indica descenso
FUENTE: B.C.B. Boletín Estadístico No. 276.
ELABORACION: Propia.

Esta política contractiva contribuyó, siguiendo la teoría cuantitativa del dinero, al descenso experimentado en el nivel de precios internos, por lo que una vez logrado

este objetivo, la segunda tarea a realizarse era precisamente controlar la oferta monetaria para evitar su expansión y por lo tanto generar presiones sobre el nivel de precios interno.

La Nueva Política Económica, debía por lo tanto crear un instrumento que le permitiése manipular la oferta monetaria de acuerdo a los requerimientos de la política monetaria. Este instrumento ya no podía ser el Crédito Interno al Sector Público pues se tenía malas experiencias, se tuvo entonces que recurrir a las operaciones de mercado abierto (OMS).

Por otra parte, la generación de una dinámica estable en el nivel de precios, permitió una creciente reintermediación

financiera⁷, que se expresó en una preferencia por la liquidez cada vez menor, tal como se puede observar en el gráfico No.2.

Es decir que la relación entre la cantidad de billetes y monedas en poder del Público (C) y la oferta

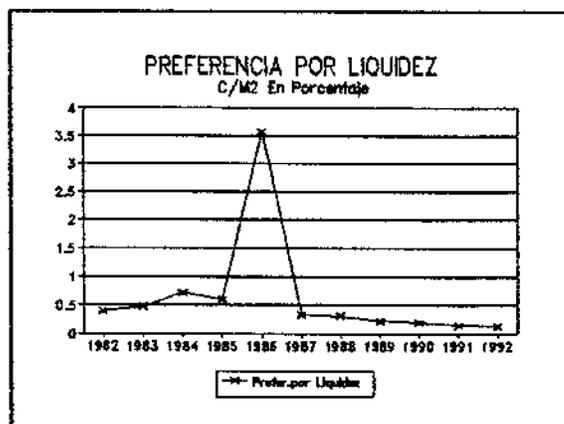


Gráfico No.2 Preferencia por Liquidez, es decir la relación entre los Billetes y Monedas en Poder del Público (C) y la Oferta Monetaria en Sentido Amplio (M2).

⁷ No se olvide que en procesos inflacionarios, la intermediación financiera disminuye por las expectativas que se forman los agentes económicos.

monetaria en sentido amplio o M2, era cada vez más pequeña, lo que nos indica que existía cada vez más una mayor confianza en el sistema financiero nacional, y el dinero en efectivo era depositado ya sea en depósitos vista, caja de ahorros o en depósitos a plazo fijo.

Este hecho, implicaba que el sistema bancario tenía a disposición una mayor cantidad de recursos (esto se evidenciaba en un constante incremento en las captaciones de los bancos), lo que le permitía a su vez la posibilidad de crear una mayor cantidad de dinero secundario, incrementándose de esta manera la oferta monetaria en nuestra economía.

Por esta razón, se hacía cada vez más necesaria la utilización de las operaciones de mercado abierto, para que por medio de la política monetaria, se logre regular el circulante y la oferta monetaria en su conjunto.

III.3 PROBLEMAS DE LA REACTIVACION ECONOMICA.-

Una vez logrado el primer objetivo de la estabilidad, el nuevo modelo económico tuvo que enfrentar un segundo problema: la reactivación económica⁸.

Con la intención de superar este problema, el Gobierno

⁸ "En términos simples, se entiende por reactivación económica, el proceso de producción que se requiere para alcanzar niveles de producción más altos pero ya logrados anteriormente" ANTEZANA Malpartida, Oscar: "Éxito macroeconómico, deficiencias microeconómicas", Cochabamba, Los Amigos del Libro, 1990, p.88.

del Dr. Paz Estenssoro, emitió el D.S. 21660 el 10 de julio de 1987; éste es conocido como el Decreto de Reactivación. Los principales objetivos que éste perseguía pueden resumirse en:

- " - Reconstruir la estructura productiva del país, poniendo énfasis en el crecimiento y diversificación del comercio exterior
- Generar nuevas áreas de exportación
- Crecimiento sostenido de la economía y solución a los fenómenos emergentes de la crisis: desempleo, subempleo y marginalidad
- Adecuar orgánicamente el funcionamiento del sector financiero
- Solución del déficit habitacional. Reordenamiento de las compras del Estado."⁹

Muchos fueron los estudios sobre este tema, pero la mayor parte de ellos coincide en que la variable fundamental para lograr una verdadera reactivación económica radica en la inversión¹⁰.

⁹ VILLEGAS Quiroga, Carlos: "Reactivación Económica en Bolivia: Análisis del D.S. 21660", Análisis 1, CEDLA, La Paz, Ed. CEDLA, 1987, p.15.

¹⁰ "Es una verdad incuestionable que sin inversión no es posible mantener, ni aumentar la producción. Por ello, la necesidad de invertir resulta sencillo de comprender. El asunto se complica cuando hay que cuantificarla, ni qué se diga en cuanto a su utilización....Del análisis anterior, queda claro para que haya reactivación, en plena expansión, es necesario invertir una quinta parte del producto total y con un rendimiento de un 25% aproximadamente" MULLER & ASOCIADOS : "El Decálogo de la

Para el presente trabajo, interesa conocer la relación que existe entre el problema de la reactivación económica y los niveles de las tasas de interés del sistema bancario.

Como ya se apuntó en el Capítulo II, la relación entre la inversión y la tasa de interés es inversa, vale decir que a mayores tasas de interés, corresponderá un menor nivel de inversión. Después del D.S. 21060, se produjo un incremento en las tasas de interés del sistema bancario nacional, tanto en las pasivas como en las activas. En las primeras, esto es muy positivo para la economía porque posibilitan la generación de un mayor ahorro interno que es canalizado por el sistema financiero del país; pero el incremento de las tasas activas tiene un impacto negativo sobre el nivel de inversión.

En efecto, los elevados niveles de las tasas de interés internas, se constituye en un factor explicativo de porqué en el país no se produce una reactivación económica¹¹.

Reactivación" en Informe Confidencial de Muller & Asociados, La Paz, No. 58, Noviembre de 1990, p.5.

¹¹ "Las tasas de interés siguen siendo uno de los obstáculos más serios para la reactivación de la economía, los niveles de las tasas de interés vigentes hacen que la inversión con financiamiento bancario sea algo extraordinario debido a las altas tasas de retorno necesarias para que el proyecto sea rentable...Los intereses siguen siendo demasiado altos para poder apoyar un proceso de reactivación. Las causas se encuentran en el sobredimensionamiento del sistema bancario y la limitada oferta de recursos en moneda nacional" DORIA Medina, Samuel: "1987: La quimera de la reactivación", La Paz, EDOBOL, 1987, pp.66-68.

Entre los factores que inciden en los elevados niveles de las tasas de interés señalaremos:

- 1) La capacidad del país de generar ahorro interno es muy limitada y no es suficiente para generar un crecimiento sostenido.
- 2) Las tasas de interés son influenciadas por el riesgo económico y cambiario y sus respectivas expectativas.
- 3) La política monetaria a través de las operaciones de mercado abierto, es decir la venta de Certificados de Depósito del Banco Central, que tienden a elevar su tasa de interés, convirtiéndose en una tasa referencial para el sistema bancario nacional¹².
- 4) La presencia de un sistema bancario ineficiente, con spreads muy altos, que repercuten en la tasa activa.
- 5) El riesgo-país que todavía sustenta Bolivia a nivel internacional.

La persistencia de altas tasas de interés, es un problema que se presenta en casi todos los países en los cuales se han efectuado reducciones drásticas de la tasa de inflación y políticas liberales, para lo cual se deben

¹² "...el gobierno ha iniciado operaciones de mercado abierto con la venta y compra de certificados de depósito (CD's), utilizando éstos como instrumento de política monetaria. Para poder vender estos bonos del Estado y así absorber el exceso de liquidez, el gobierno ha ofertado los CD's a tasas de interés relativamente altas que han inducido un aumento automático en las tasas de interés pasivas del sector bancario." ANTEZANA Malpartida, Oscar: Ob. Cit., 1990, p.102.

emplear instrumentos de política monetaria y cambiaria para superar este problema¹³.

Para el caso boliviano, este hecho se verifica a partir de 1987, cuando las tasas de interés reales del sistema bancario nacional, tanto activas como pasivas, revierten sus valores negativos y registran cifras positivas. Esta evolución se puede apreciar en el Cuadro No.2.

¹³ "Probablemente, una de las razones más válidas para explicar el elevado nivel de las tasas de interés reales, durante los primeros períodos del proceso de estabilización económica, sea el agudo proceso hiperinflacionario por el que atravesó la economía hasta casi fines de 1985. Otras experiencias internacionales similares sugieren que, durante el periodo de transición de una hiperinflación hacia la estabilización económica, las tasas reales de interés se mantienen en niveles significativamente elevados y éstas solamente comienzan a disminuir cuando la estabilización económica ha sido plenamente alcanzada." RAMIREZ, Juan Ramón y DE LA VINA, José: "Tasas de interés Durante el Período Post Estabilización en Bolivia", La Paz, Ed. PAP-ILDIS, 1992, p.8.

Cuadro No. 2
TASAS DE INTERES REALES
-En porcentaje-

	A C T I V A		P A S I V A	
	Actividad Comercial	Actividad Productiva	Cajas de Ahorro	Depositos a Plazo
1982	-63.43	-63.94	-67.22	-66.71
1983	-60.56	-61.03	-66.63	-66.16
1984	-88.71	-88.8	-90.78	-89.46
1985	-95.98	-95.98	-97.59	-97.46
1986	-0.11	-0.11	-21.93	-19.63
1987	29.37	29.37	12.96	19.93
1988	14.88	14.88	0.09	5.18
1989	19.62	19.62	0.82	3.62
1990	17.74	17.74	0.41	2.07
1991	20.42	20.42	4.26	3.95
1992	43.79	43.79	9.35	12.25

FUENTE: B.C.B. Boletín Estadístico No. 276
ELABORACION: Propia.

CAPITULO IV

Cap. IVLOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL
BANCO CENTRAL DE BOLIVIAIV.1 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y LOS CERTIFICADOS
DE DEPOSITO DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

En la historia económica de Bolivia, las Operaciones de Mercado Abierto, como instrumento de política monetaria, eran prácticamente desconocidas. Sólo recientemente y en el marco de un cambio sustancial de la forma de encarar la política económica, se implementa con éxito la utilización de este instrumento, a través de la emisión de Certificados de Depósito (CD's) por el Banco Central de Bolivia¹.

Anteriormente prevalecía una práctica de política económica que relegaba a la política monetaria a una actitud pasiva y de seguimiento a la política fiscal. Con la formulación del programa de estabilización y de la "Nueva Política Económica", en agosto de 1985, se inicia una nueva etapa en cuanto a la comprensión de la ciencia económica, y como consecuencia de ésta, se le da una mayor importancia a la política monetaria y a los instrumentos con que se cuenta

¹ "Si bien las operaciones de mercado abierto fueron reconocidas desde hace mucho tiempo como instrumento de control monetario, sólo muy recientemente han despertado un mayor interés en los especialistas en política monetaria. En los países menos desarrollados, donde los mercados financieros son incipientes y muchas veces sus economías se han visto sometidas a agudos procesos inflacionarios, este tipo de instrumentos es prácticamente desconocido" ARNAUDO, Aldo A.: "Economía Monetaria", 2da. ed., México, CEMLA, 1988, p.107.

para lograr una mayor eficacia y flexibilidad en el control de las variables monetarias.

"Las operaciones de mercado abierto consisten en la compra y venta de títulos de la deuda pública por parte del banco central o la autoridad monetaria con el fin de regulación monetaria"². Por deuda pública se debe entender los pasivos que un Estado por intermedio de su Tesorería (en Bolivia Ministerio de Finanzas) emite con el objetivo de: a) modificar el volumen de base monetaria; b) influir sobre el nivel de la tasa de interés; y c) modificar su estructura temporal. En el caso boliviano, esta práctica se lleva a cabo con la emisión de los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia³.

La teoría monetaria concibe a las operaciones de mercado abierto (léase utilización de los CD's), como el instrumento

² ARNAUDO, Aldo A.: Ob.Cit. pp.107-108

³ No se olvide, que institucionalmente, el Banco Central de Bolivia, depende del Ministerio de Finanzas, aunque la Ley 1178 (Ley SAFCO), le concede cierta autonomía, tal como lo expresa el siguiente artículo de la mencionada Ley. "Art24.- El Banco Central de Bolivia es la única autoridad monetaria del país y el órgano rector de todo sistema de captación de recursos e intermediación financiera y como tal es el responsable del manejo de las reservas monetarias. Además de normar y reglamentar las disposiciones legales referidas al funcionamiento de dichos sistemas, propondrá y acordará con los órganos pertinentes del Poder Ejecutivo la política monetaria, bancaria y crediticia y la ejecutará en forma autónoma, pudiendo negar crédito fiscal o crédito al sistema financiero cuando este sobrepase los límites fijados en el Programa Monetario. Las entidades del Sector Público no Financiero efectuarán sus operaciones con el Banco Central de Bolivia únicamente por intermedio del Tesoro General de la Nación"

más idóneo para desarrollar la política monetaria, debido a que permiten el control eficaz sobre la oferta de dinero.

Asimismo, los CD's se constituyen en un mecanismo de influencia sobre las tasas de interés, debido a que los montos colocados y la tasa a la que se emiten los valores gubernamentales influyen sobre los precios o tasas de interés de todo el sistema financiero, ya que son activos sustitutos respecto a otros instrumentos de inversión financiera. Dicha influencia se da también porque los bancos se constituyen en los principales demandantes de estos títulos valores, buscando un mejor manejo de su cartera. El impacto que las operaciones de mercado abierto producen sobre la liquidez en la economía, presiona sobre la tasa de interés interna.

Los Certificados de Depósito (CD's) como instrumento de política monetaria sólo pueden ser utilizados cuando se presentan las condiciones de credibilidad y confianza del público respecto de la política económica que se lleva a cabo. Un requisito adicional para que las operaciones de mercado abierto sean efectivas, es que el stock de títulos gubernamentales o CD's en circulación sean lo suficientemente voluminosos como para poder desarrollar una verdadera influencia sobre los agentes económicos.

IV.2 CONTEXTO EN EL QUE APARECEN LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA.-

La hiperinflación sufrida por el país a principios de los años ochenta, tiene su explicación en el financiamiento por parte del Banco Central de Bolivia, del creciente déficit fiscal, que se tradujo en una expansión monetaria, con graves restricciones para el sector externo de nuestra economía⁴.

En esos años, el manejo de la política monetaria, careció de eficiencia para corregir los graves desequilibrios macroeconómicos. El Banco Central de Bolivia no ejerció ningún control sobre el crédito otorgado al sector público, que se convirtió en el principal conducto para la creación de dinero. El manejo de los instrumentos de política monetaria se

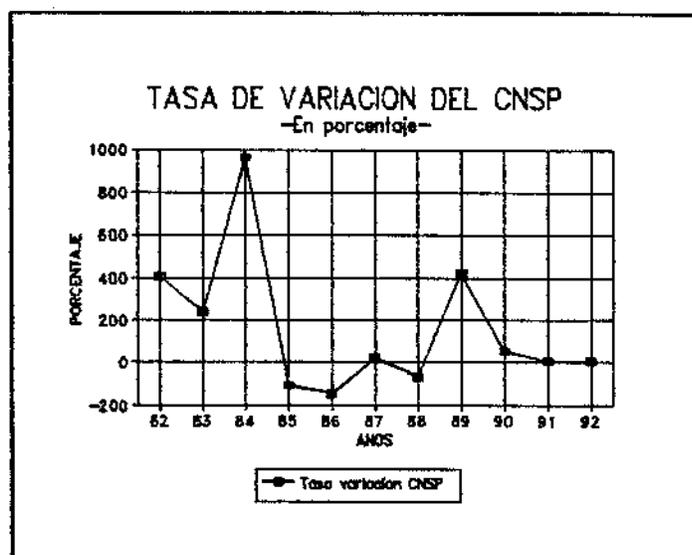


Gráfico No.3 Tasa de variación del Crédito Neto al Sector Público (CNSP).

⁴ "La presión inflacionaria causada por el déficit del sector público fue acelerada aún más por la drástica reducción de depósitos en el sistema financiero como consecuencia de las altas tasas de interés reales negativas." ANTEZANA M., Oscar: "Análisis de la Nueva Política Económica", Los Amigos del Libro, 1ra. ed., 1988, p.75.

acomodó a las exigencias fiscales, que parecían no tener límite. Este hecho se ilustra en el Gráfico No. 3 y el Cuadro No. 1 del capítulo III del presente trabajo, en los que se puede apreciar un incremento muy marcado en los años 1983-1984 en el Crédito Interno Neto del Banco Central al Sector Público.

La brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y el paralelo erosionó las Reservas Internacionales, lo que no permitía al Banco Central esterilizar la masa monetaria en expansión. La amplia diferencia entre el tipo de cambio oficial y paralelo, dio como resultado distorsiones y prácticas especulativas en el mercado negro o paralelo (ver Cuadro No.3).

CUADRO No. 3
EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO(*)

	COTIZACION OFICIAL	COTIZACION MERCADO NEGRO
1982	68.42	178.44
1983	251.70	695.42
1984	2,852.55	8,202.50
1985	450,420.00	704,021.33
1986	1,917,512.67	1,969,569.83
1987	2.0565	2.0761
1988	2.3503	2.3680
1989	2.6916	2.7101
1990	3.1726	3.1844
1991	3.5850	3.5967
1992	3.9056	3.9175

NOTA: A partir de 1987 \$b1.000.000=1 Bs.
 (*) En \$b hasta 1986 y en Bs a partir de 1987.
 FUENTE: B.C.B. Boletín Estadístico No. 276.
 ELABORACION: Propia.

de precios, se produjo a partir de la unificación del tipo de cambio oficial con el paralelo, precedida de una fuerte devaluación del primero. Adicionalmente se logró un rápido equilibrio fiscal, que se constituyó en la base para un efecto sostenido sobre la evolución de precios hacia la estabilización. Dicho equilibrio se dio a través del incremento de los ingresos públicos, mediante la elevación de los precios de los hidrocarburos y de los demás bienes públicos y la reducción del gasto público con un control estricto.

En lo que a la política monetaria se refiere, la drástica disminución de la tasa de crecimiento de la emisión monetaria, la eliminación del crédito al sector público, el control severo de los factores de expansión de la base monetaria (a través por ejemplo de la obligación del sector público de depositar sus tenencias monetarias en cuentas del Banco Central de Bolivia), generaron una fuerte contracción de la liquidez, la cual llegó en términos reales a niveles muy bajos.

La generación de una dinámica estable en el nivel de precios, permitió una creciente reintermediación financiera que se expresa en una preferencia por la liquidez⁷ cada vez

⁷ Término utilizado por Keynes para designar la demanda de dinero por la población y que en términos modernos equivale a la relación entre los Billetes y Monedas en poder del público y el total de los depósitos en el sistema bancario. Cuando este indicador es alto, quiere decir que la población prefiere tener su dinero en efectivo antes que depositarlo en algún banco.

menor (ver Gráfico No2 del capítulo anterior).

A medida que los precios se iban estabilizando, el nivel de las tasas de interés internas se hacían cada vez más positivas (llegando inclusive a superar las tasas internacionales), este hecho se reflejó en un importante crecimiento de los depósitos en el sistema bancario, provenientes de la "repatriación de capitales".

Los problemas y las restricciones se encontraban aún presentes en cuanto al financiamiento del déficit del sector público (pese a su significativa reducción con relación a gestiones anteriores); los elevados niveles de liquidez de la banca (debido entre otros factores, a la mayor velocidad con que crecían sus captaciones respecto de las colocaciones o préstamos que ésta concedía) y las necesidades de contar con un mayor nivel de Reservas Internacionales, fueron las principales razones que indujeron a implementar las Operaciones de Mercado Abierto, a través de la emisión de los denominados Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia (CD's).

Una vez conseguida la estabilidad, la persistencia de tendencias contractivas y la inflexibilidad de las tasas de interés a la baja, se tradujeron en fuertes restricciones para la reactivación económica.

La situación del sector financiero se convirtió en uno de los principales impedimentos para lograr un crecimiento más significativo de la economía. La banca enfrentaba graves

problemas en cuanto a la salud de su cartera y las captaciones se caracterizaban por una elevada dolarización y estar conformados en su mayoría por depósitos de corto plazo.

IV.3 LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO COMO INSTRUMENTO DE POLITICA MONETARIA.-

Con la primera emisión de los Certificados de Depósito (CDs) en diciembre de 1987, el Banco Central de Bolivia implementa dentro de su política monetaria la utilización de las Operaciones de Mercado Abierto.

"Los Certificados de Depósito Negociables (CDs), son Títulos Valores de Crédito al portador, emitidos por el Banco Central de Bolivia "bajo la par", es decir, a un precio menor de su valor nominal o de redención, la diferencia se denomina descuento. Los CDs tienen la garantía total del Banco Central de Bolivia"⁸.

Estos Certificados son emitidos en moneda nacional (M/N), moneda nacional con mantenimiento de valor en relación al dólar norteamericano (MVDOL) y en moneda extranjera (M/E) en dólares de los EE.UU.

Los montos nominales a los cuales el Banco Central de Bolivia emite los CDs son para depósitos en moneda nacional de Bs. 1.000, de \$us. 1.000 para depósitos en moneda extranjera y del equivalente a \$us. 1.000 para depósitos en

⁸ BANCO CENTRAL DE BOLIVIA: "Reglamento para la Emisión y Operación de Certificados de Depósito Negociables (CDs)", p.3.

moneda nacional con mantenimiento de valor.

Los plazos sufrieron diversas modificaciones en lo que va la historia de los CDs; primero fueron depósitos a 30, 90, 180 y 360 días, luego a 6, 13, 26 y 52 semanas, actualmente su emisión es a 4, 13, 26 y 51 semanas.

Cuadro No. 4
CERTIFICADOS DE DEPOSITO A PLAZO FIJO DEL B.C.B.
- Saldos Expresado en miles -

FECHA	M/N	M/E	MVDDL	TOTAL CDs	CDs LINEA	TOTAL
	En Bs	En \$us	En \$us	CORRIENTES En \$us (A)	1925 80 En \$us (B)	CDs En \$us (A+B)
1987						
DICIEMBRE		6,900	160	7,060		7,060
1988						
ENERO	13,380	16,108	401	22,536		22,536
FEBRERO	16,182	21,528	2,627	31,347		31,347
MARZO	17,941	23,217	8,807	39,859		39,859
ABRIL	14,779	22,261	12,786	41,417		41,417
MAYO	13,590	23,715	12,314	41,812		41,812
JUNIO	14,490	23,231	12,098	41,391		41,391
JULIO	17,190	27,259	12,493	46,886		46,886
AGOSTO	21,650	37,603	9,701	56,363		56,363
SEPTIEMBRE	25,251	38,591	17,074	66,186		66,186
OCTUBRE	32,483	40,092	15,368	68,995		68,995
NOVIEMBRE	26,843	43,596	16,253	70,895		70,895
DICIEMBRE	22,290	47,330	19,068	75,423	6,449	81,872
1989						
ENERO	24,681	54,412	21,784	86,109	11,609	97,718
FEBRERO	27,151	57,714	18,945	87,433	16,240	103,673
MARZO	15,977	35,248	8,043	49,606	20,975	70,581
ABRIL	12,677	28,185	10,018	43,155	24,355	67,510
MAYO	11,788	23,711	14,079	42,324	28,007	70,331
JUNIO	7,046	24,175	13,856	40,710	28,007	68,717
JULIO	4,919	20,128	9,525	31,495	28,007	59,502
AGOSTO	2,519	23,190	8,888	32,961	28,260	61,241
SEPTIEMBRE	24	41,477	7,409	48,894	28,260	77,154
OCTUBRE	3,004	51,738	7,609	60,386	28,260	88,646
NOVIEMBRE	5,890	65,633	7,374	75,024	28,260	103,284
DICIEMBRE	8,809	61,757	10,598	75,321	38,363	113,684
FUENTE: B.C.B. Boletín Estadístico No. 276 e Indicadores Económicos varios números.						
ELABORACION: Propia						

Desde que se iniciaron las operaciones de mercado abierto con los CDs en 1987, el stock de estos activos y los montos emitidos por el Banco Central de Bolivia se hicieron cada vez más grandes, permitiendo de esta manera al Ente Emisor desarrollar, a través de las tasas y montos ofertados, las acciones pertinentes a determinados objetivos de política monetaria. En este sentido distinguiremos para fines de este trabajo cuatro períodos por los que atravesó la emisión de CDs.

IV.3.1 Primer Período.- Se la podría denominar la fase de consolidación, que abarca aproximadamente hasta fines de 1988, donde se da un bajo nivel de operaciones y el número de títulos emitidos es aún pequeño pero creciente. Asimismo, no existen los mecanismos institucionales (bolsa de valores y régimen de subasta competitivo) que permitan un desarrollo acelerado del mercado.

IV.3.2 Segundo Período.- Este, abarcaría desde fines de 1988 hasta noviembre de 1989, período en que se produce una crisis de confianza en la economía que se debió básicamente al cambio de gobierno operado ese año, y que se reflejó en una disminución de los depósitos en la banca privada nacional, con la consecuente disminución en la demanda por Certificados de Depósito (CDs) del Banco Central de Bolivia.

Cuadro No. 4 (Cont.)
 CERTIFICADOS DE DEPOSITO A PLAZO FIJO DEL B.C.B.
 - Saldo Expresado en miles -

FECHA.	M/N	M/E	M/DOL	TOTAL CDs	CDs LINEA	TOTAL
	En Bs	En \$us	En \$us	CORRIENTES En \$us (A)	1925 BO En \$us (B)	CDs En \$us (A+B)
1990						
ENERO	8,175	79,565	10,368	92,649	41,479	134,128
FEBRERO	8,760	101,801	15,368	120,051	41,479	161,530
MARZO	6,432	115,812	12,782	130,689	43,603	174,292
ABRIL	7,682	103,658	11,007	117,143	45,172	162,315
MAYO	4,180	89,496	8,540	99,371	44,067	143,438
JUNIO	17,540	69,551	11,098	86,235	43,532	129,767
JULIO	53,209	71,149	7,326	95,260	42,756	138,016
AGOSTO	109,118	84,496	6,537	125,026	42,425	167,451
SEPTIEMBRE	134,547	79,359	7,839	128,597	41,723	170,320
OCTUBRE	93,122	84,337	22,138	134,780	32,855	167,635
NOVIEMBRE	77,808	99,453	17,341	140,090	32,498	172,588
DICIEMBRE	47,299	76,891	14,825	105,669	31,622	137,291
1991						
ENERO	46,276	91,532	23,359	118,367	31,089	149,456
FEBRERO	78,370	112,627	18,727	153,875	30,573	184,448
MARZO	90,649	123,863	18,735	168,875	29,768	198,643
ABRIL	112,978	121,468	16,564	170,129	28,918	199,047
MAYO	132,406	105,687	11,421	154,932	28,685	183,617
JUNIO	161,367	97,752	8,453	151,268	27,457	178,725
JULIO	222,963	86,160	2,232	155,050	26,789	181,839
AGOSTO	256,287	90,684	1,435	163,086	26,269	189,355
SEPTIEMBRE	281,874	81,478	1,325	170,243	25,008	195,251
OCTUBRE	246,033	82,805	1,325	160,992	24,377	185,369
NOVIEMBRE	233,034	74,462	1,305	138,749	23,966	162,715
DICIEMBRE	213,774	69,662	1,151	127,972	22,923	150,895
1992						
ENERO	183,481	54,562	1,226	104,716	22,049	126,765
FEBRERO	206,482	48,743	561	103,929	21,741	125,670
MARZO	223,048	55,111	566	114,374	20,402	134,776
ABRIL	211,144	50,509	767	106,549	19,746	126,295
MAYO	208,191	41,375	1,446	96,897	19,359	116,256
JUNIO	206,680	51,093	2,300	106,799	18,098	124,897
JULIO	172,709	44,136	2,200	90,507	17,442	107,949
AGOSTO	110,365	51,504	3,905	83,279	16,888	100,167
SEPTIEMBRE	79,283	52,549	6,205	78,575	15,795	94,370
OCTUBRE	67,071	48,205	5,205	70,053	15,148	85,201
NOVIEMBRE	61,167	44,672	2,305	62,080	14,718	76,798
DICIEMBRE	49,451	34,091	1,205	47,387	13,625	61,012

FUENTE: B.C.B. Boletín Estadístico No. 276 e Indicadores Económicos varios números.
 ELABORACION: Propia

IV.3.3 Tercer Período.- Este comenzaría a partir de noviembre de 1989 y termina a fines del mismo año. Es en esta etapa cuando empieza a funcionar la Bolsa Boliviana de Valores, y se adopta un nuevo régimen de colocación⁹.

A través de una política de elevar el rendimiento, el Banco Central de Bolivia utiliza los CDs para apoyar la política de contracción de la base monetaria y de captación de reservas internacionales, absorbiendo la liquidez bancaria.

IV.3.4 Cuarto Período.- Esta última fase empezaría en los primeros meses de 1990 y abarca hasta la delimitación periódica del presente trabajo, donde los anteriores objetivos de estabilización y contracción dejan de ser los prioritarios, ya que la situación macroeconómica permite desarrollar una política monetaria más activa. Las Operaciones de Mercado Abierto adquieren un mayor dinamismo; a base de un régimen de subasta competitivo que impulsa la disminución de tasas de descuento y que estimula las inversiones en moneda nacional y a plazos mayores. La finalidad de estas medidas es la de inducir a la baja las tasas de interés del sistema financiero y la remonetización de la economía¹⁰.

⁹ Ver punto IV.5 del presente capítulo.

¹⁰ No se olvide que la mayoría de los depósitos en el sistema financiero nacional, son efectuados en dólares americanos (dolarización de la economía) y a plazos cortos. La remonetización consistiría en incrementar el uso de la moneda nacional tanto como medio de pago como

IV.4 PRIMER PERIODO: APARICION Y CONSOLIDACION DE LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO (CDs).-

En diciembre de 1987, se emiten por primera vez los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia. Los mecanismos de adjudicación son bastante rudimentarios, el solicitante se presenta en el Banco Central de Bolivia y adquiere los títulos demandados a una tasa de interés predeterminada, es decir, no existe ningún mecanismo competitivo, tratándose de títulos que devengan intereses que se cancelan al momento de su vencimiento (redención). El Banco Central de Bolivia, emite un nuevo activo alternativo, seguro y rentable para la cartera del público.

La demanda por CDs muestra un constante crecimiento, llegando a su primer pico en este período en diciembre de 1988 alcanzando a \$us. 81.9 millones; cabe recordar que en el primer mes de operación de los CDs, estos llegaron sólo a \$us. 7.1 millones. La

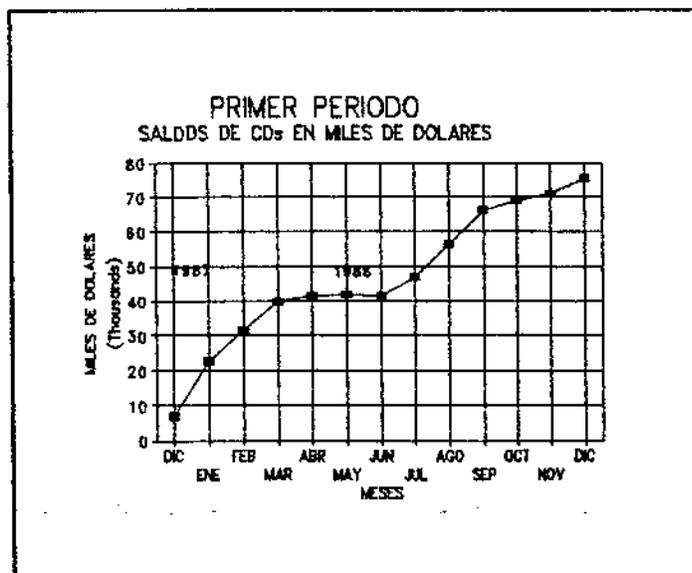


Gráfico No. 4 Evolución de los saldos de los Certificados de Depósito del B.C.B. en la primera etapa.

para depósito de valor.

tasa de interés pagada promedio se mantiene en torno a 22 y 21% anual para moneda nacional y de 12.5 a 13.5% en moneda extranjera. En diciembre de 1987, el saldo de Certificados de Depósito emitidos por el B.C.B. en moneda extranjera alcanzan a \$us. 6.9 millones, cifra que en este período sigue un ritmo ascendente hasta llegar en diciembre de 1988 a \$us. 47.3 millones (en este período la tasa de crecimiento fue del 586%). La mayoría de los CDs en esta etapa fueron adjudicados en moneda extranjera, alrededor del 62.7% del total de los CDs se encontraban en dólares americanos, el 25.3% en moneda nacional con mantenimiento de valor y sólo el 12.0% en moneda nacional.

En este período las tasas de interés de los CDs en moneda extranjera, registran una leve tendencia a incrementarse, de 12,9% en enero de 1988, se incrementan a 15,0% a diciembre de ese mismo año. Lo contrario sucede con las tasas de los CDs en moneda nacional, que de 23,8% bajan a 23,0% en ese mismo período. En general, las tasas de los CDs siguieron la tendencia de las tasas de interés del sistema bancario nacional y no registraron en ningún momento fluctuaciones erráticas con relación a éstas, esta evolución se la puede observar en el Cuadro No.5. Esto tal vez con el objetivo de dar confianza al público en la seriedad de estos Certificados de Depósito y consolidar de esta manera, las operaciones de mercado abierto.

El Banco Central de Bolivia (B.C.B.) permite que los

IV.5 SEGUNDO PERIODO: DISMINUCION DE LOS DEPOSITOS BANCARIOS Y DE LA DEMANDA POR CDs

El año de 1989, se caracterizó por una disputa político-electoral acentuada, que generó un ambiente de desconfianza e incertidumbre sobre el futuro de la continuidad del actual modelo económico. La manifestación más clara de lo anterior se dio en los niveles de depósito en el sistema bancario de nuestro país, mismo que registró un acelerado descenso. Asimismo, la situación de las principales variables macroeconómicas sufrieron un considerable deterioro. Es el caso de las Reservas Internacionales Netas del B.C.B. que pasan de \$us. 101.4 millones en enero de 1989, a un nivel de \$us. 65.6 millones en agosto del mismo año (ver Cuadro No. 7 del anexo estadístico).

La demanda por Certificados de Depósito tuvo una clara influencia de esta situación, debido a que los bancos requirieron de una mayor liquidez para enfrentar el retiro de depósitos del público. Es así que entre febrero de 1989 y agosto del mismo año, el stock de CDs totales disminuye de \$us. 103.7 millones en abril, a \$us. 59.5 millones (Ver cuadro No. 4).

En el mismo período los bancos comerciales reducen su tenencia de títulos de \$us. 71.5 millones en febrero de 1989 a \$us. 3.2 millones en julio del mismo año, tal como se puede observar en el cuadro No. 2 del anexo estadístico.

El nuevo gobierno del Lic. Jaime Paz Z., logra

restablecer la confianza del público que se expresa en una tendencia a incrementar los depósitos. A partir de agosto de 1989 se observa una recuperación de depósitos y paralelamente un incremento en la

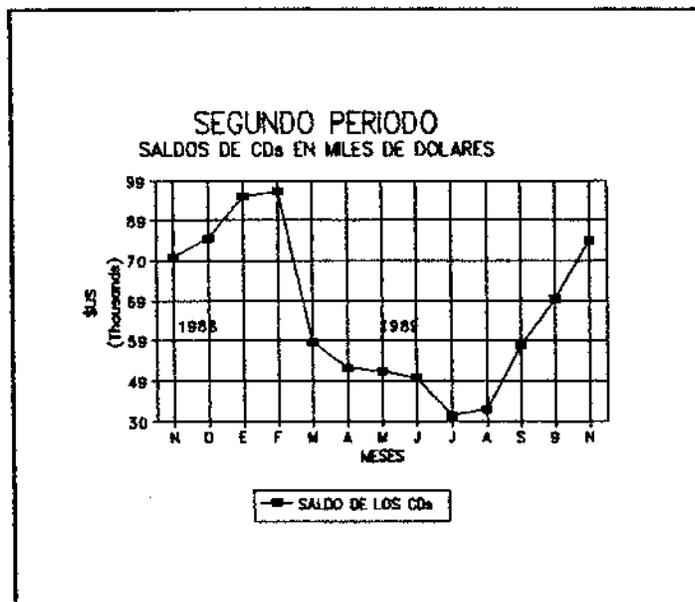


Gráfico No. 5 Evolución de los saldos de los Certificados de Depósito del B.C.B. en el segundo período

compra de CD's por parte de la banca comercial.

La creación de la Bolsa Nacional de Valores y las modificaciones en las tasas de descuento y el régimen de subasta implementado en las operaciones de los CD's, hacen más dinámico el mercado de dinero, que se refleja en un crecimiento importante en la demanda de títulos emitidos por el Ente Emisor. Rápidamente se alcanzan los niveles anteriores en cuanto al stock de CD's en circulación logrando sobrepasarlos en enero de 1990.

CUADRO No. 6
1988: TASAS DE INTERES PASIVAS Y DE
LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL BCB

	TASAS DEL SISTEMA					
	TASAS DE LOS CDs(*)		BANCARIO NACIONAL(*)		DIFERENCIA (A-C)	DIFERENCIA (B-D)
	M/N (A)	M/E (B)	M/N (C)	M/E (D)		
1988						
DIC	23.00	15.00	24.87	14.95	-1.87	0.05
1989						
ENE	23.00	15.00	23.81	14.57	-0.81	0.43
FEB	23.00	15.00	21.17	14.35	1.83	0.65
MAR	23.00	15.50	20.48	13.92	2.52	1.58
ABR	23.00	15.50	20.94	14.08	2.06	1.42
MAY	26.00	16.00	19.37	14.12	6.63	1.88
JUN	26.00	16.00	22.07	14.29	3.93	1.71
JUL	29.00	17.00	21.57	14.58	7.43	2.42
AGO	29.00	17.00	21.84	15.49	7.16	1.51
SEP	41.26	17.00	24.25	15.63	17.01	1.37
OCT	40.50	17.57	19.78	15.39	20.72	2.18
NOV	40.50	17.46	23.51	15.08	16.99	2.38

(*) Tasas anuales para el sistema bancario y al mayor plazo para los CDs.
FUENTE: S.C.B. Boletín Estadístico varios números y Superintendencia de bancos.
ELABORACION: Propia.

Como se puede apreciar en el cuadro No.6, en este período las tasas de interés de los CDs paulatinamente se colocan por encima de las tasas de interés del sistema bancario nacional (las diferencias se tornan positivas en comparación con las negativas que se presentaron en el período anterior). Este hecho nos demuestra definitivamente, la decisión por parte del gobierno de utilizar las operaciones de mercado abierto, como un importante instrumento de política monetaria para combatir el efecto inflacionario que causa el incremento de la emisión monetaria. En efecto, cuando las tasas de interés de los CDs son altas, se espera

que los agentes económicos adquirieran estos activos. Para tal efecto, los agentes deben depositar su dinero en el Banco Central de Bolivia y adquirir los Certificados de Depósito, este hecho en términos económicos no es más que un retiro de circulante de la economía (contracción monetaria); puesto que las tasas para los CDs en moneda nacional son más altas que en el sistema bancario, aquél agente económico que desee mantener sus tenencias en moneda nacional, tendrá una mejor opción al adquirir Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia.

IV.6 TERCER PERIODO: CONSOLIDACION DE LA ESTABILIZACION ECONOMICA Y LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO (CD's)

En este período, los saldos de los CDs llegan a superar el centenar de millones de dólares. En noviembre de 1989, los Certificados de Depósito del B.C.B. alcanzan a \$us. 103,3 millones de dólares y en diciembre del mismo año a \$us. 113,7 millones. Alrededor del 64% del total de los CDs son depositados en moneda extranjera, pero se nota un notable incremento en los depósitos en moneda nacional, a raíz de una mejor tasa de rendimiento para estos depósitos que la que ofrecía el sistema bancario nacional.

Con el funcionamiento de la Bolsa de Valores, las operaciones de mercado abierto adquieren un mayor dinamismo. En la medida en que el restablecimiento de las condiciones de equilibrio macroeconómicas se constituyen en un objetivo

prioritario¹¹, las operaciones de mercado abierto se constituyen en un mecanismo eficiente para ayudar a lograr dichos objetivos.

Se busca utilizar las operaciones de mercado abierto, y a los Certificados de Depósito como su

principal instrumento, para consolidar la estabilización, esterilizando el aumento que se registraba en las Reservas Internacionales¹².

Por otra parte, siendo el problema de financiamiento del

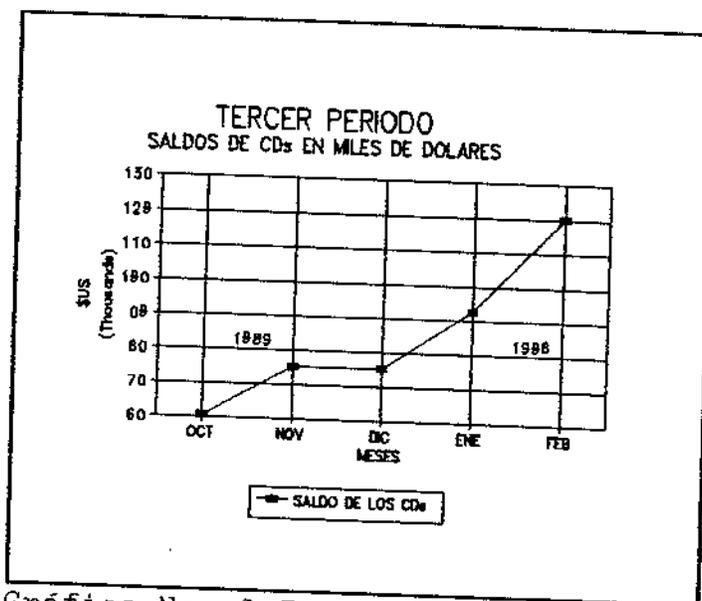


Gráfico No. 6 Evolución de los saldos de los Certificados de Depósito en el Tercer Período.

¹¹ Recordemos que por esa etapa histórica, se tenía la presión de Organismos Internacionales, tales como el Fondo Monetario Internacional, el cual establecía metas para la elevación de las Reservas Internacionales, contracción del crédito al sector público y disminución en el crecimiento de la emisión monetaria.

¹² Como se sabe, la Emisión Monetaria es igual a la suma de Reservas Internacionales más el Crédito Interno Neto. El aumento de reservas se esterilizaba con una contracción en el Crédito Interno Neto, y básicamente con un aumento de los depósitos del sector privado en el Banco Central de Bolivia (CD's). Este hecho hacía que la Emisión Monetaria no se vea afectada por el incremento en las Reservas Internacionales.

déficit del sector público de difícil solución¹³, y persistiendo la necesidad de elevar el nivel de Reservas Internacionales, el Banco Central de Bolivia ofrece elevadas tasas de descuento por los CD's que atraen recursos de la banca (con el costo de oportunidad macroeconómico subyacente), e inciden desfavorablemente sobre las tasas de interés. Como se aprecia en el cuadro No. 7, la tasa a 51 semanas que es el plazo más largo de los CDs, fue de 40.5% para moneda nacional, y el sistema bancario ofrecía a un año¹⁴ una tasa interés de 18.98%, lo que equivale a decir que existía una diferencia de 21.52 puntos porcentuales a favor de los instrumentos del Banco Central.

En la bolsa de valores a través del operador del Banco Central de Bolivia y de los diferentes agentes de Bolsa, se negocian en el mercado secundario, montos cada vez más grandes, y los CDs, dada la situación del mercado bursátil en nuestro país, se constituyen de hecho en el principal activo de transacción en este mercado.

¹³ Cabe subrayar que gran parte de los ingresos del Tesoro General de la Nación, provienen de las facturas por concepto de exportación de gas natural a la República Argentina, cuyos pagos no siempre se realizan con la debida puntualidad.

¹⁴ Un año calendario tiene 52 semanas.

CUADRO No. 7
TASAS DE INTERES PASIVAS Y DE LOS
CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL BCB

	TASAS DE LOS CDs(*)		TASAS DEL SISTEMA BANCARIO NACIONAL(*)		DIFERENCIA (A-C)	DIFERENCIA (B-D)
	M/N	M/E	M/N	M/E		
	(A)	(B)	(C)	(D)		
1989						
NOV	40.50	17.46	23.51	15.08	16.99	2.38
DIC	40.50	17.46	18.98	15.06	21.52	2.40
1990						
ENE	37.29	14.96	19.26	14.93	18.03	0.03

(*) Tasas anuales para el sistema bancario y las de mayor plazo para los CDs.
FUENTE: B.C.B. Boletín Estadístico varios números y Superintendencia de bancos.
ELABORACION: Propia.

En términos generales, los objetivos de política monetaria para los que se usa como instrumento a las operaciones de los Certificados de Depósito, se pueden resumir en:

- i) Control sobre la liquidez bancaria, los bancos comerciales atraviesan por una situación donde el crecimiento de los depósitos es muy significativo, lo que presiona un incremento en el M2. Asimismo, estos depósitos se caracterizan por su elevada composición en dólares (alrededor del 80%) y por su corto plazo (30 a 90 días la mayoría), al mismo tiempo la demanda de fondos prestables no es muy dinámica, además, el régimen de garantías hace que muchos inversores potenciales no sean sujetos de crédito.
- ii) Neutralización y esterilización del efecto expansivo sobre la base monetaria por parte del crédito del Banco

Central de Bolivia al sector público no financiero (SPNF), es decir que lo que se presta al SPNF por una ventanilla, ingresa al Banco Central de Bolivia como colocación de CDs.

- iii) Generación de un nivel de captaciones de moneda extranjera que permita elevar el nivel de Reservas Internacionales, acorde con los requerimientos emanados del programa monetario firmado con el Fondo Monetario Internacional y sirve por lo tanto como instrumento para lograr las metas financieras acordadas con este Organismo.
- iv) Impulso a un proceso de remonetización en moneda nacional y a una estructura temporal de la inversión financiera más a largo plazo.

Buscando la consecución de los anteriores objetivos la autoridad monetaria fija como política el ofrecer un mayor rendimiento de los CDs y cubre toda la demanda existente. De esta manera logra elevar sustancialmente el nivel de colocaciones.

Como se observará más adelante, en agosto de 1989 y marzo de 1990 el total de títulos corrientes pasa de \$us. 33.0 millones a \$us. 130.7 millones y los CDs totales de \$us. 61.2 a \$us. 174.3 millones en el mismo lapso de tiempo. Los Certificados de Depósito en poder de la banca comercial explican en buena medida dicho incremento ya que sus tendencias pasan de \$us. 3.2 millones a \$us. 97.3 millones

en el mismo período.

Respecto a las tasas de descuento, luego de la disminución de los montos demandados se observa una elevación constante comenzando en mayo de 1989, cuando se elevan las tasas en tres puntos porcentuales; en julio del mismo año se elevan en 2.5 puntos; octubre de 1989, período en el que los CD's en moneda nacional tienen un incremento de 8 puntos porcentuales en la tasa de descuento. Como se verá en el cuarto período, a partir de enero de 1990 se disminuyen las tasas de descuento en 2 puntos para todas las monedas, niveles que vuelven a incrementarse en junio y julio del mismo año, estas cifras pueden verificarse en los cuadros Nos. 7 y 8.

IV.7 CUARTO PERIODO: DESARROLLO DE LAS OPERACIONES CON LOS CD'S EN LA PERSPECTIVA DE LA REACTIVACION

La aplicación de políticas de altas tasas de descuento tuvieron resultados favorables, los mismos que se expresan en una elevación de los montos colocados que llegan a niveles récords en marzo de 1991. Paralelamente los niveles de reservas internacionales netas, que a fines de 1989 eran de \$us. 18.6 millones, para diciembre de 1990 eran \$us. 132.3 millones y para junio de 1991 \$us. 223.0 millones (Ver Cuadros Nos. 7 y 8 del Anexo Estadístico).

A partir de junio de 1990, se observa un mayor dinamismo con respecto a las variables que inciden sobre la oferta y

la demanda de CD's. Se implementa una tasa de interés diferenciada en términos reales, favoreciendo a los plazos más largos y a los títulos en moneda nacional, se eleva el nivel de tasas de descuento para todos los plazos y monedas.

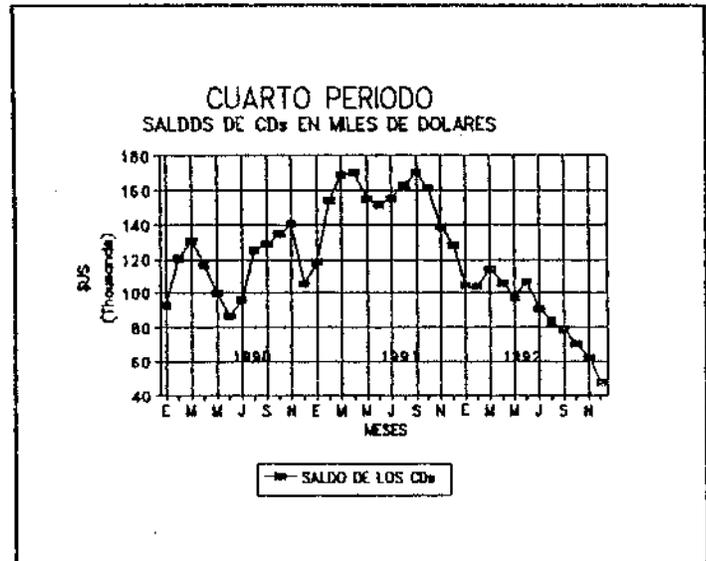


Gráfico No. 7 Evolución de los Saldos de los Certificados de Depósito del B.C.B. en el cuarto periodo.

Asimismo, frente al bajo cumplimiento de las metas en cuanto a reservas internacionales se utiliza la venta de CD's en moneda extranjera como forma de captar recursos en dólares americanos y lograr su cumplimiento.

A partir de febrero de 1991, se revierte la tendencia ascendente de las tasas de descuento de los CDs y comienza un proceso de disminución acelerada de las mismas, logrando en una primera instancia bajo el mecanismo de fijación de tasas por el Banco Central de Bolivia de manera "autónoma" y posteriormente a través del régimen de subastas competitivas.

En un entorno macroeconómico más favorable, y una disminución de las tasas de interés internacionales, se asigna a las Operaciones de Mercado Abierto el papel de desarrollar una política tendiente a inducir la disminución

de las tasas de interés, con el objetivo de influir sobre las tasas del sistema bancario nacional para que estas sigan el mismo curso y de esta manera facilitar la inversión en el país.

Para ello se implementa un régimen de subasta a base de la presentación de posturas competitivas, donde el Banco Central de Bolivia fija topes de tasas y montos antes de cada subasta. Las adjudicaciones se realizan a tasas variables, escogiendo en forma ascendente las posturas que pretendan la tasa menor, hasta cubrir el monto ofertado.

Los resultados obtenidos con el nuevo régimen de subasta, se reflejan en una disminución muy importante de las tasas de descuento de los CDs en todos los plazos y monedas (Ver Cuadro No.8). Hasta septiembre de 1991, pese a esta disminución, el stock de depósitos de CDs se incrementa. La explicación de este comportamiento de inelasticidad "precio" de la demanda de los certificados, que tiende a superar a la oferta a pesar de la caída en las tasas de descuento, estaría dada por el rezago de parte de la banca para encontrar colocaciones alternativas a sus excesos de liquidez.

Con la implantación del régimen competitivo la autoridad monetaria, fijando tasas y montos ofrecidos, refuerza la declinación de las tasas de descuento que se había iniciado en febrero de 1991. Asimismo, se observa la existencia de un fuerte crecimiento de la demanda y una mayor competencia

entre demandantes.

El manejo de tasas y colocaciones hacia la baja, se constituye en el mecanismo para lograr el objetivo de disminuir la tasa de interés en el sistema financiero nacional.

En este proceso, se verifica con mayor fuerza la declinación de tasas de descuento, ya que los montos ofertados no muestran una disminución notable respecto al nivel promedio de las colocaciones previas al nuevo régimen (donde era captada toda la demanda). Por ello varias veces, en las subastas, se registran excesos de demanda.

En cuanto a las tasas de descuento, se desarrolla una importante disminución, mientras la tasa tope para los Certificados de Depósito en moneda nacional a trece semanas¹⁵ va de 35.5% en la primera convocatoria a 24.48% en las últimas, la tasa promedio ponderada resultante alcanza a un nivel mínimo de 23%. De la misma manera para los títulos en moneda extranjera, la tasa de descuento tope va desde 12.75% a 9.46%, y la resultante llega a 8.33%.

¹⁵ Se toma el plazo de trece semanas como el más representativo, debido a que la mayor parte de las colocaciones se encuentran en este plazo.

CUADRO No. 8
1988: TASAS DE INTERES PASIVAS Y DE
LDS CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL BCB

	TASAS DEL SISTEMA					
	TASAS DE LOS COs(*)		BANCARIO NACIONAL(*)		DIFERENCIA (A-C)	DIFERENCIA (B-D)
	M/N (A)	M/E (B)	M/N (C)	M/E (D)		
1990						
ENE	37.29	14.96	19.26	14.93	18.03	0.03
FEB	37.29	14.96	18.04	14.63	19.25	0.33
MAR	37.29	14.96	19.41	14.14	17.88	0.82
ABR	37.29	14.96	25.94	13.76	11.35	1.20
MAY	37.29	14.96	23.06	13.76	14.23	1.20
JUN	39.55	14.96	25.76	13.71	13.79	1.25
JUL	34.16	15.96	24.70	13.57	9.46	2.39
AGO	34.16	15.96	18.60	13.58	15.56	2.38
SEP	34.16	15.96	18.87	13.64	15.29	2.32
OCT	34.16	15.96	23.89	13.69	10.27	2.27
NOV	34.16	15.96	22.46	13.58	11.70	2.38
DIC	34.16	15.96	18.95	13.64	15.21	2.32
1991						
ENE	34.82	16.80	23.76	13.56	11.06	3.24
FEB	34.16	15.96	25.03	13.73	9.13	2.23
MAR	33.49	15.10	19.25	13.70	14.24	1.40
ABR	33.15	14.65	26.30	13.53	6.85	1.12
MAY	33.15	12.60	19.91	12.98	13.24	-0.38
JUN	31.95	12.13	23.15	12.56	8.80	-0.43
JUL	28.45	11.48	21.17	12.15	7.28	-0.67
AGO	26.74	11.00	25.10	11.59	1.64	-0.59
SEP	23.40	10.97	23.89	11.14	-0.49	-0.17
OCT	23.46	9.00	17.56	11.09	5.90	-2.09
NOV	23.43	9.80	19.41	10.87	4.02	-1.07
DIC	22.27	9.35	17.60	10.99	4.67	-1.64
1992						
ENE	20.34	8.68	21.96	10.93	-1.62	-2.25
FEB	20.34	8.33	19.13	10.98	1.21	-2.65
MAR	22.49	8.33	22.36	10.74	0.13	-2.41
ABR	21.55	8.33	19.13	10.73	2.42	-2.40
MAY	18.49	8.33	20.59	10.80	-2.10	-2.47
JUN	18.89	7.44	20.92	10.80	-2.03	-3.36
JUL	18.91	7.40	21.98	10.95	-3.07	-3.55
AGO	20.01	7.70	21.16	11.13	-1.15	-3.43
SEP	20.01	7.67	22.97	11.04	-2.96	-3.37
OCT	20.01	7.67	20.77	11.06	-0.76	-3.39
NOV	20.19	7.74	21.47	11.09	-1.28	-3.35
DIC	20.19	7.74	21.78	11.17	-1.59	-3.43

(*) Tasas anuales para el sistema bancario y la de mayor plazo para los COs.
FUENTE: B.C.B. Boletín Estadístico varios números y Superintendencia de Bancos
ELABORACION: Propia.

La determinación de los montos ofertados se relaciona principalmente con el nivel de la demanda de la semana anterior y el de los vencimientos de la semana. El incremento en los stocks en este período, se explica por un fuerte crecimiento de la demanda de CDs en moneda extranjera y con mantenimiento de valor.

En cuanto a la estructura temporal de las colocaciones, se observa mayor dinamismo de la demanda a plazos mayores con respecto a la existente en anteriores períodos, donde un elevado porcentaje se encontraba entre cuatro y trece semanas y las colocaciones para períodos mayores eran muy pequeñas.

La relación de los agentes demandantes en cuanto a los plazos, muestra que para plazos mayores los agentes no bancarios son los más importantes, y para plazos de cuatro y trece semanas son los bancos. Este comportamiento se explica por el diferente tipo de inversión que se realiza. Para los bancos, se trata más de un manejo de liquidez en el mercado de dinero. Para los no bancarios, significa en cambio, una inversión financiera relacionada con el ahorro propio.

IV.8 LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA Y SU CONTRIBUCION A LA ESTABILIZACION

Como ya se anticipó en el análisis de los cuatro períodos, los CDs, y concretamente sus tasas de descuento, fueron utilizadas como instrumento de política monetaria

para contraer la emisión de dinero. Esta disminución del circulante en la economía, tiene un efecto contractivo sobre los niveles de precios, tal cual nos enseña la teoría cuantitativa del dinero.

En el capítulo anterior advertimos que la emisión monetaria excesiva en la economía nacional, a causa del financiamiento del Banco Central al sector público, fue uno de los elementos principales del proceso hiperinflacionario que vivió el país a principios de la pasada década. Por esta razón, el nuevo modelo económico tuvo la necesidad de crear un instrumento efectivo para controlar la emisión monetaria. Así surgieron en el país las operaciones de mercado abierto, materializadas en la compra-venta, por parte de la autoridad monetaria, de sus certificados de depósito (CDs).

Los resultados de una regresión sencilla entre la emisión monetaria y las tasas de descuento de los CDs, muestran claramente, en el período de estudio, que la proporción de la variación total de la emisión monetaria es explicada en un 85% por las variaciones en las tasas de descuento de los CDs. El signo del coeficiente de las tasas de los CDs (-33.414) nos indica de que por cada punto en que se incrementan estas tasas, se obtiene una disminución (léase contracción) de la emisión monetaria en aproximadamente 33 millones de bolivianos.

VARIABLE DEPENDIENTE EMISION

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR STANDAR	ESTADISTICO t
C	1033671.0	48110.84	21.48
TCDs	-33414.6	3566.67	-9.37
AR(1) ¹⁶	0.41494	0.14233	2.91527

R ²	0.8454
R ² Ajustado	0.8387
Estadístico F	125.83
Durbin-Watson	1.9973
Numero de Observaciones	49

Estos hechos, nos inclinan a afirmar que las tasas de descuento de los certificados de depósito del Banco Central de Bolivia, fueron utilizadas para regular la cantidad de dinero en circulación, debido a que se verifica su estrecho vínculo en todo el período de estudio.

Si se analiza el siguiente cuadro, se verificará que pese a que la base monetaria experimenta constantes tasas de crecimiento porcentual, las tasas de crecimiento de la emisión monetaria siempre estuvieron por debajo de las primeras.

¹⁶ Se utilizó la técnica de corrección autorregresiva de primer orden de Cochrane-Orcutt.

CUADRO No. 9
Base y Emisión Monetarias

	IPC	BM	EMISION	Tasas de crecimiento anual		
				IPCZ	BMZ	EMISIONZ
1987	7,829,873.98	533,473	414,143			
1988	9,082,817.55	874,917	541,930	16.00	64.00	30.80
1989	10,460,995.97	1,143,146	530,450	15.20	30.60	(2.10)
1990	12,251,790.29	1,495,111	668,121	17.10	30.80	25.90
1991	14,879,088.08	1,891,472	775,433	21.40	26.50	16.10
1992	16,673,944.00	1,989,223	931,197	12.10	5.20	20.10

FUENTE: B.C.B. Boletín Estadístico No. 276.

Esta situación se explica en gran parte, por el permanente ascenso de los depósitos del sistema bancario en el Banco Central, que como se observa en los cuadros 2 al 6 del anexo estadístico, fueron en su gran mayoría depósitos para adquirir CDs. En este proceso es indudable que la tasa de descuento de estos instrumentos financieros, fue uno de los principales factores que provocó estos depósitos.

IV.9 LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA Y LAS ALTAS TASAS DE INTERES

En el punto II.6 del marco teórico, se analizó la influencia que tiene la tasa pasiva de interés sobre la activa. Dentro de los componentes de la tasa de depósitos, es indudable que la tasa de descuento de los CDs tenga una influencia muy importante.

Su nivel determina una especie de "piso" para la tasa de interés pasiva, si es que el sistema bancario desea lograr mantener o incrementar sus pasivos con el público. Si la tasa que pagan los bancos privados al depositante está por

debajo de la tasa de los CDs, el público preferirá depositar su dinero en el Banco Central, disminuyendo por lo tanto los depósitos del público en el sistema bancario.

En el punto anterior del presente capítulo, observamos la utilización de la tasa de los CDs para mantener un nivel de emisión monetaria. Esta política de tipo contractiva, se lograba en gran parte manteniendo elevada la tasa de descuento para mantener determinados niveles en los saldos de CDs.

Esta política se consolida en el segundo período del análisis (Dic.88- Nov.89), en el que las tasas de los CDs paulatinamente se colocan por encima de la tasa pasiva del sistema bancario, obteniendo un incremento en el saldo de los CDs.

El resultado de estos hechos se puede verificar en el siguiente cuadro:

CUADRO No.10
TASAS ANUALES DE INTERES INTERNACIONALES
-En porcentaje-

		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
CHILE	Pasiva	18.99	25.22	15.11	27.72	40.27	22.32	18.26
	Activa	26.27	32.80	21.17	35.92	48.83	28.55	23.92
COLOMBIA	Pasiva	31.40	30.80	33.50	33.70	36.40	37.20	26.70
	Activa	40.80	41.10	42.70	43.00	45.20	47.10	37.30
VENEZUELA	Pasiva	8.93	8.94	8.95	29.23	27.78	31.10	35.42
	Activa	8.49	8.48	8.50	22.57	28.23	29.78	33.91
COSTA RICA	Pasiva	16.67	14.06	15.18	15.62	21.16	27.32	15.80
	Activa	21.80	23.82	28.69	29.17	32.56	38.88	28.46
BOLIVIA	Pasiva	106.50	33.20	27.70	23.70	23.80	23.80	23.20
	Activa	297.10	56.90	39.80	37.30	41.80	41.10	45.50
LIBOR		6.95	7.61	8.41	9.31	8.45	6.29	4.20

FUENTE: FMI Estadísticas Financieras Internacionales, Febrero 1994
ELABORACION: Propia.

Como se puede apreciar, la tasa LIBOR a un año en el período 1986-1992, tiene un ciclo ascendente hasta 1989 para luego caer a una tasa de 4,2% anual en 1992.

Chile, Colombia y Costa Rica presentan tendencias parecidas a la tasa internacional. Venezuela tiene un primer ciclo parecido, pero no puede disminuir sus tasas de interés en el período 1989-1992.

Bolivia, reduce su tasa de interés pasiva de 106.5% anual en 1986 a 27.7% en 1988, pero se observa que este nivel no puede ser disminuido más a partir de ese año; período que coincide con la segunda etapa descrita en este trabajo. Fase en que los CDs se utilizan como instrumento de política monetaria contractiva.

Es de hacer notar la gran diferencia que existe entre las tasas de interés activas del país y del resto de los países seleccionados¹⁷. Mientras en Costa Rica, por ejemplo, la tasa activa en 1992 es 28.46%, en Bolivia fue de 45.50% (diferencial de 17.04 puntos porcentuales), pese a que la diferencial de tasas pasivas sólo alcanza a 7.10 puntos porcentuales.

Estas elevadas tasas de interés activas en Bolivia, influyen negativamente sobre la inversión nacional. Pese a que las estadísticas de inversión con las que se cuentan muestran tendencias ascendentes a lo largo del período 1987-

¹⁷ No se tomaron Argentina, Perú y Brasil por los procesos inflacionarios que vivieron y por las políticas de ajuste que experimentaron en el período de estudio.

1992, es fácil deducir que estos niveles podrían haber aumentado con tasas de interés activas más bajas.

CAPITULO V

Cap. VCONSIDERACIONES FINALES Y CONCLUSIONESV.1 LOS CDs Y LA ESTABILIDAD ECONOMICA.-

Como se pudo inferir del capítulo anterior, las operaciones de mercado abierto en Bolivia, mediante los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia, se constituyen en un importante instrumento de política monetaria que permitió al Ente Emisor manipular la emisión monetaria, según el comportamiento de los restantes agregados macroeconómicos más importantes. De esta forma, los Certificados de Depósito coadyuvieron en la tarea de "estabilizar" la estabilidad económica interna, evitando la emisión inorgánica y el exceso de emisión monetaria, pues en el fondo ocurría una transferencia de recursos desde el sector privado hacia el sector público y al mismo tiempo se contraía o se expandía la oferta monetaria.

Como es sabido, cuando un agente privado, ya sea una persona jurídica o natural, adquiere un Certificado de Depósito del Banco Central de Bolivia, éste deposita su dinero en las bóvedas de la Autoridad Monetaria a cambio de un Certificado, y puesto que la mayoría de los CDs fueron captados por el Sistema Bancario, se genera una contracción del Crédito Neto al Sector Privado, que bien puede ser utilizado para incrementar el Crédito Interno Neto al Sector

Público, lo que no ocasiona ninguna variación en la emisión monetaria, pero sirve para financiar al sector público, o simplemente para disminuir o aumentar en su caso, la oferta monetaria.

Esta es una de las razones por las que el Crédito Interno Neto al sector público empieza, a partir de 1989, a registrar valores positivos, luego que en el período 1985-1987 mostraba cifras negativas¹, confirmando la política monetaria contractiva en ese período.

Pero para poder atraer una mayor cantidad de recursos el Banco Central de Bolivia tuvo que fijar tasas de descuento altas con relación a las tasas de interés del Sistema Bancario nacional. Esto se hizo evidente inclusive hasta julio de 1991, mes a partir del cual se verifica un descenso en la diferencia entre estas dos tasas. Como se pudo apreciar en los cuadros Nos. 5,6,7 y 8 del capítulo anterior, la brecha entre las dos tasas fue fluctuante en todo el período sujeto de análisis por el presente trabajo, hecho que sin duda respondió a objetivos predeterminados por la política monetaria.

V.2 LOS CDs Y LA REACTIVACION ECONOMICA.-

Las tasas de interés de los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia (tasas de descuento), tienen mucha influencia sobre la determinación de las tasas de interés internas del Sistema Bancario.

¹ Ver Cuadro No. 1 en el capítulo III.

A su vez, el nivel de las tasas de interés se constituye en un parámetro clave para incentivar o desincentivar las inversiones privadas.

La comprobación empírica de la influencia de las tasas de descuento de los CDs sobre las tasas de interés del sistema bancario, se las puede observar en el Anexo N.1, en el cual presentamos un modelo econométrico en base al método de los mínimos cuadrados ordinarios (MCO) y a través del cual se verifica que entre las variables que influyen sobre la conformación de las tasas de interés bancarias, sobresale la de los CDs del Banco Central.

Este hecho confirma nuestra hipótesis de que manipulando la tasa de interés de los CDs (tasas de descuento), y por su influencia sobre las tasas de interés internas, se puede lograr un mayor volumen de inversiones y de esta manera lograr impulsar la tan ansiada reactivación económica, aunque evidentemente, existen otros factores estructurales que afectan a la inversión. En efecto, si la autoridad monetaria disminuyese paulatinamente la tasa de descuento en las subastas de los CDs, es de esperarse que el sistema bancario nacional responda a dicha señal haciendo lo propio, pues se ha comprobado la correlación que existe entre estas dos variables.

El Sistema Bancario, posee un tope mínimo de tasas de interés al cual está dispuesto a pagar como a cobrar, y del cual no puede bajar más, pero es seguro que su nivel seguirá

la tendencia trazada por la tasa de descuento de los Certificados de Depósito.

V.3 CONCLUSIONES.-

Las conclusiones a las que arribamos luego de efectuar el presente trabajo de investigación, pueden resumirse en las siguientes:

1. Tal como lo sugiere la teoría económica, las operaciones de mercado abierto y entre estas los Certificados de Depósitos del Banco Central de Bolivia para el caso nuestro, se convirtieron en un importante instrumento de política monetaria, que puede coadyuvar a los objetivos de contraer o expandir la emisión monetaria, según la coyuntura así lo exigiera, modificando la tasa de descuento de los CDs. Si la autoridad monetaria incrementa la tasa de descuento de los CDs, es de esperarse una contracción monetaria, y viceversa caso contrario.

Para el caso boliviano, esta situación pudo evidenciarse desde diciembre de 1987, mes en que se iniciaron las operaciones de mercado abierto en nuestro país.

2. Como existe una importante correlación entre la tasa de descuento de los CDs del B.C.B. y las tasas de interés del Sistema Bancario, una disminución de la primera conducirá sin lugar a dudas, a un descenso en las tasas de interés

internas (más en las pasivas que en las activas), permitiendo un mayor nivel de inversión en el país toda vez que esta reducción logre hacer más rentables los proyectos de inversión.

3. La disminución de las tasas de descuento de los CDs del Banco Central de Bolivia, además de contribuir a la reactivación económica, también reduce el déficit cuasifiscal² que debe pagar el Ente Emisor por estas operaciones de mercado abierto.

4. Los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia, al constituirse en un activo financiero alternativo en la economía nacional, también pueden contribuir al proceso de "remonetización" de nuestra economía, toda vez que existe un alto grado de dolarización y una creciente desconfianza en la moneda nacional.

Ello se puede lograr, continuando con la política de premiar con mayores tasas de descuento a los depósitos

² "Se entiende por déficit cuasifiscal al costo neto incurrido por las instituciones financieras públicas, debido a actividades relacionadas con la otorgación de transferencias, subsidios del déficit del Sector Público No Financiero y otros que pueden ser elevados a cabo por otros organismos del gobierno general, es decir por actividades parafiscales que realizan las instituciones financieras públicas y que no necesariamente están relacionadas con las funciones de regulación monetaria y bancaria" HURACHI, G; TORREZ, V. y RAMIREZ, J.: "El déficit cuasifiscal en Bolivia" en Análisis Económico No. 4, Ed. UDAPE, La Paz, 1992, p.162.

efectuados en moneda nacional y castigar con menores tasas de descuento de los CDs a aquellos depósitos en moneda extranjera. De esta manera ya sea por la rentabilidad de este activo o por la solvencia del Ente Emisor, se pueda otra vez confiar en la moneda nacional y por lo tanto remonetizar los depósitos del sistema bancario nacional.

ANEXO I

ANEXO 1MODELO ECONOMETRICO

Sin la intención de que este ejercicio empírico se constituya en la parte central de la presente investigación, a continuación planteamos un modelo econométrico bajo el método de los Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) para verificar la relación entre las tasas de interés internas del sistema bancario y la de las tasas de descuento de los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia.

Las Variables.- Las variables utilizadas son:

- TSB : Tasa de interés anual para depósitos a plazo fijo en moneda extranjera del sistema bancario boliviano.
- TCDS : Tasa de descuento anual de los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia.
- LIBOR : Tasa libor anual.
- FINBCO : Financiamiento concedido por el sistema bancario nacional.
- M2R : Oferta monetaria en sentido amplio (M2) deflactada por el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Los Datos.- Las fuentes utilizadas para la compilación de la información fueron dos, los boletines Estadísticos del Banco

Central de Bolivia en varios números, y los boletines mensuales de la Superintendencia de Bancos, también en varios números.

Los datos utilizados fueron datos mensuales promedio para las tasas de interés, de descuento y la libor; saldos a fin de período para el M2 y el FINBCO, y se tomó el IPC base 1980. Todos ellos para el período diciembre 1987 a diciembre 1992.

La información utilizada para la elaboración de este modelo se la puede encontrar en el Cuadro No. 1 del Anexo Estadístico del presente trabajo.

La Ecuación.- Se utilizó la siguiente ecuación lineal:

$$TSB = a + b TCDS + c LIBOR + d FINBCO + e M2R$$

Cabe hacer notar que se hicieron varias pruebas tomando en cuenta otras variables, pero éstas no mostraron niveles de significación adecuados para esta regresión.

El Modelo.- Para evitar distorsiones en los residuos como en las varianzas, se "suavizó" la ecuación lineal mediante el uso de logaritmos de base diez, quedando la ecuación de la siguiente manera:

$$\log TSB = \log a + b \log(TCDS) + c \log(LIBOR) + d \log(FINBCO) + e \log(M2R) + U$$

Para darle una mejor precisión analítica, se tomaron los datos de la oferta monetaria real (M2R) rezagadas en un período, vale decir que este modelo indica que las tasas de interés del sistema bancario nacional toman como parámetro la oferta monetaria real

registrada en el mes anterior, quedando el modelo de la siguiente manera:

$$\log \text{TSB} = \log a + b \log(\text{TCDS}) + c \log(\text{LIBOR}) + d \log(\text{FINBCO}) + e \log(\text{M2R}(-1)) + U$$

Los Resultados.- Para el período enero 1988 a diciembre 1992, los resultados de la regresión fueron los siguientes:

VARIABLE DEPENDIENTE TSB			
VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR STANDAR	ESTADISTICO T
C	2.4697583	0.1877642	13.153508
TCD	0.2976472	0.0413731	7.1942246
LIBOR	-0.1028152	0.0419873	-2.4487216
M2R(-1)	-0.1606942	0.0309780	-5.1873584
FINBCO	-0.0451722	0.0103001	-4.3856055
R ²		0.945398	
R ² AJUSTADO		0.941427	
ESTADISTICO F		238.0732	
TEST DE DURBIN WATSON		1.202773	
NUMERO DE OBSERVACIONES		60	

Análisis de los Resultados.- Los coeficientes del modelo presentan los signos esperados. Así, el signo positivo del coeficiente de las tasas de descuento de los CDs, nos indica que existe una relación directa con las tasas del sistema bancario, es decir que un incremento en las tasas de los CDs provoca un aumento en las tasas de interés bancarias y viceversa.

El coeficiente negativo de la oferta monetaria real rezagada en un período, advierte la relación inversa con las tasas de interés internas; es decir que si aumentara la oferta monetaria real en el período anterior, es de esperar que exista una

disminución en las tasas de interés del sistema bancario a raíz de que en la economía existirá una mayor cantidad de dinero.

El signo negativo del coeficiente de la variable financiamiento bancario indica que cuanto mayores créditos se otorguen en el sistema, menor será la tasa de interés bancaria. Esto es cierto en la medida en que se considere a este financiamiento como la oferta de crédito, a mayor oferta, y considerando la demanda elástica, menores serán las tasas de interés que se trancen en el mercado monetario.

El coeficiente de la tasa Libor, no parece entrar en la lógica económica, puesto que a variaciones positivas en la tasa Libor, es decir a incrementos en ésta, las tasas de interés bancarias nacionales tendrían que disminuir. Pero ello, comprueba que las variables determinantes de las tasas de interés nacionales no son exclusivamente externas sino que tienen mayor importancia los elementos internos. La ecuación por lo tanto quedaría como sigue:

$$\begin{aligned} \log TSB = & 2.4697583 + 0.2976472 \log(TCDS) - 0.1028152 \log(LIBOR) \\ & - 0.0451722 \log(FINBCO) - 0.1606942 \log(M2R(-1)) \end{aligned}$$

El R^2 que muestra la bondad del ajuste, registra un valor bueno, casi 95% y el R^2 ajustado es menor sólo en un punto, 94%. El estadístico F registra un valor de 238 que se puede considerar como bueno y los errores estándar de las variables también son aceptables, por lo que en general se puede considerar a la anterior ecuación como un buen ajuste.

Lo que se debe destacar del modelo son los estadísticos T, los cuales muestran si las variables elegidas son o no

representativas para la explicación de la variable independiente. Al margen del coeficiente independiente, la tasa de descuento de los CDs se constituye en la variable más relevante para explicar la tasa de interés bancaria nacional al registrar un estadístico T de 7.2; a continuación y por orden de importancia, se encuentra la oferta monetaria real con una T de 5.2, el financiamiento bancario con una T de 4.4 y finalmente la tasa Libor con sólo una T de 2.4.

El análisis de los estadísticos T, demuestra que las tasas de descuento de los CDs son las más significativas en la formación de las tasas de interés bancarias, teniendo por lo tanto gran influencia sobre estas últimas.

ANEXO II

ANEXO 2CERTIFICADOS DE DEPOSITO NEGOCIABLES (CDs)¹

Los CDs son títulos de crédito al portador emitidos "bajo la par", en los cuales se consigna la obligación del B.C.B a pagar por su valor nominal a la fecha de su vencimiento.

Sus características generales son:

- Son emitidos al portador y "bajo la par"
- Tienen valores nominales únicos de acuerdo al siguiente detalle:

Moneda Nacional (MN)	Bs 1.000.00
Moneda Extranjera (ME)	\$us 1.000.00
Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor (MV)	\$us 1.000.00

- Los plazos de vencimientos son de 4,13,26 y 51 semanas equivalentes, en el código nemotécnico, a las letras A,B,C y D respectivamente.

EMISIONES

Los días miércoles de cada semana, el B.C.B por conducto de la Subgerencia de Mercado Abierto, emite una determinada cantidad de CDs, en las diferentes monedas y plazos.

Los montos totales de emisión, así como información complementaria sobre tasas de descuento y rendimiento, se publican en dos de los matutinos de mayor circulación en el país.

Las emisiones de CDs, se identifican con una clave (código nemotécnico), la que se refiere al tipo de moneda, al plazo y semana de emisión.

Por ejemplo:

CDMN-A1290

CDMN : Certificados de Depósito en Moneda Nal.
A : Plazo de 28 días.
1290 : Semana 12va. del año 1990.

¹ Extraído de "Certificados de Depósito Negociables" publicación del Banco Central de Bolivia, Subgerencia de Mercado Abierto.

MODALIDADES DE INVERSION

Subasta de Mercado Primario

El B.C.B ha establecido Subastas públicas que se realizan los días Miércoles de cada semana en las oficinas de la Gerencia de Moneda y Crédito a las cuales se puede acceder para la compra de CDs, tanto jurídicas como personas naturales.

Bolsa Boliviana de Valores (Mercado Secundario)

Una vez adjudicados los CDs en las sesiones de subasta, los remanentes, si los hubiera, son ofrecidos en la Bolsa Boliviana de Valores (B.B.V) a través del operador del B.C.B., a partir del día siguiente se realiza mediante un agente legalmente autorizado.

MECANISMOS DE INVERSION

En Subastas

Para poder invertir en CDs a través de las subastas, se deben seguir los siguientes pasos:

1. El inversionista, debe llenar un formulario provisto por el B.C.B., en el cual se detalla el nombre del beneficiario, tipo de moneda, plazo, número de títulos, tasa de descuento propuesta y forma de pago.
2. Estas solicitudes, deben presentarse en un sobre cerrado hasta horas 11:00 a.m., en las oficinas que la Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto del B.C.B. previo depósito en las cuentas que el B.C.B. ha destinado para este fin, del valor equivalente al número de títulos demandados o por adquirir.
3. Una vez aprobada la solicitud por el Comité de operaciones de Mercado Abierto (C.O.M.A), se realiza la operación contable y se procede a la emisión del certificado correspondiente.

En la Bolsa de Valores

1. Para adquirir CDs en la Bolsa de Valores, el inversionista debe contactarse con un agente de bolsa.
2. Una vez pactados los montos y las tasas de descuento entre el inversionista y el agente de bolsa, este último, puede vender CDs de su propia cartera, o bien acudir a la B.B.V. para la compra de los mismos, negociando la tasa de descuento con el operador del Banco Central de Bolivia.

3. Finalizada la negociación, el agente de bolsa otorga al inversionista una constancia de la operación.

VALOR NOMINAL

Valor a la vista de un documento, según aparece especificado en el mismo. En el caso de los CDs es el monto que el B.C.B. pagará al tenedor a la fecha de su vencimiento.

EL DESCUENTO Y LA TASA DE DESCUENTO

Cuando el inversionista compra o vende CDs paga un precio inferior a su valor nominal.

Para determinar el precio al que se compran o venden los CDs se debe calcular "el descuento" de estos títulos.

Lo anterior nos lleva, al concepto de tasa de descuento, que se la define como un porcentaje que, aplicado al valor nominal, nos indica la cantidad de dinero que se debe descontar para conocer su precio.

La tasa de descuento se expresa en porcentaje anual, por lo tanto, para calcular el precio de un CD es necesario determinar, la parte proporcional de las tasas de descuento aplicable al período de inversión.

La siguiente fórmula es utilizada en el cálculo del precio de un CD:

$$P = VN - (VN*(d*T/360))$$

Donde:

P = Precio
 VN = Valor Nominal
 d = Tasa de Descuento (determinada por el BCB para cada subasta)
 T = Días de plazo al vencimiento.

Ejemplo 1:

VN = Bs1.000
 d = 14.00%
 T = 28 días.
 $P = 1.000 - (1.000 * (0.14*28/360))$
 P = 989,11

TASA DE RENDIMIENTO

La tasa de rendimiento que produce un CD se la define como el beneficio que produce una inversión por ganancias de capital, interés o dividendos, normalmente expresado como porcentaje del monto invertido.

Esta ganancia de capital es equivalente, a la diferencia entre el precio de CD y su valor nominal.

$$D = VN - P$$

Donde:

$$D = \text{Descuento o ganancia de capital}$$

La ganancia de capital o descuento (D) se convierte en tasa de rendimiento, analizadas de la siguiente manera:

$$TR = (D/P) * ((360 * 100) / T)$$

Ejemplo 2:

Tomando los datos del ejemplo 1 se tiene:

$$\begin{aligned} D &= 1000 - 989,11 \\ D &= 10,89 \end{aligned}$$

De donde:

$$\begin{aligned} TR &= (10,89 / 989,11) * ((360 * 100) / 28) \\ TR &= 14,15 \end{aligned}$$

El resultado anterior significa una inversión de Bs 1000.- con una tasa de descuento de 14,15% anual.

ANEXO III

ANEXO 3

REGLAMENTO Y RESOLUCION DEL DIRECTORIO DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA PARA LA EMISION Y OPERACION DE CERTIFICADOS DE DEPOSITOS NEGOCIABLES (CDS)

RESOLUCION DE DIRECTORIO Nro.214/89

ASUNTO: MONEDA Y CREDITO PUBLICO - REGLAMENTO DE EMISION Y OPERACIONES DE CERTIFICADOS DE DEPOSITO NEGOCIABLES (CDs)

VISTOS:

El Artículo 17 del Decreto Supremo Nro.21316 de 3 de Julio de 1986, que autoriza al Banco Central de Bolivia la Emisión de Certificados de depósito a plazo fijo con el fin de incentivar el mercado de Dinero y Capitales, y los Artículos 26 numeral 19, 71 inciso g) y 80 inciso c) de la Ley Orgánica del Banco Central de Bolivia que autorizan al Instituto Emisor fijar las normas de las Operaciones de Mercado Abierto y comprar y vender en el mercado Títulos y Valores de primera clase.

CONSIDERANDO:

Los resultados obtenidos en la emisión de Certificados de Depósito a Plazo Fijo, bajo los regímenes de emisión aprobados mediante Resoluciones de Directorio Nro.064/89 de 28 de marzo de 1989.

La necesidad de perfeccionar y dinamizar las Operaciones de Mercado Abierto, como un instrumento de Política Monetaria.

Que es propósito del Banco Central de Bolivia estimular el esfuerzo encaminado a fortalecer el Mercado de Valores como una forma de incrementar la movilización de recursos a través de un mercado competitivo y transparente.

Por tanto,

EL DIRECTORIO DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA.

RESUELVE:

- Artículo 1.- Aprobar el reglamento de Emisión y Operación de Certificados de Depósito Negociables (CDs) que, en anexo, forma parte de la presente Resolución.
- Artículo 2.- La Gerencia General y la Gerencia de Moneda y Crédito Público quedan encargadas de la ejecución y cumplimiento de la presente Resolución.

REGLAMENTO DE EMISION Y OPERACIONES DE CERTIFICADOS DE DEPOSITO
NEGOCIABLES

DEL OBJETO DE LA EMISION

1. El Banco Central de Bolivia emitirá Certificados de Depósito Negociables (CDs), con el propósito de estimular el ahorro interno y volcar esos recursos al desarrollo económico del país.

Para tal fin, el Directorio del Banco Central de Bolivia de conformidad a lo establecido en el artículo 13, inciso f) de sus Estatutos, autorizará toda emisión de certificados de Depósito Negociables (Cds).

DE LOS CDs

2. Los certificados de depósito negociables (CDs), son Títulos Valores de Crédito al portador, emitidos por el Banco Central de Bolivia "bajo la par", es decir, a un precio menor de su valor nominal o de redención, la diferencia se denomina descuento. Los CDs tienen la garantía total del Banco Central de Bolivia.
3. Se emitirán CDs. en Moneda Nacional (M/N), Moneda Nacional con Mantenimiento de Valor en relación al dólar de los Estados Unidos de Norteamérica (MVDOL), y en Moneda Extranjera (M/E) en dólares de Los Estados Unidos de Norte América.

Los Cds. tienen valores nominales únicos según el siguiente detalle:

Moneda Nacional	Bs1.000.-
Moneda Extranjera	\$us1.000.-
Mant.de Valor \$us equiv.	1.000.-

4. Los plazos de vencimiento de los CDs son de 4, 13, 26, y 51 semanas. Estos plazos podrán modificarse de acuerdo a las necesidades del mercado financiero, previo anuncio del Banco Central de Bolivia.
5. El cálculo de las tasas de descuento, que considerará las fluctuaciones del mercado, se hará tomando como base el año comercial de 360 días.
6. El tipo de cambio, tanto a inicio como a vencimiento, será la última cotización de compra publicada por el Bolsín de Divisas del Banco Central de Bolivia.
7. Los CDs tienen las siguientes características:

- a) son emitidos únicamente al portador;
 - b) incluyen las fechas de emisión y vencimiento;
 - c) contienen, además, un número de serie, semana de emisión y de vencimiento para su perfecta identificación y son registrados en el Banco Central de Bolivia y la Comisión Nacional de Valores;
 - d) llevan la inscripción "libremente transferibles";
 - e) no son divisibles ni fraccionables;
8. Las personas jurídicas y naturales tenedoras de Cds deberán ajustarse a las disposiciones tributarias vigentes por Ley.

DE LAS SOLICITUDES

9. Las solicitudes deberán presentar en sobre cerrado con el formulario provisto por el Banco Central de Bolivia, firmadas por los representantes legales de cada institución o persona solicitante. Estos sobres se depositarán hasta horas 11:00 del día de subasta en el piso 17 del edificio principal del BCB, Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto en un Buzón especialmente provisto y señalado para el efecto, Los solicitantes, a tiempo de depositar su sobre cerrado, recibirán la respectiva constancia de recepción.
10. Las solicitudes de compra de CDs se harán solamente por múltiplos de los valores señalados en el punto 3.

DE LAS SUBASTAS

11. Se establecen "subastas" públicas a realizarse en el Banco Central de Bolivia en las que los solicitantes pueden acceder a la compra de Cds. Las subastas y la asignación de CDs. subastados se realizarán los días miércoles de cada semana. Los remanentes no subastados, si los hubiera, podrán ser ofrecidos en la Bolsa de Valores a través del operador del Banco Central de Bolivia a partir del día siguiente a la subasta. En caso de feriado, las subastas se realizarán el día posterior al establecido.
12. El Banco Central de Bolivia abrirá cuentas denominadas "Cuentas Corrientes Subasta de CDs M/E" con los Bancos Comerciales y Mutuales de Ahorro y Préstamo. Estas cuentas serán utilizadas para efectuar los débitos correspondientes para la liquidación de los CDs adjudicados en subasta o en Bolsa.

DE LAS ADJUDICACIONES

13. Los adjudicatarios recibirán del Banco Central de Bolivia los CDs que les correspondan. A solicitud expresa de los interesados, el BCB podrá también entregar constancia escrita con las características y requisitos de seguridad pertinentes, que respalden la adjudicación.
14. Una vez adjudicado el monto de CDs, el comprador no podrá modificar o anular la operación.
15. Para instituciones financieras, las adjudicaciones de CDs se realizarán de la siguiente manera:
 - a) Para Moneda Nacional y Mantenimiento de Valor. a través de cuentas corrientes o en efectivo;
 - b) Para Moneda Extranjera a través de la Cuenta Corriente subasta de Cds. M/E;
 - c) a través de transferencias cablegráficas constatadas.
16. Para las personas jurídicas, agentes de Bolsa y personas naturales, la adjudicación de CDs se hará contra cheque visado por un Banco local o efectivo.

DEL COMITE DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

17. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto depende en todos sus actos del Directorio del Banco Central de Bolivia. Está compuesto por el Presidente, el Gerente General y el Gerente de Moneda y Crédito Público del BCB, con voz y sin voto.
18. El comité de Operaciones de Mercado Abierto tiene las siguientes funciones:
 - a) Realizar las operaciones de Mercado Abierto en función de las políticas que determine el Directorio del BCB.
 - b) Definir las series de CDs que entrarán en el sistema de subastas, debiendo efectuar el anuncio público respectivo.
 - c) Establecer el monto máximo a adjudicar en cada subasta o en cada serie subastada y la tasa de descuento máxima para cada serie de subasta, de acuerdo con la política definida al respecto por el Directorio del BCB.

- d) Adjudicar Cds en cada modalidad de plazo y moneda.
 - e) Declarar desierta la subasta para algunas o para todas las series de CDs.
 - f) Resolver aquellas situaciones administrativas que pudieran presentarse en las operaciones que se confían, en tanto no contradigan las disposiciones del presente reglamento.
 - g) Instruir al Operador del BCB la forma en que operarán la Bolsa de Valores.
19. El comité de Operaciones de Mercado Abierto, una vez cerrado el plazo para presentación de propuestas y antes de la apertura de las mismas, establecerá el monto y las condiciones dentro de las que se adjudicarán los CDs, siguiendo las políticas que sobre el particular defina el Directorio del BCB.
20. El Comité determinará para cada serie subastada, las Tasas de Rendimiento y Descuento promedio ponderadas de los montos de las correspondientes solicitudes aceptadas en cada moneda, debiendo publicarse al día siguiente de la subasta.
21. Si el monto máximo ofertado es superado en la subasta, el Comité de Mercado Abierto atenderá las solicitudes presentadas en base a un prorrateo.
22. El Comité informará periódicamente al Directorio sobre las operaciones de mercado Abierto.
23. El Comité podrá solicitar al Directorio la interpretación y enmiendas necesarias al presente reglamento.

DE LAS REDENCIONES

24. Los Cds adjudicados serán redimibles por el Banco Central de Bolivia solamente en la fecha de su vencimiento.

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

25. Los CDs emitidos al amparo de Reglamentos anteriores podrán ser canjeados en el Banco Central de Bolivia por los Certificados de Depósito Negociables vigentes a partir de la fecha, manteniendo su fecha de vencimiento y tasa de descuento originales.

26. De presentarse problemas administrativos en el canje, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto los resolverá de acuerdo a lo dispuesto en el punto 18, inciso f) de este reglamento.
27. Quedan derogadas todas las disposiciones dictadas con anterioridad sobre emisión de Certificados de Depósito Negociables (CDs)

ANEXOS AL REGLAMENTO

DECRETO SUPREMO Nro.21316 de f.3/7/86
De la Reactivación económica y sus objetivos

ARTICULO 17o.- (Emisión de Certificados) a fin de incentivar el Mercado de Dinero y capitales, el Banco Central de Bolivia podrá emitir Certificados de depósito negociables y endosables. Los términos y condiciones de tales valores serán determinados en la reglamentación que el Banco Central apruebe para el efecto.

DE LA LEY ORGANICA DEL B.C.B.

CAPITULO III

DE LA ORGANIZACION Y ADMINISTRACION DE LA ORGANIZACION

A) EL DIRECTORIO

ARTICULO 26o.- El Directorio ejercerá la dirección superior del Banco Central de Bolivia, y sus funciones y atribuciones, serán las siguientes:

19. Fijar las normas para las operaciones de Mercado Abierto.

CAPITULO VII

DE LAS RELACIONES Y OPERACIONES CON LOS BANCOS

ARTICULO 71o.- El Banco Central de Bolivia podrá realizar con los Bancos comerciales, de fomento y entidades financieras, las siguientes operaciones:

PRECIO DE MERCADO

Precio al que se cotiza un CD en el Mercado de Valores en un momento determinado.

SUBASTA

Es la venta pública de CDs que efectúa el Banco Central de Bolivia, donde los agentes de Bolsa o las personas jurídicas o naturales que no tiene esta condición, acceden a la adjudicación respectiva de acuerdo a las propuestas de compra presentadas

TASA DE DESCUENTO

Cifra decimal o porcentual que sirve para calcular el precio al que deben venderse los CDs. Esta Tasa da como resultado un precio de venta o de colocación que siempre es menor que el valor del CD a su vencimiento (valor nominal), por eso se dice que el documento se vende con descuento.

TASA DE RENDIMIENTO

Beneficio que produce una inversión por ganancias de capital, intereses o dividendos, normalmente expresados como porcentaje del monto invertido.

VALOR NOMINAL

Monto que el Banco Central de Bolivia, pagará al tenedor de un CD en la fecha de su vencimiento.

MERCADO SECUNDARIO

Toda la transacción de CDs efectuada en Bolsa, es decir, cualquier transacción posterior a la emisión primaria.

PRECIO

Valor Nominal de un CD, menos el descuento correspondiente.

ANEXO ESTADISTICO

CUADRO No. 1
INFORMACION UTILIZADA PARA EL MODELO ECONOMETRICO

		TCDs	LIBOR	M2	IPC	FINBCO
1987	DIC	12.87	8.22	1,174,506	8,118,051	784,777
1988	ENE	12.87	7.40	1,187,661	8,079,478	833,096
	FEB	13.00	7.27	1,199,871	8,298,843	824,588
	MAR	18.00	7.38	1,226,812	8,305,778	882,348
	ABR	15.70	7.77	1,276,884	8,699,116	898,163
	MAY	15.00	8.18	1,295,544	8,822,071	936,248
	JUN	15.00	8.52	1,362,177	8,003,568	870,637
	JUL	15.00	8.81	1,408,379	8,363,126	879,244
	AGO	15.00	8.11	1,457,890	8,587,707	973,912
	SEP	15.00	8.93	1,475,388	9,552,210	977,482
	OCT	15.00	8.83	1,545,312	9,750,597	1,088,025
NDV	15.00	8.07	1,588,007	9,732,132	1,064,057	
1989	DIC	15.00	8.05	1,740,082	9,881,364	1,365,658
	ENE	15.00	8.77	1,651,814	9,909,049	1,793,821
	FEB	15.00	10.10	1,694,455	9,983,469	1,947,873
	MAR	15.50	10.83	1,731,949	10,047,175	2,034,688
	ABR	15.50	10.70	1,783,187	10,058,483	2,151,383
	MAY	16.00	9.90	1,763,955	10,121,320	2,298,854
	JUN	16.00	9.24	1,703,682	10,103,142	2,353,751
	JUL	17.00	8.71	1,580,694	10,143,804	2,362,018
	AGO	17.00	8.63	1,647,225	10,487,853	2,369,680
	SEP	17.00	8.89	1,848,940	10,857,471	2,481,622
OCT	17.67	8.87	1,968,207	11,083,087	2,555,182	
NOV	17.46	8.30	2,082,682	11,276,474	2,683,334	
DIC	17.48	8.19	2,244,608	11,484,814	3,006,088	
1990	ENE	14.98	8.44	2,306,142	11,814,708	3,081,187
	FEB	14.98	8.65	2,446,059	11,603,827	3,171,121
	MAR	14.98	8.91	2,493,405	11,644,335	3,188,761
	ABR	14.98	8.98	2,569,219	11,682,268	3,274,303
	MAY	14.98	8.98	2,631,795	11,748,984	3,365,378
	JUN	14.99	8.80	2,683,847	11,982,566	3,458,088
	JUL	15.98	9.39	5,715,788	12,198,555	3,524,041
	AGO	15.98	8.23	2,872,280	12,330,831	3,678,363
	SEP	15.86	8.29	2,974,883	12,475,888	3,636,117
	OCT	15.98	7.88	3,064,994	12,908,428	3,818,388
NOV	15.98	8.01	3,138,716	13,272,497	3,847,383	
DIC	15.98	7.73	3,338,531	13,584,825	4,243,115	
1991	ENE	16.80	7.12	3,354,713	14,358,588	4,372,780
	FEB	15.98	8.95	3,488,597	14,395,280	4,458,938
	MAR	15.10	7.05	3,644,779	14,488,888	4,517,784
	ABR	14.85	8.82	3,777,778	14,567,805	4,645,355
	MAY	12.80	8.82	3,984,108	14,872,801	4,769,987
	JUN	12.13	8.88	4,174,787	14,783,775	4,943,957
	JUL	11.48	8.88	4,374,168	14,908,232	5,098,457
	AGO	11.00	8.20	4,637,421	15,081,358	5,212,213
	SEP	10.97	8.70	4,665,314	15,124,339	5,316,255
	OCT	9.00	8.65	4,848,535	15,270,582	5,640,850
NOV	9.80	8.23	4,875,892	15,397,343	5,763,879	
DIC	8.35	4.70	5,171,048	15,534,487	6,167,852	
1992	ENE	8.88	4.43	5,240,987	15,933,275	6,131,801
	FEB	8.33	4.84	5,490,858	16,290,572	6,260,389
	MAR	8.33	5.08	5,607,878	16,375,852	6,413,327
	ABR	8.33	4.48	5,741,894	16,418,680	6,643,016
	MAY	8.33	4.57	5,820,871	16,532,321	6,797,918
	JUN	7.44	4.58	5,939,721	16,640,077	6,822,243
	JUL	7.40	3.94	6,161,813	16,785,546	7,226,041
	AGO	7.70	3.74	6,401,269	16,819,082	7,508,813
	SEP	7.67	3.51	6,414,155	16,930,303	7,644,197
	OCT	7.67	3.82	6,650,872	17,018,344	7,960,302
NOV	7.74	4.07	6,805,238	17,103,436	8,337,248	
DIC	7.74	4.14	7,092,130	17,159,878	8,723,931	

FUENTE: B.C.B. BOLETINES ESTADISTICOS Y DEL SECTOR EXTERNO (Varios numeros)

1 0 9 0	SECTOR PRIVADO										SECTOR PUBLICO										TOTAL	
	BANCOS COMERCIALES			MUTUALES			OTRAS INSTITUCIONES			TOTAL	BANCO DE ESTADO			SEGURIDAD SOCIAL			FORMA ESPECIAL	TOTAL	CORRIENTES	GENERAL		
	(A)	(B)	(C)	(D)=(A+B+C)	(E)	(F)=(D+E)	(G)	(H)	(I)	(J)=(G+H+I)	(K)	(L)	(M)	(N)	(O)=(K+L+M)	(P)	(Q)=(N+P)	(R)	(S)	(T)=(R+S)		
ENERO	MN	8.0	0.1	0.1	8.2	0.0	0.0	0.0	8.2	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.2	8.2	8.2		
	ME	57.5	4.5	4.5	66.5	0.0	0.0	0.0	66.5	12.6	0.5	0.0	12.8	0.0	0.0	0.0	0.0	79.6	79.6	79.6		
	MV	5.8	0.0	1.2	7.0	39.3	39.3	46.3	46.3	3.4	6.1	0.4	8.5	9.9	0.0	0.0	0.0	18.4	18.4	56.2		
	TOTAL US\$	69.3	4.5	8.0	78.4	39.3	116.7	146.4	146.4	16.2	8.1	8.1	6.5	22.7	0.0	0.0	0.0	92.6	92.6	136.3		
FEBRERO	MN	4.8	0.1	0.1	5.8	0.0	0.0	5.8	5.8	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.8	8.8	8.8		
	ME	76.1	5.5	8.9	88.4	0.0	0.0	88.4	88.4	13.4	8.0	0.0	13.4	0.0	0.0	0.0	0.0	101.6	101.6	101.6		
	MV	10.3	0.0	0.4	10.7	39.7	39.7	30.1	30.1	4.5	6.2	0.4	8.5	11.2	0.0	0.0	0.0	15.3	15.3	61.5		
	TOTAL US\$	96.0	5.5	7.3	101.5	39.7	141.5	146.3	146.3	18.0	6.2	0.4	0.5	24.5	0.0	0.0	0.0	119.6	119.6	168.1		
MARZO	MN	8.8	0.1	0.3	9.4	0.0	0.0	9.4	9.4	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.4	8.4	8.4		
	ME	57.8	7.5	5.4	100.8	0.0	0.0	100.8	100.8	13.2	0.0	0.0	0.0	13.2	0.0	0.0	0.0	118.6	118.6	118.6		
	MV	7.7	8.0	8.1	42.1	42.1	50.2	50.2	50.2	4.7	0.7	0.8	0.5	11.2	0.0	0.0	0.0	12.8	12.8	61.4		
	TOTAL US\$	67.2	7.5	8.0	110.7	42.1	152.8	152.8	152.8	18.9	8.7	8.9	8.5	28.4	0.0	0.0	0.0	130.6	130.6	179.2		
ABRIL	MN	7.2	0.1	0.3	7.7	0.0	0.0	7.7	7.7	8.5	8.0	0.0	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.7	7.7	7.7		
	ME	75.2	8.4	4.1	88.7	0.0	0.0	88.7	88.7	18.0	0.0	0.0	0.0	18.0	0.0	0.0	0.0	103.7	103.7	103.7		
	MV	8.4	8.0	0.4	6.7	44.0	50.7	50.7	50.7	4.3	5.8	0.5	4.5	10.8	0.0	0.0	0.0	11.0	11.0	61.6		
	TOTAL US\$	88.9	8.4	4.5	97.8	44.0	141.8	141.8	141.8	19.3	8.8	0.4	8.8	25.8	0.0	0.0	0.0	117.1	117.1	167.6		
MAYO	MN	3.7	0.2	0.3	4.2	0.0	0.0	4.2	4.2	8.5	0.5	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2	4.2	4.2		
	ME	56.5	8.0	4.3	78.3	0.0	0.0	78.3	78.3	14.2	0.0	0.0	0.0	14.2	0.0	0.0	0.0	96.8	96.8	96.8		
	MV	8.1	8.0	2.1	7.2	43.4	50.6	50.6	50.6	1.3	8.3	0.5	8.1	7.3	0.0	0.0	0.0	8.8	8.8	58.0		
	TOTAL US\$	65.7	9.0	6.8	83.8	43.4	127.2	127.2	127.2	15.5	8.3	0.8	8.1	21.5	0.0	0.0	0.0	99.4	99.4	148.8		
JUNIO	MN	13.3	0.7	0.4	14.8	0.0	0.0	14.8	14.8	3.1	0.5	8.8	8.0	3.1	0.0	0.0	0.0	17.8	17.8	17.8		
	ME	37.0	12.5	8.0	55.2	0.0	0.0	55.2	55.2	14.4	0.5	8.8	8.0	14.4	0.0	0.0	0.0	96.6	96.6	96.6		
	MV	7.7	9.0	0.5	8.2	43.5	61.7	61.7	61.7	2.9	4.4	0.8	5.2	8.1	0.0	0.0	0.0	11.1	11.1	59.8		
	TOTAL US\$	46.5	12.9	8.6	67.8	43.5	111.4	111.4	111.4	18.3	4.4	9.8	5.2	23.5	0.0	0.0	0.0	96.2	96.2	134.6		
JULIO	MN	42.4	0.9	1.0	43.2	0.0	0.0	43.2	43.2	9.0	0.5	8.8	8.0	9.0	0.0	0.0	0.0	53.2	53.2	53.2		
	ME	37.4	14.0	4.9	56.0	0.0	0.0	56.0	56.0	16.2	0.0	0.5	8.0	16.2	0.0	0.0	0.0	71.1	71.1	71.1		
	MV	4.1	0.0	1.5	8.0	42.8	48.4	48.4	48.4	1.6	4.4	0.8	5.2	7.0	0.0	0.0	0.0	7.4	7.4	55.4		
	TOTAL US\$	54.7	14.3	8.3	78.3	42.8	121.1	121.1	121.1	17.5	4.4	0.8	5.2	22.2	0.0	0.0	0.0	98.3	98.3	143.3		
AGOSTO	MN	89.3	2.4	37.4	109.1	0.0	0.0	109.1	109.1	8.0	0.0	8.0	8.0	8.0	0.0	0.0	0.0	199.1	199.1	199.1		
	ME	47.4	14.7	4.4	66.5	0.0	0.0	66.5	66.5	18.0	0.0	8.0	8.0	18.0	0.0	0.0	0.0	94.8	94.8	94.8		
	MV	5.7	8.0	8.4	42.4	48.0	48.0	48.0	48.0	8.4	4.7	8.8	5.5	5.5	0.0	0.0	0.0	6.5	6.5	54.8		
	TOTAL US\$	74.8	18.5	15.0	107.0	42.4	148.4	148.4	148.4	18.3	4.7	8.8	5.5	23.8	0.0	0.0	0.0	125.3	125.3	173.3		
SEPTIEMBRE	MN	100.9	2.7	20.8	129.5	0.0	0.0	129.5	129.5	4.1	0.0	6.5	6.0	4.1	0.0	0.0	0.0	134.5	134.5	134.5		
	ME	49.4	14.5	8.1	61.8	8.8	61.0	61.0	61.0	18.4	8.0	0.0	8.0	18.4	0.0	0.0	0.0	78.4	78.4	78.4		
	MV	6.2	8.5	1.3	7.8	41.7	49.2	49.2	49.2	9.4	4.6	0.6	8.1	8.4	0.0	0.0	0.0	7.6	7.6	54.0		
	TOTAL US\$	76.3	15.4	15.8	108.5	41.7	151.2	151.2	151.2	20.1	4.8	8.4	8.1	28.1	0.0	0.0	0.0	128.5	128.5	178.3		
OCTUBRE	MN	67.8	2.8	19.8	90.6	0.0	0.0	90.6	90.6	2.9	0.0	0.0	6.8	2.9	0.0	0.0	0.0	93.1	93.1	93.1		
	ME	44.2	14.9	0.6	60.6	0.5	60.9	60.9	60.9	18.4	8.0	0.8	8.8	18.4	0.0	0.0	0.0	84.3	84.3	84.3		
	MV	18.3	0.5	2.7	22.8	32.8	54.8	54.8	54.8	8.2	4.7	1.1	8.8	8.8	0.0	0.0	0.0	22.1	22.1	60.8		
	TOTAL US\$	54.5	15.6	18.8	113.4	32.8	146.3	146.3	146.3	18.4	4.7	1.1	8.8	28.2	0.0	0.0	0.0	135.8	135.8	174.4		
NOVIEMBRE	MN	89.7	2.9	18.7	75.4	0.9	76.4	76.4	76.4	2.9	0.5	6.8	6.0	2.4	0.0	0.0	0.0	77.8	77.8	77.8		
	ME	57.8	18.8	8.7	81.2	0.0	81.2	81.2	81.2	18.3	0.0	8.8	8.8	18.3	0.0	0.0	0.0	99.5	99.5	99.5		
	MV	18.3	0.8	1.9	17.2	32.5	59.7	59.7	59.7	0.2	4.7	1.1	6.8	6.0	0.0	0.0	0.0	17.3	17.3	55.9		
	TOTAL US\$	99.2	16.4	18.5	122.1	32.5	154.0	154.0	154.0	18.2	4.7	1.1	8.8	28.0	0.0	0.0	0.0	141.3	141.3	179.6		
DICIEMBRE	MN	27.3	2.7	16.8	46.9	8.5	46.9	46.9	46.9	0.9	0.5	0.5	8.8	8.4	0.0	0.0	0.0	47.3	47.3	47.3		
	ME	36.1	15.9	7.9	59.3	8.0	59.3	59.3	59.3	17.6	0.6	0.6	6.0	17.5	0.0	0.0	0.0	76.9	76.9	76.9		
	MV	12.5	0.0	2.2	14.7	31.0	46.3	46.3	46.3	0.2	3.7	2.1	8.6	8.0	0.0	0.0	0.0	14.8	14.8	68.2		
	TOTAL US\$	55.9	16.4	16.1	88.2	39.9	128.9	128.9	128.9	17.9	3.7	2.1	8.6	28.7	0.0	0.0	0.0	106.9	106.9	145.9		

CUADRO No 6
CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO FIJO
(valores en millones)

Tipo de cambio fijo Bs.3,30/US\$

1 9 9 2	SECTOR PRIVADO										SECTOR PUBLICO						TOTAL CORRIENTES (D+G)	TOTAL GENERAL (F+H)
	BANCOS		OTRAS INSTITUCIONES		TOTAL COX CORRIENTES		TOTAL COX LINEA		TOTAL		BANCO DE ESTADO		FONDI ESPECIALES		TOTAL SECTOR PUBLICO			
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)	(I)	(J)	(K)	(L)	(M)	(N)	(O)	(P)		
ENERO	MN	61,8	1,3	65,9	148,1	6,0	148,1	35,3	6,8	6,0	6,8	6,0	0,8	35,3	183,9	183,9		
	ME	35,5	5,1	5,7	40,3	0,0	40,3	5,3	0,0	4,0	6,8	0,0	0,0	5,3	54,6	54,6		
	MV	0,9	0,0	0,1	1,8	22,0	23,1	0,2	0,4	0,0	5,5	0,7	1,2	0,2	28,7	28,7		
	TOTAL US\$	57,4	8,4	22,8	95,4	22,0	110,4	14,9	6,4	5,0	6,5	20,8	1,2	102,9	130,4	130,4		
FEBRERO	MN	104,8	1,3	69,4	175,3	8,8	175,3	31,2	0,8	0,0	6,8	31,2	0,0	206,9	206,9			
	ME	31,8	4,1	5,2	41,2	0,8	41,2	7,5	0,0	0,0	7,5	7,5	0,0	48,7	48,7			
	MV	0,4	0,8	0,1	4,3	21,7	22,3	0,0	3,2	2,2	5,5	0,5	0,6	27,8	27,8			
	TOTAL US\$	56,1	4,4	21,3	86,8	21,7	104,9	15,5	3,2	2,2	5,5	21,0	1,2	102,4	129,0			
MARZO	MN	119,7	1,3	67,8	188,7	0,8	188,7	34,4	0,0	0,0	6,0	34,4	0,0	223,8	223,8			
	ME	32,9	4,2	6,9	42,8	0,8	42,8	13,1	6,0	0,0	8,8	13,1	0,0	55,1	55,1			
	MV	0,9	0,8	0,1	0,6	20,4	21,0	0,5	3,3	2,3	6,5	0,5	0,5	29,5	29,5			
	TOTAL US\$	64,1	4,5	22,4	91,9	20,4	111,4	22,5	3,3	2,3	5,5	27,5	1,2	113,8	138,9			
ABRIL	MN	112,8	1,1	65,9	179,8	0,0	179,8	31,5	0,0	0,0	0,8	31,5	0,0	211,1	211,1			
	ME	28,9	4,2	6,8	37,8	8,8	37,8	12,7	0,0	0,0	0,8	12,7	0,0	50,5	50,5			
	MV	0,6	0,8	0,1	0,8	19,7	20,3	8,8	0,8	6,0	6,5	8,5	0,8	29,9	29,9			
	TOTAL US\$	58,5	4,5	21,7	84,7	18,7	104,4	20,5	0,6	5,0	6,5	28,4	1,2	105,5	130,8			
MAYO	MN	102,1	1,6	69,6	173,9	8,0	173,9	35,2	0,8	0,0	0,8	35,2	0,8	208,2	208,2			
	ME	21,3	3,2	4,9	29,5	6,6	29,5	12,8	0,0	0,0	0,0	12,8	0,0	41,4	41,4			
	MV	1,3	0,0	0,1	1,4	10,4	20,8	0,0	3,3	2,3	6,5	0,5	1,4	29,3	29,3			
	TOTAL US\$	48,9	3,8	22,0	74,8	19,4	94,8	21,9	3,3	2,3	5,5	27,4	1,2	99,3	121,2			
JUNIO	MN	96,0	1,4	63,9	164,2	8,8	164,2	42,5	0,0	0,0	6,8	42,5	0,0	206,7	206,7			
	ME	21,9	7,4	3,9	35,9	0,0	35,9	16,0	0,0	0,0	0,0	16,0	0,0	51,1	51,1			
	MV	2,2	8,0	0,1	2,3	18,1	20,4	0,8	3,5	2,3	5,8	6,8	2,3	29,2	29,2			
	TOTAL US\$	51,5	7,5	20,3	79,6	18,1	97,6	27,0	3,5	2,3	6,8	32,7	1,2	106,5	130,4			
JULIO	MN	82,8	1,8	47,2	130,9	0,0	130,9	35,8	6,5	8,0	6,0	38,8	6,0	172,7	172,7			
	ME	16,6	8,9	3,8	27,3	8,6	27,3	16,9	0,0	8,0	6,8	16,9	4,1	44,1	44,1			
	MV	2,1	0,0	6,1	2,2	17,4	19,0	0,0	3,9	2,3	5,9	5,9	2,2	25,8	25,8			
	TOTAL US\$	41,5	7,1	16,9	64,6	17,4	82,1	20,1	3,8	2,3	5,9	32,0	9,7	114,1	114,1			
AGOSTO	MN	42,3	1,0	21,8	66,1	0,8	66,1	37,1	0,0	0,0	0,0	37,1	0,0	106,2	106,2			
	ME	22,4	7,0	3,7	33,1	0,0	33,1	18,3	8,0	0,0	0,9	18,3	6,4	41,4	41,4			
	MV	3,9	8,8	0,8	3,6	18,8	20,8	0,0	3,7	2,3	5,9	6,9	3,4	29,7	29,7			
	TOTAL US\$	35,2	7,3	6,3	54,8	18,9	71,7	27,8	3,7	2,3	8,8	38,8	8,7	105,5	105,5			
SEPTIEMBRE	MN	41,0	1,1	2,6	44,9	0,8	44,9	34,4	8,0	0,0	0,0	34,4	0,0	79,3	79,3			
	ME	24,3	7,2	2,7	34,1	0,0	34,1	18,4	0,8	0,0	0,0	16,4	0,0	52,5	52,5			
	MV	8,1	8,0	0,8	8,1	18,0	20,0	1,1	3,6	2,3	5,9	7,1	6,2	27,9	27,9			
	TOTAL US\$	51,9	7,4	3,6	59,5	15,8	96,0	29,3	3,8	2,3	5,8	34,3	7,0	100,9	100,9			
OCTUBRE	MN	35,2	1,1	1,4	37,7	6,0	37,7	26,4	8,0	8,0	6,8	26,4	6,7	67,1	67,1			
	ME	24,5	7,2	2,7	34,4	0,0	34,4	13,6	0,0	0,0	0,9	13,8	4,0	48,0	48,0			
	MV	3,2	0,0	0,5	3,2	15,1	20,4	0,0	3,7	2,3	6,0	6,0	5,2	29,3	29,3			
	TOTAL US\$	38,7	7,5	3,1	49,3	15,1	64,4	21,2	3,7	2,3	6,0	27,1	7,0	91,5	91,5			
NOVIEMBRE	MN	32,8	1,1	1,4	35,3	8,8	35,3	25,9	6,0	0,0	0,8	26,9	6,2	61,2	61,2			
	ME	22,5	7,4	2,8	32,4	0,0	32,4	12,0	0,0	0,0	0,0	12,0	4,4	44,8	44,8			
	MV	2,3	8,0	0,9	2,3	14,7	17,0	0,0	4,2	2,3	6,5	8,8	2,3	28,5	28,5			
	TOTAL US\$	33,2	7,7	2,8	43,9	14,7	64,5	18,7	4,2	2,3	6,5	26,1	6,2	82,5	82,5			
DECEMBRE	MN	28,5	0,6	0,3	29,7	8,0	29,7	18,7	6,0	0,0	0,0	18,7	6,0	48,5	48,5			

CUADRO No. 7
RESERVAS INTERNACIONALES DEL SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO
(En millones de dólares americanos)

fin de:	BANCO CENTRAL DE BOLIVIA				BANCOS COMERCIALES				BANCOS ESPECIALIZADOS				TOTAL					
	RESERVAS BRUTAS		OBLIGACIONES		RESERVAS BRUTAS		OBLIGACIONES		RESERVAS BRUTAS		RESERVAS NETAS		OBLIGACIONES		RESERVAS BRUTAS		RESERVAS NETAS	
	RESERVAS NETAS	RESERVAS BRUTAS	OBLIGACIONES	OBLIGACIONES	RESERVAS NETAS	RESERVAS BRUTAS	OBLIGACIONES	OBLIGACIONES	RESERVAS NETAS	RESERVAS BRUTAS	RESERVAS NETAS	RESERVAS BRUTAS	OBLIGACIONES	OBLIGACIONES	RESERVAS NETAS	RESERVAS BRUTAS	RESERVAS NETAS	OBLIGACIONES
1987	188.4	413.5	245.1	245.1	-29.1	36.2	65.3	65.3	5.1	6.6	144.4	1.6	1.6	456.3	311.9			
1988	160.9	404.4	243.5	243.5	-12.5	39.7	52.2	52.2	-0.9	3.9	147.6	4.8	4.8	448.0	300.5			
1989	18.6	373.3	354.7	354.7	40.7	53.7	13.0	13.0	0.8	0.8	60.2	0.0	0.0	427.9	367.7			
1990	132.3	375.7	243.4	243.4	24.5	49.1	24.6	24.6	0.2	1.8	167.1	1.6	1.6	426.6	269.6			
1991	200.3	393.0	192.7	192.7	10.4	54.1	43.7	43.7	0.2	0.2	210.9	0.0	0.0	447.2	236.4			
1992	233.4	410.4	176.9	176.9	-27.5	70.9	98.4	98.4	0.0	0.0	206.0	0.0	0.0	481.3	275.3			
1993	370.9	494.3	123.4	123.4	-155.4	64.1	229.6	229.6	0.0	0.0	206.6	0.0	0.0	558.4	352.9			
ENE92	196.3	384.2	187.9	187.9	42.6	82.7	40.1	40.1	0.1	0.1	239.0	0.0	0.0	467.0	228.0			
FEB92	242.3	423.2	180.9	180.9	40.3	82.7	42.4	42.4	0.2	0.2	282.6	0.0	0.0	506.1	223.3			
MAR92	251.0	432.0	181.0	181.0	44.9	83.7	38.6	38.6	0.2	0.2	296.1	0.0	0.0	515.9	219.8			
ABR92	261.1	435.1	174.0	174.0	27.2	78.6	51.5	51.5	0.2	0.2	288.6	0.0	0.0	514.1	226.6			
MAY92	272.6	446.7	174.1	174.1	19.2	84.6	65.6	65.6	0.1	0.1	291.9	0.0	0.0	531.6	239.7			
JUN92	316.4	522.3	206.9	206.9	10.6	76.9	65.2	65.2	0.2	0.2	326.3	0.0	0.0	598.4	272.1			
JUL92	288.6	500.0	211.4	211.4	10.0	79.7	69.7	69.7	0.1	0.1	298.6	0.0	0.0	579.8	281.2			
AGO92	273.9	495.2	221.3	221.3	16.4	90.1	73.7	73.7	0.2	0.2	290.6	0.0	0.0	585.6	295.0			
SEP92	282.2	516.9	224.7	224.7	-12.2	66.8	78.0	78.0	0.0	0.0	280.1	0.0	0.0	582.7	302.7			
OCT92	284.1	494.6	200.5	200.5	1.4	84.1	82.7	82.7	0.0	0.0	296.5	0.0	0.0	578.7	283.2			
NOV92	258.3	458.6	200.3	200.3	-11.4	83.1	94.5	94.5	0.1	0.1	247.0	0.0	0.0	541.8	294.8			
DIC92	233.4	410.4	176.9	176.9	-27.5	70.9	98.4	98.4	0.0	0.0	208.0	0.0	0.0	481.3	275.3			
ENE93	227.2	387.9	160.7	160.7	-31.2	64.8	95.8	95.8	0.0	0.0	196.0	0.0	0.0	452.5	256.5			
FEB93	218.9	387.9	169.0	169.0	-28.7	76.4	106.0	106.0	0.0	0.0	189.2	0.0	0.0	464.3	275.0			
MAR93	231.5	385.7	154.2	154.2	-32.8	89.7	122.5	122.5	0.1	0.1	198.8	0.0	0.0	475.4	276.7			
ABR93	227.4	382.8	165.3	165.3	-28.1	109.2	137.2	137.2	0.0	0.0	199.4	0.0	0.0	491.9	292.5			
MAY93	233.6	379.9	146.3	146.3	-43.5	102.1	145.6	145.6	0.0	0.0	190.2	0.0	0.0	482.0	291.9			
JUN93	239.7	383.7	144.0	144.0	-57.4	95.6	153.0	153.0	1.3	1.3	183.6	0.0	0.0	480.6	297.1			
JUL93	245.4	378.0	132.6	132.6	-64.7	98.5	163.3	163.3	0.0	0.0	180.7	0.0	0.0	476.5	295.8			
AGO93	278.0	414.8	135.8	135.8	-62.1	111.1	173.2	173.2	0.1	0.1	216.9	0.0	0.0	525.9	309.0			
SEP93	274.5	408.2	133.8	133.8	-57.5	124.2	181.7	181.7	0.1	0.1	217.1	0.0	0.0	532.5	315.5			
OCT93	325.4	454.6	129.2	129.2	-92.1	105.0	197.1	197.1	0.0	0.0	233.3	0.0	0.0	559.6	326.3			
NOV93	330.0	479.3	149.3	149.3	-96.7	121.6	217.2	217.2	0.0	0.0	234.3	0.0	0.0	500.8	366.5			
DIC93	370.9	494.3	123.4	123.4	-155.4	64.1	229.6	229.6	0.0	0.0	205.8	0.0	0.0	558.4	352.9			

FUENTE: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA - BOLETIN ESTADISTICO No. 280.

CUADRO No. 8
RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA
(En millones de dólares)

A fin de:	RESERVAS BRUTAS					OBLIGACIONES						
	RESERVAS NETAS	TOTAL	ORO	DIVISAS	DEG	BONOS	CONVENIOS Y OTROS ACTIVOS	TOTAL	DEUDA EXT. DE CORTO PLAZO	F.A.R.	USO DE CREDITO F.M.I.	CONVENIO D CREDITO RECIPROCO
1986	246.8	505.3	37.8	265.3	2.5	3.5	196.2	258.7	5.0	48.8	186.8	40.1
1987	168.4	413.5	37.9	162.5	0.0	3.0	210.0	246.1	25.0	34.2	156.2	19.7
1988	150.9	404.4	38.0	230.5	0.0	3.0	132.8	243.5	0.0	15.5	199.2	28.8
1989	18.6	373.3	38.0	228.4	0.0	0.0	106.9	354.7	0.0	-10.2	260.4	114.5
1990	132.3	375.7	37.9	269.3	0.7	0.0	67.8	243.4	17.7	-36.5	256.9	5.4
1991	200.3	393.0	39.5	247.4	0.1	0.0	106.0	192.7	3.2	-65.8	244.7	10.5
1992	233.4	410.4	39.5	267.1	0.1	0.0	83.7	176.9	0.0	-85.4	237.5	24.8
1993	370.9	494.3	39.7	377.8	14.0	0.0	62.8	123.4	0.0	-90.0	208.7	4.7
DIC91	200.3	393.0	39.5	247.4	0.1	0.0	106.0	192.7	3.2	-65.8	244.7	10.5
ENE92	196.3	384.2	39.5	234.7	2.0	0.0	107.9	187.9	2.2	-65.8	231.5	19.9
FEB92	242.3	423.2	39.4	262.3	0.3	0.0	121.2	180.9	0.0	-65.7	228.7	18.9
MAR92	251.0	432.0	39.4	268.4	0.3	0.0	123.9	181.0	0.0	-69.5	226.7	23.8
ABR92	261.1	435.1	39.4	267.9	2.3	0.0	125.5	174.0	0.0	-69.5	219.2	24.3
MAY92	272.5	446.7	39.4	278.2	1.5	0.0	127.5	174.1	0.0	-70.2	221.7	22.5
JUN92	315.4	522.3	39.5	352.6	1.2	0.0	128.8	206.9	0.0	-73.0	259.5	20.4
JUL92	288.5	500.0	39.5	319.3	9.5	0.0	131.7	211.4	0.0	-73.0	260.3	24.1
AGO92	273.9	495.2	39.5	315.0	9.0	0.0	131.7	221.3	0.0	-74.0	267.2	28.1
SEP92	292.2	515.9	39.5	345.1	0.7	0.0	131.7	224.7	0.0	-75.8	275.3	25.2
OCT92	294.1	494.5	39.5	327.7	1.2	0.0	126.1	200.5	0.0	-81.5	267.9	24.1
NOV92	258.3	458.5	39.5	303.5	0.1	0.0	115.4	200.3	0.0	-82.6	253.5	29.2
DIC92	233.4	410.4	39.5	287.1	0.1	0.0	93.7	175.9	0.0	-85.4	237.5	24.8
ENE93	227.2	387.9	39.5	263.7	1.0	0.0	83.7	160.7	0.0	-85.4	231.3	14.8
FEB93	218.9	367.9	39.5	263.6	1.0	0.0	83.7	169.0	0.0	-85.4	230.2	24.2
MAR93	231.5	365.7	39.7	263.9	0.1	0.0	82.0	154.2	0.0	-85.4	231.1	8.4
ABR93	227.4	382.8	39.7	260.3	0.8	0.0	82.0	155.3	0.0	-85.4	228.6	12.1
MAY93	233.6	379.9	39.7	259.2	0.5	0.0	80.4	146.3	0.0	-85.4	229.9	1.8
JUN93	239.7	383.7	39.7	264.6	0.6	0.0	78.8	144.0	0.0	-85.4	222.0	7.4
JUL93	245.4	378.0	39.6	258.9	0.5	0.0	78.8	132.8	0.0	-85.4	213.5	4.2
AGO93	279.0	414.8	39.6	296.9	0.1	0.0	76.2	135.8	0.0	-85.4	215.9	5.3
SEP93	274.5	408.2	39.6	292.3	0.1	0.0	76.2	133.8	0.0	-85.4	217.8	1.3
OCT93	325.4	454.5	39.8	346.1	0.5	0.0	68.3	129.2	0.0	-90.0	213.5	6.7
NOV93	330.0	479.3	39.7	377.5	0.3	0.0	61.7	149.3	0.0	-70.0	212.2	7.1
DIC93	370.9	494.3	39.7	377.8	14.0	0.0	62.8	123.4	0.0	-90.0	208.7	4.7

FUENTE: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA - BOLETIN ESTADISTICO No. 280.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

1. ANTEZANA M., Oscar: "Exito macroeconómico, deficiencias microeconómicas", 1ra. ed., Los Amigos del Libro, 1990.
2. ANTEZANA M., Oscar: "Análisis de la Nueva Política Económica", Los Amigos del Libro, 1988.
3. ARGANDOÑA, Antonio: "La Teoría Monetaria Moderna: de Keynes a la década de los 80", Ed. Barcelona, 1981.
4. ARNAUDO Aldo: "Economía Monetaria", 2da.ed, México, CEMLA, 1988.
5. BANCO CENTRAL DE BOLIVIA: Memorias anuales de los años 1986, 1988, 1989 y 1990.
6. _____: Boletines del Sector Externo Nos. 5 y 6.
7. _____: Boletines Estadísticos Nos. 260 al 271.
8. _____: "Las Operaciones de Mercado Abierto Como Instrumento de Políticas Monetaria: El Caso Boliviano", XXVII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, Paraguay, Noviembre 1991.
9. BEDREGAL G. GUILLERMO: " Los modelos económicos: historia contenido y vigencia", Ed. Juventud, La Paz, 1992.
10. DIULIO Eugene: "Macroeconomía", México, Mc Graw Hill, 1978.
11. DORIA MEDINA, Samuel: "1987: La quimera de la Reactivación", EDOBOL, La Paz, 1987.
12. DORNBUSCH, Rudiger y FISCHER, Stanley: "Macroeconomía", Tercera Edición, Mc Graw Hill, 1986.
13. FRENKEL Jacob y JOHNSON Harry: "The monetary approach to the balance of payments", The University of Chicago Press, EE.UU., Chicago, 1974.
14. GARCIA V. y SAIEH, A.: "Dinero Precios y Política Monetaria", Ed. Macchi, Buenos Aires, 1985.

15. GUARACHI G., TORREZ V. y RAMIREZ J.: "El déficit cuasifiscal en Bolivia", en Análisis Económico No4, ED. UDAPE, La Paz, 1992.
16. HALL Robert y TAYLOR Jhon: "Macroeconomía", Ed. Bosch, 1983.
17. HARRIS, Lawrence: "Teoría Monetaria", México, FCE, 1985.
18. ILDIS "Foro Económico", Evaluación de la Nueva Política Económica, La Paz, EDOBOL, 1986, No.12.
19. MORALES A., Juan Antonio: "Estabilización y Nueva Política Económica en Bolivia" en El Trimestre Económico, Numero Especial, Ed. F.C.E., México, vol. LIV, 1986.
20. MULLER & ASOCIADOS: "Evaluación Económica 1987", La Paz, 1987.
21. _____: "Evaluación Económica 1988", La Paz, 1988.
22. _____: "Evaluación Económica 1989", La Paz, 1989.
23. _____: "Evaluación Económica 1990", La Paz, 1990.
24. NOGALES Iturri, Javier: "La Nueva Política Económica y las elecciones de 1989, La Paz, Los Amigos del Libro, 1989.
25. RAMIREZ J.R. y DE LA VIÑA J.: "Tasas de interés durante el período postestabilización en Bolivia", La Paz, Ed. PAPIldis, 1992.
26. RAMOS Sanchez, Pablo: "Principales Paradigmas de la Política Económica", La Paz, Ed. UMSA., 1983.
27. SELDON Arthur y PENNANCE F.: "Diccionario de Economía", 3ra.ed., Ed. Oikos, España, 1980.
28. VILLEGAS Quiroga, Carlos: "Reactivación Económica en Bolivia: análisis del D.S. 21660", Analisis 1, CEDLA, La Paz, Ed. CEDLA, 1987.

RESUMEN TESIS DE GRADO

LOS CDs DEL B.C.B. COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

Antes de la aplicación del D.S. 21060 de 29 de agosto de 1985, el país experimentaba una de las más duras inflaciones de su historia. La Nueva Política Económica, como se vino en llamar a las medidas de corte neoliberal aplicadas en nuestro país a partir de dicho Decreto, encaró este problema utilizando exitosamente muchos instrumentos que la teoría económica conoce, entre éstos se destacaron los Certificados de Depósito del Banco Central de Bolivia.

El presente trabajo sostiene como hipótesis que los CDs del B.C.B. a partir de la Nueva Política Económica, se constituyen en un importante instrumento de política monetaria, que posibilitaron la contracción de la emisión monetaria, contribuyendo al mantenimiento de la estabilidad de precios internos. Esta política contractiva ocasionó un incremento en las tasas de interés, factor que impide la generación de un proceso de reactivación económica en los marcos del actual modelo económico.

Siendo el exceso de oferta monetaria la causa principal del proceso hiperinflacionario, la política monetaria tuvo destacada actuación para frenarla, y, dentro de ella, se destacó la utilización de los CDs del BCB, iniciando las operaciones de mercado abierto en el país.

Por la rentabilidad y la confianza en la Institución que los emite, la banca privada poco a poco va fijando sus tasa de interés de acuerdo a la evolución de las tasas de rendimiento de estos CDs. También permitió al BCB poder manipular las tasas de rendimiento de los CDs para lograr una disminución en las tasas activas del sistema bancario nacional y generar un clima propicio para incentivar la Inversión y contribuir a la tan necesaria reactivación económica nacional, que aún no se logró precisamente por las elevadas tasas de interés y por los altos spreads bancarios.

En este trabajo se analizan: Los CDs en el periodo diciembre 87 a diciembre 92; los principales elementos teóricos y conceptuales para el estudio; breve caracterización de la Nueva Política Económica, haciendo énfasis en el aspecto monetario, operaciones de mercado abierto e inversiones; Los CDs y su influencia tanto en el proceso de estabilización como en el de reactivación económica; se muestra un modelo econométrico sencillo, que intenta contribuir a la verificación de una parte de la hipótesis; la operabilidad de los CDs negociables; las principales disposiciones reglamentarias para la emisión de los CDs; y, se completa al final de esta tesis de grado, con un apéndice estadístico, en el que se presentan cuadros que resumen las principales variables y datos utilizados para realizar el presente trabajo.