

LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITOS Y LA POLÍTICA ECONOMICA: 1988-1990 ¹

Juan Ramon Ramírez R.

INTRODUCCION

A partir de 1988, los Certificados de Depósitos del Banco Central (CDs) han jugado un papel preponderante en diversos campos de la actividad financiera de Bolivia. La deuda interna del BCB, contraída a través de los CDs, permitió, entre otras cosas, amortiguar el impacto de los desequilibrios de Balanza de Pagos, generar recursos para respaldar el financiamiento del déficit del sector público no financiero, atenuar el costo de intermediación de recursos del sector financiero (mediante el encaje remunerado) y promocionar el mercado de valores. Por otra parte, influyó en la liquidez del sistema financiero y, finalmente, la tasa de descuento de los CDs liderizó las tasas de interés del mercado.

Los demandantes de CDs, concentrados principalmente en la banca, obtuvieron ingresos con riesgo casi nulo y restaron, en ciertas ocasiones, liquidez para los préstamos a los sectores productivos². Esta situación provocó, en diversos círculos de opinión, cuestionamientos al papel que desempeñan los CDs. Los juicios que se expresaron muestran, en algunos casos, un desconocimiento y algo de confusión acerca del tema de los CDs' lo que motivó, en parte, la elaboración del presente documento.

El objetivo central del trabajo es evaluar a los CDs en cuanto se refiere a las funciones y el impacto que tienen en el contexto macroeconómico y en los mercados del crédito y de valores. El documento se caracteriza por ser descriptivo y analítico a la vez; en cada uno de los temas se presenta, en primera instancia, el marco en el cual se desenvuelven los CDs y luego se efectúa el correspondiente análisis y evaluación.

Se ha dividido el ensayo en cuatro capítulos. El primero se refiere a los CDs y el programa Financiero, tema que ofrece una explicación del programa financiero y el papel que se asigna a los CDs en este ámbito; posteriormente, se presenta el Flujo Circular de la Economía Boliviana, flujo que muestra en un marco macroeconómico la ubicación del mercado de valores, espacio donde se tranzan los CDs; seguidamente se toca el tema del Déficit Cuasifiscal generado por los CDs y se efectúa una medición para las gestiones 1988-1990 y, finalmente, a la conclusión de este capítulo, se analiza la importancia relativa de los CDs en el mercado de divisas.

El capítulo dos, abarca el tema de los CDs en el mercado del crédito y está dividido en cuatro subtítulos: el primero, referido a la tasa de descuento de los CDs como uno de los determinantes de la tasa de interés; el segundo, a la concentración de los CDs en la banca, los dos restantes capítulos, están relacionados a la política implantada por el gobierno a través de los CDs; una, para atenuar la desmonetización de la economía, y la otra, para reducir la tasa de interés de mercado.

El capítulo tres trata de la labor de los CDs como promotores del mercado de valores; en el se describe el funcionamiento de dicho mercado y su relación con las Operaciones de Mercado Abierto del BCB, además se muestra el marco institucional y las funciones de cada una de las reparticiones. Finalmente, en el último capítulo, se efectúa un resumen de las conclusiones arribadas en cada uno de los temas analizados.

¹ Documento elaborado en septiembre 1991

² Este fenómeno se conoce en el ámbito económico como "Crowding-out".

I. LOS CDs Y EL PROGRAMA FINANCIERO

1. El financiamiento Interno y los CDs

La principal función asignada a los CDs es compensar, en el corto plazo, los desequilibrios del Programa Financiero. Para entender mejor esta función, se explicara a continuación, en forma resumida, la forma como se elabora un programa financiero y la importancia de este instrumento para obtener el comportamiento deseado de las variables macroeconómicas.

La Programación Financiera está definida como una técnica que relaciona adecuadamente las disponibilidades y necesidades de recursos de un país, con el objeto de obtener los niveles deseados de producción, de inflación y de determinación de los principales precios de la economía.

La ejecución de un Programa Financiero en forma disciplinada permite, además de los objetivos que persigue, enviar señales positivas al mercado interno y a los organismos internacionales; sobre la base de dichas señales se generan las expectativas de los agentes económicos y son determinantes en la formación del ahorro-inversión, el nivel de las tasas de interés y el flujo de los recursos externos. Es por esta razón, que todo gobierno pone el mayor empeño en su elaboración y ejecución, y en caso de existir desequilibrios, en la aplicación de las medidas correctivas necesarias.

El producto final de la programación financiera, es una proyección de flujo de fondos del sistema financiero, donde se evalúa los recursos previstos, tanto internos como externos, así como su uso.

En el conjunto de recursos figura la renta tributaria del gobierno, el dinero y el cuasidinerio, la exportación y los préstamos y créditos externos. En la lista de usos, se encuentran los gastos públicos, las necesidades de crédito bancario de los sectores publico y privado y la importación.

Un supuesto considerado en el modelo de programación financiera es que las operaciones de crédito bancario influyen en el nivel de las reservas internacionales netas, mediante ajustes casi instantáneos en la demanda de dinero; por lo tanto, no afectan el nivel de dinero³ del Banco Central, vale decir, se asume el cumplimiento de la teoría del "Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos".⁴

La primera acción en un programa financiero, comienza con la identificación de las metas. Las autoridades nacionales normalmente determinan a priori la meta de crecimiento del PIB. El vínculo entre inversión y crecimiento del producto, se obtiene mediante un análisis a fondo, sector por sector. La matriz de contabilidad social es un instrumento muy útil para dichos fines.

Una vez determinada la meta de crecimiento del producto, el paso siguiente es señalar un nivel a la tasa de inflación, con el cual se obtiene el aumento del producto en términos nominales que debe ser compatible con el crecimiento de la cantidad de dinero; de esta manera se evita problemás inflacionarios o deflacionarios. Este es un punto fundamental en la programación financiera, porque se asume que una mayor cantidad de dinero en relación al crecimiento del PIB ocasiona presiones de demanda que sólo consigue incrementar, en el corto plazo, los precios;

³ E. Walter Robichek (1979), "La Construcción de un Programa de Ajuste", CEMLA, Mexico, julio 1979.

⁴ Supuesto valedero en la economía boliviana por el alto nivel de dolarización alcanzada en los últimos tiempos.

opuestamente, aumentos de la cantidad de dinero inferiores al crecimiento del producto, hacen que la demanda se contraiga, ocasionando recesión de la producción en el futuro próximo.

Las aspiraciones de crecimiento económico frecuentemente demandan recursos que superan las disponibilidades previstas; por tal razón, se debe optar entre disminuir las pretensiones de crecimiento y/o diseñar medidas de ajuste fiscales, monetarias y cambiarias. Una vez realizada esta fase se definen las metas anuales y trimestrales del nivel de las reservas internacionales, de la emisión monetaria y del crédito al sector público y privado.

Concluido el programa, se procede a su aplicación, en el transcurso de la cual pueden aparecer imponderables que hagan peligrar momentáneamente el cumplimiento de las metas señaladas. Tomemos por ejemplo la disminución de ingresos del fisco, consecuencia de la existencia de una demora coyuntural de captación de impuestos internos, o el incumplimiento de pago de una factura de la exportación de gas a la Argentina; por causa de este tipo de problemas no puede modificarse todo un programa financiero, situación que motiva la búsqueda de otra fuente alternativa de financiamiento, también de corto plazo, a fin de no alterar los objetivos del Programa. En esta circunstancia, hacen su aparición los Certificados de Depósito al intervenir como un financiador o "colchón" de los déficit circunstanciales de los sectores fiscal, externo y/o financiero.

Por lo tanto, los CDs corrientes actúan en el corto plazo. Si las perspectivas de desequilibrio de los sectores fiscal, externo y financiero responden a factores estructurales, el uso de instrumentos fiscales y de comercio exterior sería lo más recomendable en vez de los CDs.

2. Flujo Circulatorio de la Economía Boliviana

Con el objeto de mostrar, en un contexto global, la ubicación del mercado de valores, espacio donde se genera y tranza los CDs, se presenta a continuación, el esquema circulatorio de la economía boliviana, donde se destaca la interrelación de los sectores financiero, fiscal, externo y real de la economía.

El sector real de la economía presenta a las unidades productoras que articulan los factores productivos -capital (K), recursos naturales (RN) y trabajo (TR)- para obtener determinados bienes y servicios. Estas, de acuerdo a la función que les cabe en el conjunto del sistema económico, muestran características variadas y que el análisis económico frecuentemente las agrupa en: primario (P), secundario (S) y terciario (T).

El funcionamiento de las unidades productoras, integradas en un conjunto, da origen a dos flujos simultáneos: el flujo real, constituido por bienes -de consumo e inversión- y servicios, y el flujo nominal, que esta compuesto por los ingresos de los agentes económicos que intervienen en el proceso productivo (sueldos y salarios, rentas, intereses, beneficios).

El flujo de ingresos permite a los agentes económicos demandar ciertos bienes y servicios que les son ofrecidos en el mercado, por las unidades productoras (consumo). El remanente constituye por definición el ahorro del sistema en un determinado período⁵.

El ahorro puede ser utilizado para preservar el patrimonio de las empresas (reposición de capital) o ampliar sus instalaciones (inversión neta); el resto que no es destinado a estos rubros, tiene como opciones canalizarse hacia la:

⁵ Antonio Barros de Castro y Carlos Francisco Lessa, "Introducción a la Economía", Siglo XXI, Mexico 1977.

- a) demanda de dinero (previo su conversión a dólares)
- b) demanda de depósitos del sistema bancario comercial;
- c) adquisición de CDs, ya sea directamente de las operaciones de mercado abierto del BCB, o a través de intermediarios (agentes) de Bolsa.
- e) o al mercado informal financiero

La diversificación de los activos financieros, dentro del "portafolio" de los agentes económicos, estará determinado por el rendimiento de cada uno de dichos activos, del riesgo de recuperación o inversión, del tiempo de vencimiento y del conocimiento de la forma y seguridades que le ofrecen los mercados bursátiles.

Los recursos del público captado por los bancos, previo el depósito por concepto de encaje legal en el Banco Central, son orientados principalmente a la colocación de préstamos y/o a la compra de CDs.

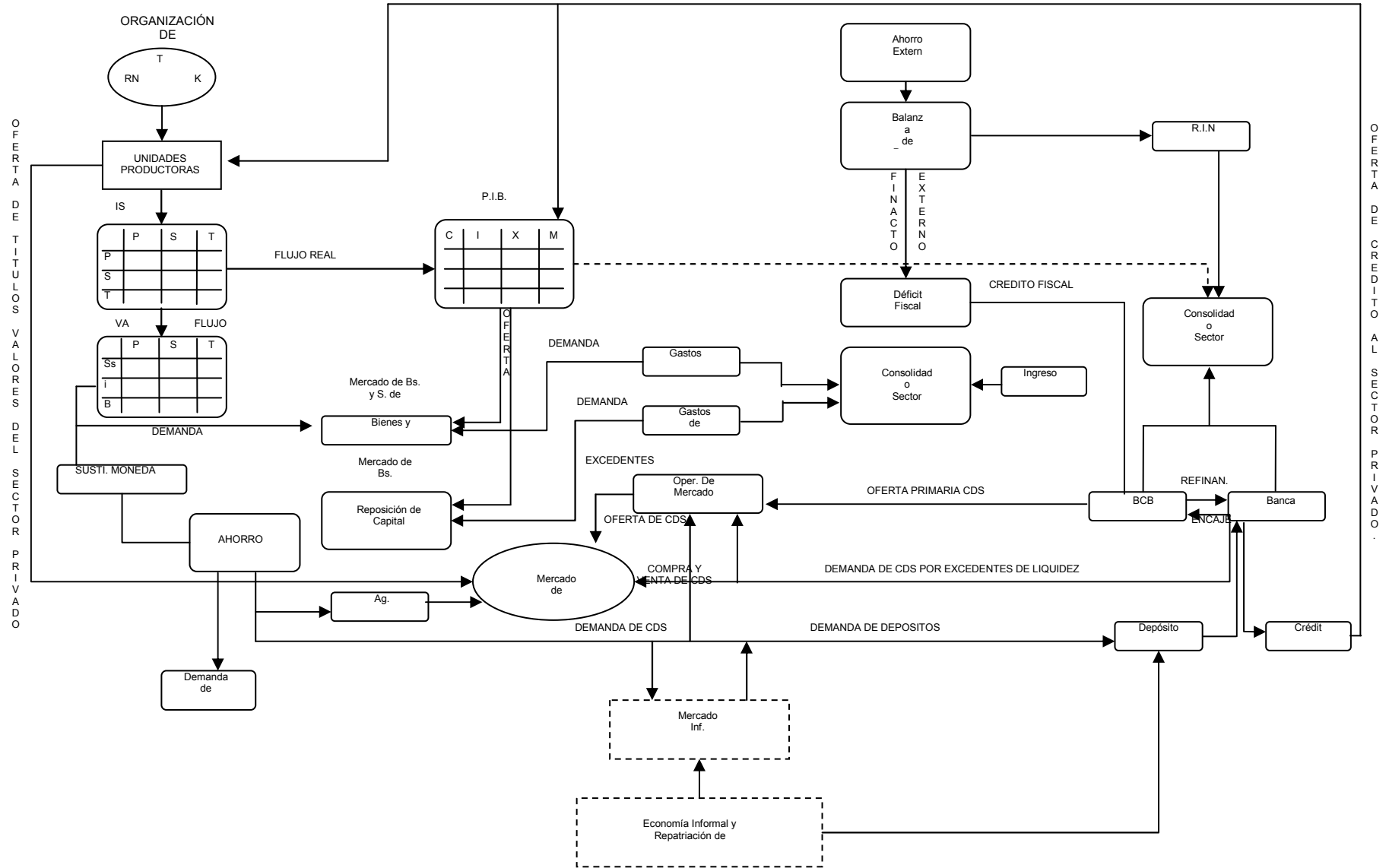
El Banco Central en su calidad de emisor de CDs, recibe dinero del público y/o de la banca. Estos recursos junto a las reservas internacionales, que se captan vía comercio exterior o deuda externa servirán de respaldo para otorgar crédito al sector público no financiero, o a los agentes económicos privados por intermedio de la Banca (refinanciamiento).

Existe una economía informal cuya participación es importante en la actividad económica boliviana; los recursos que generan junto a la repatriación de capitales son canalizados al mercado informal financiero y/o la Banca. Esta es una de las razones por la cual se observa un crecimiento importante de las captaciones en la Banca independiente del crecimiento de la economía.

Del flujo circular de la economía boliviana, podemos concluir que la oferta de CDs dependerá de la existencia de desequilibrios en los sectores fiscal, financiero y externo, y su demanda estará sujeta, no sólo al rendimiento que ofrezca frente a otra clase de activos financieros, sino, además, a la capacidad de generar ahorro, tanto de la economía formal como informal.

Gráfica N°

FLUJO CIRCULATORIO DE LA ECONOMIA BOLIVIANA



TR = Trabajo
RN = Recursos Naturales

P = Insumos Primarios
S = Insumos Secundarios

Ss = Sueldos y Salarios
I = Interes

C = Consumo
I = Inversión
X = Exportaciones

M = Importaciones
VA = Valor Agregado

Bs y S = Bienes y Servicios
CDS = Certificados de Depósitos
RIN = Reservas Internacionales

3. Déficit Cuasifiscal Generado por los CDs

a) Concepto

El costo generado por la emisión de los CDs es absorbido por el Banco Central; el efecto que tiene en el equilibrio del Programa Financiero y su incidencia en el "Déficit Cuasifiscal" serán discutidos en este acápite a través de las identidades contables de la Base Monetaria.

Los componentes de la Base Monetaria (BM) están definidos por el lado del activo como la sumatoria de las reservas internacionales netas del Banco Central (RIN), el crédito neto al sector público no financiero (CNSP), el crédito bruto a los bancos (CB) y otros activos y pasivos neto (OT). En este último concepto se incluyen a las obligaciones del mediano y largo plazo del BCB, ajustes por variaciones del tipo de cambio e inflación, el patrimonio del Banco Central y otros componentes del activo y pasivo.

$$[1] \quad BM = RIN + CNSP + CB + OT$$

Por el lado del pasivo, los elementos que la componen son los billetes y monedas en circulación que están en el poder del público (C) y las reservas bancarias (RB)

$$[2] \quad BM = C + RB$$

A fin de determinar el papel que juegan, en este contexto, los CDs se ha descompuesto el pasivo de la BM de la siguiente forma:

$$[3] \quad C = E + C_j$$

$$[4] \quad RB = C_j + EL + CD_{smn} + CD_{sme};$$

donde

E = Emisión monetaria

C_j = Caja de los bancos

EL = Encaje Legal

CDs = Certificado de Depósitos del BCB

mn = moneda nacional y mantenimiento de valor me: moneda extranjera

Si se substituyen las ecuaciones [3] y [4] en [2] y luego se combinan con la ecuación [1] se tiene:

$$[5] \quad RIN + CNSP + CB + OT = BM = E + EL + CD_{smn} + CD_{sme}$$

Esta última identidad permite observar por ejemplo, que modificaciones positivas en el crédito al sector público no financiero (consecuencia del déficit fiscal) en primera instancia, harán subir la emisión monetaria en la misma proporción del crédito. Los agentes económicos, al verse con mayores saldos monetarios y debido a las expectativas de devaluación e inflación, características fundamentales de una economía dolarizada como la boliviana, demandarán reservas internacionales, ocasionando una caída de este activo.

Con el objeto de compensar las disminuciones de las reservas internacionales, la Autoridad Monetaria emite CDs. Una vez que los ingresos fiscales recuperen, se espera que el Tesoro

Nacional cancele su obligación con el Banco Central y con estos recursos se rediman los CDs emitidos para retornar al equilibrio inicial. Empero, así sea que el TGN cubra su obligación, no se retornará al mismo nivel de equilibrio ya que dicha operación genera, en el BCB, un costo que afecta negativamente a sus resultados y que, como cualquier déficit financiado por la Autoridad Monetaria, tiene sus repercusiones en la disminución de las reservas internacionales o aumentos en la emisión monetaria, según el tipo de moneda que haya sido emitido el certificado de depósito. No tomar en cuenta este gasto en la programación financiera podría, dependiendo del monto, afectar al equilibrio de las cuentas macroeconómicas⁵.

El costo neto producido por la emisión de los CDs está catalogado como uno de los componentes del denominado "Déficit Cuasifiscal" debido a que una buena parte de las Operaciones de Mercado Abierto, financian los desequilibrios de las finanzas del sector fiscal y cuyo gasto no aparece registrado en las cuentas fiscales.

Empero, existen otros factores que inducen al Banco Central a emitir CDs donde poco o nada tiene que ver el financiamiento del sector fiscal, tales como: las modificaciones de los "términos de intercambio" (por ejemplo, ante la caída del precio de los minerales, del café u otros), o moratorias en el pago de la factura de las exportaciones bolivianas de gas natural a la Argentina, u otros de carácter político que producen desconfianza en los agentes económicos, reflejándose en la disminución de las reservas internacionales del BCB.

En consecuencia, el término "déficit cuasifiscal generado por los CDs", se debe entender, independientemente de la causa generadora, como un componente de gasto que no está contemplado en el Programa Financiero y que podría ocasionar desequilibrio en dicho programa.

b) Medición

Utilizando un modelo desarrollado en el anexo 1, se ha procedido a medir el déficit cuasifiscal originado por los CDs, de las gestiones 1988, 1989 y 1990, y a fin de tener un orden de magnitud, se lo ha comparado con el déficit del Sector Público no Financiero y el Producto Interno Bruto.

El modelo considera que no todo el costo de los CDs puede ser incluido en el déficit cuasifiscal, ya que parte de las divisas captadas por estos valores se depositan en el exterior como depósitos a plazo fijo y, por lo tanto, generan un ingreso que deberá ser descontado del costo total de los CDs. Por otra parte para efectuar el cálculo se ha tomado el promedio anual del stock de CDs, en vez de los saldos a fines de período, para captar el efecto de toda la gestión.

Efectuadas estas consideraciones, debemos señalar que el déficit cuasifiscal generado por los CDs, ha ido creciendo en forma paulatina. De \$us. 6.28 millones alcanzados en 1988 pasó a \$us. 7.34 millones en 1989, y en la gestión 1990 a \$us. 18.90 millones. Este último monto significa un incremento de 157% en relación al 1989. (ver cuadro 3 anexo 1)

Las causas para este aumento se deben, en primer lugar, al uso cada vez mayor de los CDs por parte de las autoridades monetarias para mantener el equilibrio del Programa Financiero. En efecto, durante 1988 y 1989 los stock promedio de los CDs corrientes fueron de \$us 50.3 y 56.2 millones respectivamente⁶ mientras para 1990 se duplicó, llegando a \$us 114.2 millones, y, en segundo lugar, a la mayor remuneración ofrecida a los demandantes de CDS, especialmente a

⁵ A partir de la gestión 1991 el déficit cuasifiscal originado por los CDs fue incluido en el programa financiero.

⁶ El Stock promedio de 1989 pudo haber sido mayor de no haberse presentado la corrida de depósitos y CDs del sistema bancario entre abril y junio de ese año, ocasionado por la incertidumbre que generó la indefinición de la elección del Presidente de la República.

los de moneda nacional. Si bien en los dos primeros años de análisis, la tasa promedio de rendimiento anual fue de 14.6% y 14.7%, en 1990 subió a 17.6% (Ver cuadro 1, anexo 1)

Consideramos que los efectos de los déficit cuasifiscales generados por los CDs para las gestiones 1988 y 1989, no tuvieron repercusiones de consideración en las variables macroeconómicas dado el orden de magnitud en relación al déficit fiscal que fue de 2.2 y 3.2% respectivamente. (Ver cuadro 4, anexo 1) aunque cabe hacer notar que dentro del gasto operativo devengado del BCB, la atención de CDs representó el 14 y 17% (en los períodos señalados), tercero en magnitud del total de sus gastos⁷. En la gestión 1990, la relación déficit, cuasifiscal/déficit fiscal, es sustancialmente mucho mayor a los años precedentes habiendo llegado a 12.9%. La magnitud alcanzada en 1990 determinó que las autoridades de gobierno incluyan, a partir de 1991, al déficit cuasifiscal como un componente más de gasto.

4. La Participación de los CDs en las Divisas del BCB

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

En este acápite se examinará, mediante un planteamiento analítico, la composición de las reservas internacionales, las fuentes que la alimentan y consumen y el papel que les corresponde jugar en este proceso a los CDs. Inmediatamente después se presentará un análisis cuantitativo.

Las reservas internacionales netas del Banco Central (RIN) están compuestas por las reservas brutas a las cuales se restan las obligaciones de corto plazo. Estas últimas, teóricamente, deberán contener todos los vencimientos inmediatos, a fin de que las RIN muestren las disponibilidades de divisas que tiene el BCB; pero ello no siempre ocurre, ya que dentro de las obligaciones de corto plazo, no están incluidas, por ejemplo, pasivos de mediano y largo plazo en divisas y cuyas cuotas de vencimiento son de muy corto plazo, tampoco incluyen a los CDs ni el encaje legal en moneda extranjera, que si bien es considerado "obligaciones con residentes" y por lo tanto, de acuerdo al Manual de Balanza de Pagos del FMI, no le corresponde estar en la categoría de obligaciones externas de corto plazo, en última instancia afectan al stock de reservas en moneda extranjera; por tal razón, el presente análisis cuantitativo se efectuara mediante los componentes de las reservas brutas.

Las reservas brutas, generalmente están divididas en dos subgrupos, el primero denominado "divisas" y comprenden a los fondos que están en los bancos del exterior en forma de depósitos a la vista, o plazo y los billetes y monedas que se encuentran en el Banco Central. El segundo grupo, "otros componentes de reservas internacionales", esta conformado por el oro físico, parte del cual se halla en custodia en el exterior y otra en el Banco Central; la tenencia de los derechos especiales de giro (DEG), originados por los convenios con el FMI; la tenencia de pesos andinos, provenientes de nuestros acuerdos de integración con ALADI; las retenciones gas Argentina y el Fondo de Desarrollo Argentino-Boliviano, derivados de la parte de nuestras exportaciones de gas a la Argentina y que no pagan en efectivo, pero sirven para efectuar importaciones de dicho país.

⁷ "El Déficit Cuasifiscal en Bolivia 1986-1990", UDAPE-BCB, agosto 1990.

Las fuentes que alimentan al subgrupo Divisas, provienen de las exportaciones, tanto del sector público como privado, de los desembolsos de deuda externa, de los CDs y encaje legal en moneda extranjera y otros. El uso de las divisas esta destinado a cubrir las demandas para la importaciones de bienes y servicios del sector público y privado; los requerimientos de divisas del "Bolsín", el pago de la deuda a capital e intereses, a cubrir los vencimientos de los CDs y otros.

El gráfico 2 muestra la composición de las reservas brutas a nivel de stock y a las fuentes y usos de dichas reservas. En la parte inferior del "recipiente", están los "otros componentes de las reservas internacionales" y cuya movilidad es mucho menor que el componente Divisas.

Una de las preocupaciones de un programa financiero, es mantener un nivel programado del stock de reservas internacionales y regular su flujo. Cuando el flujo de salida es superior al de entrada, se recurre a llenar el "recipiente" con el instrumento de corto plazo que se controla, la emisión de CDs; pero esta no es una solución al problema sino tan sólo un paliativo. El siguiente paso será la aplicación de instrumentos de política económica capaces de mejorar, por una parte, los ingresos de divisas, entre los cuales están una gama de políticas de comercio exterior y cambiaria, y por otra, las salidas, principalmente mediante ajustes a los desequilibrios financieros del sector publico. Mientras no se den soluciones de tipo estructural, la dependencia de la deuda interna podría ser cada vez mayor.

Cuantitativamente dentro del flujo promedio de ingresos de divisas en las gestiones 1988 al 1990, las exportaciones generaron la mayor cantidad de recursos, 40%; le sigue en orden de importancia el financiamiento externo con un 24%; los CDs tuvieron una participación muy modesta con 7%. Por su parte, del total del flujo de salida de divisas, las importaciones y el Bolsín, representaron el 67%, el servicio de la deuda externa significó el 19% y la redención del CDs estuvo en el orden del 5%.

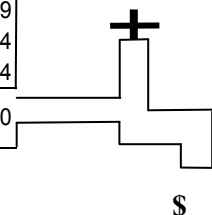
Por lo expuesto, se puede deducir que en el flujo de entrada y salida de divisas, los CDs representaron un porcentaje menor; no obstante, cabe destacar que dada la condición de ser un activo financiero de corto plazo y haber estado concentrado en gran proporción en la banca, una eventual corrida de CDs podía haber afectado significativamente al stock de divisas y, por supuesto, el equilibrio financiero. En efecto, el stock de CDs, en moneda extranjera, representaba en promedio, para la gestión 1990, el 38% en relación a las divisas, de los cuales el 23% le pertenecían a la banca (Ver cuadro 2). Luego si la Banca hubiera decidido redimir sus CDs, podría haber puesto en peligro el equilibrio financiero. En otras palabras, la concentración de los CDs en la Banca, ocasiona pérdida de grados de libertad de la política monetaria.⁸

⁸ En el capítulo II.2 se sugieren algunas medidas para solucionar el problema de concentración de la cartera de los CDs en la banca.

STOCK Y FLUJO DE

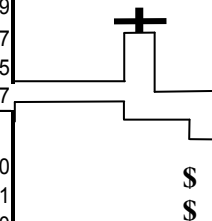
FLUJO DE ENTRADA DE DIVISAS (en porcentaje)

| FUENTES | 1988 | 1989 | 1990 I SEMEST. | promedio |
|-------------------------|-------|-------|-------------------|----------|
| EXPORTACIONES | 48.2 | 37.8 | 35.9 | 40.6 |
| DES. DEUDA EXTERNA | 30.5 | 27.1 | 14.2 | 23.9 |
| CDs (moneda extranjera) | 5.6 | 6.5 | 10.0 | 7.4 |
| OTROS | 15.7 | 29.5 | 40.0 | 28.4 |
| INGRESO DE DIVISAS | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |



STOCK DE LAS RESERVAS BRUTAS (en millones de dólares)

| | 1988 | 1989 | 1990 |
|--|-------|-------|-------|
| stock de divisas | 230.6 | 228.4 | 158.9 |
| DEPOSITOS PLAZO EN BANCOS EXTERIOR | 66.9 | 27.1 | 21.7 |
| DEPOSITOS VISTA EN BANCOS EXTERIOR | 140.8 | 169.7 | 109.5 |
| BILLETES Y MONEDAS EN EL BCB | 22.4 | 31.6 | 27.7 |
| Otros componentes | | | |
| ORO | 38.0 | 38.0 | 38.0 |
| RET. GAS ARG. Y FONDO DE INTEG. Y DES(ARG-BOL) | 126.6 | 21.1 | 40.1 |
| PESOS ANDINOS | 4.2 | 10.0 | 10.0 |
| OTROS | 3.0 | 75.8 | 0.1 |
| total reservas brutas | 404.4 | 373.3 | 247.1 |



FLUJO DE SALIDA DE DIVISAS (en porcentaje)

| USOS | 1988 | 1989 | 1990 I SEMEST. | promedio |
|------------------------|-------|-------|-------------------|----------|
| IMPORTACIONES | 13.3 | 15.4 | 14.3 | 17.7 |
| BOLSIN | 56.4 | 53.2 | 39.0 | 49.5 |
| SERVICIO DE LA DEUDA | 24.6 | 18.2 | 15.6 | 19.4 |
| Cds(moneda extranjera) | 2.8 | 4.8 | 7.6 | 5.1 |
| OTROS | 2.9 | 8.4 | 13.5 | 8.3 |
| INGRESOS DE DIVISAS | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

CUADRO N° 1
FUENTES Y USO DE DIVISAS (En millones de \$us)

| | 1988 | 1989 | 1990 2/ |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| FUENTES | 1.076.8 | 1.270.7 | 1.107.6 |
| POR EXPORTACIONES | 519.4 | 470.6 | 397.3 |
| DESEMBOLSOS DEUDA EXTERNA | 328.0 | 344.0 | 157.2 |
| CDs | 60.1 | 81.9 | 110.4 |
| OTROS | 169.4 | 374.2 | 442.7 |
| USOS | 1.008.8 | 1.272.9 | 1.102.6 |
| DEMANDA IMPORTACION PRIV.& PUB | 134.3 | 196.4 | 268.3 |
| SERVICIOS DEUDA EXTERNA | 247.8 | 231.2 | 171.1 |
| CDs | 28.0 | 61.0 | 83.9 |
| BOLSIN | 569.4 | 677.7 | 429.7 |
| OTROS | 29.3 | 106.6 | 148.8 |
| FLUJO | 68.0 | (2.2) | 5.0 |

1/ Dato estimado

2/ Hasta agosto 1990

FUENTE: Elaborado por UDAPE a base de datos del BCB.

Cuadro N° 2
PARTICIPACIÓN DE LOS CDs DE LA BANCA EN EL
STOCK DE DIVISAS 1/

| | STOCK DE DIVISAS (1) | STOCK CDs ME (2) | STOCK CDs-ME DE LA BANCA (3) | (2)/(1) | (3)/(1) |
|------|----------------------------|------------------------|------------------------------------|---------|---------|
| 1988 | 167.6 | 30.4 | 18.8 | 18.1 | 13.2 |
| 1989 | 203.3 | 40.6 | 19.5 | 20.0 | 9.6 |
| 1990 | 229.4 | 86.9 | 53.8 | 37.9 | 23.4 |

Fuente: elaborado por UDAPE, sobre la base de datos del BCB. 1/promedio anual.

II. LOS CDs, Y EL MERCADO DEL CRÉDITO

1. Los Determinantes de las Tasas de Interés

En este acápite se verá la actuación de los CDs en el campo de las tasas de interés de mercado, su liderazgo y las consecuencias que esto conlleva.

El comportamiento de las tasas de interés en nuestro país, inmediatamente después de su liberalización, agosto de 1985, era un tanto previsible. El nivel de las tasas reales ex-post, en la mayoría de las experiencias de estabilización, luego de agudos procesos de hiperinflación, se ha mantenido elevado, al menos por algún tiempo. No obstante, en el caso de Bolivia, después de 5 años de estabilización, los resultados no han sido enteramente satisfactorios; las tasas han permanecido en niveles tales que no fueron lo suficientemente atractivos para la inversión, amén

de la temporalidad mínima de los recursos ofertados en préstamo (promedio de depósitos 30 días).

Este problema lleva a preguntarse sobre cuales son los determinantes de las tasas de interés. Aunque este tema merece ser estudiado más profundamente, inicialmente se podría señalar que la tasa de interés LIBOR es la base para la determinación de las tasas pasivas de interés. Si existiría perfecta movilidad de los recursos financieros de una plaza a otra y las condiciones de estabilidad económica y social y crecimiento fueran las mismas en todos los países, los agentes económicos estarían en una situación de indiferencia para depositar sus recursos en cualquier país. Dado que este mundo ideal no existe, los poseedores de excedentes de recursos financieros, estarán ante una combinación inversa de seguridad y rendimiento de sus recursos; vale decir, a mayor riesgo la tasa de interés exigida será mayor y viceversa.

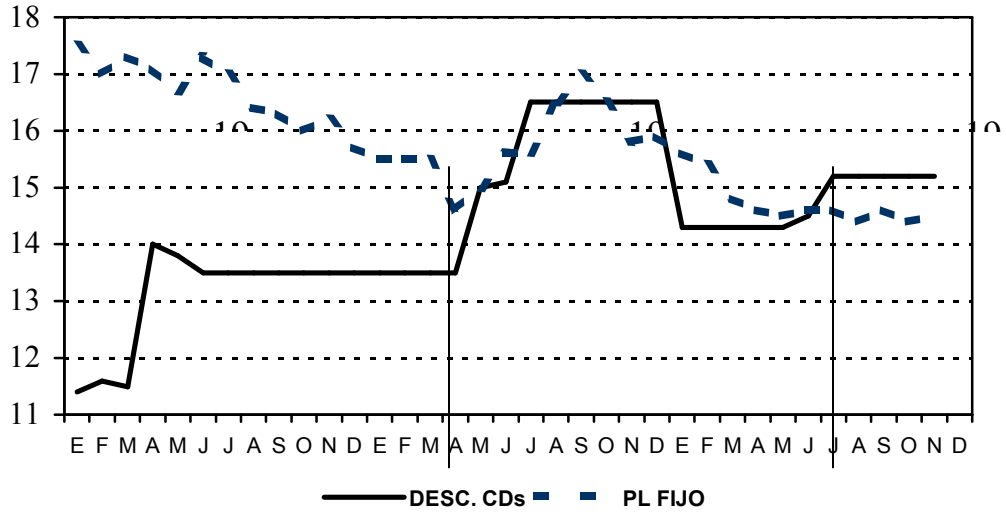
La diferencia entre la tasa de interés mundial frente a la local, se ha denominado "riesgo país" el cual está en función de muchos factores, que se pueden resumir en estabilidad monetaria, crecimiento económico y estabilidad política. En la medida que estos componentes se afirmen, existirá garantía para la devolución de los recursos financieros colocados en el país en cuestión, y la tasa de interés será menor ante la ausencia de riesgo país.

Para el caso de Bolivia, podría tomarse como tasa de interés representativa local, la que paga el Banco Central a los CDs en moneda extranjera, ya que es la tasa que permite atraer recursos internos como externos y sirven para compensar y mantener los desequilibrios del Programa Financiero; consecuentemente, se estaría pagando un "plus" alrededor de 6 puntos porcentuales como "riesgo país" si consideramos a la tasa LIBOR como la representante de la tasa mundial. (gráfico 3)

Empíricamente, se ha comprobado que, a partir de abril de 1988 hasta la fecha, la tasa de depósitos a plazo fijo en moneda extranjera que ofrece la banca, está altamente correlacionada con la tasa de rendimiento de los CDs en moneda extranjera, tal como nos muestra el gráfico 3. Este comportamiento parece lógico, porque en la medida en que dichas tasas se alejen demasiado, los agentes económicos volcarán sus recursos al activo más rentable. Por lo tanto, se podría deducir que la banca toma como referencia, la tasa de rendimiento de los CDs para determinar la tasa de interés pasiva.

Gráfico n° 3

TASAS DE INTERES MONEDA EXTRANJERA



Tomando como base la tasa de interés pasiva en moneda extranjera, los factores que inciden en la tasa de interés activa, (la que en última instancia interesa a las unidades productivas), está en función de la eficiencia de la Banca, y la política gubernamental en cuanto al encaje legal, impuestos y supervisión bancaria. Pese a que es un tema de otro trabajo más amplio, podríamos señalar que la presencia de carteras en mora, sobredimensionamiento de activos fijos y sistemas computarizados, gastos administrativos elevados, a los que se añaden las tasas de encaje legal, provocan que la banca requiera márgenes más elevados de intermediación, la misma que encarecen las tasas activas de interés, tal como se muestra en el gráfico 4.

Resumiendo, en la medida que no se atenúen los desequilibrios financieros en las áreas fiscal, monetaria y sector externo, las tasas de rendimiento para los CDs serán mayores a fin de obtener los recursos suficientes para cubrir dichos desequilibrios. Esta tasa se constituye en el "piso" para la determinación de las tasas pasivas de interés del sistema bancario. El "techo", es decir la tasa de interés que se cobra al prestatario, dependerá de la eficiencia de la banca, la política del gobierno, y las condiciones de competencia en el mercado del crédito.

2. Concentración de los CDs en la banca

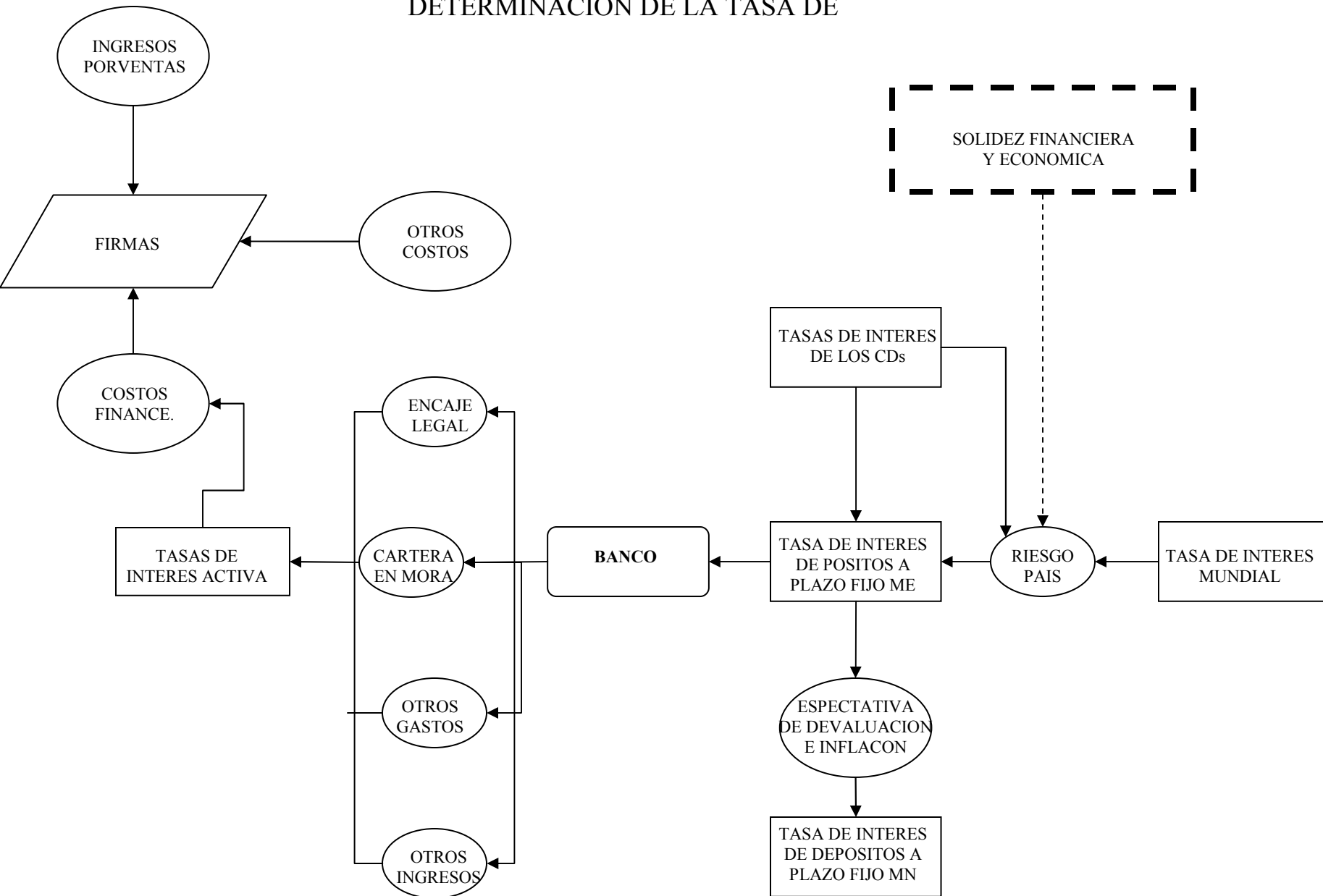
a) *El análisis de la cartera de los CDs*

La cartera de los CDs corrientes para el presente análisis, ha sido dividida en CDs demandados por la banca privada, el Banco del Estado, el sector público no financiero (SPNF) y otros privados (que abarca a las mutuales, empresas y personas naturales).

Durante 1988, hubo una demanda permanente de CDs, pasando de un stock de \$us 22.5 millones, en enero de ese año, a \$us 75.4 millones en diciembre. Los principales demandantes fueron, la banca privada que participó con 54.1%, le siguen, en orden de importancia, el BANEST con 32.4%; el SPNF 10.4% y, finalmente, otros privados con 3.1%. En esta primera etapa, los CDs podían ser adquiridos tanto por el sector privado como el sector público, situación que fue modificada durante 1989, excluyendo al sector público. La tasa de rendimiento para los CDs en moneda extranjera, fue de 15% promedio anual, tasa inferior a las que imperaban para los depósitos a plazo del sistema bancario (ver cuadro 5A del anexo 2).

Gráfico N° 4

DETERMINACION DE LA TASA DE



El comportamiento de la demanda de los CDs durante 1989, fue un tanto distinto al año anterior, en efecto, en abril de ese año, el stock de CDs cayó a casi la mitad del registro en febrero, nivel máximo de 1989 (\$us 87 millones) hasta llegar a un mínimo de \$us 31 millones en julio de 1989 (próximo a la ascensión del nuevo gobierno). De este nivel mínimo, sólo corresponde el 8% al sector bancario privado, el resto era recursos de los CDs en poder del BANEST y los otros privados cuyos montos no sufrieron grandes modificaciones. La disminución abrupta de los CDs por parte de la banca, se debe a que éstos tuvieron que afrontar masivos retiros de sus depositantes. La causa fundamental de la corrida de depósitos, fue el "síndrome de la desdolarización", el mismo que se manifiesta como el temor del público a que se confisquen sus dólares depositados en el sistema financiero y/o su devolución en moneda nacional, como lo sucedido con la desdolarización en noviembre de 1982.

A partir de agosto de 1989 hasta marzo de 1990, el nivel de stock de CDs fue recuperándose, especialmente por un resurgimiento de la demanda de la banca, hasta alcanzar en marzo de ese año a \$us 130 millones, al influjo de las tasas de rendimiento atractivas (16.25%) y al retorno de la confianza de los agentes económicos en el actual gobierno. Posteriormente, la tasa de rendimiento disminuye a 14.15% a la par de la caída en la demanda de CDs, pero no en la magnitud de la gestión anterior; finalmente, otra vez se recupera, alcanzando el límite máximo en octubre de 1990 a \$us 138 millones, coincidiendo con la modificación de la tasa de rendimiento de 15.18%. (Ver anexo 2 cuadro 5a y 5b).

La estructura de los demandantes de los CDs, se modifica en 1990 en relación a 1988 y 1989. El Sector Público no Financiero ya no participa, por disposición del gobierno, el BANEST disminuye su demanda de \$us 23.2 millones promedio en 1989 a \$us 18.2 millones, en cambio los "Otros privados", vale decir, las personas naturales, las mutuales y empresas, incrementan su demanda en forma substantiva, de \$us 1.5 millones que demandaban en 1988, pasan a \$us. 5.0 millones en 1989 y \$us 22.1 millones en 1990. No obstante, la mayor concentración de los CDs, se halla en la banca privada, como nos demuestran las siguientes cifras; de un promedio de \$us 27.0 millones en 1988 y 1989 alcanza a \$us 74 millones en 1990. (Ver anexo 2 cuadro 6A)

Del análisis cuantitativo descrito, podemos concluir, por una parte, que la demanda de CDs es sensitiva a las tasas de rendimiento que ofrecen estos activos y a las expectativas generadas por problemás de tipo político, y por otra, los bancos mayores demandantes del CDs son los que más rápidamente reaccionan ante los cambios señalados.

b) *La banca principal demandante de CDs*

Si bien, los mayores demandantes de CDs, por lo que acabamos de ver, son los bancos privados, no obstante, no parece racional que las tasas de rendimiento sean los únicos determinantes de este comportamiento, ya que de esa operación la banca no obtiene utilidades -dado el encaje legal que debe empozar el sistema bancario en el BCB y la similitud de las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo que ofrece la banca en la de los CDs- a excepción de un período relativamente corto en que las tasas de los CDs se habían colocado a varios puntos porcentuales encima de los depósitos a plazo fijo. Pero esta situación no siempre fue así, entonces cabe preguntarse cuál es la razón para la demanda de CDs por parte de la banca. La respuesta parece estar en que la banca recibe depósitos del público con una dinámica superior a la que puede colocar, consecuentemente los excedentes de liquidez los destina a la compra de CDs del Banco Central, a fin de que no le genere resultados negativos.

Las dificultades que tiene la banca en la colocación de créditos se deben principalmente, a la insuficiente garantía de los prestatarios para respaldar un crédito (la banca no esta dispuesta a

correr riesgos que complicarían aun más su situación de cartera en mora), y a la disminución de requerimiento de créditos por parte de los agentes económicos al actual nivel de tasas de interés activo; mientras que la aceleración del ritmo de captaciones se debe a las tasas de interés atractivas que ofrece la banca y que están por encima de la tasa de rendimiento media de los proyectos y a la formalización de recursos internos que están fuera del circuito bancario.

c) Otros demandantes de los CDs

No obstante el significativo incremento de demanda de CDs de los "Otros privados" -constituido principalmente por personas naturales y mutuales- se considera que su participación podría ser aun mayor. Los principales obstáculos que confronta son: la desconfianza hacia el relativamente nuevo activo financiero, el desconocimiento de la forma como opera en la Bolsa de Valores y el elevado monto de valor facial de los CDs.

La concentración de los CDs en la banca origina, como lo señalamos más adelante, pérdida de grados de libertad de la política monetaria, por lo que se debería propender a diversificar más la cartera mediante la disminución del monto facial de los CDs (por ejemplo a \$us 100 y Bs 100, en vez de los que actualmente rigen: de \$us 1000 y Bs 1000). De esta manera, la accesibilidad del público será más directa; complementariamente se debería informar y orientar al público, mediante los medios de comunicación masiva, sobre las seguridades y la conveniencia de invertir en CDs; muchas veces el público manifiesta que no tiene confianza en los valores fiscales, pero paradójicamente sus depósitos que son colocados en el sistema bancario, sirven para la compra de CDs por parte de la banca.

3. Desmonetización de la Economía

El proceso de desmonetización que confronta la economía ha tratado de ser modificado mediante cambios en las tasas de interés de los CDs. En este acápite, se presentará un panorama de dicho proceso y una evaluación de la política implantada por la autoridad monetaria en junio de 1990, mediante la cual se eleva las tasas de rendimiento de los CDs en moneda nacional.

El proceso continuo de desmonetización de la economía, es una preocupación permanente de las autoridades económicas del Gobierno, debido a que está impidiendo efectuar una política monetaria efectiva e imposibilitando el uso del "señoreaje" por parte del Banco Central como medio de financiamiento de los desequilibrios macroeconómicos. La otra cara de la medalla es la dolarización; los agentes económicos demandan reservas internacionales no sólo para efectuar transacciones externas sino para mantener el poder adquisitivo de la moneda; de esta manera el gobierno requiere de un mayor monto de reservas internacionales para hacer frente a este tipo de demanda.

La desmonetización no es un fenómeno reciente, se inicia en los primeros años de la década de los ochenta. El "trauma" de la desdolarización de 1982 y el proceso hiperinflacionario que concluye a fines de 1985, por una parte, y los programas de ajuste iniciados en 1985 -que determinaron una disminución de la oferta de dinero- por otra, pueden ser las causas de dicho fenómeno. Nadie en la actualidad está dispuesto a aceptar el impuesto inflación y, por lo tanto, los excedentes financieros líquidos son convertidos inmediatamente a moneda "dura", como una forma de resguardarse al deterioro posible del poder adquisitivo de la moneda local.

El gráfico 5 es muy ilustrativo, ya que nos muestra tres etapas bien definidas del proceso de monetización: la primera, que abarca el período antes de la desdolarización (1979-1982), la segunda, después de la desdolarización (1982-1986), y la tercera, el período de ajuste iniciado a

finis de 1985. Para fines de cálculo se han relacionado la base monetaria (BM), la oferta total de dinero (M3) y la oferta de dinero sólo en moneda nacional (M2), con el PIB. Esta última definición de dinero es la sumatoria de Billetes y Monedas en Poder del Público y todos los depósitos (vista, ahorro y a plazo fijo) en moneda nacional; en consecuencia, para llegar a la oferta total de dinero (M3), se le añade a M2 todos los depósitos en moneda extranjera.

A1 inicio de la primera etapa, la participación de la moneda nacional en la oferta global del dinero era del 80%, y una relación con el PIB del 15%. Esta etapa se caracterizaba por la existencia de una "represión financiera". Las tasas de interés del sistema bancario y el Encaje Legal, así como la tasa de cambio, estaban determinadas por la autoridad monetaria, aunque existía libre convertibilidad de la moneda y se permitía a los bancos recibir depósitos en moneda extranjera.

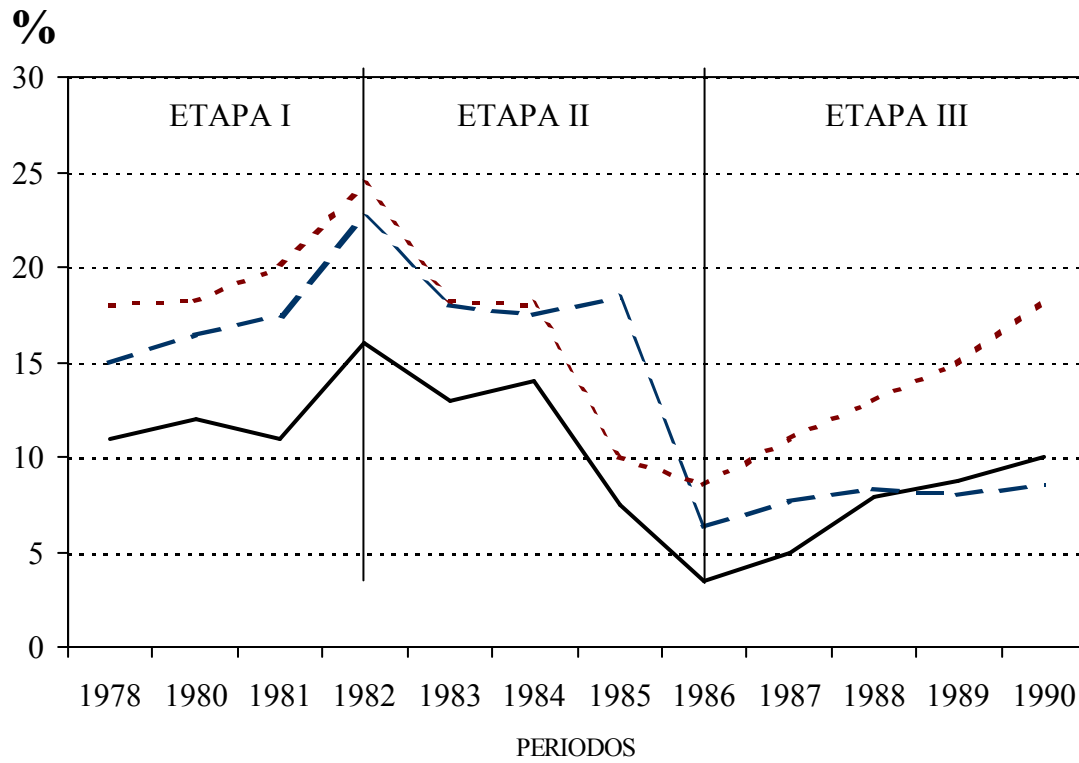
La última condición señalada, fue modificada por el decreto de desdolarización del año 1982 no permitiendo a los bancos operar con dólares, lo que acentuó la "represión financiera", iniciándose así la segunda etapa. La monetización, a principios de este período, alcanzó los niveles más altos de los años analizados, 96% del total de la oferta monetaria y 24% en relación al PIB, a partir del cual fue declinando, en forma permanente, hasta llegar a 6% del PIB. En el transcurso de este período, las transacciones financieras en dólares, se hacían fuera del sistema financiero, y el grado de dolarización de la economía llegó a niveles tales, que hasta transacciones menores de carácter doméstico se las efectuaba en la moneda norteamericana. Se dice al respecto de esta etapa, que la desdolarización decretada por el gobierno de la UDP, paradójicamente, dolarizó mucho más la economía y fue uno de los "detonantes" del proceso hiperinflacionario de los años 1984 y 1985.

La tercera etapa, se inicia con la implantación del Programa de Ajuste de 1985. El hecho de permitir nuevamente a la banca operar con moneda extranjera e iniciar el proceso de "liberalización financiera", hizo recuperar la oferta total de dinero; la moneda extranjera que circulaba fuera del ámbito financiero retomó a la banca en una proporción muy superior a la moneda nacional. Comparativamente, podemos indicar que se ha llegado a un nivel similar de oferta total de dinero de la primera etapa, pero la gran diferencia está en la composición de dicha oferta. Si antes casi el 80% del total de la oferta de dinero era moneda nacional, ahora se tiene tan sólo un 35% y la relación respecto al PIB es de 6.6%.

En junio de 1990, la Autoridad Monetaria decide utilizar a los CDs como instrumento de monetización de la economía. Se remunera a los CDs en moneda nacional en proporción mayor que a los de moneda extranjera; hasta mayo, los CDs en moneda nacional a 28 días tenían una tasa de rendimiento de 32.82% anual, a partir de junio suben a 37.04%; en forma proporcional se incrementan los rendimientos de los CDs a mayores plazos, mientras que los CDs en moneda extranjera, se mantienen para, esa misma fecha, en 14.15%, aunque al mes siguiente sube a 15.18%. Con esta medida se esperaba una traslación de la demanda de CDs en moneda extranjera a moneda nacional y la transmisión de dicha política hacia la banca. En otras palabras se esperaba generar una competencia por recursos domésticos con los bancos, para que estos, a su vez, otorguen mayores incentivos a la demanda de depósitos en moneda nacional y, de esta manera, reiniciar el proceso de monetización.

Gráfico N° 5

MONETIZACION COMO PORCENTAJE DEL PIB



BM = Base Monetaria
M2 = Oferta de dinero en moneda Nacional
M3 = Oferta Total de Dinero en MN y Me

— BM/PIB — M2/PIB - - - M3/PIB

Los resultados, después de un semestre de su aplicación, son los siguientes: se incrementó en forma significativa la demanda de los CDs en moneda nacional; de una participación de 1.3% en el total de los CDs, en mayo de 1990, pasó a 32.2% en septiembre de ese mismo año, para nuevamente declinar a fines de gestión al 13.2% (ver cuadro 4 anexo 2). Por otra parte los gastos del Banco Central, para atender los CDs en moneda nacional, se multiplicaron por nueve. Hasta antes de junio, el gasto promedio mensual era de Bs 217 mil, después se incrementó a casi Bs 2 millones, lo que determinó que el gasto del segundo semestre de 1990 sea de Bs 15.6 millones frente a Bs 1.3 millones del primer semestre. Esta fue una de las razones para el crecimiento del déficit cuasifiscal el mismo que se incrementó de \$us 6 millones promedio en 1988 y 1989 a \$us 19 millones en 1990.

En cuanto a la modificación de las tasas de interés en moneda nacional del sistema bancario, estas se comportaron en forma muy errática en relación a la tasa de interés de los CDs; (contrariamente a lo que sucede en moneda extranjera). En efecto, mientras las tasas de rendimiento subían al 37.04% y permanecían en ese nivel a lo largo de todo el semestre, las tasas de interés del sistema bancario para depósitos en moneda nacional, caían de 31.31% en mayo a 18.39% en agosto, para luego, fluctuar alrededor del 23% hasta diciembre de 1990.

Por su parte, la estructura por monedas de los depósitos del sistema bancario permanecieron casi inalterables durante todo el año; los depósitos en moneda nacional en relación al total de depósitos se mantuvieron muy cerca al 13%, los de mantenimiento de valor al 7% y los de moneda extranjera alrededor del 80%, situación que no permitió un grado mayor de monetización, habiéndose alcanzado a fines de diciembre de 1990 a 6.6% en relación del PIB cifra ligeramente superior al registrado en 1989.

En consecuencia, podemos concluir afirmando que la utilización de los CDs como instrumento de monetizar la economía, hasta el momento, no alcanzó el objetivo deseado; lo único que consiguió fue incrementar el déficit cuasifiscal del BCB.

4. Los CDs y el Encaje Legal (Encaje Remunerado)

Durante 1988 y hasta mediados de 1989, el BCB remuneraba el 50 por ciento del total del Encaje Legal mediante la utilización de los CDs. En este capítulo se va a analizar las causas y los objetivos que se perseguían con la implementación de dicha medida y los resultados obtenidos.

La aplicación del DS 21660 de 10 de julio de 1987 modifica las tasas de encaje legal como muestra el cuadro N° 3.

**Cuadro N°3
TASAS DE ENCAJE LEGAL**

| CONCEPTO | RD BCB 340/86 9/1/86 | | | DS 21660 8/10/87 | | |
|-----------------|-------------------------|-------|----|---------------------|-------|------|
| | MN | MVDOL | ME | MN | MVDOL | ME |
| Depositos vista | 4% | 0 | 0 | 20% | 20% | 20% |
| Caja de Ahorro | 16% | 0 | 0 | 20% | 20% | 20% |
| Depositos plazo | 8% | 0 | 0 | 10% | 10% | 10% |
| Otros depositos | 80% | 0 | 0 | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Superintendencia de Bancos

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

El objetivo central de la política económica, con la implantación del D.S. 21660, apuntaba a la reactivación económica. Uno de los escollos era la elevada tasa de interés del sistema bancario. Con la modificación de la tasa de encaje legal, lo único que se consiguió fue un agravamiento del problema señalado, ya que al encarecer el costo de intermediación de los recursos en el sistema bancario, este se reflejó en un mayor "spread" bancario para hacer frente a la mayor esterilización de recursos, y en mayores tasas de interés activas. En efecto, el spread subió en 2.77 puntos porcentuales durante el tercer trimestre de 1987 con respecto al trimestre precedente y la tasa de interés activa en moneda extranjera en 2.14 puntos porcentuales en el mismo período de tiempo⁹.

Sobre la base de este marco conceptual, el gobierno determinó remunerar hasta un 50% del encaje de los bancos mediante la utilización de los certificados de depósito del Banco Central de Bolivia, a partir del 1ro. de enero de 1988; el objetivo central de esta medida era disminuir la tasa de interés activa.

El resultado obtenido a raíz de esta disposición, se expresó en una disminución de las tasas de interés, aunque cabe destacar que dicha caída también pudo estar influenciada por otras acciones de carácter financiero tomadas por el ejecutivo (como se explica más adelante); sin embargo esta medida también indujo a un incremento en los costos operativos del Banco Central.

La tasa de interés activa en moneda extranjera, disminuyó paulatinamente de un promedio trimestral de 26.8% en el último trimestre de 1987 a 21.47% al segundo trimestre de 1989, período en el que se levanta la medida de remuneración del encaje. No obstante, durante este intervalo se implementan medidas de carácter financiero tendentes a disminuir el costo de la intermediación financiera, tales como una fiscalización más efectiva por parte de la Superintendencia de Bancos; la implementación de la Central de Riesgo, instrumento para la toma de decisiones a los niveles ejecutivos del sistema bancario (marzo 1988); la evaluación trimestral de la cartera de créditos (julio 1988), y la iniciación de los desembolsos del crédito del Banco Mundial para la reestructuración de la cartera en mora de la Banca (diciembre 1988). Todas estas medidas influyen, indudablemente, en la declinación de la tasa de interés; tanto es así que, pese a levantarse la medida de remunerar el encaje, la tasa de interés después de una ligera subida en un inicio, continua cayendo de la misma manera que el "spread" bancario, tal como nos muestra el cuadro 4.

El costo que le representó al BCB la medida del encaje legal remunerado fue de \$us 2.71 millones en 1988 y \$us 0.85 millones en 1989. Esta última cifra no fue mayor, porque la disposición fue anulada en abril de ese año y porque los montos del encaje disminuyeron en forma significativa, al existir una contracción de depósitos del sistema bancario a partir de febrero de 1989. Para tener una visión más exacta del costo operativo del encaje remunerado, se puede

⁹ Se toma en cuenta para el análisis la tasa de interés en moneda extranjera, por ser la más representativa del mercado, debido al alto grado de dolarización de las cuentas del sistema bancario.

señalar que este representó en promedio el 37% del costo total de los CDs emitidos durante 1988 y el 18% hasta julio de 1989, como muestra el cuadro N° 5.

Cuadro N° 4
TASAS DE INTERES PROMEDIO TRIMESTRALES
EN MONEDA EXTRANJERA

| Trimestre | ACTIVAS Nominales (1) | PASIVAS Nominales Dep. Plazo Fijo (2) | SPREAD (3) = (2) - (1) | DISPOSICIONES LEGALES |
|-----------|-----------------------------|--|---------------------------|---|
| I 87 | 21.82 | 15.17 | 6.66 | |
| II 87 | 24.06 | 15.38 | 8.69 | |
| III 87 | 27.20 | 15.74 | 11.46 | Se modifica el encaje legal DS. 21660 |
| IV 87 | 26.79 | 15.89 | 10.90 | |
| I 88 | 25.99 | 15.81 | 10.18 | Inicia encaje remunerado |
| II 88 | 24.71 | 15.86 | 8.85 | |
| III 88 | 22.52 | 15.55 | 6.96 | |
| IV 88 | 22.10 | 15.03 | 7.07 | Se inicia desembolsos del Banco Mundial |
| I 89 | 21.43 | 14.28 | 7.15 | |
| II 89 | 21.47 | 14.16 | 7.30 | Finaliza encaje remunerado |
| III 89 | 22.42 | 15.23 | 7.18 | |
| IV 89 | 22.40 | 15.18 | 7.22 | |
| I 90 | 21.75 | 14.57 | 7.19 | |
| II 90 | 20.90 | 13.74 | 7.16 | |
| III 90 | 20.55 | 13.60 | 6.96 | |

Fuente: Boletines estadísticos BCB.

Cuadro N° 5
COSTOS DE LOS CDs Y EL ENCAJE

| FECHA | TOTAL ENCAJE CDs (Mill de \$us.) | TOTAL MONTO CDs (Mill de \$us.) | COSTO TOTAL CDs (Mill de \$us.) | COSTO ENJ CDs (Mill de \$us.) | COSTO ENCAJE / COSTO TOTAL CDs |
|-------|--|---------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|
| 1988 | 18.79 | 50.26 | 7.25 | 2.71 | 37.4% |
| 1989* | 10.57 | 54.40 | 4.55 | 8.85 | 18.7% |

Fuente: Superintendencia de Bancos y Gerencia del Mercado Abierto del BCB

ELABORACION: UDAPE

(*) El computo solo es hasta julio.

De lo expuesto anteriormente, se puede concluir que, si bien la remuneración del encaje legal pudo incidir en la disminución de la tasa de interés, esto fue en conjunto con otras medidas que tal vez tuvieron mayor relevancia. Adicionalmente, el encaje remunerado tiene un costo directo para el Banco Central, en el que no se incurre mediante otras alternativas de política económica capaces de conseguir el mismo objetivo, tales como la política ya iniciada de profundización de la reestructuración del sistema bancario.

III. LOS CDs Y EL MERCADO DE VALORES

1. La Conformación del Mercado de Valores

Se señala que el mercado de valores contribuye al incremento del ahorro en la economía y principalmente realiza una asignación de recursos más eficientes, dirigiéndolos para inversiones más productivas. Para hacer viable la operación del mercado de títulos-valores, es necesario tener, al mismo tiempo: a) una estructura del mercado, compuesta por la Bolsa, por los corredores de bolsa y los intermediarios de la oferta pública; b) activos financieros con registro en bolsa, y finalmente, c) inversionistas con disposición de dirigir sus ahorros para estos activos.¹⁰

Gran parte de los elementos señalados, ya fueron alcanzados. En efecto, en 1979 se crea la Comisión Nacional de Valores, organismo estatal que regula, supervisa y fiscaliza en el mercado bursátil; años después entra en funcionamiento la Bolsa de Valores, organización del sector privado, con domicilio en la ciudad de La Paz, (octubre de 1989), la misma que tiene por objetivo facilitar las transacciones y poner en contacto a los oferentes y demandantes de títulos-valores. Simultáneamente, se constituyen los agentes de bolsa, los cuales se dedican a actuar como intermediarios en el mercado bursátil, entre el público inversionista, empresas privadas y organismos estatales que emiten títulos-valores. Finalmente, se introduce en este mercado, el primer título-valor de carácter público, los certificados de depósitos del Banco Central de Bolivia (CDs).

Pese a que no se puede afirmar que en Bolivia exista un verdadero mercado de capitales, dado el corto plazo de los títulos-valores ofertados, los CDs indudablemente han realizado una labor promotora del mercado bursátil, ya que se constituyen como el principal título-valor (y casi el único hasta fines de 1990) que se comercializa en la bolsa. La evaluación de la Bolsa de Valores señala que desde octubre de 1989 hasta fines de 1990, se ha transado en CDs un monto equivalente a 500 millones de dólares. La perspectiva a que se diversifique la cartera de los títulos valores en un futuro próximo, es una realidad; a fines de 1990 y principios de 1991 se ha autorizado al Banco de Inversiones y Banco de Santa Cruz la oferta pública de "Bonos Bancarios Bursátiles Obligatoriamente Convertibles en Acciones" y cuya aceptación tuvo mucho éxito. También ingresaron a la Bolsa, a partir de mayo 1990, los Certificados de Crédito Negociables (CENOCREN), títulos que son autorizados por la Renta Interna y emitidos por el Banco Central, cuyo origen proviene de la devolución de impuestos internos de los insumos de los productos exportados; sus resultados hasta la fecha son modestos.

2. El Marco Institucional del Mercado de Valores

Las instituciones que participan en el mercado de valores son: La Comisión Nacional de Valores, la Bolsa de Valores, el BCB como emisor de CDs y Certificados de notas de Crédito Negociables (CENOCREN) y los Agentes de Bolsa. Entre los títulos valores que actualmente se transan están

¹⁰ "La creación del Mercado de Valores en Bolivia", Paulo de Tarso Medeiros, La Paz, mayo, 1988, mimeografo.

los CDs los CENOCREN y los "Bonos Bancarios Bursátiles Obligatoriamente Convertibles en Acciones".

a) La Comisión Nacional de Valores.

La Comisión Nacional de Valores fue creada en agosto de 1979, como organismo encargado de regular, supervisar y fiscalizar el mercado de valores, las bolsas de valores y los intermediarios de la oferta pública de títulos - valores.

En el marco de sus principales atribuciones: a) dicta normás de carácter general relativas a las empresas emisoras de valores, a las bolsas de valores, agentes de bolsa y otros intermediarios, para que ajusten sus operaciones a las disposiciones legales; b) dispone la realización de inspecciones a los emisores de valores inscritos en el registro de la Comisión; c) organiza sumarios administrativos a las empresas emisoras de valores, a las bolsas de valores, agentes de bolsa y demás intermediarios por incumplimiento o infracción a las disposiciones legales y, en su caso, determina su intervención a objeto de suspender, normalizar o resolver las operaciones que pongan en peligro su liquidez, solvencia o estabilidad, con la facultad de revocar la autorización de funcionamiento y cancelar la inscripción respectiva, d) aplica las sanciones pecuniarias a los infractores de las disposiciones legales y suspende la cotización de valores cuando se proporcione informaciones falsas o que induzcan a error sobre la situación económica o sobre los valores respectivos; e) requiere el auxilio de la fuerza pública cuando es necesario y adopta medidas precautorias que protegen los intereses de los inversionistas en títulos valores; f) aprueba las tarifas de derechos y cualquier otro emolumento que perciban las bolsas de valores, los agentes de bolsa y demás intermediarios de la oferta pública; g) autoriza la publicidad de los prospectos de emisiones de títulos-valores, cuidando su veracidad a los fines de la oferta pública.

b) Bolsa Boliviana de Valores

La Bolsa Boliviana de Valores es una organización del sector privado con domicilio en la ciudad de La Paz, inició sus actividades en octubre de 1989 con el objeto básico de facilitar las transacciones con títulos valores y propender al desarrollo del mercado de valores. En sus instalaciones se realizan negociaciones de compra-venta de títulos - valores, contando, para el efecto, con los recursos técnicos necesarios. Se encuentra fiscalizada en su operación por la Comisión de Valores.

Entre las primordiales atribuciones que se le asigna están: a) establecer y mantener los sistemás y mecanismos para la pronta y eficiente realización y liquidación de dichas transacciones, en condiciones de seguridad, corrección y legalidad; b) inscribir, previo el cumplimiento de los requisitos legales, títulos-valores que pueden ser objeto de negociación en Bolsa y llevar el registro de los que fueran admitidos a cotización; c) hacer conocer la cotización efectiva de los títulos-valores negociados y la situación económico-financiera-de las empresas admitidas a cotización, con la mayor transparencia y fluidez de las operaciones; d) suspender y cancelar con la aprobación de la Comisión Nacional de Valores la inscripción de títulos-valores admitidos a cotización por no ofrecer el emisor condiciones suficientes de seguridad o cuando se produzcan situaciones anómalas u operaciones no conformes con sanos usos y practicas del mercado; e) vigilar el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de los emisores y Agentes de Bolsa, para evitar situaciones anormales en el mercado; f) fomentar las transacciones con títulos-valores y regular la calificación de la actuación y conducta de los Agentes de Bolsa, llevando el registro de ellos; g) certificar sobre cotizaciones de los títulos-valores inscritos pedido de parte, ofreciendo asimismo al inversionista y publico en general toda aquella información relevante que se produzca o afecte al mercado, con distintas periodicidades;

h) ejercer supervisión y control de las sociedades que coticen sus títulos-valores en Bolsa, asimismo ejercer control y fiscalización de los Agentes de Bolsa, instruyendo, en su caso, sumarios informativos hasta su resolución.

c) *El Banco Central de Bolivia*

El Banco Central de Bolivia, mediante sus Operaciones de Mercado Abierto, emite Certificados de Depósito Negociables y los ofrece en subasta pública los días miércoles de cada semana. Los remanentes no subastados son ofrecidos en la Bolsa de Valores a través del operador de Bolsa del BCB a partir del día siguiente de la subasta. Se debe aclarar que la emisión del CDs por parte del Banco Central se realiza a fines de 1987, es decir mucho antes del funcionamiento de la Bolsa de Valores.

d) *Los Agentes de Bolsa y los Operadores de Ruedo*

El público no puede acceder directamente a la compra o venta de títulos - valores en la bolsa, sino mediante el Agente de Bolsa, este puede ser una persona natural o jurídica teniendo como principal objetivo ejecutar órdenes de terceros o por su cuenta, en el mercado de valores. Es decir, actúa como intermediario en la bolsa entre el público inversionista, empresas privadas y organismos públicos que emiten títulos-valores y a su vez, como comprador y/o vendedor por cuenta propia. Los Operadores de ruedo son funcionarios calificados que actúan en representación y bajo la responsabilidad del agente de bolsa, para apoyar el trabajo de la intermediación bursátil en el mercado de valores.

Al 31 de diciembre de 1990, la Comisión Nacional de Valores ha registrado y autorizado a los siguientes agentes de bolsa:

A) *Agente Persona Jurídica no Bancaria*

- Asesoría de Servicios Financieros y Valores S.R.L. (ASERFIN)
- Valores Exel S.R.L.
- PROBOLSA S.R.L.
- SUDAMER Agentes de Bolsa S.A.
- Inversiones Bursátiles (INBURSA)

B) *Agente Persona Jurídica Bancaria*

- Banco Boliviano Americano
- Banco de La Paz
- Banco Hipotecario Nacional (MULTIBANCO)
- Banco Industrial S.A.
- Banco de la Unión
- Banco Mercantil
- Banco de Santa Cruz de la Sierra
- Banco Nacional de Bolivia S.A.
- Banco Popular del Perú

3. *Los Títulos - Valores*

a) *Los Certificados de Depósitos Negociables (CDs)*

De acuerdo a la reglamentación de las operaciones de mercado abierto del Banco Central (Resolución de Directorio del BCB 214/89), los Certificados de Depósito Negociable (CDs) son títulos valores de crédito al portador, emitidos y garantizados por el BCB, en moneda nacional, moneda extranjera y en moneda nacional con mantenimiento de valor en relación al dólar de los Estados Unidos; los valores nominales son de bolivianos 1.000 y dólares americanos 1.000, o su equivalente respectivamente. Se emite "bajo la par", es decir, a un precio menor de su valor de redención; la diferencia se denomina descuento, que representa la ganancia del poseedor del CDs; los plazos de vencimiento de los CDs para su redención son de 4, 13, 26 y 51 semanas.

Para entender mejor el concepto "bajo la par", tomemos por ejemplo la compra de un CDs por una persona natural, por valor de \$us 1.000, a 51 semanas (un año) a la tasa de descuento de 15% anual. El precio que debe pagar la persona en cuestión es de \$us 850. Al final del año recibirá \$us 1.000; la diferencia o sea, los \$us 150 restantes, se llama descuento.

Existen tres tipos de Certificados de Depósito emitidos por el Banco Central: Los CDs corrientes que pueden ser adquiridos por cualquier persona natural o jurídica directamente del Banco Central o de la Bolsa de Valores, por intermedio de agentes. El segundo tipo de certificado de depósito son los CDs originados por el crédito del Banco Mundial 1925/BO para la reestructuración de la Banca Nacional, estos no se transan en Bolsa, son redimibles en 5 años y las emisiones han sido a partir de diciembre de 1988. El tercer tipo de Certificado de Depósito son los CDs de la Seguridad Social, los cuales se emiten como consecuencia de la promulgación del decreto 21137 de noviembre de 1985, por el cual se obliga a las instituciones del régimen de seguridad social a depositar sus recursos en el Banco Central, quedando prohibidas de mantener saldos monetarios en las entidades financieras privadas. Los únicos que se tranzan en bolsa son los CDs corrientes.

b) Las Notas de Crédito Negociable (CENOCREN)

La Renta Interna otorga Notas de Crédito Negociable (CENOCREN) a partir de mayo de 1986, las mismas que son emitidas por el Banco Central. Su origen proviene de la devolución del impuesto al valor agregado de los productos que han sido exportados, por la compra de insumos en el mercado interno. El reintegro es hasta el 10% del valor total de la exportación.

Dada su característica de transferibilidad, dichos papeles pueden ser vendidos a cualquier agente económico que necesite pagar impuesto. La inexistencia de un mercado de valores ocasionaba que se los venda a un precio inferior a su valor facial con una ganancia neta para el comprador, lo que motivó que la Comisión Nacional de Valores autorice a los CENOCREN para ser transados en la Bolsa de Valores.

A partir del 4 de junio de 1990, se le otorga permiso para operar en bolsa y el 11 de junio se efectúa la primera operación con estos títulos. No obstante, cabe señalar, que su aceptabilidad en el mercado bursátil ha sido muy limitada. De una emisión de Bs 27.7 millones susceptibles a ser transados en bolsa durante 1990, sólo se comercializó, en el mercado de valores, el 8.4%¹¹. El poco éxito alcanzado puede deberse por una parte, a la opción que tienen estos papeles a ser comercializados directamente entre compradores y vendedores y/o por intermedio de la bolsa; y, por otra, a los pocos estímulos que tienen los compradores para demandar los CENOCREN en la bolsa. En la medida que estos valores en el mercado secundario estén próximos a su valor facial el potencial demandante, estará en una situación de indiferencia a pagar sus impuestos con CENOCREN o en efectivo.

¹¹ Fuente: Comisión Nacional de Valores

c) *Bonos Bancarios Bursátiles Obligatoriamente Convertibles en Acciones*

La Comisión de Valores ha inscrito a los Bancos de Inversión y Santa Cruz de la Sierra en el Registro Nacional de Valores como empresas emisoras de las ofertas públicas de "Bonos Bancarios Bursátiles Obligatoriamente Convertibles en Acciones" por valores de \$us 2 millones y \$us 1.7 millones respectivamente, en moneda nacional con mantenimiento de valor, a ser transados en la Bolsa de Valores.

Estos bonos pueden ser adquiridos por personas naturales y/o jurídicas a través de los Agentes de Bolsa, los mismos que serán amortizados a su vencimiento (dos años), mediante la entrega de acciones ordinarias de dichos bancos por un valor igual al valor original de la emisión más un monto en efectivo correspondiente al reajuste por la variación del tipo de cambio. En el transcurso de los dos años ganaran una tasa de interés del 15% pagaderos trimestralmente.

4. *El Flujograma de los CDs*

En forma esquemática presentamos en el gráfico 6, cómo funciona el flujograma de los CDs y sus relaciones con las instituciones del mercado de valores.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto compuesto por el Presidente, los Gerentes: General, Moneda y Estudios Económicos del BCB, establece el monto y las condiciones de la adjudicación de los CDs, siguiendo las directrices del Directorio del BCB. Mediante subasta pública, en dependencias del BCB, se efectúa la colocación de los CDs a los que tienen acceso cualquier persona natural o jurídica. En caso de existir remanentes de CDs de la Emisión Primaria estos pueden ser ofrecidos en la Bolsa de Valores.

Los adjudicatarios de los CDs pueden hacer liquido sus valores a la fecha del vencimiento en el Banco Central o antes del vencimiento en la Bolsa de Valores a través de los Agentes de Bolsa. Esta última opción hace que los CDs sean un producto diferenciado de los depósitos a plazo fijo del sistema bancario. El rendimiento de los CDs en el mercado secundario, puede ser superior o inferior al estipulado en el Certificado de Depósito, de acuerdo a la oferta y demanda en el momento de la transacción.

Así como las personas naturales tienen la oportunidad de comprar y vender CDs en la Bolsa de Valores, el Banco Central tiene la posibilidad de demandar CDs en dicho mercado antes de la redención. No obstante, cabe hacer notar que esta opción, en la actualidad, no esta siendo utilizada por el Banco Central.

Una vez concluido el plazo de los CDs, estos son redimidos por el Banco Central iniciándose el proceso inverso del flujo. Es decir, el BCB recoge los "papeles" emitidos y devuelve el principal más el rendimiento de dichos activos.

IV CONCLUSIONES

1. El papel de los CDs en el programa financiero es amortiguar en el corto plazo los déficit operacionales del sector público, los desequilibrios coyunturales de la balanza de pagos y/o del sector financiero privado o público. Si las perspectivas de desequilibrio de los sectores: fiscal, externo y financiero responden a factores estructurales, sería lo menos recomendable hacer uso de los CDs, como fuente alternativa de financiamiento, por ser, en la actualidad, la fuente más cara que existe en el mercado.
2. Del flujo circular de la economía boliviana podemos concluir que, la oferta de CDs dependerá de la existencia de desequilibrios en los sectores fiscal, financiero y externo, y su demanda estará sujeta, no sólo al rendimiento que ofrezca frente a otra clase de activos financieros, sino además a la capacidad de generar ahorro tanto de la economía formal como informal.
3. Las operaciones de Mercado Abierto generan un costo que afecta negativamente a los resultados del BCB y (como cualquier déficit fiscal financiado por la Autoridad Monetaria), disminuye las reservas internacionales o incrementa la emisión monetaria, según el tipo de moneda que haya sido emitido el Certificado de Depósito. No tomar en cuenta este gasto en la Programación Financiera, podría, dependiendo del monto, afectar al equilibrio de las cuentas macroeconómicas.
4. Para la gestión 1990, el cociente entre el déficit cuasifiscal y el déficit fiscal es substancialmente mucho mayor a los años precedentes habiendo llegado a 12.9% frente a 2.2 y 3.2% en las gestiones 1988 y 1989, respectivamente. De mantenerse o superar este costo será necesario incluirlo en el programa financiero como un componente más de gasto a fin de mantener coherencia y equilibrio de las variables financieras.
5. Los recursos obtenidos mediante la emisión de CDs son una solución momentánea a los problemas de desequilibrio financiero; el siguiente paso deberá ser la aplicación de instrumentos de comercio exterior y cambiaria, que mejore los ingresos de divisas, y la administración del flujo de salida destinado a controlar principalmente los déficit financieros del sector público. En la medida que no se den soluciones de tipo estructural, la dependencia de la deuda interna podría ser cada vez mayor.
6. Dentro del flujo de entrada y salida de divisas, los CDs representan un porcentaje menor; no obstante, cabe destacar que dada la condición de ser un activo financiero de corto plazo y estar concentrado en gran proporción en la banca, una eventual corrida de CDs puede afectar significativamente al stock de divisas. En otras palabras, la concentración de los CDs en la banca, ocasiona pérdida de grados de libertad de la política monetaria.
7. En la medida que se acentúen los desequilibrios financieros en las áreas fiscal, monetaria y sector externo, la tasa de rendimiento para los CDs será mayor, a fin de obtener los recursos suficientes para cubrir dichos desequilibrios. Esta tasa constituye el "piso" para la determinación de las tasas pasivas de interés del sistema bancario. El "techo", es decir, la tasa de interés que se cobra al prestatario, dependerá de la eficiencia de la banca y la política de encaje legal del gobierno.

8. La demanda de CDs es sensitiva a la tasa de rendimiento en moneda extranjera y a las expectativas generadas por problemas de tipo político. Los bancos -mayores demandantes de CDs- son los que más rápidamente reaccionan ante los cambios señalados.
9. La demanda de CDs del sistema bancario se debe a que la dinámica de recepción de depósitos del público es superior a su colocación; consecuentemente, los excedentes de liquidez son destinados a la compra de CDs con el objeto que no le genere resultados negativos.
10. Una de las maneras de diversificar la cartera de los CDs podría ser disminuyendo su monto facial; de esta manera, la accesibilidad del público a estos activos financieros seria más directa; complementariamente se debería informar y orientar al público sobre las seguridades de invertir en CDs; muchas veces estos manifiestan su desconfianza en los valores fiscales, pero paradójicamente sus depósitos que son colocados en el sistema bancario sirven para la compra de CDs por parte de la banca.
11. La modificación de la tasa de rendimiento de los CDs en moneda nacional frente a los de moneda extranjera (medida implantada en junio de 1990 como instrumento de monetizar la economía), hasta el momento no alcanzó el objetivo deseado; lo único que se consiguió fue incrementar el déficit cuasifiscal del BCB.
12. La remuneración del encaje legal a través de los CDs durante 1987 y 1988, determinó un menor costo por la intermediación de recursos de la banca, el mismo que pudo incidir en la disminución de la tasa de interés, en conjunto con otras medidas de carácter financiero.
13. El encaje remunerado tiene un costo directo para el Banco Central en el que no se incurre mediante otras alternativas de política económica capaces de conseguir el mismo objetivo, tales como la política ya iniciada de profundización de la reestructuración del sistema bancario.
14. Los CDs, en la actualidad, continúan realizando una labor promotora del mercado bursátil debido a que se constituyen en el principal título - valor (casi el único hasta fines de 1990) que se comercializa en bolsa. Desde octubre de 1989 (inicio de actividades de la Bolsa de Valores) esta institución ha transado alrededor de \$us 500 millones en CDs.
15. Las Notas de Crédito Negociable (CENOCREN) tienen una participación muy limitada en las transacciones de la bolsa. De una emisión de Bs. 27.7 millones susceptibles a ser transados en bolsa durante 1990, sólo se comercializó en el mercado de valores el 8.4%. El poco éxito alcanzado, puede deberse, en parte, a la opción que tienen estos papeles a ser comercializados directamente entre compradores y vendedores y/o por intermedio de la bolsa, y, por otra, a los pocos estímulos que tienen los compradores para demandar los CENOCREN en la bolsa.

BIBLIOGRAFIA

E. Walter Rubichek (1979) "La Construcción de un Programa de Ajuste" CEMLA, México, julio 1979.

Antonio Barrios de Castro y Carlos Francisco Lessa "Introducción a la Economía", Siglo XXI, México 1977.

UDAPE-BCB, "El Déficit Cuasifiscal en Bolivia" 1986-1990, agosto, 1990.

Paulo de Tarso Medeiros, "La Creación del Mercado de Valores en Bolivia", La Paz, mayo, 1988.

ANEXO 1

Metodología para la determinación del déficit Cuasifiscal originado por los CDs.

Para el calculo del déficit cuasifiscal originado por los CDs partimos de la siguiente identidad.

$$[1] \quad M = P + D$$

Donde (M) es el saldo de CDs emitido por el BCB en un determinado período de tiempo. Su emisión es "bajo la par", que equivale a decir a un precio (P), menor de su valor nominal de redención, la diferencia se denomina descuento (D).

A su vez, (D) esta determinado por el producto del precio del CDs y la tasa de descuento (d).

$$[2] \quad D = P * d$$

Suponemos para fines de presentación del modelo que el período de vigencia del certificado es de un año; ahora bien sustituyendo la ecuación [2] en [1], tenemos:

$$[3] \quad M = P (1 + d)$$

Despejando P de la ecuación [3] obtenemos

$$[4] \quad P = M \frac{1}{(1 + d)}$$

Para calcular el precio de los CDs en moneda extranjera usamos el subíndice "me" en todo sus componentes.

$$[4'] \quad P_{me} = M_{me} \frac{1}{(1 + d_{me})}$$

Los recursos captados en moneda extranjera (P_{me}), junto con las demás divisas provenientes de otras fuentes, son colocados en el exterior en depósitos a la vista y/o a plazo; otra parte son mantenidos en forma de billetes y moneda en la caja del Banco Central.

Se supone que tanto los depósitos vista como los billetes y moneda no tienen ningún rendimiento a diferencia de los depósitos a plazo, cuyo rendimiento puede ser la tasa LIBOR u otra tasa promedio que le pagan al Banco Central.

Por otra parte, se supone que los CDs en moneda nacional y mantenimiento de valor tampoco generan ingreso, ya que sólo representa una contracción o "esterilización" de la moneda local.

Para poder determinar el ingreso que generan las divisas provenientes de los CDs, al que denominamos "lme", debemos suponer además, que dada la característica de fungibilidad del dinero, la totalidad de divisas que ingresan al Banco Central, se distribuyen en partes iguales para su colocación en depósitos vista, plazo y billetes y monedas; por lo tanto, los CDs en moneda extranjera estarán depositados en el exterior a plazo fijo en una proporción "k" definido como, el cociente entre los depósitos a plazo (DPL) y el total de divisas (STD).

$$[5] \quad k = \frac{DPL}{STD}$$

De esta manera, el ingreso de las divisas generadas por los CDs será el producto de:

$$[6] \quad Ime = Pme * k * LIBOR$$

Una vez determinado "Ime" y el costo total de los CDs "D", por diferencia encontramos el déficit cuasifiscal generado por los CDs.

$$[7] \quad DCF = D - Ime$$

Aplicada la metodología planteada, los resultados son los siguientes:

Cuadro N° 1
DESCUENTO DE LOS CDs (En millones de dólares)

| AÑO | M | P | D | d |
|------|--------|--------|-------|--------|
| 1988 | 50.26 | 49.65 | 7.25 | 14.61% |
| 1989 | 56.15 | 55.47 | 8.17 | 14.73% |
| 1990 | 114.19 | 112.54 | 19.80 | 17.62% |

Cuadro N° 2
INGRESOS CDs ME (En millones de dólares)

| AÑO | STD | DPL | DPL/ STD | | | Ime |
|------|-------|------|----------|------|-------|------|
| | | | K | Pme | t | |
| 1988 | 167.7 | 69.9 | 40.69% | 30.4 | 7.73% | 0.98 |
| 1989 | 203.3 | 50.2 | 24.70% | 40.6 | 8.30% | 0.83 |
| 1990 | 229.4 | 30.2 | 13.16% | 86.9 | 8.10% | 0.93 |

Cuadro N° 3
DEFICIT CUASIFISCAL CDs (En millones de dólares)

| AÑO | D | Ime | DCF |
|------|-------|------|-------|
| 1988 | 7.25 | 0.98 | 6.28 |
| 1989 | 8.17 | 0.83 | 7.34 |
| 1990 | 19.83 | 0.93 | 18.90 |

Fuente: Elaborado en UDAPE sobre la base de datos del BCB
Nota.- Se ha tomado para el calculo, saldos promedios para todas las variables

Cuadro N° 4
DEFICIT CUASIFISCAL CDs Y SUS RELACIONES CON EL DEFICIT
FISCAL Y EL PIB

| AÑO | DCF | DF | DCF/DF | PIB | DCF/PIB |
|------|-------|--------|--------|------|---------|
| 1988 | 6.28 | 285.2 | 2.2% | 4400 | 0.14% |
| 1989 | 7.34 | 227.1 | 3.2% | 4590 | 0.16% |
| 1990 | 18.90 | 146.3* | 12.9% | 4684 | 0.40% |

Fuente: Elaborado en UDAPE sobre la base de datos del BCB y SAFCO

(*) Dato estimado por SAFCO 25/1/91

NOMENCLADOR:

| | | |
|-----------|---|---|
| \bar{M} | = | Monto promedio mensual CDs en MN, ME y MVDOL |
| P | = | Principal o precio promedio mensual CDs en MN, ME y MVDOL |
| D | = | Descuento promedio mensual CDs en MN, ME y MVDOL |
| D | = | Descuento anual CDs en MN, ME y MVDOL |
| d | = | Tasa de rendimiento promedio anual de los CDs |
| STD | = | Stock promedio de divisas del BCB |
| K | = | Participación de los Depósitos Plazo Fijo en el total de divisas del BCB |
| Pme | = | Principal promedio anual de CDs en ME |
| T | = | Tasa promedio de interés que ganan los PDL en el exterior, calculado por el BCB |
| Ime | = | Ganancias de los CDs de ME depositados en el exterior |
| Me | = | Subíndice que indica moneda extranjera |
| DPL | = | Depósitos a Plazo Fijo del BCB en bancos del exterior |
| DCF | = | Déficit cuasifiscal generado por los CDs |
| DF | = | Déficit Fiscal |
| PIB | = | Producto Interno Bruto |

Cuadro 1
VARIABLES MACROECONOMICAS
(En millones de \$us)

| AÑO | DCF | DF | PIB | T.C. PROMEDIO |
|------|-------|--------|-------|------------------|
| 1988 | 6.28 | 285.20 | 4.400 | 2.37 |
| 1989 | 7.34 | 227.10 | 4.590 | 2.70 |
| 1990 | 18.90 | 146.30 | 4.684 | 3.18 |

DCF= Déficit Cuasi Fiscal

DF = Déficit Fiscal

PIB = Producto Interno Bruto

T.C. = Tipo de Cambio Promedio

FUENTE: Elaborado en UDAPE sobre la base de datos del BCB

CUADRO 2
STOCK DE DIVISAS DEL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA
(En millones de \$us)

| AÑO/mes | STD | DPL | DPL/STD k | Pme |
|----------|--------|-------|--------------|--------|
| 1988/1 | 121.2 | 45.2 | 0.37 | 16.11 |
| 2 | 136.9 | 62.3 | 0.46 | 21.53 |
| 3 | 134.2 | 57.4 | 0.43 | 23.22 |
| 4 | 131.1 | 66.8 | 0.51 | 22.26 |
| 5 | 121.2 | 63.6 | 0.52 | 23.71 |
| 6 | 158.0 | 69.6 | 0.44 | 23.23 |
| 7 | 174.8 | 78.6 | 0.45 | 27.26 |
| 8 | 190.7 | 100.5 | 0.53 | 37.60 |
| 9 | 215.1 | 121.4 | 0.56 | 38.59 |
| 10 | 193.1 | 50.1 | 0.26 | 40.09 |
| 11 | 204.9 | 56.4 | 0.28 | 43.60 |
| 12 | 2.30.6 | 66.9 | 0.29 | 47.33 |
| Promedio | 167.65 | 69.90 | 41.69% | 33.38 |
| 1989/1 | 205.9 | 58.9 | 0.29 | 54.41 |
| 2 | 200.4 | 57.1 | 0.28 | 57.71 |
| 3 | 233.2 | 55.3 | 0.24 | 35.25 |
| 4 | 228.0 | 79.9 | 0.35 | 28.18 |
| 5 | 184.4 | 34.4 | 0.19 | 23.71 |
| 6 | 188.8 | 55.1 | 0.29 | 24.18 |
| 7 | 162.5 | 45.0 | 0.28 | 20.13 |
| 8 | 160.8 | 24.2 | 0.15 | 23.19 |
| 9 | 213.0 | 56.0 | 0.26 | 41.48 |
| 10 | 200.6 | 52.2 | 0.26 | 51.74 |
| 11 | 234.6 | 57.4 | 0.24 | 65.63 |
| 12 | 228.4 | 27.1 | 0.12 | 61.76 |
| Promedio | 203.32 | 50.22 | 24.70% | 40.61 |
| 1990/1 | 202.7 | 35.3 | 0.17 | 79.57 |
| 2 | 228.6 | 58.4 | 0.26 | 101.80 |
| 3 | 225.8 | 46.9 | 0.21 | 115.81 |
| 4 | 184.4 | 32.0 | 0.17 | 103.66 |
| 5 | 166.0 | 21.3 | 0.13 | 89.50 |
| 6 | 158.9 | 21.7 | 0.14 | 69.55 |
| 7 | 195.7 | 21.8 | 0.11 | 70.48 |
| 8 | 233.5 | 35.8 | 0.15 | 83.76 |
| 9 | 270.0 | 20.8 | 0.08 | 79.36 |
| 10 | 288.5 | 28.6 | 0.10 | 86.43 |
| 11 | 330.1 | 63.9 | 0.19 | 85.96 |
| 12 | 268.8 | 85.1 | 0.32 | 76.89 |
| Promedio | 229.42 | 39.30 | 17.13% | 86.90 |

Pme Principal CDs. moneda extranjera

STD Stock de divisas mensuales

DPL Depósitos a plazo del BCB en el exterior

Fuente: Elaborado por UDAPE sobre la base de datos del BCB

CUADRO 3
COMPORTAMIENTO DE SALDOS MENSUALES
CERTIFICADOS DE DEPOSITO A PLAZO FIJO
CORRIENTES Y LINEA 1925/80 (1)

| SALDO A LA A LA FECHA | MONEDA NACIONAL (Bs) | MONEDA EXTRANJERA (\$us.) | M/N CON MANT DE VALOR (\$us.) | TIPO CAMBIO Bs/\$us | TOTAL CORRIENTES (\$us) | LINEA 1925/BO (MVDOL) (\$us) | TOTAL GENERAL 1/ (\$US) |
|-----------------------------|----------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|---------------------------|-------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|
| Ene-88 | 13,380,000.00 | 16,108,000.00 | 400,632.26 | 2.23 | 22,508,632.26 | | 22,508,632.26 |
| Feb-88 | 16,181,600.00 | 21,528,079.21 | 2,627,406.40 | 2.25 | 31,347,307.83 | | 31,347,307.83 |
| Mar-88 | 17,940,950.00 | 23,217,370.87 | 8,807,032.43 | 2.29 | 39,858,879.28 | | 39,858,879.28 |
| Abr-88 | 14,778,700.00 | 22,260,542.53 | 12,786,233.38 | 2.32 | 41,416,905.22 | | 41,416,905.22 |
| May-88 | 13,590,000.00 | 23,714,545.85 | 12,314,168.76 | 2.35 | 41,811,693.33 | | 41,811,693.33 |
| Jun-88 | 14,490,000.00 | 23,231,097.71 | 12,097,584.48 | 2.39 | 41,391,443.70 | | 41,391,443.70 |
| Jul-88 | 17,190,000.00 | 27,259,405.57 | 12,493,398.38 | 2.41 | 46,885,584.03 | | 46,885,584.03 |
| Ago-88 | 21,650,000.00 | 37,603,456.65 | 9,701,425.45 | 2.39 | 56,363,459.51 | | 56,363,459.51 |
| Sep-88 | 25,251,434.62 | 38,590,603.75 | 17,074,189.04 | 2.40 | 66,186,223.88 | | 66,186,223.88 |
| Oct-88 | 32,383,270.97 | 40,092,472.50 | 15,367,905.88 | 2.40 | 68,995,074.62 | | 68,995,074.62 |
| Nov-88 | 26,842,699.23 | 43,596,261.86 | 16,252,777.93 | 2.43 | 70,895,418.07 | | 70,895,418.07 |
| Dic-88 | 22,290,433.53 | 47,330,228.61 | 19,067,915.75 | 2.47 | 75,422,611.38 | 6,449,039.02 | 81,871,650.40 |
| Ene-89 | 24,681,397.26 | 54,412,197.23 | 21,784,331.64 | 2.49 | 86,108,736.60 | 11,608,516.89 | 97,717,253.49 |
| Feb-89 | 27,150,648.88 | 57,714,309.90 | 18,945,041.97 | 2.52 | 87,433,418.89 | 16,239,931.75 | 103,673,350.64 |
| Mar-89 | 15,977,096.26 | 35,247,896.79 | 8,042,687.91 | 2.53 | 49,605,642.51 | 20,974,660.89 | 70,580,303.40 |
| Abr-89 | 12,677,096.26 | 28,184,906.79 | 10,018,111.11 | 2.56 | 43,155,008.63 | 24,354,962.82 | 67,509,971.45 |
| May-89 | 11,787,816.30 | 23,710,782.50 | 14,079,111.11 | 2.60 | 42,323,669.11 | 28,006,613.16 | 70,330,282.27 |
| Jun-89 | 7,045,816.30 | 24,175,257.50 | 13,856,111.11 | 2.63 | 40,710,386.21 | 28,006,613.16 | 68,716,999.37 |
| Jul-89 | 4,918,816.30 | 20,127,839.60 | 9,525,111.11 | 2.67 | 31,495,204.01 | 28,006,613.16 | 59,501,817.17 |
| Ago-89 | 2,518,816.30 | 23,190,000.00 | 8,888,111.11 | 2.79 | 32,980,912.65 | 28,259,758.63 | 61,240,671.28 |
| Sep-89 | 23,816.30 | 41,477,000.00 | 7,409,111.11 | 2.86 | 48,894,438.49 | 28,259,758.63 | 77,154,197.12 |
| Oct-89 | 3,027,816.30 | 51,738,000.00 | 7,620,111.11 | 2.89 | 60,405,798.41 | 28,259,758.63 | 88,665,557.04 |
| Nov-89 | 7,058,000.00 | 65,633,000.00 | 7,374,000.00 | 2.92 | 75,424,123.29 | 28,259,758.63 | 103,683,881.92 |
| Dic-89 | 8,809,000.00 | 61,757,000.00 | 10,598,000.00 | 2.97 | 75,320,993.27 | 38,362,552.77 | 113,683,546.04 |

Cuadro 4
PARTICIPACION PORCENTUAL DE LOS CDs
CORRIENTES POR MONEDA

| FECHA | CDs MN | CDs me | CDs MVDOL | CDs TOTAL |
|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| Ene-88 | 26.66 | 71.56 | 1.78 | 100.00 |
| Feb-88 | 22.94 | 68.68 | 8.38 | 100.00 |
| Mar-88 | 19.66 | 58.25 | 22.10 | 100.00 |
| Abr-88 | 15.38 | 53.75 | 30.87 | 100.00 |
| May-88 | 13.83 | 56.72 | 29.45 | 100.00 |
| Jun-88 | 14.65 | 56.13 | 29.23 | 100.00 |
| Jul-88 | 15.21 | 58.14 | 26.65 | 100.00 |
| Ago-88 | 16.07 | 66.72 | 17.21 | 100.00 |
| Sep-88 | 15.90 | 58.31 | 25.80 | 100.00 |
| Oct-88 | 19.62 | 58.11 | 22.27 | 100.00 |
| Nov-88 | 17.58 | 61.49 | 22.93 | 100.00 |
| Dic-88 | 11.97 | 62.75 | 25.28 | 100.00 |
| Ene-89 | 11.51 | 63.19 | 25.30 | 100.00 |
| Feb-89 | 12.32 | 66.01 | 21.67 | 100.00 |
| Mar-89 | 12.73 | 71.06 | 19.21 | 100.00 |
| Abr-89 | 11.47 | 65.31 | 23.21 | 100.00 |
| May-89 | 10.71 | 56.02 | 33.27 | 100.00 |
| Jun-89 | 6.58 | 59.38 | 34.04 | 100.00 |
| Jul-89 | 5.85 | 63.91 | 30.24 | 100.00 |
| Ago-89 | 2.74 | 70.31 | 26.95 | 100.00 |
| Sep-89 | 0.02 | 84.83 | 15.15 | 100.00 |
| Oct-89 | 1.73 | 85.65 | 12.61 | 100.00 |
| Nov-89 | 3.20 | 87.02 | 9.78 | 100.00 |
| Dic-89 | 3.94 | 81.99 | 14.07 | 100.00 |
| Ene-90 | 2.93 | 85.88 | 11.19 | 100.00 |
| Feb-90 | 2.40 | 84.80 | 12.80 | 100.00 |
| Mar-90 | 1.60 | 88.62 | 9.78 | 100.00 |
| Abr-90 | 2.12 | 88.49 | 9.40 | 100.00 |
| May-90 | 1.34 | 90.06 | 8.59 | 100.00 |
| Jun-90 | 6.48 | 80.65 | 12.87 | 100.00 |
| Jul-90 | 17.74 | 74.51 | 7.75 | 100.00 |
| Ago-90 | 26.36 | 68.39 | 5.25 | 100.00 |
| Sep-90 | 32.19 | 61.71 | 6.10 | 100.00 |
| Oct-90 | 22.63 | 62.39 | 14.98 | 100.00 |
| Nov-90 | 20.70 | 64.03 | 15.27 | 100.00 |
| Dic-90 | 13.20 | 72.77 | 14.03 | 100.00 |

MN/ = MONEDA NACIONAL
ME = MONEDA EXTRANJERA
MVDOL= MANTENIMIENTO DE VALOR DÓLAR

FUENTE: Elaborado en UDAPE sobre la base de datos del BCB.

Cuadro 5A

SALDOS DE CARTER CDs SECTOR PRIVADO 1988

| FECHA | S.PRIVADO OTROS | | | TOTAL OTROS PRIV (\$us.) | S.PRIVADO BANCOS | | | TOTAL BANCOS PRIV (\$us.) |
|--------------|-----------------|--------------|------------------|--------------------------------|------------------|---------------|------------------|---------------------------------|
| | MN (Bs.) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | | MN (Bs.) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | |
| Ene-88 | 0.00 | 107,549.53 | 15,778.57 | 123,328.10 | 5,716,345.16 | 8,205,596.91 | 702,956.70 | 11,471,937.09 |
| Feb-88 | 0.00 | 149,782.01 | 149,782.01 | 171,756.51 | 8,032,435.42 | 11,427,265.54 | 978,993.30 | 15,976,730.14 |
| Mar-88 | 0.00 | 190,451.54 | 27,941.12 | 218,392.66 | 10,395,013.11 | 14,530,687.28 | 1,244,814.26 | 20,314,808.58 |
| Abr.-88 | 0.00 | 197,896.02 | 29,033.29 | 226,929.31 | 10,942,841.40 | 15,098,670.83 | 1,293,472.25 | 21,108,885.06 |
| May-88 | 0.00 | 199,782.37 | 29,310.04 | 229,092.41 | 11,190,000.00 | 15,242,591.88 | 1,305,801.67 | 21,310,095.68 |
| Jun-88 | 0.00 | 440,301.855 | 231,877.84 | 672,179.69 | 12,090,000.00 | 14,640,500.00 | 1,618,567.63 | 21,317,645.04 |
| Jul-88 | 0.00 | 635,847.72 | 231,877.84 | 867,725.56 | 14,790,000.00 | 17,035,500.00 | 1,670,446.02 | 24,842,875.48 |
| Ago-88 | 0.00 | 2,377,509.53 | 207,877.84 | 2,585,387.37 | 19,250,000.00 | 23,722,802.55 | 1,781,155.69 | 33,558,351.55 |
| Sep-88 | 0.00 | 2,707,846.51 | 207,877.84 | 2,915,724.35 | 22,851,433.74 | 24,894,279.54 | 2,491,511.34 | 36,907,221.61 |
| Oct-88 | 0.00 | 3,068,918.92 | 207,567.80 | 3,276,486.72 | 30,803,270.97 | 25,528,553.58 | 1,329,089.65 | 39,392,339.47 |
| Nov-88 | 0.00 | 3,246,710.28 | 207,567.80 | 3,454,278.08 | 24,442,699.23 | 26,854,551.58 | 1,095,961.70 | 38,009,327.24 |
| Dic-88 | 16,028.20 | 3,476,355.20 | 207,588.05 | 3,690,432.40 | 19,874,405.33 | 27,858,873.41 | 6,172,664.70 | 42,077,656.06 |
| Media 88 | 1,335.68 | 1,399,912.62 | 135,522.71 | 1,535,976.10 | 15,804,870.36 | 18,753,364.43 | 1,807,102.91 | 27,190,648.58 |
| Increment. | | | | 2892.4% | | | | 266.8% |
| Partic. | | | | 3.1% | | | | 54.1% |
| Cst.CDs\$us. | | | | 221,716.92 | | | | 3,924,948.28 |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.

Continua.....

Cuadro 5ª
SALDO CARTERA CDs SECTOR PUBLICO

Continuación

| FECHA | SPNF | | | TOTAL SPNF (\$us.) | BANEST | | | TOTAL BANEST (\$us.) |
|----------------|-------------|--------------|------------------|--------------------------|--------------|---------------|-------------------|----------------------------|
| | MN (Bs.) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | | MN (Bs.) | ME (\$us.) | CMVDOL (\$us.) | |
| Ene-88 | 0.00 | 47,375.60 | 2,789,330.57 | 2,836,706.17 | 1,226,025.77 | 4,405,840.58 | 3,121,062.97 | 8,076,660.89 |
| Feb-88 | 0.00 | 65,979.03 | 3,884,643.14 | 3,950,622.17 | 1,722,774.35 | 6,135,881.51 | 4,346,640.02 | 11,248,199.02 |
| Mar-88 | 0.00 | 83,893.97 | 4,939,420.09 | 5,023,314.05 | 2,229,493.43 | 7,801,925.50 | 5,526,860.58 | 14,302,363.99 |
| Abr.-88 | 0.00 | 87,173.26 | 5,132,494.87 | 5,219,668.13 | 2,346,990.11 | 8,106,891.48 | 5,742,897.56 | 14,861,422.71 |
| May-88 | 0.00 | 88,004.20 | 5,181,417.99 | 5,269,422.19 | 2,400,000.00 | 8,184,166.65 | 5,797,639.06 | 15,003,082.31 |
| Jun-88 | 0.00 | 88,004.20 | 5,856,123.87 | 5,944,128.07 | 2,400,000.00 | 8,062,291.66 | 4,391,015.14 | 13,457,490.90 |
| Jul-88 | 0.00 | 88,057.85 | 7,261,175.31 | 7,349,233.16 | 2,400,000.00 | 9,500,000.00 | 3,329,899.21 | 13,825,749.83 |
| Ago-88 | 0.00 | 88,144.57 | 1,437,611.96 | 1,525,756.53 | 2,400,000.00 | 11,415,000.00 | 6,274,779.86 | 18,693,963.96 |
| Sep-88 | 0.00 | 73,477.57 | 6,209,757.32 | 6,283,234.89 | 2,400,000.00 | 10,915,000.00 | 8,165,042.54 | 20,080,042.54 |
| Oct-88 | 0.00 | 80,000.00 | 6,662,039.22 | 6,742,039.22 | 2,400,000.00 | 11,415,000.00 | 7,169,209.21 | 14,584,209.21 |
| Nov-88 | 0.00 | 80,000.00 | 6,287,039.22 | 6,367,039.22 | 2,400,000.00 | 13,415,000.00 | 8,662,209.21 | 23,064,863.53 |
| Dic-88 | 0.00 | 80,000.00 | 6,120,372.55 | 6,200,372.55 | 2,400,000.00 | 15,915,000.00 | 6,567,490.45 | 23,454,150.37 |
| Media 88 | 0.00 | 79,175.85 | 5,146,785.51 | 5,225,961.36 | 2,227,160.97 | 9,605,997.28 | 5,757,895.48 | 16,304,349.94 |
| Increment. | | | | 118.6% | | | | 190.4% |
| Partic. | | | | 10.4% | | | | 32.4% |
| Cts. CDs \$us. | | | | 754,363.32 | | | | 2,353,519.82 |

Fuente: Sub Gerencia de operaciones de Mercado Abierto del BCB.

Continúa.....

Cuadro 5ª

SALDO CARTERA CDs 1988

| FECHA | TOTAL CDs CTES (\$us) | LINEA 1925/BO (MVDOL)(\$us) | TOTAL GENERAL (\$us) | TIPO DE CAMBIO Bs. por 1\$us |
|------------------|-----------------------------|-----------------------------------|----------------------------|------------------------------------|
| Ene-88 | 22,508,632.26 | | 22,508,632.26 | 2.23 |
| Feb-88 | 31,347,307.83 | | 31,347,307.83 | 2.25 |
| Mar-88 | 39,858,873.28 | | 39,858,873.28 | 2.29 |
| Abr.-88 | 41,416,905.22 | | 41,416,905.22 | 2.32 |
| May-88 | 41,811,692.58 | | 41,811,692.58 | 2.35 |
| Jun-88 | 41,391,443.70 | | 41,391,443.70 | 2.39 |
| Jul-88 | 46,885,584.03 | | 46,885,584.03 | 2.41 |
| Ago-88 | 56,363,459.41 | | 56,363,459.41 | 2.39 |
| Sep-88 | 66,186,223.39 | | 66,186,223.39 | 2.40 |
| Oct-88 | 68,995,074.62 | | 68,995,074.62 | 2.40 |
| Nov-88 | 70,895,418.07 | | 70,895,418.07 | 2.43 |
| Dic-88 | 75,422,611.38 | 6,449,039.02 | 81,871,650.40 | 2.47 |
| Media 88 | 50,256,935.98 | 6,449,039.02 | 50,794,355.90 | 2.36 |
| Increment. | | | 263.7% | 10.8% |
| Partic. | 100.0% | | | |
| Costos CDs \$us. | 7,254,548.34 | | | |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto de BCB

Cuadro 5B
SALDOS DE CARTERA CDs SECTOR PRIVADO 1989

| FECHA | S.PRIVADO OTROS | | | TOTAL | S.PRIVADO BANCO | | | TOTAL |
|--------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| | MN | ME | CMVDOL | OTROS PRIV | MN | ME | CMVDOL | BANCOS PRIV |
| | (Bs.) (Bs) | (\$us) (\$us) | (\$us) (\$us) | (\$us) (\$us) | (Bs) (Bs) | (\$us) (\$us) | (\$us) (\$us) | (\$us) (\$us) |
| Ene-89 | 0.00 | 4,108,247.50 | 207,588.05 | 4,315,835.55 | 22,281,397.26 | 31,388,949.73 | 9,130,737.01 | 49,468,039.05 |
| Feb-89 | 0.00 | 3,052,779.96 | 207,598.38 | 3,260,378.34 | 24,750,648.88 | 37,746,529.94 | 8,491,437.01 | 56,059,653.01 |
| Mar-89 | 0.00 | 2,672,936.29 | 206,567.89 | 2,879,504.09 | 6,420,096.26 | 20,293,960.50 | 2,351,111.11 | 25,182,659.06 |
| Abr.-89 | 0.00 | 4,877,021.33 | 221,000.00 | 5,098,021.33 | 3,120,096.26 | 13,464,885.50 | 4,312,111.11 | 18,995,784.21 |
| May-89 | 0.00 | 4,480,282.50 | 221,000.00 | 4,701,282.50 | 2,057,816.30 | 5,654,500.00 | 8,290,111.11 | 14,736,078.92 |
| Jun-89 | 0.00 | 4,548,757.50 | 251,000.00 | 4,799,757.50 | 1,223,816.30 | 1,797,500.00 | 7,060,111.11 | 9,322,940.50 |
| Jul-89 | 0.00 | 3,242,839.60 | 259,000.00 | 3,501,839.60 | 23,816.30 | 180,000.00 | 2,361,111.11 | 2,550,031.07 |
| Ago-89 | 0.00 | 3,061,000.00 | 234,000.00 | 3,295,000.00 | 23,816.30 | 3,200,000.00 | 1,321,111.11 | 4,529,647.42 |
| Sep-89 | 0.00 | 4,999,000.00 | 266,000.00 | 5,265,000.00 | 23,816.30 | 18,265,000.00 | 3,031,111.11 | 21,304,438.49 |
| Oct-89 | 4,000.00 | 6,835,000.00 | 245,000.00 | 7,081,384.08 | 3,023,816.30 | 25,576,000.00 | 3,211,111.11 | 29,833,414.33 |
| Nov-89 | 50,000.00 | 7,594,000.00 | 259,000.00 | 7,870,123.29 | 7,008,000.00 | 40,180,000.00 | 2,942,000.00 | 45,522,000.00 |
| Dic-89 | 189,000.00 | 8,137,000.00 | 287,000.00 | 8,487,636.36 | 8,620,000.00 | 36,044,000.00 | 6,090,000.00 | 45,036,356.90 |
| Media 89 | 20,250.0 | 4,800,738.72 | 238,729.52 | 5,046,313.55 | 6,548.094,71 | 19,482,610.47 | 4,882,671.91 | 26,878,420.25 |
| Increment. | | | | 130.0% | | | | 7.0% |
| Partic. | | | | 9.0% | | | | 47.9% |
| Cst.CDs\$us. | | | | 734,386.88 | | | | 3,911,599.82 |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.

Continúa

Cuadro 5B

SALDOS DE CARTERA CDs SECTOR PUBLICO 1989

| FECHA | S.PRIVADO OTROS | | | TOTAL | S.PRIVADO BANCO | | | TOTAL |
|------------------|-----------------|--------------|------------------|----------------------|-----------------|---------------|------------------|-----------------------|
| | MN (Bs) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | OTROS PRIV (\$us) | MN (Bs) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | BANCOS PRIV (\$us) |
| Ene-89 | 0.00 | 0.00 | 5,064,000.00 | 5,064,000.00 | 2,400,000.00 | 18,915,000.00 | 7,382,006.58 | 27,260,862.00 |
| Feb-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 2,400,000.00 | 16,915,000.00 | 10,182,006.58 | 28,049,387.53, |
| Mar-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 9,557,000.00 | 12,281,000.00 | 5,421,000.00 | 21,479,470.36 |
| Abr.-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 9,557,000.00 | 9,843,000.00 | 5,421,000.00 | 18,997,203.13 |
| May-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 9,730,000.00 | 13,576,000.00 | 5,504,000.00 | 22,822,307.69 |
| Jun-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 5,822,000.0 | 17,829,000.00 | 5,598,000.00 | 25,640,688.21 |
| Jul-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 4,895,000.00 | 16,705,000.00 | 5,874,000.00 | 24,412,333.33 |
| Ago-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 2,495,000.00 | 16,929,000.00 | 5,703,000.00 | 223,526,265.23 |
| Sep-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 18,213,000.00 | 3,194,000.00 | 21,,407,000.00 |
| Oct-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 19,327,000.00 | 3,246,000.00 | 22,573,000.00 |
| Nov-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 17,859,000.00 | 3,255,000.00 | 21,114,000.00 |
| Dic-89 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 17,576,000.00 | 3,303,000.00 | 20,879,000.00 |
| Media 89 | 0.00 | 0.00 | 480,666.67 | 480,666.67 | 3,904,666.67 | 16,330,666.67 | 5,340,251.10 | 23,180,126.46 |
| Increment. | | | | -99.0% | | | | -11.0% |
| Partic. | | | | 0.9% | | | | 41.3% |
| Costos CDs \$us. | | | | 69,951.12 | | | | 3,373,389.42 |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.

Continúa

Cuadro 5B
SALDO CARTERA CDs 1989

| FECHA | GRTIA DE FUNC. CMVDOL (\$us) | TOTAL CDs (\$us) | LINEA 1925/BO (MVDOL) (\$us) | TOTAL GENERAL (\$us) | TIPO DE CAMBIO Bs por 1\$us |
|------------------|------------------------------------|------------------------|------------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
| Ene-90 | 0.00 | 86,108,736.60 | 11,608,516.75 | 97,717,253.49 | 2.49 |
| Feb-90 | 0.00 | 87,433,418.89 | 16,239,931.75 | 103,673,350.64 | 2.52 |
| Mar-90 | 0.00 | 49,605,633.51 | 20,974,660.89 | 70,580,294.40 | 2.53 |
| Abr-90 | 0.00 | 43,155,008.67 | 24,354,962.82 | 67,509,971.49 | 2.56 |
| May-90 | 0.00 | 42,323,669.11 | 28,006,613.16 | 70,330,282.27 | 2.60 |
| Jun-90 | 883,000.00 | 40,710,386.21 | 28,006,613.16 | 68,716,999.37 | 2.63 |
| Jul-90 | 967,000.00 | 31,495,204.01 | 28,006,613.16 | 59,501,817.17 | 2.67 |
| Ago-90 | 1,566,000.00 | 32,980,912.65 | 28,259,785.63 | 61,240,671.28 | 2.79 |
| Sep-90 | 854,000.00 | 48,894,438.49 | 28,259,758.63 | 77,154,197.12 | 2.86 |
| Oct-90 | 854,000.00 | 60,405,798.41 | 28,259,758.63 | 88,665,557.04 | 2.89 |
| Nov-90 | 854,000.00 | 75,424,123.29 | 28,259,758.63 | 103,683,881.92 | 2.92 |
| Dic-90 | 854,000.00 | 75,320,993.27 | 38,362,552.77 | 113,683,546.04 | 2.97 |
| Media 89 | 569,333.33 | 56,154,860.26 | 25,716,624.93 | 81,871,485.19 | 2.70 |
| Incremento | | | | 38.9% | 20.2% |
| Participación | 1.00% | 100.0% | | | |
| Costo CDs (\$us) | 82,854.73 | 8,172,181.97 | | | |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB

Cuadro 5C

SALDOS DE CARTERA CDs SECTOR PRIVADO 1990

| FECHA | S.PRIVADO OTROS | | | TOTAL | S.PRIVADO BANCO | | | TOTAL |
|----------|-----------------|---------------|------------------|----------------------|-----------------|---------------|------------------|-----------------------|
| | MN (Bs) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | OTROS PRIV (\$us) | MN (Bs) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | BANCOS PRIV (\$us) |
| Ene-90 | 194,000.00 | 9,476,000.00 | 299,000.00 | 9,839,451.83 | 7,981,000.00 | 57,303,000.00 | 5,806,000.00 | 65,760,495.02 |
| Feb-90 | 234,000.00 | 12,353,000.00 | 350,000.00 | 12,779,973.68 | 8,526,000.00 | 76,067,000.00 | 10,302,000.00 | 89,173,605.26 |
| Mar-9 | 429,000.00 | 12,921,000.00 | 350,000.00 | 13,410,739.41 | 6,003,000.00 | 87,644,000.00 | 7,701,000.00 | 97,300,374.59 |
| Abr.-90 | 451,000.00 | 13,453,000.00 | 357,000.00 | 13,955,483.87 | 7,231,000.00 | 75,213,000.00 | 6,390,000.00 | 83,935,580.65 |
| May-90 | 453,000.00 | 15,812,000.00 | 2,137,000.00 | 18,093,728.43 | 3,727,000.00 | 59,456,000.00 | 5,109,000.00 | 65,755,734.82 |
| Jun-90 | 1,120,000.00 | 17,600,000.00 | 455,000.00 | 18,411,687.90 | 13,344,000.00 | 37,567,000.00 | 7,720,000.00 | 49,536,681.53 |
| Jul-90 | 10,846,000.00 | 18,552,000.00 | 1,454,000.00 | 23,427,451.10 | 42,363,000.00 | 36,728,000.00 | 3,994,000.00 | 54,085,722.40 |
| Ago-90 | 38,719,000.00 | 19,124,000.00 | 401,000.00 | 31,624,687.50 | 64,593,000.00 | 46,670,000.00 | 5,629,000.00 | 72,484,312.50 |
| Sep-90 | 29,569,000.00 | 20,574,000.00 | 1,216,000.00 | 30,888,153.85 | 100,885,000.00 | 40,371,000.00 | 6,223,000.00 | 77,635,538.46 |
| Oct-90 | 22,676,000.00 | 21,755,000.00 | 2,682,000.00 | 31,329,401.22 | 77,916,000.00 | 46,256,000.00 | 17,854,000.00 | 87,792,674.77 |
| Nov-90 | 19,354,306.75 | 21,255,689.94 | 2,646,743.47 | 29,697,136.03 | 72,482,443.52 | 46,494,750.12 | 17,652,968.88 | 85,849,049.40 |
| Dic-90 | 19,575,000.00 | 23,208,000.00 | 2160,000.00 | 31,142,336.28 | 27,316,000.00 | 36,111,000.00 | 12,453,000.00 | 56,621,817.11 |
| Media 89 | 11,968,358.90 | 17,173,640.83 | 1,208,978.62 | 22,050,019.26 | 36,030,620.29 | 53,823,395.84 | 8,902,830.74 | 56,621,817.11 |
| Incram. | | | | 266.9% | | | | 25.7% |
| Partic. | | | | 19.3% | | | | 64.70% |
| CDs\$us. | | | | 3,828,722.36 | | | | 12,819,286.14 |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.

Continúa

Cuadro 5C
SALDO CARTERA CDs SECTOR PUBLICO 1990

| FECHA | SPNF | | | TOTAL | BANEST | | | TOTAL |
|------------------|--------------------|--------------|------------------|----------------------|--------------|---------------|------------------|------------------|
| | S.PRIVADO OTROS | | | | | | | |
| | MN (Bs) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | OTROS PRIV (\$us) | MN (Bs) | ME (\$us) | CMVDOL (\$us) | BANEST (\$us) |
| Ene-90 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 12,786,000.00 | 3,345,000.00 | 16,131,000.00 |
| Feb-90 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 13,381,000.00 | 4,578,000.00 | 17,959,000.00 |
| Mar-90 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 15,247,000.00 | 4,427,000.00 | 19,874,000.00 |
| Abr.-90 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 14,992,000.00 | 4,196,000.00 | 19,188,000.00 |
| May-90 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 14,228,000.00 | 1,230,000.00 | 15,458,000.00 |
| Jun-90 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 3,076,000.00 | 14,384,000.00 | 2,859,000.00 | 18,222,617.83 |
| Jul-90 | 0.00 | 0.00 | 64,000.00 | 64,000.00 | 0.00 | 15,199,000.00 | 1,820,000.00 | 17,019,000.00 |
| Ago-90 | 0.00 | 0.00 | 48,000.00 | 48,000.00 | 0.00 | 17,966,000.00 | 350,000.00 | 18,316,000.00 |
| Sep-90 | 0.00 | 0.00 | 48,000.00 | 48,000.00 | 4,093,000.00 | 18,414,000.00 | 352,000.00 | 20,025,384.62 |
| Oct-90 | 0.00 | 0.00 | 48,000.00 | 48,000.00 | 2,560,000.00 | 18,212,949.26 | 164,000.00 | 19,359,115.50 |
| Nov-90 | 0.00 | 0.00 | 48,000.00 | 48,000.00 | 1,001,834.00 | 18,213,949.26 | 151,198.16 | 18,665,0997.72 |
| Dic-90 | 0.00 | 0.00 | 48,000.00 | 48,000.00 | 408,000.00 | 17,572,000.00 | 164,000.00 | 17,856,353.98 |
| Media 89 | 0.00 | 0.00 | 57,333.33 | 57,333.33 | 928,236.17 | 15,899,745.77 | 1,986,349.85 | 18,172,547.47 |
| Increment. | | | | 25.00% | | | | -14.5% |
| Partic. | | | | 0.1% | | | | 15.90% |
| Costos CDs \$us. | | | | 9,955.25 | | | | 3,155,445.72 |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones
de Mercado Abierto del BCB.

Continúa

Cuadro 5C
SALDO
CARTERA CDs
1990

| FECHA | GRTIA DE FUNC. CMVDOL (\$us) | TOTAL CDsCtes (\$us) | LINEA 1925/BO (MVDOL) (\$us) | TOTAL GENERAL (\$us) | TIPO DE CAMBIO Bs por 1\$us |
|------------------|---------------------------------------|----------------------------|------------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
| Ene-90 | 854,000.00 | 92,648,946.84 | 41,478,596.18 | 134,127,543.02 | 3.01 |
| Feb-90 | 74,000.00 | 120,050,578.95 | 41,478,596.18 | 161,529,175.13 | 3.04 |
| Mar-90 | 40,000.00 | 130,689,114.01 | 43,602,924.95 | 174,292,038.96 | 3.07 |
| Abr-90 | 0.00 | 117,143,064.52 | 45,171,593.37 | 162,314,657.89 | 3.10 |
| May-90 | 0.00 | 99,371,463.26 | 44,066,981.88 | 143,438,445.14 | 3.13 |
| Jun-90 | 0.00 | 86,234,987.26 | 43,532,219.03 | 129,767,206.29 | 3.14 |
| Jul-90 | 0.00 | 94,596,173.50 | 42,756,513.66 | 137,352,687.16 | 3.17 |
| Ago-90 | 0.00 | 122,473,000.00 | 42,485,071.87 | 164,958,071.87 | 3.20 |
| Sep-90 | 0.00 | 128,597,076.92 | 41,722,924.86 | 170,320,001.78 | 3.25 |
| Oct-90 | 0.00 | 138,526,191.49 | 32,854,827.03 | 171,381,018.52 | 3.29 |
| Nov-90 | 0.00 | 134,259,283.14 | 32,497,665.19 | 166,756,948.33 | 3.34 |
| Dic-90 | 0.00 | 105,668,507.37 | 31,622,328.72 | 137,290,836.09 | 3.39 |
| Media 89 | 80,666.67 | 114,188,198.94 | 40,272,520.24 | 154,460,719.18 | 3.18 |
| Incremento | | 40.30% | -17.6% | 20.8% | 14.1% |
| Participación | 0.1% | 100.0% | | | |
| Costo CDs (\$us) | 14,006.80 | 19,827,416.27 | | | |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB

Cuadro 6A

COSTO DE LOS CDs 1988

| FECHA | COSTOS CDs CTES. (\$US.) | COSTOS CDs CTES. (\$US.) | PARTICIP. SPNF EN CDs CTES | DESCUE.CDs PARA SPNF (\$us) | PARTICIP DEL BANEST EN CDs CTES | DESCUE.CDs PARA BANEST (\$us) | PRINCIPAL (\$us.) | TASA DE RENDIM. PROM. | |
|----------|--------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|----------------------|-----------------------------|--------|
| Ene-88 | 264,470.56 | 589,769.35 | 12.6% | 33,330.56 | 35.9% | 94,898.66 | 22,244,161.70 | 1.19% | |
| Feb-88 | 360,915.39 | 812,059.62 | 12.6% | 45,485.26 | 35.9% | 129,505.48 | 30,986,392.45 | 1.6% | |
| Mar-88 | 452,228.12 | 1,035,602.39 | 12.6% | 56,993.17 | 35.9% | 162,270.77 | 39,406,651.17 | 1.15% | |
| Abr.-88 | 518,927.06 | 1,203,910.77 | 12.6% | 65,399.07 | 35.9% | 186,204.0 | 40,897,978.16 | 1.27% | |
| May-88 | 514,057.47 | 1,208,035.04 | 12.6% | 64,785.37 | 35.9% | 184,456.69 | 41,297,635.12 | 1.24% | |
| Jun-88 | 497,299.67 | 1,188,546.21 | 14.4% | 71,416.04 | 32.5% | 161,685.73 | 40,894,144.03 | 1.22% | |
| Jul-88 | 564,920.61 | 1,361,458.67 | 15.7% | 88,550.32 | 29.5% | 166,585.34 | 46,320,663.42 | 1.22% | |
| Ago-88 | 682,058.13 | 1,630,118.94 | 2.7% | 18,46.29 | 33.2% | 226,216.95 | 55,681,401.27 | 1.22% | |
| Sep-88 | 800,220.49 | 1,920,529.18 | 9.5% | 75,967.07 | 30.3% | 242,776.53 | 35,386,002.89 | 1.22% | |
| Oct-88 | 849,771.61 | 2,039,451.87 | 9.8% | 83,037.72 | 28.4% | 241,207.15 | 68,145,303.00 | 1.25% | |
| Nov-88 | 855,798.17 | 2,079,589.55 | 9.0% | 76,858.29 | 32.5% | 278,422.34 | 70,039,619.90 | 1.22% | |
| Dic-88 | 893,881.06 | 2,207,886.22 | 8.2% | 73,484.54 | 31.1% | 277,969.97 | 74,528,730.32 | 1.20% | |
| Media 88 | 7,254,548.34 | 17,276,957.82 | 11.0% | 753,770.67 | 33.1% | 2,352,199.63 | 49,652,390.29 | 1213964% | |
| | | | | | | | Anualizado ----> | 15% | |
| | | | | | | Tasa x Principal | prome ----> | 7,254,548,34 | 14.61% |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.

Cuadro 6B

COSTOS DE LOS CDs 1989

| FECHA | COSTOS CDs CTES. (\$US.) | COSTOS CDs CTES. (\$US.) | PARTICIP. SPNF EN CDs CTES | DESCUE.CDs PARA SPNF (\$us) | PARTICIP DEL BANEST EN CDs CTES | DESCUE.CDs PARA BANEST (\$us) | PRINCIPAL (\$us.) | TASA DE RENDIM. PROM. |
|------------------|--------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|----------------------|-----------------------------|
| Ene-89 | 955,452.66 | 2,378,999.93 | 5.9% | 56,187.74 | 31.7% | 302,473.58 | 85,153,314.95 | 1.12% |
| Feb-89 | 949,522.81 | 2,392,797.48 | 0.1% | 695.04 | 32.1% | 304,615.03 | 86,483,896.08 | 1.10% |
| Mar-89 | 657,809.28 | 1,664,257.49 | 0.1% | 848.69 | 43.3% | 284,834.48 | 48,947,824.23 | 1.34% |
| Abr.-89 | 541,895.38 | 1,387,252.18 | 0.1% | 803.64 | 44.0% | 238,546.97 | 42,613,113.28 | 1.27% |
| May-89 | 520,791.75 | 1,354,058.56 | 0.2% | 787.52 | 53.9% | 280,827.96 | 41,802,877.36 | 1.25% |
| Jun-89 | 486,931.28 | 1,280,629.26 | 0.2% | 765.50 | 63.0% | 306,684.71 | 40,223,454.94 | 1.21% |
| Jul-89 | 441,682.56 | 1,179,292.44 | 0.2% | 897.52 | 77.5% | 342,353.77 | 31,053,521.44 | 1.42% |
| Ago-89 | 391,000.64 | 1,090,891.79 | 0.2% | 758.74 | 71.3% | 278,912.38 | 32,589,912.01 | 1.20% |
| Sep-89 | 527,108.53 | 1,507,530.39 | 0.1% | 689.95 | 43.8% | 230,779.05 | 48,367,329.96 | 1.09% |
| Oct-89 | 767,833.47 | 2,219,038.74 | 0.1% | 813.52 | 37.4% | 286,931.15 | 59,637,964.94 | 1.29% |
| Nov-89 | 864,982.05 | 2,525,747.58 | 0.1% | 733.97 | 28.0% | 242,140.45 | 74,559,141.24 | 1.16% |
| Dic-89 | 1,067,202.55 | 3,169,591.56 | 0.1% | 906.80 | 27.7% | 295,828.84 | 74,253,790.72 | 1.44% |
| Media 89 | 8,172,181.97 | 22,150,087.40 | 0.6% | 64,888.63 | 46.1% | 3,394,928.38 | 55,473,845.09 | 1.240718% |
| | | | | | | | Anualizado ---> | 14.89% |
| Tasa x Principal | | | | | | prome ---> | 8,172,181.97 | 14.73% |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.

**Cuadro 6C
COSTO DE LOS CDs 1990**

| FECHA | COSTO CDs CTES. (\$US.) | COSTOS CDs CTES. (\$US.) | PARTICIP. SPNF EN CDs CTES | DESCUE.CDs PARA SPNF (\$us) | PARTICIP DEL BANEST EN CDs CTES | DESCUE.CDs PARA BANEST (\$us) | PRINCIPAL (\$us.) | TASA DE RENDIM. PROM. |
|----------|-------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|--|----------------------|-----------------------------|
| Ene-90 | 1,254,806.61 | 3,385,667.91 | 0.07% | 776.99 | 17.4% | 165,838.77 | 91,524,140.23 | 1.23% |
| Feb-90 | 1,307,202.49 | 3,973,895.56 | 0.05% | 696.88 | 15.0% | 195,551,.32 | 118,743,376.46 | 1.10% |
| Mar-90 | 1,593,366.41 | 4,891,634.89 | 0.05% | 780.29 | 15.02% | 242,304.53 | 129,095,747.59 | 1.23% |
| Abr.-90 | 1,397,183.75 | 4,331,269.62 | 0.05% | 763.34 | 16.4% | 228,858.29 | 115,745,880.77 | 1.21% |
| May-90 | 1,349,772.90 | 4,224,789.18 | 0.067% | 869.32 | 15.6% | 209,967.62 | 98,021,690.36 | 1.38% |
| Jun-90 | 1,132,766.21 | 3,556,885.89 | 0.07% | 840.69 | 21.1% | 239,368.80 | 85,102,221.05 | 1.33% |
| Jul-90 | 1,362,253.69 | 4,318,344.20 | 0.07% | 921.65 | 18.0% | 245,085.98 | 93,233,919.81 | 1.46% |
| Ago-90 | 1,768,958.30 | 5,660,666.57 | 0.04% | 693.30 | 15.0% | 264,550.07 | 120,704,041.70 | 1.47% |
| Sep-90 | 2,47,100.45 | 7,303,076.46 | 0.04% | 838.71 | 15.6% | 349,922.81 | 126,349,976.47 | 1.78% |
| Oct-90 | 2,434,897,10 | 8,010,811.45 | 0.03% | 843.70 | 14.0% | 340,225.55 | 136,091,294.39 | 1.79% |
| Nov-90 | 2,190,236.40 | 7,315,389.56 | 0.04% | 783.05 | 13.9% | 304,492,74 | 132,069,046.75 | 1.66% |
| Dic-90 | 1,918,871,96 | 6,504,975.94 | 0.05% | 871.65 | 16.9% | 324,259.87 | 103,749,635,42 | 1.85% |
| Media 90 | 19,827,416,27 | 63,477,407.23 | 0.05% | 806.63 | 16.6% | 261,702.20 | 112,553,914.25 | 1.46% |
| | | | | | | | Anualizado ---> | 17.48% |
| | | | | | Tasa x Principal | prome ---> | 19,827,416,27 | 17.62% |

Fuente: Sub Gerencia de Operaciones de Mercado Abierto del BCB.

Cuadro 7A

PARTICIPACION DE LOS CDs EN EL TOTAL DE DIVISAS DEL BCB- 1988

| FECHA | STOCK DV. (mill \$us) [1] | BALANZA CAMBIARIA | | | MONTO | PRINCIPAL | SALDO FLUJO CDs CTES (mill \$us) [7] | CDs CTES DIVISAS [8=6/1] | STOCK DV. SIN CDs (mill \$us) [9=6-1] |
|---------|---------------------------------|---|---|--|---|---|--|--------------------------------|--|
| | | FLUJO NETO DIVISAS (mill \$us) [2=3-4] | INGRESOS DIVISAS (mill \$us) [3] | SALIDAS DIVISAS (mill \$us) [4] | STOCK CDs CTES. ME (mill \$us) [5] | STOCKCDs CTES ME (mill \$us) [6] | | | |
| Dic-87 | 166.6 | | | | 7.1 | 7.0 | | | |
| Ene-87 | 121.2 | -41.4 | 58.8 | 100.2 | 16.1 | 16.0 | 9.0 | 13% | 105.2 |
| Feb-88 | 136.9 | 15.7 | 63.2 | 47.5 | 21.5 | 21.3 | 5.4 | 16% | 115.6 |
| Mar-88 | 134.2 | -2.7 | 62.6 | 65.3 | 23.2 | 23.0 | 1.7 | 17% | 111.2 |
| Abr.-88 | 131.1 | -3.1 | 65.8 | 68.9 | 22.3 | 22.0 | (1.0) | 17% | 109.1 |
| May-88 | 121.2 | -9.9 | 67.9 | 77.8 | 23.7 | 23.4 | 1.4 | 19% | 97.8 |
| Jun-88 | 158.0 | 36.8 | 94.3 | 57.5 | 23.2 | 23.0 | (0.5) | 15% | 135.0 |
| Jul-88 | 174.8 | 16.8 | 75.6 | 58.8 | 23.3 | 27.0 | 4.0 | 15% | 147.8 |
| Ago-88 | 190.7 | 15.9 | 181.5 | 165.6 | 37.6 | 37.2 | 10.2 | 19% | 153.5 |
| Sep-88 | 214.1 | 24.4 | 101.0 | 76.6 | 38.6 | 38.2 | 1.0 | 18% | 176.9 |
| Oct-88 | 193.1 | -22.0 | 88.3 | 110.13 | 40.1 | 39.6 | 1.5 | 21% | 153.5 |
| Nov-88 | 204.9 | 11.8 | 96.6 | 84.8 | 43.6 | 43.10 | 3.5 | 21% | 161.8 |
| Dic-88 | 230.6 | 12.7 | 121.8 | 96.5 | 47.3 | 46.8 | 3.7 | 20% | 183.8 |
| TOTAL | 167.7 | 68.0 | 1,077.4 | 1,009.8 | 30.40 | 30.0 | 3.3 | 18% | 137.6 |

FUENTE: Elaborado por UDAPE sobre la base de datos del BCB.

Cuadro 7B
PARTICIPACION DE LOS CDs EN EL TOTAL DE DIVISAS DEL BCB- 1989

| FECHA | STOCK DIV. (mill \$us) [1] | BALANZA CAMBIARIA | | | MONTO STOCK CDs CTES. ME (mill \$us) [5] | PRINCIPAL STOCK CDs CTES ME (mill \$us) [6] | SALDO FLUJO CDs CTES (mill \$us) [7] | CDs CTES/ DIVISAS [8=6/1] | STOCK DIV. SIN CDs (mill \$us) [9=6-1] |
|--------|----------------------------------|--|--|---|--|---|---|---------------------------------|---|
| | | FLUJO NETO DE DIVISAS (mill \$us) [2=3-4] | INGRESOS DE DIVISAS (mill \$us) [3] | SALIDAS DE DIVISAS (mill \$us) [4] | | | | | |
| Ene-89 | 205.9 | (24.7) | 114.1 | 138.7 | 54.4 | 53.8 | 7.0 | 26% | 152.10 |
| Feb-89 | 200.4 | (5.5) | 72.6 | 78.2 | 57.7 | 57.1 | 3.3 | 28% | 143.3 |
| Mar-89 | 233.2 | 32.8 | 140.6 | 107.8 | 35.2 | 34.9 | (22.2) | 15% | 198.3 |
| Abr-89 | 228.0 | (5.2) | 91.3 | 96.5 | 28.2 | 27.9 | (7.0) | 12% | 200.1 |
| May-89 | 184.4 | (43.6) | 60.0 | 103.6 | 23.7 | 23.4 | (4.5) | 13% | 161.0 |
| Jun-89 | 188.0 | 3.6 | 101.9 | 98.3 | 24.2 | 23.9 | 0.5 | 13% | 164.1 |
| Jul-89 | 162.5 | (25.5) | 84.2 | 109.8 | 20.1 | 19.9 | (4.0) | 12% | 142.6 |
| Ag0-89 | 160.8 | (1.7) | 127.5 | 129.10 | 23.2 | 22.9 | 3.0 | 14% | 137.9 |
| Sep-89 | 213.0 | 52.2 | 160.7 | 108.5 | 41.5 | 40.9 | 18.0 | 19% | 172.1 |
| Oct-89 | 200.6 | (12.4) | 136.9 | 149.3 | 51.7 | 51.0 | 10.1 | 25% | 149.6 |
| Nov-90 | 234.6 | 34.0 | 149.10 | 1107.2 | 65.6 | 64.8 | 13.7 | 28% | 169.8 |
| Dic-89 | 228.4 | (6.2) | 154.6 | 160.7 | 61.8 | 60.9 | (3.8) | 27% | 167.5 |
| TOTAL | 203.3 | (2.2) | 1,385.5 | 1.387.7 | 40.6 | 40.1 | 1.2 | 19% | 150.7 |

FUENTE: Elaborado por UDAPE sobre la base de datos del BCB.

Cuadro 7C
PARTICIPACION DE LOS CDs EN EL TOTAL DE DIVISAS DEL BCB- 1990

| FECHA | STOCK DIV. (mill \$us) [1] | BALANZA CAMBIARIA | | | MONTO STOCK CDs CTES. ME (mill \$us) [5] | PRINCIPAL STOCK CDs CTES ME (mill \$us) [6] | SALDO FLUJO CDs CTES (mill \$us) [7] | CDs CTES/ DIVISAS [8=6/1] | STOCK DIV. SIN CDs (mill \$us) [9=6-1] |
|--------|----------------------------------|--|--|---|--|---|---|---------------------------------|---|
| | | FLUJO NETO DE DIVISAS (mill \$us) [2=3-4] | INGRESOS DE DIVISAS (mill \$us) [3] | SALIDAS DE DIVISAS (mill \$us) [4] | | | | | |
| Ene-90 | 202.7 | (25.7) | 148.0 | 173.8 | 79.6 | 78.6 | 17.7 | 39% | 124.1 |
| Feb-90 | 228.6 | 25.9 | 134.7 | 108.8 | 101.8 | 100.6 | 20.0 | 44% | 127.9 |
| Mar-90 | 225.8 | (2.7) | 169.3 | 172.0 | 115.8 | 114.5 | 13.0 | 51% | 111.3 |
| Abr-90 | 184.4 | (41.4) | 130.1 | 171.5 | 107.7 | 102.5 | (12.0) | 56% | 82.0 |
| May-90 | 166.0 | (18.5) | 120.9 | 139.4 | 89.5 | 88.5 | (14.0) | 53% | 77.5 |
| Jun-90 | 158.9 | (7.0) | 139.10 | 146.1 | 69.6 | 68.7 | (19.7) | 43% | 90.2 |
| Jul-90 | 195.8 | 36.8 | | | 70.5 | 69.6 | 0.9 | 36% | 126.1 |
| Ago-90 | 233.5 | 37.8 | | | 83.8 | 82.7 | 13.10 | 35% | 150.8 |
| Sep-90 | 270.0 | 36.5 | 204.0 | 168.3 | 79.4 | 78.4 | (4.3) | 29% | 191.6 |
| Oct-90 | 288.5 | 18.5 | 199.2 | 180.8 | 86.4 | 85.4 | 7.0 | 30% | 203.1 |
| Nov-90 | 330.1 | 41.6 | 179.6 | 137.9 | 86.0 | 84.9 | (0.5) | 26% | 245.2 |
| Dic-90 | 269.0 | (61.3) | 136.5 | 197.8 | 76.9 | 85.9 | (9.0) | 28% | 192.9 |
| TOTAL | 2229.4 | 40.4 | 842.1 | 911.6 | 86.9 | 85.9 | 1.3 | 39% | 143.6 |

FUENTE: Elaborado por UDAPE sobre la base de datos del BCB.

Cuadro 8
TASA DE INTERES A PLAZO PROMEDIO 30 DIAS

| | T. Interés PF | | T. Rendimiento | |
|---------|---------------|-------|----------------|-------|
| | Bancos ME 1/ | | CDs ME | |
| ENE88 | | 17.39 | | 11.37 |
| FEB88 | | 16.90 | | 11.50 |
| MAR88 | | 17.41 | | 11.50 |
| ABR88 | | 17.17 | | 14.00 |
| MAY88 | | 16.89 | | 13.85 |
| JUN88 | | 17.18 | | 13.50 |
| JUL88 | | 17.01 | | 13.50 |
| AGO88 | | 16.58 | | 13.50 |
| SEP88 | | 16.36 | | 13.50 |
| OCT88 | | 16.05 | | 13.50 |
| NOV88 | | 16.08 | | 13.50 |
| DIC88 | | 15.84 | | 13.50 |
| ENE89 | | 15.36 | | 13.50 |
| FEB89 | | 15.23 | | 13.50 |
| MAR89 | | 14.69 | | 13.50 |
| ABR89 | | 14.95 | | 13.50 |
| MAY89 | | 15.10 | | 15.00 |
| JUN89 | | 15.41 | | 15.05 |
| JUL89 | | 15.45 | | 16.25 |
| AGO89 | | 16.55 | | 16.25 |
| SEP89 | | 16.69 | | 16.25 |
| OCT89 | | 16.31 | | 16.25 |
| NOV89 | | 15.89 | | 16.24 |
| DIC89 | | 15.98 | | 16.20 |
| ENE90 | | 15.92 | | 14.15 |
| FEB90 | | 15.28 | | 14.15 |
| MAR90 | | 14.78 | | 14.15 |
| ABRIL90 | | 14.59 | | 14.15 |
| MAY90 | | 14.46 | | 14.15 |
| JUN90 | | 14.44 | | 14.15 |
| JUL90 | | 14.55 | | 15.18 |
| AGO90 | | 14.44 | | 15.18 |
| SEP90 | | 14.42 | | 15.18 |
| OCT90 | | 14.47 | | 15.18 |
| NOV90 | | 14.39 | | 15.18 |
| DIC90 | | 14.45 | | 15.18 |

FUENTE: Banco Central de Bolivia
1/ Tasa de Interés Promedio a Plazo Fijo en ME,
Hoja macro

CUADRO 9A
 MONETIZACIONES DE LA ECONOMIA (En miles de bolivianos)

| FECHA | BASE MONETARIA (BM) [1] | OFERTA DE DINERO EN BOLIVIANOS (M2) [2] | OFERTA TOTAL DE DINERO (M 3) [3] | PIB NOMINAL [4] | BM/PIB [5=1/4] | M2/PIB [6=2/4] | M3/PIB [7=3/4] | DOLARI/PIB [8=7-6] | M2/M3 [9=2/3] |
|-------|----------------------------------|---|---|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------------|------------------|
| 1979 | 10 | 14 | 17 | 90 | 10.9% | 15.0% | 18.8% | 3.5% | 81.2% |
| 1980 | 14 | 20 | 23 | 123 | 11.2% | 16.3% | 18.8% | 2.5% | 86.6% |
| 1981 | 16 | 26 | 30 | 155 | 10.5% | 16.7% | 19.1% | 2.4% | 87.5% |
| 1982 | 64 | 95 | 99 | 402 | 15.8% | 23.7% | 24.5% | 0.8% | 96.8% |
| 1983 | 195 | 262 | 266 | 1.463 | 13.3% | 17.9% | 18.2% | 0.3% | 98.4% |
| 1984 | 3.345 | 3.941 | 3.986 | 23.224 | 14.4% | 17.0% | 17.2% | 0.2% | 98.9% |
| 1985 | 201.193 | 253.585 | 290.32 | 2,866,709 | 7.0% | 8.8% | 10.1% | 1.3% | 87.3% |
| 1986 | 384.165 | 562.686 | 822.127 | 8,924,094 | 4.3% | 6.3% | 9.2% | 2.9% | 68.4% |
| 1987 | 533.473 | 652.446 | 1,174,506 | 10,180,105 | 5.2% | 6.4% | 11.5% | 5.1% | 55.6% |
| 1988 | 874.917 | 873.226 | 1,682,692 | 12,302,674 | 7.1% | 7.1% | 13.7% | 6.6% | 51.9% |
| 1989 | 1,142,979 | 898.087 | 2,244,609 | 14,743,452 | 7.8% | 6.1% | 15.2% | 9.1% | 40.0% |
| 1990 | 1,805,676 | 1,167,645 | 3,306,034 | 17,719,000 | 10.2% | 6.6% | 18.7% | 12.1% | 35.3% |
| 1991 | | | | | | | | | |

FUENTE: Boletín BCB número 265

NOMENCLATURA

BM = Base Monetaria

M2 = Oferta de dinero en moneda nacional

M3 = Oferta total de dinero en MN y ME

PIB = Producto Interno Bruto

Calculado por el INE

DOLARI = Dolarización de la Economía Formal

CUADRO 9B
MONETIZACION DE LA ECONOMIA (En miles de bolivianos)

| FECHA 1990 | BASE MONETARIA (BM) [1] | OFERTA DE DINERO EN BOLIVIANOS (M2) [2] | OFERTA TOTAL DE DINERO (M 3) [3] | PIB NOMINAL [4] | BM/PIB [5=1/4] | M2/PIB [6=2/4] | M3/PIB [7=3/4] | DOLARI/PIB [8=7-6] | M2/M3 [9=2/3] |
|---------------|----------------------------------|--|---|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------------|------------------|
| ENE | 1,134,028 | 842.895 | 2,306,184 | 17,719,000 | 6.4 | 4.8 | 13.0 | 8.3 | 36.5 |
| FEB | 1,258,900 | 889.145 | 2,457,950 | 17,719,000 | 7.1 | 5.0 | 13.9 | 8.9 | 36.2 |
| MAR | 1,277,721 | 837.482 | 2,502,410 | 17,719,000 | 7.2 | 4.7 | 14.1 | 9.4 | 33.5 |
| ABR. | 1,239,292 | 879.151 | 2,516,299 | 17,719,000 | 7.0 | 5.0 | 14.5 | 9.6 | 34.1 |
| MAY | 1,227,390 | 915.164 | 2,639,935 | 17,719,000 | 6.9 | 5.2 | 14.9 | 9.7 | 34.7 |
| JUN | 1,219,023 | 954.895 | 2,676,331 | 17,719,000 | 6.9 | 5.4 | 15.1 | 9.7 | 35.7 |
| JUL | 1,375,676 | 958.255 | 2,728,076 | 17,719,000 | 7.8 | 5.4 | 15.4 | 10.0 | 35.1 |
| AGO | 1,435,946 | 987.256 | 2,881,429 | 17,719,000 | 8.1 | 5.6 | 16.3 | 10.7 | 34.3 |
| SEP | 1,413,514 | 998.966 | 2,983,758 | 17,719,000 | 8.0 | 5.6 | 16.8 | 11.2 | 33.5 |
| OCT | 1,408,919 | 1,008,273 | 3,074,919 | 17,719,000 | 8.0 | 5.7 | 17.4 | 11.7 | 32.8 |
| NOV | 1,482,703 | 1,039,611 | 3,150,297 | 17,719,000 | 8.4 | 5.9 | 17.8 | 11.9 | 33.0 |
| DIC | 1,805,676 | 1,167,645 | 3,306,034 | 17,719,000 | 10.2 | 6.6 | 18.7 | 12.1 | 35.3 |

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE BANCOS,BCB e INE

NOMENCLATURA

BM = Base Monetaria

M2 = Oferta de dinero en moneda nacional

M3 = Oferta total de dinero en MN y ME

PIB = Producto Interno Bruto

Calculado por el INE

DOLARI = Dolarización de la Ecomía Formal

Cuadro 10
BALANZA CAMBIARIA

| DETALLE | 1988 | 1989 | 1990 | PARTICIP. POR CENT. | | |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------------------|-------|-------|
| | | | | 1988 | 1989 | 1990 |
| I INGRESOS DE DIVISAS | 1076.8 | 1385.5 | 1214.5 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| I.A POR EXPORTACIONES | 519.4 | 470.6 | 397.3 | 48.2 | 34.0 | 32.7 |
| I.B DONACIONES | 9.9 | 19.5 | 21.1 | 0.9 | 1.4 | 1.7 |
| I.C COMPRA VENTANILLA BCB | 194.9 | 17.10 | 4.7 | 18.10 | 1.2 | 0.4 |
| I.D BANCOS CHEQUES | | 228 | 246.3 | 0.0 | 16.5 | 20.3 |
| I.E DESEMBOLSOS DEUDA EXTER. | 328.0 | 344 | 157.2 | 30.5 | 24.8 | 12.9 |
| I.F AGENCIAS | 4.6 | 27.2 | 45.4 | 0.4 | 2.0 | 3.7 |
| I.G CDs | | 81.9 | 110.4 | 0.0 | 5.9 | 9.1 |
| I.H REVERSION BOLSIN | | 114.8 | 106.9 | 0.0 | 8.3 | 8.8 |
| I.I OTROS | 20.0 | 82.4 | 125.2 | 1.9 | 5.9 | 10.3 |
| II EGRESOS | 1,008.8 | 1,387.7 | 1,209.5 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| II.A POR IMPORTACION | 703.7 | 878.4 | 698.8 | 69.8 | 63.3 | 57.8 |
| - BIENES SECTOR PUBLICO | 50.1 | 31 | 49.3 | 5.0 | 2.2 | 4.1 |
| - BIENES SECTOR PRIVADO.BA | 9.7 | 111.9 | 182.5 | 1.0 | 8.1 | 15.1 |
| - BOLSIN | 569.4 | 682 | 430.5 | 56.4 | 49.1 | 35.6 |
| - SERVICIOS | 74.5 | 53.5 | 36.5 | 7.4 | 3.9 | 3.0 |
| II.B SERVICIOS DEUDA EXTERNA | 247.8 | 231.2 | 171.9 | 24.6 | 16.7 | 14.2 |
| - CAPITAL | 165.6 | 149 | 121.2 | 16.4 | 10.7 | 10.0 |
| - INTERESES | 82.2 | 82.2 | 50.7 | 8.1 | 5.9 | 4.2 |
| II.C BOLSIN REZAGADO | | 110.5 | 106.1 | 0.0 | 8.0 | 8.8 |
| II.D AGENCIAS | | 26.9 | 40.3 | 0.0 | 1.9 | 3.3 |
| II.E CDs | | 61 | 83.9 | 0.0 | 4.4 | 6.9 |
| II.F OTROS | 57.3 | 79.7 | 108.5 | 5.7 | 5.7 | 9.0 |
| FLUJO NETO DE DIVISAS | 68.0 | (2.2) | 5.0 | | | |

FUENTE: BCB - DIVISION DE BALANZA DE PAGOS Y CAMBIARIA

Cuadro 11
RESUMEN DE BALANZA CAMBIARIA

| DETALLE | 1988 | 1989 | 1990 2/ |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| POR EXPORTACIONES | 519.4 | 470.6 | 397.3 |
| DEMANDA IMPORTACION PRIV & PUB | 134.3 | 169.4 | 268.3 |
| BOLSIN | 569.4 | 677.7 | 429.7 |
| SALDO | (184.3) | (403.5) | (300.7) |
| INGRESO CDs | 60.0 1/ | 81.9 | 110.4 |
| EGRESO CDs | 28.0 1/ | 61.0 | 83.9 |
| | 32.0 | 20.9 | 26.5 |
| DESEMBOLSOS DEUDA EXTERNA | 328.00 | 344.00 | 157.20 |
| SERVICIOS DEUDA EXTERNA | 247.80 | 231.20 | 171.90 |
| SALDO | 80.20 | 112.80 | (14.70) |
| OTROS INGRESOS | 169.4 | 374.2 | 442.7 |
| OTROS INGRESOS | 29.3 | 106.6 | 148.8 |
| SALDO | 140.1 | 267.6 | 293.9 |
| FLUJO TOTAL | 68.0 | (2.2) | 5.0 |

1/ Dato Estimado

2/ hasta agosto 1990

FUENTE: Elaborado por UDAPE sobre la base de datos del BCB