

UNIVERSIDAD MAYOR DE SAN ANDRES

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y FINANCIERAS

CARRERA: ECONOMIA



TESIS DE GRADO

**“La Liberalización de las Tasas de Interes en
Bolivia y sus efectos en la Economía”**

Postulante: Freddy Javier Oporto Del Castillo

Tutor : Lic. Roberto Caro Miranda

La Paz - Bolivia

1993

A MIS PADRES

Quiénes en el pasado, desde mi infancia, con verdadero amor, sacrificio y dedicación lograron mi formación en la vida.

A MI ESPOSA

Con quién en el presente, es el bastón que me ayuda a recorrer en la vida.

A MIS HIJOS

A quiénes para el futuro, debo formarlos para que se desenvuelvan sin problemas por el camino de la vida.

Mis sinceros agradecimientos a todos los
catedráticos que a lo largo de mi
carrera universitaria colaboraron
decididamente en mi formación académica,
en especial debo realizar un profundo
reconocimiento al Lic. Roberto Caro
Miranda, Tutor de esta tesis, quién ha
sido la guía fundamental, por aportar
sus valiosos conocimientos y
experiencia, hasta lograr la conclusión
de este trabajo de investigación. A
Instituciones que me han brindado la
información estadística necesaria, a
todos ellos mi más profundo
reconocimiento.

LA LIBERALIZACION DE LAS TASAS DE INTERES EN BOLIVIA
Y SUS EFECTOS EN LA ECONOMIA

I N D I C E G E N E R A L

- PROLOGO
1. La tasa de interés
 - 1.1. El rol de la tasa de interés en la economía
 - 1.2. Tasas de interés nominales y reales
 2. Teorías sobre la tasa de interés
 - 2.1. El pensamiento clásico
 - 2.2. El pensamiento keynesiano
 - 2.3. El pensamiento monetarista
 - 2.4. Teorías recientes de la tasa de interés en los Países Menos Desarrollados
 3. Efectos de las políticas de tasas de interés sobre la estabilización y el crecimiento económico.
 - 3.1. Tasas de interés reprimidas
 - 3.2. La liberalización de tasas de interés
 - 3.3. La tasa de interés y el crecimiento económico
 - a) La tasa de interés real y la asignación del ahorro
 - b) Efectos de la tasa de interés real baja
 - c) Efectos de la tasa de interés real alta
 4. El comportamiento de las tasas de interés en Bolivia
 - 4.1. La evolución del sistema financiero de Bolivia
 - 4.2. La liberalización financiera en Bolivia

- 4.3. La modernización del sistema financiero y el rol de la política monetaria
- 4.4. La tasa de interés y el crecimiento económico
 - a) Principales limitaciones a la recuperación económica
 - b) Ahorro e inversión en Bolivia
 - c) Análisis sobre la relación entre tasas de interés e inflación
- 5. Modelo para la determinación de la tasa de interés en Bolivia
 - 5.1. Determinantes de la tasa de interés de mercado en una economía cerrada
 - 5.2. Determinantes de la tasa de interés de mercado en una economía abierta
- 6. Conclusiones y recomendaciones
- 7. Anexos y cuadros estadísticos
 - LISTA DE CUADROS
 - LISTA DE GRAFICOS
 - ABREVIATURAS UTILIZADAS
- 8. Bibliografía

PROLOGO

En el período 1980-1990 el país ha experimentado una extraordinaria variedad de problemas económicos y a tratado de resolverlos mediante la elaboración de nuevas y diferentes políticas y medidas institucionales.

En esa labor, la capacidad de reacción de los mecanismos monetarios a las necesidades de la política de ajuste económico constituyen un motivo de preocupación. De acuerdo con el enfoque monetario lo prioritario es, el control del crédito y a través de este el nivel de reservas. Así mismo el sistema financiero puede sostener un nivel de crédito interno, haciendo uso de los siguientes recursos: Deuda externa, Reservas Internacionales, Recursos Internos respaldados con la producción nacional y recursos internos inorgánicos. Solamente en este último caso el financiamiento de la economía sería inflacionario.

Las reformas encaradas a partir de 1985 señalan un panorama general de avance orientados al fortalecimiento del ahorro interno hacia la gestión de los recursos tendentes al crecimiento, y la gestión de

la demanda con miras a la estabilización. Sin embargo, la política de tasas de interés como instrumento coadyubante para el logro del crecimiento tanto del ahorro como de la inversión, ha generado controversias.

Para evaluar los efectos de la Política de Tasas de Interés y del sistema financiero deben considerarse tres cuestiones:

¿Que se espera del sistema financiero?, ¿En que medida ha resultado fructífera o fracasado la liberalización de la tasa de interés? ¿Como puede mejorarse?

Las respuestas a estas interrogantes, varían según los enfoques que se adopten van desde lo filosófico hasta lo práctico y desde lo específico hasta lo amplio y general.

El presente trabajo, analiza que con la aplicación de una política de liberalización de las tasas de interés, se ha logrado fortalecer el sistema financiero nacional y se ha generado niveles de ahorro privado significativos que han incidido favorablemente en la Inversión y por ende en los niveles de producción e ingreso.

El análisis corresponde al período 1985-1991, adoptándose como punto de partida la implementación de la Nueva Política Económica, sin que ello signifique que no se considere los hechos económicos ocurridos años atrás que han afectado el comportamiento económico del país.

La hipótesis planteada y mostrada está en que la liberalización de las tasas de interés afectan positivamente el comportamiento de las variables macroeconómicas, en la modernización del sistema financiero, dando lugar a una efectiva competencia bancaria. En este sentido se analizó las teorías al respecto y mediante un modelo econométrico se comprobó en la evidencia empírica que las medidas de liberalización de las tasas de interés y del sistema financiero traen como consecuencia un aumento de la tasas de ahorro y de la inversión.

Esta política ligada a las estabilidad de precios y al régimen cambiario, estimularon un ingreso significativo de capitales (principalmente por repatriación de capitales nacionales) atraídos por el rendimiento respecto a las tasas vigentes en mercados financieros

internacionales. La política de liberalización financiera no busca incrementar los ahorros "per se" sino promover un aumento en el volumen y eficiencia de formación de capital.

La dinámica de los cambios en la estructura productiva, demandan un sistema financiero eficaz, que permita fortalecer el ahorro financiero privado y que movilice eficazmente hacia la inversión productiva.

El concepto de la tasa de interés y su rol en el sistema económico son desarrollados en el capítulo I.

A objeto de esclarecer la naturaleza del rol de la tasa de interés se ha explorado las distintas escuelas de pensamiento económico enfatizándose sobre las teorías recientes, para los Países de menor desarrollo en el capítulo II.

La liberalización de las tasas de interés y sus efectos en el sistema económico son analizados en el capítulo III.

La tasa de interés y sus implicaciones en la economía boliviana son analizados en el capítulo IV.

En el capítulo V se desarrolla un modelo econométrico para dos escenarios; Uno considerando a la tasa de interés en una economía cerrada y otro en el que la tasa de interés es determinada en una economía abierta.

En el capítulo VI se presentan las conclusiones del presente trabajo de investigación.

CAPITULO I

1. MARCO CONCEPTUAL: LA TASA DE INTERES

En Bolivia, el sector financiero desempeña un papel de gran importancia en el logro de los objetivos de estabilidad y crecimiento económico. Este sector influye sobre los montos totales de ahorro y de inversión, así como también en la productividad de la asignación de los recursos a los proyectos de inversión. Esto es algo que reconocen las autoridades económicas del país. Sin embargo, en vista de la escasez de capital, distintos gobiernos han adoptado diferentes estrategias financieras para estimular el crecimiento.

Algunos Gobiernos han ensayado una "estrategia intervencionista", usando el control de tasas de interés y de otras variables financieras para estimular el crecimiento mediante políticas de crédito selectivo/¹. Esas políticas han hecho que el costo del capital no sea igual para los distintos sectores económicos, por ejemplo, mediante el aumento de la cantidad y la reducción del costo del crédito al sector público. Además,

¹ GOMEZ-OLIVER, Antonio. "La política de tasa de interés y la reforma financiera". Instituto del F.M.I. pp. 1.

también se han diferenciado las instituciones financieras para complementar los objetivos de las políticas de crédito selectivo. Esta estrategia, sin embargo, ha ocasionado la fragmentación y subdesarrollo del mercado financiero, y en ciertos períodos históricos, ha generado una alta inflación, crisis repetidas de la balanza de pagos, y mayor incertidumbre e inestabilidad económica.

Otros Gobiernos, en cambio, han seguido una estrategia financiera diferente, basada más en los mecanismos de mercado que en políticas administradas por el sector público, para alcanzar sus objetivos. Sus principales metas han sido.

- i) promover y movilizar el ahorro
- ii) lograr una asignación eficiente de los fondos invertibles
- iii) mantener la estabilidad macroeconómica y reducir la incertidumbre.

En lo que toca a desarrollo y crecimiento económico, la estrategia basada en mecanismos de mercado, en general, ha dado mejores resultados que la estrategia intervencionista, que más adelante se pasará a demostrar.

A partir de 1985, Bolivia ha reemplazado su estrategia intervencionista por la estrategia basada en las fuerzas de mercado. Este reemplazo es lo que ha dado llamarse "reforma financiera" o "liberación financiera". Los resultados obtenidos con las reformas financieras son todavía preliminares observándose un rápido crecimiento de los activos financieros, una aceleración del crecimiento económico y mayor estabilidad económica.

1.1 EL ROL DE LA TASA DE INTERES EN LA ECONOMIA

La tasa de interés desempeña roles importantes en una economía, como ser :

- a) Influencia en la demanda de dinero.
- b) Representa el costo de oportunidad del consumo corriente en relación al consumo futuro. Influye en la decisión de ahorro-consumo del sector privado.
- c) Representa la rentabilidad de acumular activos financieros, junto con la rentabilidad de los activos financieros externos y las variaciones previstas del tipo de cambio, influye en la forma en que los poseedores de riqueza la distribuyen entre activos financieros

(nacionales y extranjeros) y activos reales.

- d) Representa un elemento importante en el costo del capital. Como tal, influye en el monto total de este y en la asignación de la inversión.
- e) Facilita las comparaciones intertemporales de costos y rendimientos.

En consecuencia, la tasa de interés afecta el comportamiento de los agentes económicos en el sector real y financiero de la economía.

1.2 TASAS DE INTERES NOMINALES Y REALES

La tasa de interés que es pertinente para el comportamiento de agentes económicos relacionado con las tres primeras funciones mencionadas anteriormente, y que tiene, por lo tanto, efectos sobre el sector real de una economía, es la tasa de interés "real", es decir, la tasa de interés que resulta una vez descontado el efecto de las variaciones del nivel de precios/².

Como en una coyuntura económica dada se pueden calcular diferentes tasas de interés real (por

² Ibid . pp. 3.

ejemplo las tasas de interés varían según el plazo de los activos), se plantea la cuestión de saber cual de las tasas de interés reales que podrían calcularse en la economía sería la más pertinente para el análisis de los cambios en el sector real de la economía, producidos por el comportamiento de los agentes económicos.

Se puede deducir que sería más pertinente una tasa de interés real a largo plazo que una a corto plazo, dado que las decisiones de ahorro e inversión tienen un alcance a largo plazo. Sin embargo, las tasas de interés reales de largo plazo que descuentan la tasa de inflación efectivamente registrada no son precisamente las que afectan al comportamiento económico, porque éste se ve afectado más bien por la tasa prevista de inflación. Por ello, la mejor tasa de interés real «prevista», es aquella que descuenta la tasa prevista de inflación de la tasa de interés nominal. Sin embargo, la tasa prevista de inflación no es observable directamente. Por lo tanto, a los fines de la política y del análisis empírico se necesita algún sustituto de esa tasa de interés real prevista. El sustituto más común de esa tasa es la tasa de interés nominal corriente descontada

por la tasa observada de inflación. Sin embargo, también se puede calcular una medida de la inflación prevista con un modelo de "expectativas adaptables", o con un modelo de "expectativas racionales", y descontar esa medida de la inflación prevista de la tasa nominal de interés.

La tasa de interés real prevista también influye sobre la forma en que los agentes económicos distribuyen la riqueza entre activos financieros y activos reales. Sin embargo, la distribución de su riqueza financiera, entre activos financieros nacionales y extranjeros, se ve afectada por las tasas de interés nominales de los mercados nacional y extranjero y por la variación prevista de la tasa de cambio, y no por la tasa real de interés.

CAPITULO II

2. TEORIAS SOBRE LA TASA DE INTERES

Son comunes a todas las operaciones bancarias los conceptos gemelos de descuento e intereses. Durante milenios, los hombres han tratado de comprender su naturaleza. El interés, como pago a quien proporciona liquidez, es un concepto característico de las economías modernas, que trabajan con grandes cantidades de capital. Este es, esencialmente, el precio que hay que pagar para obtener liquidez contra la promesa de un pago futuro o, inversamente, que se recibe al poner la liquidez a disposición de alguien, a cambio de una promesa semejante.

Las tasas de interés siempre fueron un elemento importante en todo desarrollo teórico tendiente a explicar el funcionamiento económico de una sociedad capitalista, sea esta con mayor o menor participación del estado en las actividades productivas.

Ciertamente, las tasas de interés al influir directamente sobre algunas variables (ahorro,

inversión), indirectamente lo hacen sobre otras (consumo, ingreso, precios, empleo, salarios, etc.).

El resultado que se obtenga en un momento histórico dado dará lugar a modificaciones en estas últimas variables que a su vez repercutirán en nuevos cambios de las tasas de interés. Esta interdependencia dinámica entre tasas de interés y otras variables macroeconómicas señala su importancia como instrumento de política y desarrollo económico.

Las teorías macroeconómicas han desarrollado criterios que nos pueden explicar mejor esta interdependencia.

2.1 EL PENSAMIENTO CLASICO

La teoría clásica sobre el equilibrio de la actividad económica se fundamentaba en argumentos derivados de la confianza que los economistas liberales de los siglos anteriores depositaban en el libre juego de las fuerzas de mercado, como elemento conductor del equilibrio en general.

La ortodoxia clásica no creía que el ahorro pudiera interrumpir el perfecto funcionamiento de los flujos de la producción, del ingreso y del gasto. La doctrina clásica reconocía que no todo el ingreso generado debería ser consumido por la colectividad, ya que una parte de la producción se destina a la inversión. Por ello, bastaría que el ahorro se igualara a la inversión para que el equilibrio general se mantuviera.

Planteando el asunto en estos términos, los clásicos continuarían confiando en la automaticidad del equilibrio general, pues según creían, la tasa de interés garantizaría que el volumen del ahorro siempre resultase igual al volumen de la inversión.

Como el ahorro representa una renuncia al consumo, ellos sostenían que la colectividad solamente estaría dispuesta a ahorrar si hubiera compensación económica para esa renuncia.

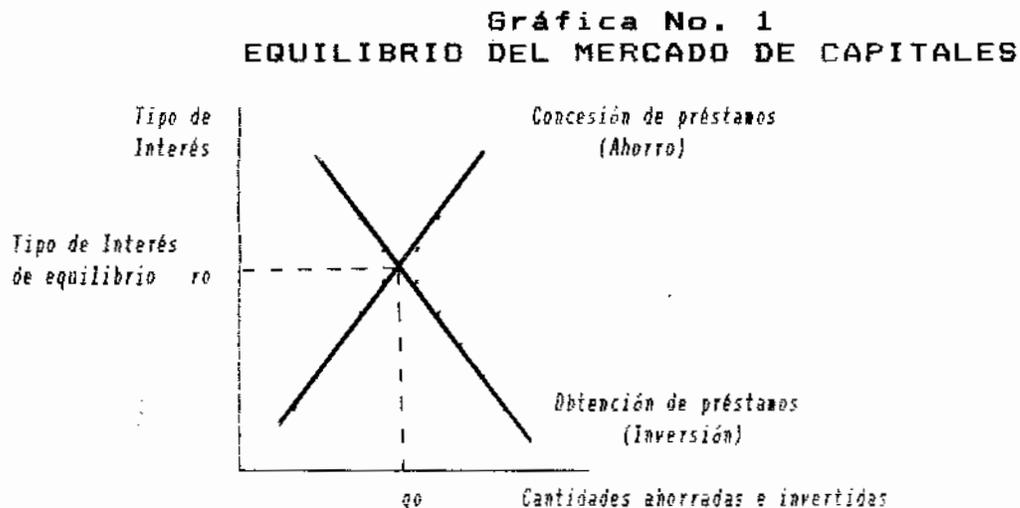
Los clásicos señalan que el mercado de bonos (que podría entenderse como mercado de capitales) funciona como cualquier otro mercado, logrando una igualdad entre la concesión de préstamos o la

compra de bonos (que suponen igual al ahorro) y la obtención de préstamos ó la venta de bonos (que suponen igual a la inversión surge de la preferencia del consumidor "racional" por un rendimiento positivo en vez de ninguno, esto es, por ejemplo que los empresarios no incurrirán en una obligación de pagar intereses, a menos que tengan algún uso productivo para los fondos obtenidos a préstamo. A su vez, esta igualdad de ahorro-inversión se mantiene a través de las fluctuaciones del tipo de interés.

Para que el tipo de interés logre igualar la concesión y obtención de préstamos y por consiguiente, el ahorro y la inversión, es necesario:

- a) Que los ahorristas ahorren más a tipos de interés mas altos que a tipos de interés más bajos , ó que los inversores deseen tomar prestado más a tipos de interés más bajos que a más altos, o ambas cosas.
- b) Que exista algún tipo de interés mayor a cero.

El Gráfico 1 muestra la determinación del equilibrio en el mercado de capitales.



Por lo general, se suponía que tanto la inversión como el ahorro eran elásticas respecto al interés.

En relación a la elasticidad de la inversión respecto del interés, se reconoce que una parte de la obtención de préstamos puede ir a los consumidores, pero la mayoría de los recursos tiene fines de inversión, que permiten al prestatario aumentar su capital productivo en máquinas, edificios e inventarios. En consecuencia se supone que la situación del ahorro muestra el ahorro neto disponible (sustrayendo del ahorro bruto, los préstamos por parte de los

consumidores), a cada tipo de interés. Los préstamos obtenidos entonces son solo para propósitos de inversión en bienes de capital. Así, el factor básico que sustenta el cuadro de la toma de préstamos es la productividad de las adiciones al capital ó "productividad marginal del capital". Los frutos de la obtención de préstamos por parte de los negocios son los bienes de capital. Estos bienes de capital acrecentarán la producción total en el futuro, porque los métodos de producción "indirectos" -, es decir, los que usan capital - son más productivos que los métodos directos - aquellos que no emplean capital. Pero, por el principio de los rendimientos marginales decrecientes, mientras mayor sea el uso de los bienes de capital, menor será el producto marginal del capital. Y puesto que de éste rendimiento es de donde tiene que pagarse el interés, mientras más sea la tasa de inversión, más bajo será el tipo de interés que los prestatarios podrán pagar. Desde luego, a ellos les gustaría tomar prestado al tipo de interés más bajo posible - a cero si pudieran - pero la competencia por los fondos disponibles los forzara a pagar lo que sea necesario, y ellos lo pagarán llevando la inversión hasta el punto en que

más inversión no produzca ya un rendimiento por encima del tipo de interés, es decir, hasta que la productividad marginal del capital iguale la tasa de interés.

En relación a la supuesta elasticidad del ahorro respecto al interés, se refleja el punto de vista de que el ahorro en cualquier cantidad positiva es sacrificio de consumo y es necesario un tipo de interés positivo para producir ahorro; y mas aún, es necesario un tipo de interés en alza para garantizar cantidades crecientes de ahorro.

La teoría clásica muestra en resumen un mercado de capitales conformada por las siguientes ecuaciones:

$$\begin{aligned} S &= S(r) && \text{(función ahorro)} \\ I &= I(r) && \text{(función inversión)} \\ S &= I && \text{(equilibrio en mercado de} \\ &&& \text{capitales)} \end{aligned}$$

donde: S = ahorro; I = inversión; r = tasa de interés.

La escuela neoclásica, heredera de la teoría cuantitativa de dinero añade que el dinero es un

medio de cambio que se utiliza para la realización de transacciones, y se lo demanda exclusivamente por esa función, no existiendo una demanda del dinero por el dinero en sí. De esta manera, la cantidad de dinero (M) existente en una colectividad y su velocidad de circulación (V), igualarán al volumen de las transacciones (T) multiplicadas por el nivel general de precios (P).

$$M V = P T$$

El proceso de ahorro no rompe esta igualdad entre la corriente total de dinero contra el valor de los bienes, puesto que si bien todo el dinero que adquieren los individuos es gastado, puede ser que ellos mismos no lo gasten si son ahorradores; pero el tipo de interés se ajustará al punto en que un inversor quiera precisamente la cantidad que el ahorrador decidió no gastar.

La tasa de interés de equilibrio permitirá que todo el ahorro se transforme en su integridad en inversión, e indirectamente permitirá que la demanda global iguale a la oferta global.

2.2 EL PENSAMIENTO KEYNESIANO

Esas bases de la teoría clásica, parecían definitivas. Sin embargo, la crisis económica que venían ocurriendo y que culminaron con la gran depresión, socavaron el edificio de la doctrina clásica. En realidad, los sistemas de libre empresa capitalista no eran suficientes para garantizar automáticamente la prosperidad, el pleno empleo de los factores y el equilibrio general de la actividad.

Corresponde a Keynes emprender la tarea de cuestionar la ortodoxia clásica y formular un nuevo conjunto de principios y teorías que pusieran en evidencia las causas del desajuste entre la oferta y la demanda globales y que propusiera con sólidas bases la política económica de estabilización.

Keynes señala que el ingreso, tanto monetario como real (Y) depende del volumen de ocupación (N):

$$Y = Y(N)$$

Cuando la ocupación aumenta crece el ingreso global de la comunidad. Pero la Psicología de la comunidad es tal, que cuando el ingreso real aumenta, el

consumo total (C) crece, aunque no en la misma proporción. De esta forma, se establece una relación de dependencia con respecto al ingreso $C = C(Y)$ y a la propensión marginal a consumir ($PMC = C/Y$) que es relativamente estable en el corto plazo.

Puesto que el consumo aumenta en menor proporción al aumento del ingreso, entonces cuanto mayor es el volumen de ocupación, mayor es la brecha entre la producción total y el consumo total. Esa diferencia tiene que ser cubierta necesariamente por la inversión. Es decir, lo que la comunidad dedicará a consumo ó a nuevas inversiones es lo que Keynes denominó demanda efectiva.

Al suponer que la propensión a consumir es estable, la insuficiencia y las fluctuaciones de la demanda efectiva tienen que deberse a la inversión. De esta manera, se descubre en la inversión una variable estratégica por el papel que ella cumple en el sistema económico.

Keynes señala que la inversión depende en forma directa de dos factores: la tasa de interés y la eficacia marginal del capital (EMC) ó tasa de

rendimiento que se espera obtener con la inversión de un bien de capital. A su vez, ambos factores están determinados por mecanismos distintos, lo que hace de la inversión una variable muy compleja.

Respecto al interés, modifica sustancialmente la teoría neoclásica, al negar que este constituye una recompensa por dejar de consumir. Expone que el interés es una recompensa por desprenderse de activos en forma líquida, es un pago por el uso del dinero. Es por tanto, un fenómeno puramente monetario, en el sentido de que está determinado por la demanda y oferta de dinero. Al dinero se lo demanda porque es el único activo perfectamente líquido. Así, Keynes define la preferencia por la liquidez como el deseo de la gente por mantener riqueza en dinero efectivo. La preferencia por la liquidez expresa la intensidad del deseo de atesorar y depende de tres motivos: transacción, precaución y especulación. Los dos primeros se relacionan con el ingreso y solo el tercero con la tasa de interés. La tasa de interés depende de la consistencia de la preferencia por la liquidez, en relación con la cantidad total de dinero disponible. En otras palabras, si la preferencia

crece, la tasa de interés tiende a elevarse; pero las autoridades pueden satisfacer esa mayor preferencia, aumentando la cantidad de dinero, con lo que pueden evitar el alza de la tasa de interés. Las autoridades tienen por tanto, en la cantidad de dinero el instrumento clave para determinar el nivel de la tasa de interés y, a través de ella, gobernar la inversión. La tasa de interés esta determinada por la demanda y la oferta de dinero, pero las autoridades pueden controlar discrecionalmente la oferta.

En relación a la EMC, Keynes señala que esta es determinada por el costo de inversión (costo de reposición o precio del bien de capital) y por los rendimientos que se espera obtener anualmente, mientras dure la vida útil del capital.

El costo de la inversión es el costo de construir un bien de capital, y - según Keynes - puesto que la industria productora de bienes de capital trabaja con costos crecientes, entonces, suponiendo constante el rendimiento esperado de la inversión, la EMC, que es la tasa esperada de beneficios, se reducirá si aumenta la inversión.

Por otro lado, los rendimientos que se espera obtener anualmente, dependen de las previsiones sobre el futuro a largo plazo, pues los equipos o plantas tendrán una vida útil de muchos años. Así, las expectativas sobre lo que ocurrirá en el largo plazo con los precios y costos constituyen un foco de inestabilidad de los rendimientos esperados (EMC), que se trasmite a la inversión y a través de ella a toda la economía.

Keynes señala que sólo la tasa de interés marcará el ritmo de la EMC, y la relación de ambas regirán la inversión. Si al comparar ambos elementos, el inversionista comprueba que la EMC es mayor que la tasa de interés, se decidirá por realizar la nueva inversión, ya que le resultará más ventajoso invertir que prestar el dinero. En general, mientras la EMC esté por encima de la tasa de interés, crecerá la inversión. Pero, como se señaló con anterioridad, las autoridades tienen la herramienta para controlar las tasas de interés; pueden cambiar discrecionalmente la cantidad de dinero y por tanto pueden lograr un nivel de tasas de interés siempre bajo en relación a la EMC que permitirá la constante realización de inversiones.

Las ideas de Keynes constituyen un sólido respaldo para la acción del estado en épocas de depresión. Considera que la política fiscal de gasto en inversión pública es un instrumento de primera importancia, puesto que es un gasto autónomo, es decir, no depende del nivel de ingreso dado que no es financiado con recursos que signifiquen una sustracción de fondos disponibles por las familias y empresas que podrían ser gastados en consumo o inversión; es un gasto nuevo financiado con dinero nuevo del Banco Central, de modo que su volumen depende de las decisiones de las autoridades.

Para maximizar sus impactos sobre el nivel de actividad económica, es necesario reducir al mínimo las filtraciones y evitar la presencia de elementos neutralizantes como por ejemplo, el incremento de la tasa de interés o la caída de la EMC.

Sin embargo, es necesario destacar la idea de Keynes de que los cambios en la demanda efectiva generan variaciones en las cantidades producidas, antes que variaciones en los precios.

2.3 EL PENSAMIENTO MONETARISTA

En las últimas décadas, ha habido algunos que quisieron subordinar las normas monetarias a un papel exclusivo de refuerzo de las normas de imposición y erogaciones del gobierno. Otros prefieren las disposiciones monetarias, como instrumento normativo principal. Desde el punto de vista práctico, señalan la facilidad con la que pueden tomarse medidas monetarias en el nivel ejecutivo del sistema bancario, en comparación con las dificultades presentes que son características no sólo de la promulgación de leyes y la aplicación de cambios en la imposición, sino también del modo en que los empresarios los perciben y los adaptan a sus esfuerzos.

Sin embargo, la inclinación reciente hacia una gran dependencia de las normas monetarias, no se debe sólo a consideraciones administrativas, dada la evidencia de que, en las naciones más industrializadas, por lo menos, la velocidad de circulación del dinero tiende a cambiar muy lentamente en circunstancias normales, cuando los precios permanecen constantes. Por ende, $MV = PT$

forma la base de las recomendaciones normativas, atractivas, para la administración precisa del crecimiento de las transacciones, mediante dosis cuidadosamente aplicadas de dinero nuevo. En otras palabras, la demanda total y el producto nacional, de acuerdo con esta filosofía, deben administrarse por medio del sistema monetario, por el Banco Central.

Quienes proponen ese método, encabezados por el profesor Milton Friedman de la Universidad de Chicago, al que se reconoce generalmente como líder de la escuela neomonetarista, han señalado que el principal problema inherente en el crecimiento controlado mediante la expansión del dinero, se deriva del tiempo requerido para que los cambios en la oferta del dinero ejerzan su influencia sobre el producto. Han demostrado que esos retrasos pueden conducir a un efecto contrario, cuando las medidas de expansión tomadas por el Banco Central, puestas en acción sobre la base de indicadores estadísticos que muestren un receso incipiente, comienzan a ejercer sus efectos un año después, cuando la economía puede estar ya en plena recuperación, exacerbando en esa forma la tendencia alcista,

hasta convertirla en un auge exagerado. Cuando se le aplican los frenos a la expansión económica, el efecto por el contrario, puede presentarse en el momento en que la economía sufra una depresión, lanzándola a un receso todavía más profunda del que se hubiera producido sin la acción limitadora del mecanismo monetario poderoso. Para prevenir ese tipo de resultados indeseables, auges y depresiones, Friedman y algunos de sus seguidores han abogado por un plan piloto monetario automático, o sea, una norma actual de expansión de M por una cantidad fija anual de 5% que, según suponen, dará como resultado un crecimiento constante, sin el peligro de inestabilidad debidas a las disposiciones de "corrección", de buena voluntad, pero poco oportunas, que tomen las autoridades monetarias. Por supuesto, el ritmo al que se establecería esa expansión depende de una estimación realista del crecimiento simultáneo de los recursos reales que se requieren para la producción incrementada. Formulada para una economía de recursos amplios y cualitativamente diversificados, como los de los Estados Unidos, esta proposición podría encontrar algunas dificultades, al aplicarse a economías en

desarrollo, con muchos desequilibrios estructurales, durante el desarrollo rápido.

Las políticas económicas aplicadas desde la crisis de los años treinta, bajo inspiración Keynesiana, partieron del supuesto de que el Capitalismo Moderno ha llegado a establecer una capacidad de oferta superior a lo que la demanda global puede absorber; en tales circunstancias existe una tendencia crónica hacia la deflación/³. Por ello, el remedio consiste en expandir sistemáticamente la demanda, impulsando el consumo, la inversión y el gasto público.

Desde los años sesenta comenzaron a evidenciarse nuevos síntomas que cuestionaban la hipótesis fundamental Keynesiana de que los cambios en la tasa de interés gobiernan a la inversión y, por medio de ésta, a la economía en su conjunto.

Se trata de la tasa inflacionaria que crecía imperceptiblemente hasta llegar a niveles alarmantes, apareciendo como el problema dominante

³ Situación en la que aumenta el valor de la unidad monetaria como resultante de las bajas en los precios.

de las economías capitalistas, comprobándose que el aumento sistemático de la oferta monetaria provoca un alza en la tasa de interés en lugar de reducirla.

El principal problema de la política monetaria y de la sociedad capitalista actual es, según ellos, la inflación, que provoca una discrepancia entre la tasa nominal de interés, pudiendo convertirse ésta última en negativa.

Las autoridades monetarias determinan la cantidad nominal de dinero pero no la real, pues ésta última depende del nivel de precios; por lo tanto, no es cierto que las autoridades monetarias estén capacitadas para utilizar la cantidad real de dinero como instrumento de política económica. Lo que sí concierne a la política monetaria es la cantidad nominal de dinero. Así se llega a la explicación del fenómeno inflacionario; la inflación es siempre un fenómeno monetario, refleja un aumento más acelerado de la cantidad nominal de dinero que de la producción.

2.4 TEORIAS RECIENTES DE LA TASA DE INTERES EN LOS PAISES MENOS DESARROLLADOS

El pensamiento económico moderno generalmente reconoce el rol importante de la política de las tasas de interés como un instrumento obligatorio para alcanzar tanto un equilibrio interno como externo y para asegurar la eficiente colocación de los recursos financieros en una economía dada. Las tasas de interés influyen en la demanda y oferta de recursos financieros. Las decisiones de los agentes económicos para invertir o consumir, están al centro de cualquier política que las autoridades monetarias decidan adoptar para influir las condiciones de negocios y la actividad económica. Estos agentes son quienes afectan las tasas de interés y los movimientos de capital, así como también su comportamiento influye en el nivel de inflación.

A pesar de la importancia de la variable inflación, algunos países han escogido mantener las tasas de interés a niveles poco realistas. Países en desarrollo han seguido tradicionalmente una política de tasas de interés bajas y permanentes. Estas políticas son normalmente el resultado de

tres factores: 1) El deseo de incrementar el nivel de inversión; 2) El deseo de mantener los costos financieros bajos; 3) Evitar la liberalización de tasas de interés.

La creencia de que las tasas de interés bajas estimulan la inversión y el crecimiento ha sido vigorosamente atacada por Mckinnon, quien ha demostrado que si se reducen las tasas de interés por debajo de los niveles de equilibrio del mercado, la demanda por inversión incrementará sin duda, pero que la inversión real decrecerá, ya que a esos bajos intereses se generarán ahorros insuficientes para financiar estas inversiones. Además, la excesiva demanda de inversión requerirá la racionalización de recursos existentes entre todos los inversionistas que compiten y están deseosos de prestarse a dicha tasa. Cuando hay tasas de préstamo racionadas y controladas es muy difícil que Instituciones financieras Intermediarias elijan proveer fondos de acuerdo a un listado de Tasas de Retorno sobre Inversión. En estas circunstancias, muy posiblemente otros factores no precisamente económicos, tales como la capacidad de proveer influencia colateral y

política, jugarán una parte importante en las decisiones de los intermediarios financieros. Consecuentemente, una política de tasas de interés baja no solo inhibe la inversión, sino que también tiende a reducir el promedio de tasas de retorno sobre inversiones por debajo de la tasa máxima que se puede obtener.

De todos los instrumentos de política monetaria, la política de los tipos de interés ha pasado a ocupar un lugar destacado en los países menos desarrollados (PMD), tanto por que supone un enfoque fuertemente intervencionista en los mercados de crédito, que son imperfectos y fragmentados, como por que repercute en variables críticas importantes, pero distintas, tales como el ahorro e inversión.

En estos últimos tiempos, han existido diversas opiniones de muchos economistas que han creado controversias y hasta han sembrado confusión, siendo los principales tres criterios:

- i) que los tipos de interés reflejan el precio del capital, como el capital es muy escaso en los Países Menos Desarrollados, los tipos de interés en dichos países siempre

deberían ser más elevados que en los países desarrollados/⁴.

ii) A esta primera opinión, se puede adicionar una segunda que otrora gozó de preferencias, pero que últimamente ha sido abandonada, y considera que los tipos de interés son el costo de la inversión y en vista de que la inversión es el punto neurálgico de los Países Menos Desarrollados, tiene que ser fomentada reduciendo los tipos de interés.

iii) Entre estas dos opiniones se encuentra una tercera, según la cual el tipo de interés real debería ser positivo, sin incorporar calificativos como "elevado o bajo"/⁵.

Ante estos criterios se debe puntualizar, que el tipo de interés y el precio del capital son dos conceptos interrelacionados, pero analíticamente distintos. El precio del capital indica el costo de

⁴ COATS, Warren y KHATKHATE, Deena. 1979. "El dinero y la política monetaria en los países menos desarrollados: Exámen de llas cuestiones y pruebas". Doc. del F.M.I.. Pág. 28.

⁵ Ibid . pp. 28.

los bienes de capital, mientras que el tipo de interés corresponde al costo de los fondos obtenidos en préstamo y es comparable al precio del uso del capital.

Entonces la escasez de capital debería tener mayores repercusiones en la tasa de rendimiento que en los tipos de interés. La tasa del rendimiento del capital debería distinguirse de la tasa de utilidades o de la productividad marginal del capital, ya que se trata de un concepto más amplio, que contempla las ganancias y pérdidas del capital, además de estar más relacionado con los procesos de ahorro e inversión. De acuerdo a esta explicación, no hay ningún concepto teórico o empírico que respalde la creencia de que las tasas de rendimiento del capital deban ser necesariamente más elevadas en los Países Menos Desarrollados que en los países desarrollados.

Si el argumento de la escasez de capital, no tiene fundamentos teóricos, la función de los tipos de interés como costo de la inversión parece todavía más dudosa. Para fomentar la inversión, tienen que bajarse los tipos de interés pero, no de una manera artificial, sino que esta debe ser producida por

los operadores del mercado, de lo contrario llegará un momento en que una política intervencionista se derrotará asimismo. Si la falta de financiamiento para la inversión es la causa del estrangulamiento, es relativamente fácil para las autoridades monetarias, reducir el tipo de interés con el aumento correspondiente de la cantidad de dinero. Si bien esta política aparentemente podría ser útil hasta el punto en que el ahorro acumulado por sus potenciales inversionistas se movilizase a la inversión, sin embargo también liberaría las presiones inflacionarias que con el tiempo, elevarían los tipos nominales de interés de toda la economía. Si la política de dinero barato tuviese como consecuencia una expansión monetaria tal que hubiese un alza de precios, el costo del crédito del mercado informal aumentaría en lugar de disminuir. Ello tendría lugar porque al registrarse presiones al alza de los precios cuando existe una elasticidad notable del producto, los prestamistas tenderán a exigir tipos de interés más elevados por sus préstamos para compensar la disminución del poder adquisitivo del dinero. Después de un desfase, los efectos nocivos de una

política de interés fijos se extenderían al mercado organizado formal del crédito.

Los conceptos analíticos comprendidos en la tercera opinión, es decir, que la política de tipos de interés debe aspirar a lograr una rentabilidad real positiva, son muy distintos del razonamiento de la escasez de capital. Una política de tipos de interés basada en la escasez del capital supone un interés real elevado, en comparación con la de los países desarrollados que tienen una masa más elevada de capital per cápita. El enfoque de la rentabilidad real positiva hace caso omiso de dichas comparaciones, resolviendo de otra forma la difícil cuestión de cuál es el nivel de rentabilidad real positiva que los rectores de la política económica deben tratar de lograr.

El principio de la rentabilidad real positiva tiene su fundamento analítico en la teoría de la cartera de activos. Los que tiene una determinada renta y patrimonio a su disposición, los mantienen en activos tan variados como son los bienes de consumo, bienes de producción, efectivo, depósitos bancarios, bonos, etc. En un extremo de esa gama,

se encuentra el consumo, cuya rentabilidad (utilidad) deben igualar marginalmente todas las formas de postergación del consumo. El punto en el que se produce esta igualdad queda determinado en parte por una preferencia cronológica. Una forma de postergar el consumo es aumentar las tenencias en efectivo, cuya tasa de rendimiento es el costo reducido de la transacción más toda variación del poder adquisitivo del dinero. El plantear el problema de la determinación de los tipos de interés en términos de la selección de activos y de su correspondiente rentabilidad ayuda a captar las características institucionales en los Países Menos Desarrollados de manera mucho más auténtica que cualquier otro enfoque.

Si el igualamiento de las tasas de rendimiento de los activos es una condición del equilibrio, la siguiente cuestión es cuál de las diversas tasas de rendimiento debe tomarse como tasa "indicadora" para las demás. Es evidente que la tasa clave desde este punto de vista es la tasa de rendimiento de los bienes de inversión, es decir, la tasa de rendimiento del capital, ya que todos los otros activos son títulos sobre dicho capital u

originados en última instancia por el deseo de financiar el mismo. Sin embargo, la tasa de rendimiento del capital es difícil de identificar en los Países Menos Desarrollados. Debido al mercado fragmentado de capital, las tasas de rendimiento del capital son muchas y muy dispares y, a menos que se elija una tasa crítica entre ellas, el crecimiento económico será menor de lo que podría ser. La tasa crítica de rendimiento en las condiciones de los Países Menos Desarrollados, es la dada por la tasa de rendimiento del capital en el sector más adelantado desde el punto de vista tecnológico, y las otras tasas de rendimiento, ya sean de los activos financieros o reales deben subordinarse a esta.

Descrita de esta forma, la función de los tipos de interés sirve para otros dos fines. En primer lugar, contribuye a reconciliar una elevada tasa de rendimiento de los saldos monetarios con la repercusión del costo de la demanda de inversión y, en segundo lugar, ofrece una explicación más lógica de la determinación de los tipos de interés en los mercados de crédito no organizados de los Países Menos Desarrollados. En lo concerniente a lo

primero, como en la mayoría de los Países Menos Desarrollados los tipos de interés se han reprimido artificialmente, existe un exceso de demanda para invertir a ese nivel que no puede satisfacerse. Por consiguiente, la mayor rentabilidad real de los saldos monetarios, que da origen a un aumento de la cantidad de recursos reales para la inversión, es congruente con una tasa de inversión más elevada mediante la reducción del exceso de demanda. Mientras el nivel de los tipos de interés reales aumentados se mantenga por debajo de la tasa de rendimiento del capital, la inversión realizada no se verá perjudicada.

En cuanto a lo segundo, se han manifestado opiniones divergentes con respecto a la determinación de los tipos de interés en los mercados de dinero no organizados, ya sea por los factores de oferta o de demanda, o por las "características peculiares de los mercados de crédito agrario". De conformidad con el enfoque que hace hincapié en la oferta y la demanda, los tipos de interés son elevados debido a los elevados costos administrativos, a los riesgos de incumplimiento y a la existencia de un "síndrome de

seguridad" en la distribución del crédito. Los prestamistas suben el tipo de interés porque incluyen la pérdida de principal en las estimaciones de los tipos de interés y también debido al carácter estacional de la demanda crediticia.

No es tarea fácil la determinación de los niveles adecuados de tasas de interés, ya que no existen métodos adecuados para evaluar su conveniencia. Sin embargo, hay un número de indicadores que en conjunto pueden ayudar a la persona que está creando las políticas a juzgar si la tasa de interés prevalente se halla fuertemente fuera de equilibrio.

Los instrumentos de ahorro deben poseer una tasa de interés positivamente esperada. La estructura de las tasas de interés también necesita ser examinada cuando se está evaluando la conveniencia de un sistema de tasa de interés. Las tasas de interés como instrumento de ahorro (y tasas de préstamo) deben diferir de acuerdo a sus características intrínsecas, tales como el nivel de riesgo su madurez, liquidez y conveniencia de su uso. Cesiones sobre instrumentos de ahorro (y tasas de

préstamo) deben estar positivamente relacionadas a su liquidez. Una estructura a plazos de tasas de interés que ofrece retornos insuficientes a depósitos de madurez mas largos puede reducir la disponibilidad de término de finanza para la inversión.

Bajo condiciones competitivas la cobertura entre tasas de préstamo y el costo promedio de fondos prestables (fondos obtenidos por los intermediarios financieros) deben ser suficientes para cubrir costos, riesgos y ganancias "normales". Grandes coberturas que son comunes en varios países en desarrollo indican, en muchos casos, la falta de competitividad o la intervención de los gobiernos en los mercados financieros.^e Algunas veces, éstos mercados reflejan costos de intermediación altos, que normalmente resultan de un portafolio grande de préstamos o costos de operación elevados. Cualquiera que fuera la causa, éstas coberturas resultarán en bajos depósitos y altas tasas de interés para préstamos, con una inadecuada división de riesgo.

^e Casi siempre, las reservas altas y requerimientos de activos líquidos que no están adecuadamente renumerados contribuyen a ensanchar el "spread", particularmente en épocas de alta inflación.

CAPITULO III

3. EFECTOS DE LAS POLITICAS DE TASAS DE INTERES SOBRE LA ESTABILIZACION Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO

Indudablemente, la tasa de interés tiene sus efectos sobre la estabilización y más aún sobre el crecimiento económico de un país. Los diferentes niveles que la tasa de interés, repercuten en la economía, para que se incentive el ahorro y/o la inversión. A continuación se realiza un análisis de los diferentes formas de las tasas de interés y sus efectos en el sistema económico:

3.1 TASAS DE INTERES REPRIMIDAS

En muchos países en desarrollo, las tasas de interés no están determinadas por el mercado sino que están controladas directamente por las autoridades. Los efectos de esa política dependen de la forma en que las autoridades administran las tasas de interés. En algunos casos, estas son administradas en una forma flexible, siguiendo más o menos de cerca los cambios de los factores que las determinarían en un mercado libre. Los efectos de esas "tasas relacionadas con el mercado" difieren muy poco de las tasas de mercado.

En otros casos, sin embargo, las tasas de interés administradas carecen de flexibilidad y, por algunas razones que trataremos más adelante, se mantienen a un nivel mucho más bajo que la tasa de equilibrio de mercado. Esas tasas de interés "reprimidas" tienen efectos importantes sobre la economía, tanto sobre la estabilidad económica como sobre el crecimiento económico.

Un efecto importante de las tasas de interés reprimidas es la ruptura de la estabilidad macroeconómica. En primer lugar, en la medida en que las tasas nominales reprimidas se traducen en tasas de interés reales muy bajas o negativas, estimulan el consumo y aumentan la demanda de inversión, ya que muchos proyectos que antes no eran rentables resultan atractivos. Todas las formas de ahorro interno tienden a bajar⁷, especialmente el ahorro financiero, que se reemplaza en parte con tenencias de activos reales. El exceso resultante de inversión interna sobre ahorro interno entraña un exceso de gasto interno

⁷ En principio, el efecto de la tasa de interés real sobre el monto del ahorro depende de la fuerza relativa de los dos efectos de signo opuesto, el efecto "sustitución" y el efecto "ingreso". Sin embargo, tanto la teoría como los estudios empíricos recientes hacen pensar que, por lo menos en los países en desarrollo, el efecto "sustitución" es el más fuerte de los dos.

sobre producción que se refleja en un déficit de la balanza de pagos en cuenta corriente.

En segundo lugar, en la medida en que las tasas de interés reprimidas dejan de ser competitivas a nivel internacional, es decir en la medida en que resultan mucho más bajas que la tasa externo ajustada por la depreciación prevista de la tasa de cambio, habrá salidas de capital que aumentarán los problemas de balanza de pagos.

Ante los crecientes desequilibrios de balanza de pagos, lo que las autoridades hacen a menudo es restringir las importaciones de bienes y servicios y las salidas de capital. No obstante, incluso si estas medidas consiguieran limitar el desequilibrio externo, el aumento del gasto interno y el aislamiento progresivo de la economía acelerarían la inflación, agudizando el efecto represivo de la tasa de interés.

Los efectos de la tasa de interés sobre la demanda agregada y la balanza de pagos explican por qué se utilizan las políticas de tasa de interés en los programas de estabilización, junto con políticas de

restricción fiscal y monetaria, depreciación del tipo de cambio y ajuste de precios relativos de productos y factores. El objetivo inmediato de la política de tasa de interés es ajustar la tasa de interés nominal para que, junto con las otras políticas, contribuya a la consecución de los objetivos siguientes: 1) eliminar el exceso de demanda en la economía y controlar la inflación, 2) restablecer las entradas netas de capital y 3) promover una asignación más eficiente de los recursos productivos.

3.2 LA LIBERALIZACION DE TASAS DE INTERES

Si el sistema de tasa de interés de un país es inadecuado, las autoridades monetarias deben tender a la liberalización de las tasas de interés, política con la cual se dejará libre a las fuerzas del mercado financiero para que fijen el nivel de estas tasas de interés. Para lograr una mejor oportunidad de éxito, se deben seguir ciertas líneas directrices que se describen a continuación:

Para asegurar una competencia adecuada, la liberalización de las tasas de interés tendría que venir acompañada por una adecuadamente escalonada

liberalización y homogeneización de varias regulaciones de portafolio. En particular, varias políticas de crédito selectivas basadas en tasas de interés por debajo del mercado tendrían que ser ya sea eliminadas o reducidas en su alcance. Además, es importante proveer incentivos adecuados para inducir a los prestatarios a comportarse de una manera sensible para eliminar limitaciones de presupuesto "blando o suave" que frecuentemente se aplican a empresas del Estado o empresas que están íntimamente ligadas a los bancos. Bancos insolventes son otro obstáculo en la competencia. Los bancos gubernamentales no son frecuentemente tan competitivos como los bancos privados. Un paso importante para incrementar la competencia en el sistema bancario es la rehabilitación y reestructuración de los bancos. Sin tales cambios de política para mejorar la competencia, la liberalización de tasas de interés podría producir distorsiones significativas en el nivel, estructura y capacidad de respuesta en las tasas de interés.

Otro tema que es necesario verificar para el éxito en la liberalización de tasas de interés es saber, si los instrumentos como el mercado de valores y

política monetaria son adecuados para influenciar el costo marginal de fondos a los Bancos. Este tema de la adecuación de instrumentos toma una particular importancia en el contexto de la liberalización de las tasas de interés. Típicamente, dicha liberalización debería estar preferentemente acompañada de medidas para fortalecer los mercados de valores e interbancarios y mejorar la efectividad de los instrumentos de política monetaria. En particular, resultaría importante desarrollar la habilidad técnica para monitorear el mercado de valores e intervenir para estabilizar e influenciar las tasas del mercado de valores siempre que estas tasas hagan las veces de costo marginal de fondos para los bancos. En la ausencia de mercados de valores bien desarrollados, las autoridades tendrían que desarrollar y mejorar las emisiones primarias del Banco Central y los mecanismos de redescuento, de tal manera que la emisión primaria rinda o las tasas de redescuento puedan servir como el costo marginal de los fondos de los bancos.

Otro análisis que corresponde analizar es, si responderán las tasas de préstamo y depósito

determinadas por el mercado, a los cambios de política monetaria y el desarrollo de tasas de interés e intercambio internacional. El factor clave a ser considerado, está relacionado con la relativa importancia de factores domésticos e internacionales en la determinación de tasas de interés domésticas. El relativo peso de estos dos factores muy posiblemente cambiará significativamente después de la liberalización. En la medida en que la política monetaria pueda jugar un papel influenciando las tasas de interés - dependiendo del grado de apertura a flujo de capital y otras características estructurales - la rapidez de la respuesta de la tasa de interés a la política monetaria puede volverse un asunto crítico.

En algunos países, como por ejemplo Chile y México, después de la liberalización, las autoridades han introducido reformas monetarias significativas para desarrollar los mercados de valores y fortalecer los instrumentos de política monetaria. Como un resultado, han alcanzado la habilidad técnica para influenciar las tasas de mercado de valores, o más generalmente, el costo de fondos marginales a los

bancos. Sin embargo, la respuesta de los bancos al ajustar las tasas de préstamo y depósito en línea con el costo marginal de fondos ha sido bastante lenta. Aún si algunas de las tasas de préstamo responden rápidamente, una gran cantidad de tasas de préstamo y aún tasas de depósito pueden responder lentamente, y en algunos casos a tasas de préstamo persistentemente altas. Esto puede frustrar a los que hacen las políticas y causar dudas acerca de la ventajas de la liberalización.

Otra interrogante que se debe plantear, es si el sistema bancario es lo suficientemente fuerte para encarar la competición de las tasas de interés y si es el mecanismo de supervisión de los bancos lo suficientemente fuerte para anticipar los efectos de la liberalización y reaccionar de una manera rápida y eficaz a las nuevas condiciones del mercado.

Si muchas instituciones son demasiado débiles (con una gran porción de préstamos no operativos y altos costos de operación) entonces, sin una maquinaria adecuada de supervisión bancaria y fallas de unidades individuales pueden conducir a crisis

sistemáticas después de la liberalización. Adicionalmente, una gran porción de préstamos no operativos en el sistema pueden reducir sistemáticamente la elasticidad del interés de demanda de crédito, por que si las tasas de interés se elevaron, los préstamos no operativos tenderían a crecer automáticamente, teniendo en cuenta que los bancos trataron de mantener estos préstamos corrientes al capitalizar intereses; el crecimiento resultante de préstamos no operativos podría equilibrar cualquier decremento en demanda para los préstamos operativos como un resultado del crecimiento de las tasas de interés.

Después de verificar, que el sistema financiero cumple las condiciones antes mencionadas, las autoridades pueden aplicar una política de liberalización de tasas de interés, con la certeza de que las instituciones podrán soportar cualquier contingencia que se presente en el ámbito económico.

McKinnon está entre los principales promotores de

las teorías de liberalización financiera/⁸. El autor sostiene que la represión del sistema monetario fragmenta el mercado nacional de capitales y esto genera impactos adversos sobre la cantidad y calidad de acumulación de capital.

La solución propuesta al problema de insuficiencia de ahorro es entonces la liberalización del sistema financiero (liberar las tasas de interés y liberar la cartera de crédito). McKinnon sugiere la vigencia de tasas de interés reales positivas y altas con relación a categorías comparables de depósitos bancarios y préstamos. Para lograr este objetivo se eliminan requerimientos de reserva innecesarios, techos en intereses, y colocación administrada de créditos.

Quienes proponen medidas de liberalización esperan que como consecuencia de ella aumentará la tasa de ahorro (como resultado de la mayor tasa de interés y las nuevas perspectivas de ahorro e inversión). En efecto, un resultado esperado y buscado por quienes apoyan la liberalización es el aumento de

⁸ Ver MC KINNON, Ronald. "Money and Capital in Economic Development". Washington, D.C. Brookings Institutions. 1973.

las tasas de interés ya que, según ellos, la insuficiencia de ahorros se debe a la falta de estímulos y rentabilidad recibida por los ahorristas (bajas tasas de interés).

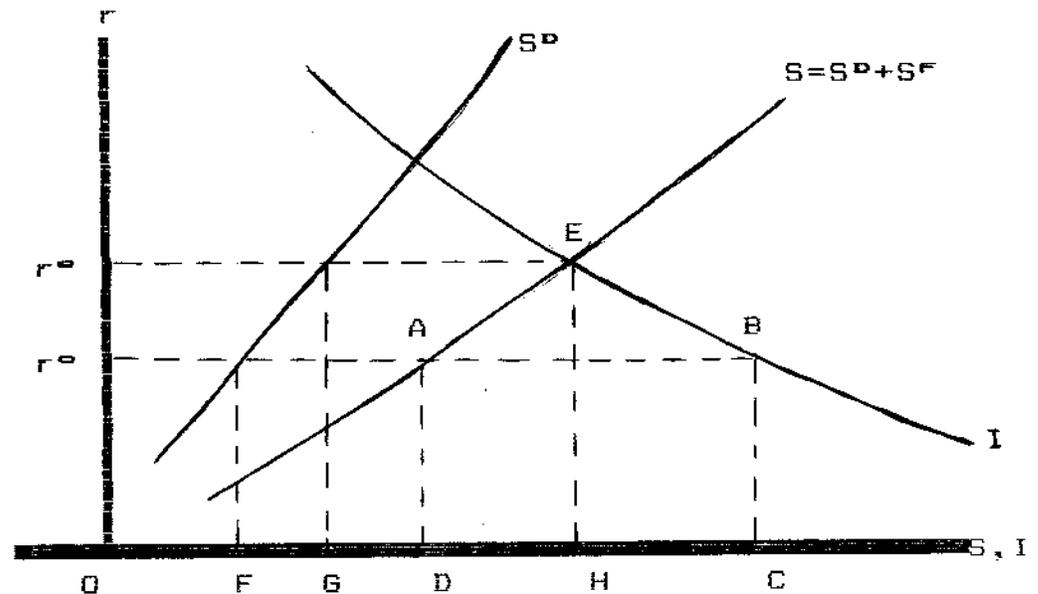
La tasa a la que la capacidad de una economía puede expandirse depende, entre otras cosas, de la división entre el consumo y la inversión, así como de la naturaleza y calidad del acervo de capital que se añada. Para alcanzar ese objetivo, las políticas estructurales apropiadas son las que favorecen la inversión y el ahorro. Debido a que la inversión en los países en desarrollo está constreñida sobre todo por la escasez de capital, las políticas orientadas a promover el ahorro público y privado tienen particular importancia en los programas de ajuste que dan prioridad al crecimiento. Para el sector público, tales políticas deben apuntar a mejorar la posición fiscal; en el caso del ahorro privado, la atención se ha centrado principalmente en las políticas de tasas de interés.

Las políticas de tasas de interés influyen no sólo en las modificaciones a corto plazo del gasto, la

inflación y el financiamiento externo, sino también en la acumulación a largo plazo de los activos financieros y en el nivel y composición de la inversión. Este análisis conceptual se ilustra en el Gráfico No. 2, en la cual el eje horizontal mide el ahorro y la inversión privados reales y el eje vertical mide el rendimiento real del ahorro y el costo real del capital. Se da por supuesto que el volumen de la inversión (I) está inversamente relacionado con el costo de capital (r). La oferta total de financiamiento para la inversión interna está formada por ahorro interno (S^D) y ahorro externo, o entradas de capital (S^F). Se supone que la suma horizontal del ahorro proveniente de las dos fuentes (S^D+S^F) es una función, de pendiente ascendente, del rendimiento real.⁹ Tanto la curva de inversión como la de ahorro se trazan para un nivel constante de ingreso real.

⁹ Incluso si el ahorro interno es poco sensible a la tasa de interés, la economía podría obtener una mayor proporción del ahorro mundial y así elevaría la totalidad del ahorro ($S=S^D+S^F$).

GRAFICO No.2



Supóngase que, como resultado de la inflación interna más los topes de las tasas de interés, el rendimiento real del ahorro es inicialmente igual a r^0 . Con esa tasa de interés, la oferta total del ahorro disponible para la inversión privada interna es igual a Od , y la demanda privada de ahorro es igual a OC . Como el volumen de inversión privada que puede realmente llevarse a cabo está limitado por la oferta de ahorro, los topes de las tasas de interés implican que la economía estará detenida en el punto A, donde un contiguo exceso de demanda de fondos de inversión igual a DC . Si se eliminarán los topes de las tasas de interés, el equilibrio ocurriría con alguna tasa de interés real r^e , que estaría por encima de r^0 ; así en la medida en que la oferta de ahorro interno o externo sea elástica respecto al interés, el ahorro aumentará. El nuevo

equilibrio en el punto E representaría tanto una tasa de interés real interna más elevada (r^*) como un nivel de equilibrio más alto (OH) del ahorro y la inversión privada. El déficit en cuenta corriente del sector privado se elevaría de FD a GH; pero ese déficit mayor reflejaría un nivel más alto de inversión privada, financiado con ahorro externo, y no una tasa más baja de ahorro total. Este análisis sugiere que la supresión de los topes de las tasas de interés pueden producir un nivel más elevado de inversión privada interna.

3.3 LA TASA DE INTERES Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO

La tasa de interés real tiene una influencia importante sobre el crecimiento económico porque afecta los niveles del ahorro y de la inversión y también la productividad de la inversión.

a. La tasa de interés real y la asignación del ahorro

Se puede representar el inventario de proyectos de inversión en un país como el conjunto de barras del gráfico # 3. El ancho de cada barra indica el costo del proyecto, y su altura, la productividad marginal del proyecto, medida como la razón entre el incremento del producto nacional imputable al proyecto y su costo. Por lo tanto, el eje vertical también indica la tasa de interés real máxima que podría soportar el proyecto. La superficie de la barra indica entonces el aumento del PNB imputable a ese proyecto. Los proyectos más rentables aparecen en la izquierda del gráfico, y a medida que

pasamos de izquierda a derecha los proyectos son cada vez menos rentables. Si unimos los extremos superiores de las barras sucesivas, a la línea ajustada resultante podríamos llamarla la curva de demanda de inversión (gráfico # 4).

GRAFICO No. 3

Productividad marginal del capital

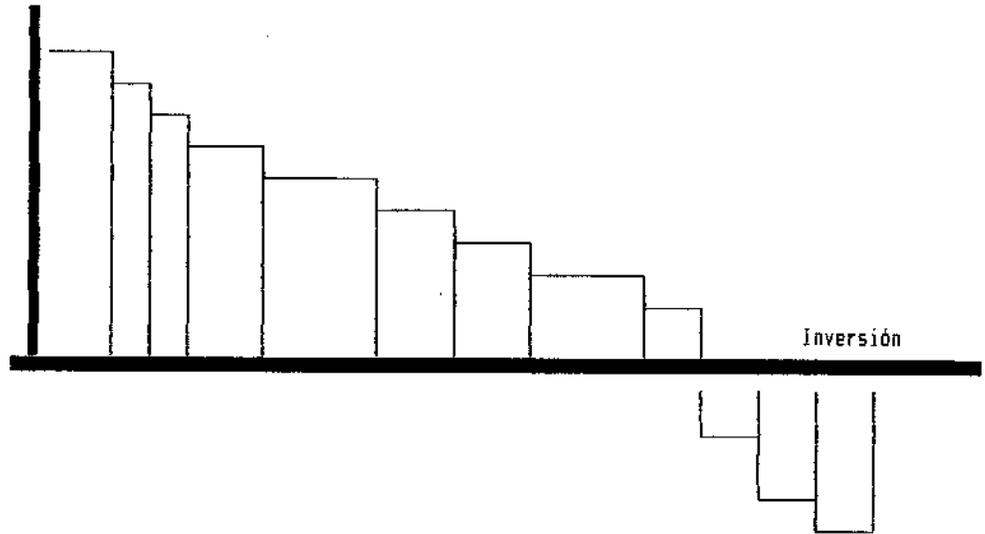
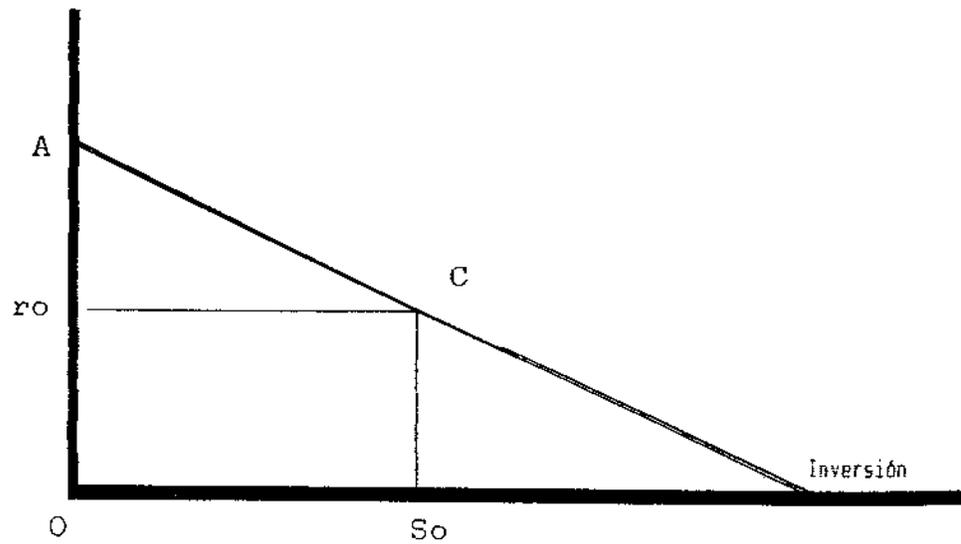


GRAFICO No. 4

Productividad marginal del capital
Tipo de interes real



Dada la demanda de inversión, mientras el número de proyectos de inversión que se ejecuten depende del monto total de ahorro disponible (nacional y extranjero), cuales proyectos efectivamente se ejecutarán depende del mecanismo que liga el ahorro disponible a los proyectos de inversión.

En un mercado de capitales eficiente, el mercado establecería una tasa de interés real de equilibrio, y todos los proyectos con tasas de rentabilidad real previstas iguales por lo menos a la tasa de equilibrio del mercado (r_0) serían apoyados por recursos financieros, mientras que los proyectos (incluyendo proyectos de autoinversión) cuya rentabilidad fuera inferior a esa tasa de equilibrio de mercado no recibirían apoyo financiero. En esas condiciones, y suponiendo un monto de ahorro total, S_0 , sólo se ejecutarían los proyectos del gráfico 4 comprendidos entre el origen y S_0 . El aumento total del producto sería entonces OACS.

Dada la demanda de inversión y el ahorro disponible, ningún otro mecanismo de asignación del ahorro entre los distintos proyectos de inversión podría asegurar una mayor productividad de la inversión o una tasa de crecimiento económico más alta.

b. Efectos de la tasa de interés real baja

Los efectos de tasa de interés real baja (o negativa) depende de las razones por las cuales esa tasa es baja. Por ejemplo: pueden ser baja, en relación a la tasa de equilibrio del mercado, debido a los efectos temporales de modificaciones de la política económica implementada en el país o por las implementadas en el extranjero y transferida al país por arbitraje. En la medida en que las modificaciones de política son imprevistas, esas tasas bajas de interés tenderán a aumentar la demanda de inversión y a reducir el precio relativo del consumo corriente. Así pues, esas tasas aumentarán el gasto (consumo e inversión) y, en la medida en que la economía no esté funcionando a plena capacidad, también aumentarán el producto e ingreso reales/¹⁰.

Son muy diferentes los efectos de las tasas de interés reales bajas que crean un exceso de demanda de crédito "permanente". Ante ello, algunas veces las autoridades no ajustan las tasas de interés nominales en la creencia de que esas tasas más bajas implicarán costos de producción más bajos y menor inflación; pero más a menudo, la razón es que las autoridades piensan que las tasas de interés reales bajas tendrán efectos favorables sobre el producto y el ingreso.

¹⁰ de GOMEZ-OLIVER, Antonio. op. cit., p. 8.

Sin embargo, las tasas de interés que están "permanentemente" por debajo del nivel de equilibrio no promueven la inversión sino que la reducen. Aunque a un nivel de interés real más bajo hay más proyectos de inversión que se hacen económicamente viables, el monto total de la inversión se reduce debido a que se contrae el ahorro disponible. La contracción del ahorro total refleja el doble efecto de la tasa de interés real baja de estimular el consumo y la salida (o menor entrada) de capital, dada la mayor rentabilidad del ahorro en los países extranjeros. En el mercado financiero, en especial, aunque la demanda de crédito pueda aumentar enormemente, serán menos los proyectos que tendrán acceso al crédito debido a la contracción del monto de ahorro financiero en términos reales.

Además, al asignar los recursos a proyectos que hubieran quedado descalificados sobre la base de la tasa de interés de equilibrio, es posible que queden sin realizarse proyectos más merecedores, lo cual reduciría la productividad global. En especial, con tasas de interés reales "permanentemente" bajas y con racionamiento del crédito, las empresas encontrarían provechoso el usar recursos generados internamente (o tomados en préstamo) en proyectos de muy baja productividad, incluyendo proyectos que sólo protejan contra la inflación, tales como la acumulación de existencias, joyas y bienes inmuebles. La

menor eficiencia resultante de la asignación de recursos del ahorro entre los proyectos de inversión se traduciría en un ritmo de crecimiento más bajo.

En el sistema financiero, el exceso de demanda de proyectos de inversión en comparación con los recursos disponibles crea un exceso de demanda del crédito, lo que obliga a la creación de mecanismos administrativos para racionar el crédito. Esas políticas, sin embargo, tienden a asignar recursos financieros indiscriminadamente a todos los proyectos en los sectores prioritarios, a expensas de proyectos con mayores tasas de rentabilidad en otros sectores. Así pues, las políticas de crédito selectivo también tienden a reducir la productividad de la inversión agregada y el ritmo de crecimiento económico.

En vista de que los bancos tienen que racionar el crédito, tanto en los sectores prioritarios como en los no prioritarios, el interés evidente de los bancos es prestar a los prestatarios que pidan mayores préstamos (ya que ello reduce los costos bancarios), a los que ofrecen garantías con menos riesgo y a los que tengan tradición de clientes con los bancos. Esta práctica hace que a menudo el crédito sea asignado a las grandes empresas, especialmente a las que tienen proyectos que requieren gran intensidad de capital--a expensas de préstamos a pequeñas empresas que

tengan proyectos más productivos y con mayor intensidad de mano de obra--que puedan pagar tasas de interés más elevadas. Este mecanismo de racionamiento por los bancos no sólo tiende a reducir el crecimiento, sino también la demanda de mano de obra y al mismo tiempo, tiene efectos negativos sobre la distribución del ingreso.

Los argumentos antes citados se ven confirmados por la evidencia empírica que indica que con tasas de interés reales reprimidas, el crecimiento tiende a ser bajo. Por el contrario, con una política que mantiene tasas de interés reales positivas, se observa en general firme crecimiento de la intermediación financiera y tasas más elevadas de crecimiento económico.

c. Efectos de la tasa de interés real alta

La tasa de interés real puede ser alta por varias razones. Por ejemplo pueden reflejar una política de contracción monetaria o una política de expansión fiscal en que el déficit presupuestario del Estado se financia mediante la emisión de bonos, sea en el propio país o en los países industriales. También pueden obedecer a la sobrevalorización excesiva de la moneda y la expectativa de una devaluación/¹¹.

¹¹ En este caso sólo el tipo "real" medido puede ser elevado, pero no el tipo real "previsto", ya que la inflación prevista también reflejará el efecto de la devaluación prevista.

En estos casos, es probable que los altos tipos de interés reales sean fenómenos temporales que cambien de sentido más adelante. Esas tasas elevadas no afectan a la eficiencia del sistema financiero y, aunque tienden a reducir la inversión, a su vez, sólo tendría efectos adversos sobre el crecimiento en un periodo bastante corto. Además, en cuanto ese aumento de la tasa de interés sea imprevisto, transferirá riqueza de los deudores netos a los acreedores netos.

Por el contrario, las causas y efectos de las tasas de interés reales altas de carácter más persistente son distintos a los anteriores. En general, cuando las tasas de interés se mantienen elevadas persistentemente, reflejan grandes diferencias entre las tasas de interés activas y pasivas de las instituciones financieras, debido sea a impuestos explícitos sobre las transacciones financieras o a impuestos implícitos tales como encajes legales elevados, obligaciones de cartera, o a dificultades estructurales en los costos de operación o en la composición del activo de las instituciones financieras/¹². En estos casos, las tasas activas reales relativamente elevadas, que limitan la demanda de inversión, tienden a coexistir con tasas pasivas reales demasiado bajas que no permiten el aumento del ahorro financiero real. Un resultado típico de

¹² Ibid, p.14

estas condiciones es el subdesarrollo del sistema financiero, que restringe el crecimiento de los activos financieros y la intermediación financiera en el país, mientras favorece el autofinanciamiento y el desarrollo de transacciones fuera del mercado financiero organizado. Esto, a su vez, limita la eficiencia de la asignación de recursos financieros a la inversión en el país.

CAPITULO IV

4. EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERES EN BOLIVIA

En la década de los ochenta se distinguen dos periodos claramente tipificados, en relación a la política monetaria implementada: El primero se refiere a la desmonetización y desintermediación financiera que ocurrió a partir de 1980 hasta las reformas económicas de agosto de 1985. El segundo, tiene que ver con el proceso de liberación financiera, consistente con la política de estabilización y liberalización iniciada a partir de agosto de 1985.

4.1 LA EVOLUCION DEL SISTEMA FINANCIERO DE BOLIVIA

La actual situación del Sector Financiero de Bolivia y sus perspectivas son el resultado de una experiencia hiperinflacionaria seguida de un exitoso plan de estabilización que implantara el nuevo gobierno a fines de agosto de 1985.

A partir de 1980, Bolivia confronta una pérdida de credibilidad internacional junto al fuerte crecimiento de la deuda externa sumado a la inestabilidad política del gobierno y a las pobres perspectivas para las exportaciones de estaño, se reconocen como los principales detonantes del proceso hiperinflacionario. La acumulación de estos factores junto a la imposibilidad de acceder al crédito externo indujo al gobierno boliviano a recurrir cada vez más al impuesto inflacionario para financiar el déficit fiscal. La experiencia de

la hiperinflación estuvo asociada a otro hecho importante en Bolivia, y que aún hoy continúa gravitando en la confianza de importantes inversores y en el público en general: la desdolarización. Con este nombre se denomina el fenómeno ocurrido en noviembre de 1982 cuando las instituciones financieras fueron obligadas a aceptar el pago de sus préstamos denominados en dólares con el equivalente en pesos al tipo de cambio oficial. Simultáneamente, los depósitos en dólares en el sistema financiero también se convirtieron a pesos lo cual si bien compensó parte de las pérdidas por desdolarización, ha tornado más costosa la movilización de depósitos en dólares luego de la liberación de Agosto de 1985, debiendo conformarse a los depositantes con mayores tasas de interés por el riesgo implícito de futuras desdolarizaciones. Los pasivos en dólares de las instituciones financieras con no residentes se cubrieron con depósitos en el Banco Central de Bolivia que, para su cancelación, se obligó a entregar dólares al tipo de cambio oficial. Tal entrega no se materializó, arriesgando la solvencia patrimonial de numerosas e importantes instituciones financieras.

Las circunstancias se agravaron cuando el gobierno se rehusó a devaluar y a aumentar los impuestos para mantener niveles aceptables del déficit. La dinámica del proceso permitió que los mayores niveles de inflación y la sobrevaluación cambiaria erosionaran los ingresos fiscales incrementándose aún más el déficit hasta llegar a límites inviables

con procesos inflacionarios estables. Con un déficit de un tercio del PIB la inflación se convirtió en hiperinflación alcanzando un nivel de 20.000 % al año en Agosto de 1985.

El resultado de la hiperinflación con desdolarización fue que el volumen real de operaciones del sistema financiero se redujo considerablemente. A mediados de 1985 el total de depósitos en el sistema bancario era menor de la décima parte del nivel de principios de 1980.

El nuevo Gobierno que asume en Agosto de 1985 enfrentó una situación verdaderamente crítica en el sistema financiero, pero respondió rápidamente con un plan de reforma económica y estabilización que, en sus aspectos monetarios y financieros más relevantes incluyeron : liberación de tasas de interés, autorización a pactar préstamos y depósitos en dólares o con cláusulas de mantenimiento de valor con el dólar, devaluación substancial del tipo de cambio oficial e implementación de un sistema de flotación bajo un esquema de licitación denominado BOLSIN.

Es importante destacar que el plan de estabilización boliviano difiere substancialmente de los programas denominados "heterodoxos" de Argentina, Brasil y Perú en cuanto a que no se establecieron controles de precios macroeconómicos. A pesar de algunos desajustes en la política monetaria al comienzo, el éxito del plan boliviano demostró, una vez más, que el control del déficit

fiscal y el saneamiento de las finanzas públicas es suficiente para lograr una política monetaria razonable que brinde una relativa estabilidad al tipo de cambio y al nivel de precios internos.

La apertura de la economía boliviana, la vigencia de un tipo de cambio real, la liberación de las tasas de interés, mantuvieron la estabilidad de los precios domésticos y estimularon la repatriación de capitales. Los niveles de las tasas de interés se situaron varios puntos por encima de las tasas internacionales, que a su vez contribuyó a mantener la estabilidad cambiaria en una coyuntura internacional adversa para las exportaciones tradicionales de Bolivia.

La recuperación de al menos parte de los depósitos, que se encontraban en el exterior, pero que estuvieron radicados en Bolivia a comienzos de la década del 80, permitió aumentar gradualmente el volumen de operaciones del sistema financiero, aspecto imprescindible para la reactivación del sector real de la economía.

Respecto a las tasas de interés reales ex-post, estos se sitúan a niveles elevados, de manera similar a la mayoría de las experiencias de estabilización, luego de agudos procesos de hiperinflación, al menos por algún tiempo.

Existen dos interpretaciones de este fenómeno. Una interpretación sostiene que las elevadas tasas de interés resultan de la escasez monetaria frente al fuerte crecimiento de la demanda por dinero

inducida por la credibilidad en el plan económico que implica menor inflación futura. Según esta interpretación, y para satisfacer la mayor demanda, es recomendable una expansión generosa del crédito luego de poner fin a la hiperinflación a los efectos de reducir las tasas de interés. La otra interpretación argumenta que las elevadas tasas de interés reflejan que no hay plena credibilidad en el plan y anticipan mayor inflación o devaluación en el futuro. Según esta interpretación es necesario mantener una política monetaria restrictiva para no estimular expectativas de inflación futura. La experiencia de Bolivia tiende a confirmar esta última interpretación, ya que el deslizamiento monetario de fines de 1985 aunque no fue con fines experimentales mostró que un crecimiento fuerte del crédito doméstico para cancelar obligaciones pendientes del gobierno provocó un alza significativa de las tasas de interés en vez de reducir las. Simultáneamente también aumentaron el tipo de cambio y los precios internos.

Lo esencial para reducir la tasa de interés real es lograr credibilidad, y recién en 1986 es que se puede decir que el programa de estabilización comenzó a aplicarse con consistencia y a ganar confianza. A fines de 1986 se volvió a repetir el mismo episodio que en 1985, pero esta vez el Banco Central de Bolivia había acumulado más reservas y experiencia como para controlar la emisión excedente y recuperar la estabilidad de inmediato sin poner presión sobre el tipo de cambio, precios

y tasas de interés. Conviene advertir que la credibilidad no se logra sólo con control monetario o del tipo de cambio. Las experiencias de Argentina y Uruguay demuestran que para lograr credibilidad debe existir la fuerte convicción de que el déficit fiscal se encuentra bajo control. Lo notable de la experiencia de Bolivia se debe fundamentalmente a los logros alcanzados con ciertas limitaciones en el abatimiento del déficit fiscal, y como se muestra más adelante, la reducción de las tasas de interés acompañó a la estabilidad monetaria y cambiaria.

En una primera fase, luego del establecimiento de la Nueva Política Económica, el nivel de la tasa real de interés es un condicionante para la movilización de depósitos en Bolivia, pero el mantenimiento de elevadas tasas reales para atraer depósitos implica elevadas tasas reales activas para los tomadores de préstamos. Esto no sólo inhibe la inversión sino que también genera dificultades para el stock de créditos vigentes. Es necesario tener presente además que la tasa activa también incluye el spread de los intermediarios financieros. Bolivia se caracteriza en la actualidad por tener elevados spreads, resultado de elevados encajes, principalmente en bolivianos, y de la drástica reducción del volumen operativo para el cual el sistema se encuentra sobredimensionado en activos no rentables de baja calidad y elevadas inmovilizaciones. Asimismo, la potencial insolvencia de algunos bancos comerciales, como lo ha demostrado la quiebra de varios Bancos, estimula

entre otras medidas, a asumir inversiones riesgosas, exponiéndose a riesgos de cambio, y/o incobrabilidad, así como a ofrecer tasas de interés cada vez más elevadas para obtener la liquidez necesaria para cubrir el déficit de caja por los altos costos operativos.

Los depositantes, seguros de que el Estado se hará cargo de sus depósitos en caso de insolvencia de la institución, no se preocupan por su riesgo potencial, todo lo cual contribuye a la subida de las tasas de interés. Esta situación se vivió también en Argentina y Uruguay cuando el Estado debió hacerse cargo de las carteras bancarias y de las instituciones insolventes para evitar una crisis mayor del sistema financiero.

El gobierno boliviano dictó el Decreto Supremo No. 21660 de Julio de 1987, en que se procura actuar sobre las tasas de interés en base a créditos externos, y fijando un tope de LIBOR más cinco puntos en las tasas activas, a la vez que se reducen los encajes en pesos y se imponen iguales encajes en dólares. Sin embargo, la movilización del ahorro doméstico es insuficiente y Bolivia tiene que recurrir al crédito externo para apuntalar el incipiente proceso de crecimiento en marcha.

Si bien es cierto que los resultados obtenidos son notables, conviene guardar cierta cautela y afianzar los aspectos fundamentales que permitan mantener los resultados alcanzados. Todavía no

existe en Bolivia una confianza absoluta sobre los resultados de la reforma fiscal; existe una preocupante deuda flotante (atraso de pagos a proveedores); y existe cierto malestar social derivado del rezago salarial utilizado como instrumento de contención del déficit público. Esta situación no permitirán el crecimiento de la demanda de activos financieros en forma suficiente como para absorber la expansión del crédito que se propone a menores tasas de interés.

4.2 LA LIBERALIZACION FINANCIERA EN BOLIVIA

La Nueva Política Económica implementada en 1985, significó para Bolivia el ingreso a una economía de mercado. Este programa, que inicialmente se diseñó para resolver el problema de la hiperinflación por su efectividad se convirtió en el nacimiento de una nueva era económica.

La desregulación de los mercados y el establecimiento de la libertad económica en los mercados de bienes y servicios, divisas, trabajo y financiero fueron sus principios fundamentales. Además su éxito se debió a la rapidez y simultaneidad de las medidas adoptadas, lo que se denomina política de shock.

El modelo económico adoptado es el de desarrollo hacia afuera (economía abierta), competitividad en los mercados internos y reducida injerencia del Estado en la fijación de las variable económicas.

La meta principal fue la estabilidad monetaria, cambiaria y de precios, cuyo eje principal es la reforma del Estado mediante: a) la desregulación; b) el achicamiento del Estado y c) la Reforma tributaria.

Los resultados de ésta política fueron los siguientes:

1. Se redujo la inflación que en agosto de 1985 llegó al 20.560%, al 14% en 1990.
2. La recaudación fiscal tuvo un crecimiento importante.
3. El déficit fiscal cayó del 26% del PIB en 1985 al 1,7% en 1990.
4. El PIB, después de siete años de disminución tuvo un crecimiento positivo desde 1987 en promedio de 2,1% anual.
5. Los agentes económicos repatriaron capitales que habían fugado al exterior, ya que los depósitos en moneda extranjera pasaron de \$us.24 millones en 1985, a \$us380 millones en 1989 y en la actualidad a pasado la barrera de \$us.1.000 millones. Sin embargo, esto no reflejó un aumento equivalente en el crédito bancario hacia el sector privado.
6. Las reservas netas totales del BCB crecieron de Bs152 millones a Bs449 millones en 1990.

Las tasas de interés activas reales fueron muy superiores a la rentabilidad promedio de las empresas (alrededor del 45%) y el nivel del salario real que mide la capacidad adquisitiva del mercado interno, llegó en 1990 a un 10% superior a los

vigentes en diciembre de 1984. A su vez la tasa de desempleo abierto creció del 6,24% en 1985 al 8% en 1990.

La recesión que se presentaba en la economía boliviana, llevó al gobierno a promulgar el Decreto No. 21660 en Julio de 1987, denominado de Reactivación Económica que rectificó algunos aspectos del Plan de 1985, especialmente en materia monetaria y financiera, bajo el impulso de tres criterios: i) dotar la consistencia necesaria a la relación entre la política de liberalización de tasas de interés y el régimen de regulación; ii) reducir el costo del crédito; y iii) mejorar la condición financiera de los bancos.

De acuerdo con el análisis efectuado, Bolivia vive a partir de agosto de 1985 un cambio radical de la política económica, en la cual se introduce programas de liberalización, pero que inicialmente no se logró concretar un paquete monetario sólido, ya que este programa económico denota que las únicas medidas en favor de la liberalización financiera consistieron en levantar los controles sobre las tasas de interés y la restitución de la operaciones en moneda extranjera; mientras que la estructura de la tasa de encaje legal y el régimen de regulación y supervisión de la solvencia de la banca se mantuvieron vigentes los dos primeros años. Estas modificaciones fue recién implementado en julio de 1987, bajo dos condiciones fundamentales básicas: a) la liberalización de las tasas de interés, y b) la disponibilidad de una

estructura de encaje legal que no obstaculice el rol de la intermediación financiera. En la medida que se establezcan controles sobre las tasas de interés y adicionalmente se disponga de tasas de encaje legal altas, se estará reduciendo tanto directa como indirectamente la rentabilidad de los depositantes y se estará "reprimiendo" el flujo de fondos prestables.

Adicionalmente, existe una tercera condición "convencional" que define un proceso de liberalización financiera, relativa al régimen de regulación al margen por supuesto de las medidas encaminadas a reducir la inflación. En lo posible, el régimen de regulación y supervisión de solvencia de la banca debe responsabilizarse de un eficiente régimen de control de calidad de cartera que: i) denote mayor transparencia de la situación patrimonial de la banca, ii) que evite la concentración del crédito, y iii) que administre eficientemente el manejo de los créditos impagos.

La liberalización de las tasas de interés en el mercado financiero nacional, conjuntamente con la estabilidad de los precios y el régimen cambiario, ha estimulado un ingreso significativo de capitales (principalmente por repatriación de capitales nacionales) atraídos por el alto spread respecto a las tasas vigentes en mercados financieros internacionales (por ejemplo con relación a la tasa de interés LIBOR).

Muchos factores parecen indicar que los resultados esperados de las medidas de liberalización financiera han sido parcialmente satisfactorios. Los promotores de la liberalización financiera esperaron incrementos en el nivel agregado de ahorro. Esto ha sucedido en efecto y el ahorro se ha incrementado en cantidad. Sin embargo, el ahorro entendido como ingreso que no se consume y financia la transferencia de recursos a sectores deficitarios esta aún lejos de comportarse en la forma esperada.

La composición del ahorro también ha sido afectada respecto a los períodos de maduración. En particular, crecen marcadamente los depósitos de corto plazo (los créditos consecuentemente siguen la misma tendencia) a costa de recursos de mediano plazo y recursos de largo plazo que en el pasado fueron administrados por las instituciones financieras de fomento.

Los activos de corto plazo (que ahora pagan intereses reales elevados) han influido en la lenta expansión de depósitos a mediano y largo plazo, y pueden haber determinado también contracciones en el crecimiento del componente de billetes y monedas en poder del público, ya que estos activos líquidos pierden atractivo frente a operaciones de corto plazo que ofrecen una alta rentabilidad y una liquidez apenas inferior.

Cuando no existía la posibilidad de pagar intereses atractivos por los fondos de corto plazo (situación

que se tenía antes de la liberalización financiera durante el período de alta inflación en Bolivia) los recursos se mantuvieron fuera del sistema financiero en moneda extranjera (dólares) y en mínimo porcentaje en circulante de moneda nacional. Al permitir el pago de intereses por depósitos a corto plazo, estos se incrementaron y mantienen para sus tenedores alta liquidez mientras ganan intereses. Luego de la liberalización no se observa incrementos sustanciales en la tenencia de circulante.

Es posible que los depósitos a corto plazo aumenten no sólo a costa del circulante sino también sustituyendo depósitos a plazos mayores, los que antes ya estaban ganando interés. En tal caso se acorta el plazo medio de los depósitos y se hace más difícil otorgar préstamos de mediano y largo plazo. Existe una relación positiva entre los plazos de préstamos y los plazos de captaciones que los financian. Así, un plazo promedio mayor en las operaciones bancarias implica una mayor estabilidad en el pasivo del sistema bancario que permite colocaciones de préstamos a plazos mayores.

Los argumentos de la liberalización financiera señalan que dado que los niveles de ahorro son sensibles a la tasa de interés, los controles sobre las mismas y la inflación reducen los volúmenes de ingreso nacional destinados a la formación de capital. La política de liberalización financiera no busca incrementar los ahorros per-se sino promover un aumento en el volumen y eficiencia de

formación de capital. Así, cuando las tasas de interés son liberadas un volumen mayor de inversión puede financiarse ya que los ahorros habrán aumentado.

4.3 LA MODERNIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO Y EL ROL DE LA POLITICA MONETARIA

Los cambios dinámicos esperados en la estructura productiva, demandan un sistema financiero eficiente, que permita fortalecer el ahorro financiero privado y que apunte a canalizar recursos hacia la inversión productiva en los sectores prioritarios. En este entendido, será importante la modernización y regulación de las instituciones financieras a fin de que cumplan con un rol de intermediación compatible con los niveles de eficiencia exigidos por el proceso de reactivación.

Si bien la correlación entre la movilización del ahorro financiero y los niveles de inversión no necesariamente es elevado, la existencia de sistemas de intermediación y de mercados de capitales eficientes no puede ser considerada irrelevante en el proceso de ahorro-inversión. Es por ello, que el fortalecimiento del sistema financiero a través de su modernización apunta a este objetivo.

Uno de los mayores problemas que ha limitado la acumulación de capital en la economía boliviana en los últimos años, ha constituido el inadecuado volumen de financiamiento de largo plazo; más aún

la carencia de estos recursos ha estimulado la inversión de corto plazo, la ganancia rápida y la especulación.

Es necesario, que las Autoridades económicas a través de la política económica contribuya a mejorar el sistema de intermediación y movilización de recursos. En este sentido, las reformas financieras deberían actuar sobre los flujos de ahorro e inversión, existiendo una complementación clara entre la acción del Estado y el sistema financiero. Concretamente, ante la escasez de recursos de largo plazo, el Estado debería dirigir sus esfuerzos hacia la obtención de recursos externos en montos crecientes para el financiamiento de inversiones de larga maduración.

Sin embargo, estos esfuerzos deberían estar apoyados por un eficiente sistema de intermediación, que permita su canalización hacia la inversión productiva.

Lo anteriormente expuesto, cuestiona el papel y la potencialidad del sistema financiero en el proceso de intermediación para lo cual se hace necesario encarar la modernización y regulación del mismo.

En esta perspectiva, la tarea más inmediata consistiría en reestablecer la solvencia y liquidez del sistema financiero interno y, específicamente la normalización de las condiciones de endeudamiento de las instituciones financieras.

Paralelamente, se deben realizar esfuerzos para lograr una adecuada regulación y supervisión de las operaciones del sistema, bajo normas y técnicas modernas y un sistema legal actualizado.

Concretamente, se deben desarrollar mecanismos de control preventivos orientados a proveer estabilidad, seguridad, solvencia y eficiencia a los intermediarios financieros.

Las medidas anteriores, necesariamente deberán complementarse con políticas orientadas a la modernización y diversificación de los instrumentos directos y los servicios indirectos en los sistemas de captación y colocación de recursos.

Dentro los mecanismos que apuntan hacia la captación de recursos se encuentra la diversificación de los activos financieros, que permitirá elevar la competencia, aumentar el ahorro financiero y reducir el riesgo de los inversionistas. Esta medida, podría complementarse con la creación de un Fondo de Seguro de Depósitos que además de reducir el riesgo, incentivaría la repatriación de capitales y tendría efectos positivos sobre la tasa de interés.

Por otro lado, se debería crear un Sistema de Garantía, para Créditos Productivos como mecanismo que agilice las colocaciones a los sectores priorizados. La necesidad de este mecanismo se encuentra relacionada con las condiciones actuales del aparato productivo, por cuanto se ha

evidenciado una expansión continua de pequeñas y medianas empresas, que demandan crecientes volúmenes de crédito para el financiamiento y expansión de sus operaciones y que se ven limitadas en su acceso al crédito debido a las garantías exigidas por instituciones crediticias.

La creación de los mecanismos señalados no sólo se reflejaría en un mayor dinamismo de las operaciones de intermediación con los consiguientes beneficios en la producción, sino que al mismo tiempo, contribuiría a la regulación y supervisión de las instituciones del sistema.

Estas medidas, junto a una política macroeconómica de recuperación coherente, permitirán una trayectoria favorable de las tasas de interés, hasta alcanzar niveles adecuados, de manera que los costos financieros tengan un impacto positivo sobre la competitividad de las empresas productoras.

Al presente, los sectores productivos enfrentan una situación desventajosa en cuanto a los costos financieros. Si bien las tasas de interés han mostrado tendencias a la baja, los niveles actuales aún no son apropiados para la competitividad de las actividades productivas. Este problema, se ve magnificado por el grado de dolarización observado en las operaciones financieras, que resta efectividad a los instrumentos de política económica y en particular a los de política monetaria. A pesar que el problema de la dolarización de la economía, se halla explicado

fundamentalmente por factores de demanda (influenciados por la experiencia hiperinflacionaria pasada) y que la magnitud del mismo irá paulatinamente disminuyendo en la medida en que el grado de confianza en la moneda doméstica y la credibilidad del sistema financiero se vaya elevando, es posible aplicar algunos mecanismos que atenúen el grado de dolarización y que al mismo tiempo influyan en los niveles de las tasas de interés.

La canalización de los recursos de largo plazo que obtenga el Gobierno de fuentes externas, además de contribuir a la transformación de la estructura productiva, constituye el punto de partida para atacar los problemas anotados.

En primer lugar, estos recursos vía créditos refinanciados deberían propender a competir con las colocaciones de los recursos propios del sistema bancario. En este entendido, es deseable que los créditos refinanciados estén denominados en moneda nacional con objeto de aumentar los índices de liquidez en moneda doméstica y reducir las operaciones en moneda extranjera.

En la medida que el volumen de las operaciones de refinanciamiento empiece a adquirir una importancia relativa en relación a las colocaciones bancarias, la tasa de interés de los créditos refinanciados podría convertirse en el elemento guía de las tasas que imperan en el sistema financiero.

Con este propósito se podría establecer un sistema de regulación de la tasa de interés en moneda nacional para los créditos refinanciados. La regulación consistiría en monitorear esta tasa en función al comportamiento de la tasa de interés externa y la inflación interna. Esto no significa la fijación en un nivel determinado, sino su permanente revisión y adecuación de manera que se constituya en un indicador de referencia para el sistema financiero.

El comportamiento favorable de las tasas de interés junto con un manejo adecuado de las tasas de encaje legal, pueden atenuar el riesgo cambiario resultante de una excesiva dolarización de las operaciones. Por ejemplo, un sistema uniforme de encaje legal, tal que disminuya la tasa promedio vigente para depósitos en moneda nacional y eleve para depósitos en moneda extranjera, incentivaría las colocaciones en moneda nacional. Así, una tasa única del 10 por ciento, prácticamente no modificaría el spread de los bancos.

Ante la existencia de excesos de capacidad instalada en los sectores productivos, reviste gran importancia el asignar recursos para capital de operaciones a través de líneas de refinanciamiento. Estas líneas que pueden ser establecidas con los recursos obtenidos por el Gobierno, permitirán una rápida recuperación de la actividad productiva, impactando positivamente sobre los niveles de empleo. Así mismo, la implementación de líneas de crédito con recursos externos, en el futuro, no

sólo deberían financiar la inversión física sino también el capital de operación.

Finalmente, la política monetaria deberá continuar con el control sobre la tasa de crecimiento de la emisión, en función a la esterilización a través de los recursos externos y a una política de crédito compatible con el proceso de reactivación. Esta acción debería ser capaz de modificar la estructura de las colocaciones del sistema bancario privilegiando la producción de bienes exportables.

4.4 LA TASA DE INTERES Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO

El proceso de estabilización económica no constituye un fin en si mismo, sino un medio para alcanzar el crecimiento económico sostenido. Los resultados exitosos en cuanto al control del desequilibrio externo y la inflación doméstica, son la base objetiva de la recuperación. Sin embargo para que el crecimiento económico derive en un nuevo patrón de desarrollo, será importante aplicar políticas de reactivación sin descuidar el control de la inflación y basados en el principio de generar y ahorrar divisas eficientemente. Es decir, que la política macroeconómica de reactivación debe estar en condiciones de forjar una economía menos vulnerable a los cambios externos.

a) Principales limitaciones a la Recuperación Económica

La Nueva Política Económica (NPE) inició un proceso de ajuste económico cuya fase más importante radicará sin duda en la recuperación del ingreso y

en la elevación del nivel de vida de la población. Este proceso de recuperación dentro de la trayectoria de un programa de ajuste y estabilización, debería lograrse gradualmente en la medida en que los sectores productivos mejoren sus condiciones de eficiencia y competitividad internacional, particularmente aquellos sectores que producen bienes transables. En teoría, la economía debería tener la capacidad de adaptarse a las exigencias establecidas por la nueva estructura de precios relativos y la mayor apertura de la economía al exterior. Vale decir, que los costos internos paulatinamente deberían tender hacia la baja en función a los beneficios de la apertura a los flujos comerciales y financieros.

Independientemente al proceso de ajuste, la credibilidad por parte de los agentes económicos privados en cuanto a la consolidación del programa debería contribuir a elevar los niveles de producción.

Sin embargo, el proceso de expansión de la oferta interna, no siempre es automático, puesto que en las economías en desarrollo, se han observado algunos obstáculos en el transcurso de este proceso, como son la rigidez de los precios a la baja, imperfecciones en el mercado y elevadas tasas de interés.

Respecto a la rigidez de los precios, generalmente se argumenta dos fuentes principales; la existencia de ciertos segmentos de mercado donde los precios

son administrados y la vigencia de los factores institucionales/¹³.

En el segmento en el cual los precios son administrados, estos no responden a cambios de corto plazo en las condiciones de demanda (a no ser que las alteraciones que se observan en la demanda sean considerables o de carácter permanente), sino a criterios de largo plazo bajo los cuales las empresas no competitivas definen sus precios en términos de un cierto porcentaje de recargo sobre sus costos variables promedio. De manera que las empresas cambian sus precios muy poco en el transcurso de su ciclo. En este segmento de mercado se encuentran los sectores industriales (principalmente no competitivos), el sector público, los servicios bancarios y el mercado laboral organizado.

Cuando la demanda efectiva se encuentra deprimida (por debajo del potencial), los productores limitan su producción, subutilizan recursos dando paso a una reducida demanda por mano de obra, y se comportan de una manera muy cauta y prudente en cuanto a la modificación de los precios. Las empresas mantendrán esta posición cautelosa, que les permite minimizar el riesgo de pérdidas de utilidades, mientras no obtengan información lo suficientemente clara acerca de los incentivos económicos internos, particularmente en lo que se refiere a costos financieros e incentivos fiscales.

¹³ El término de "administrados" no equivale al sentido de normatividad, establecido por las autoridades económicas, sino a la administración interna del precio de una unidad productora.

Factores institucionales como los convenios que regulan los salarios y la presencia de organizaciones sindicales, se constituyen en la segunda fuente de rigidez de los precios hacia la baja. Estos hechos condicionan el nivel de los salarios y en muchos casos la estabilidad de los mismos.

Las imperfecciones del mercado en el sector que produce bienes transables, hace que el proceso de convergencia entre los precios internos e internacionales sea lento y dificultoso, puesto que la diferenciación de productos, permite a los productores muchas veces cobrar precios por encima de sus similares importados. Por su parte, los importadores establecen márgenes de ganancia elevados sobre los precios de los productos importados. En cuanto al sector productor de bienes no transables, los precios de estos bienes no están regidos por sus homólogos internacionales sino por sus propias condiciones internas de oferta y demanda.

Con referencia a las tasas de interés, si bien en principio es necesario que se sitúen en niveles elevados con el objeto de atraer flujos de capital externo, la permanencia en esos niveles tiene consecuencias negativas para el costo de capital de las empresas. Además la prevalencia de altas tasas de interés reales implica limitaciones que afectan la asignación de recursos.

En el caso de la economía boliviana los escollos a la recuperación pueden identificarse como sigue:

- i) Uno de los mayores problemas que le ha restado eficiencia macroeconómica al programa del Gobierno han sido los shocks de precios externos, experimentados en los principales productos de exportación. La caída del precio del estaño (del orden del 50%) han tenido una incidencia crucial en la producción minera, puesto que la mayor parte de las minas del país quedaron paralizadas con los siguientes efectos socioeconómicos. Por su parte, la caída de los precios internacionales de hidrocarburos, ha afectado al precio de negociación de los contratos de venta de gas natural con la República Argentina. Este problema se magnifica por la forma de pago de esas exportaciones que no posibilitan disponer de mayor liquidez, afectando en forma importante tanto el equilibrio cambiario como el equilibrio fiscal.

- ii) La magnitud del servicio de deuda externa pública, continúa constituyéndose en un factor restrictivo, puesto que los pagos por intereses y amortizaciones alcanzaron en promedio cerca del 40 por ciento de las exportaciones en los últimos tres años.

Por otro lado, la afluencia de capitales para proyectos de inversión privados no son significativos, en contraste a lo ocurrido en otras experiencias de estabilización (Chile

1973 y Argentina 1976) en las que los flujos de capital dirigidos al sector privado jugaron un papel preponderante en la fase de expansión.

- iii) Por otra parte, durante 1986 las tendencias de recuperación de los sectores productivos no han sido generalizadas. A excepción de determinados sectores exportadores, la eficiencia y competitividad no ha experimentado un mejoramiento sustancial. Si bien los costos por mano de obra, contribuyeron al abaratamiento de los costos en general, existieron otros que actuaron en forma adversa para la competitividad de las industrias. Entre éstos, se pueden nombrar a los altos costos financieros, así como los costos de energía y transporte.

Adicionalmente, un otro factor que explica la rigidez de los precios y la menor competitividad de la industria, constituye la tasa de beneficio de las empresas, la misma que estaría sesgada por los márgenes de ganancia observados durante el período hiperinflacionario.

Este comportamiento por otro lado, estaría evidenciando que el proceso de formación de precios en la industria no obedece a los cambios que ocurren en el mercado en el corto plazo, puesto que existe una suerte de "administración" de precios donde se establece un margen de ganancia sobre los costos

variables. Esto se explica por la existencia de fuerzas oligopólicas en los mercados.

- iv) Respecto a la tasa de interés, se ha observado que no ha evolucionado favorablemente para el logro de la reactivación. Los factores que habrían influido en este comportamiento son la relativa competitividad en el sistema financiero, las ineficiencias de algunos bancos y la aún baja credibilidad en el sistema de intermediación.

Dentro de la trayectoria de un programa de ajuste y estabilización, el hecho de que las tasas de interés domésticas se sitúen en niveles superiores a las tasas de mercado internacional, es una condición necesaria para asegurar la credibilidad en el programa de estabilización a fin de atraer capitales, puesto que lo contrario posibilitaría su fuga. Sin embargo, en la segunda fase del proceso, las tasas de interés deberían mantener una tendencia a la baja en la medida que la inflación disminuya y se gane mayor grado de confianza en el programa y el sistema financiero.

La experiencia actual está demostrando que este comportamiento se ha evidenciado, lo que supone que el riesgo a realizar inversiones en el país tiende a disminuir paulatinamente.

- v) Por último otra limitación para la recuperación de la economía, constituye la rigidez estructural observada en la administración de los organismos públicos. Los cambios que se están emprendiendo requieren de un período de maduración, por lo que no se pueden esperar resultados inmediatos.

b) Ahorro e inversión en Bolivia

Las metas principales de la política económica boliviana a partir de 1985 enfatizan dos necesidades ampliamente reconocidas: mantener la estabilidad de precios y promover el crecimiento económico. El primer objetivo ha sido alcanzado (aunque muchos arguyen que su equilibrio es todavía frágil), pero el nivel de consecución del segundo objetivo aún es muy modesto, con un crecimiento promedio anual de sólo 0.07% del PIB real en el período 1985-1990¹⁴.

La idea de que estabilidad de precios y crecimiento económico son dos objetivos íntimamente relacionados se está generalizando. En efecto, una tasa de crecimiento de los precios moderada viabiliza el crecimiento económico. Las ventajas de un nivel de inflación moderado son claras: no distorsiona la formación de precios (que son determinantes en la eficiente asignación de recursos), no perturba expectativas, ni permite la generación de actividades especulativas, mantiene credibilidad y estabilidad en el sistema financiero

¹⁴ Cálculo en base a reportes de Muller y Asociados. "Evaluación económica" 1985-90.

(que es fundamental para la captación de ahorro y colocación de inversiones), no deriva en una distribución regresiva del ingreso, y no genera la sustitución de la moneda nacional (ni induce la sustitución de sus funciones).

Los volúmenes de inversión son reconocidos como factores fundamentales del crecimiento económico, y las bajas tasas de inversión registradas a partir de las medidas dirigidas a la retoma de crecimiento han despertado preocupación a nivel político, académico y general/¹⁶. En este contexto surge la interrogante del por qué se observan tasas tan bajas de inversión y las medidas necesarias para revertir este comportamiento. La respuesta a esa pregunta implica conocer los determinantes de la inversión y los factores que influyen sobre estos.

La teoría económica nos indica que la variable más importante en la determinación de inversión es la tasa de interés. En efecto, la tasa de interés afecta a las decisiones de inversión directamente y mediante la formación del ahorro que la financia.

Es natural esperar resultados diferentes del desempeño de la economía con relación a un determinado comportamiento de las tasas de interés. En este contexto, nos interesa conocer en qué medida un nivel dado de tasas de interés contribuye a la satisfacción de los dos objetivos planteados (estabilidad y crecimiento).

¹⁶ Para el período 1985-1990, el INE reporta una tasa de crecimiento en la formación bruta de capital fijo promedio de 0.2%

La economía boliviana a partir de la nueva política económica (NPE) de 1985 ha experimentado tasas de interés reales significativamente altas/¹⁶.

c) Análisis sobre la relación entre Tasas de Interés e Inflación

Los modelos macroeconómicos que mayor atención captaron en las décadas de los 50 y 60 enfocaron su cuidado principalmente sobre el efecto que ejerce la demanda agregada en la economía. Sin embargo, a partir de los shocks en los precios del petróleo observados en los años 70 se despertó un interés renovado por el estudio de los efectos de la oferta agregada. En efecto, el seguimiento de la oferta agregada revela mecanismos mediante los cuales altas tasas de interés generan efectos adversos en la oferta agregada.

En otras palabras, ¿las altas tasas de interés inducen incrementos en la tasa de inflación mediante caídas sustanciales en la oferta agregada o más bien actúan como una variable que reprime alzas en precios a través de efectos contractivos predominantes sobre la demanda agregada?

Es posible que altas tasas de interés tengan impactos inflacionarios que resultan contrarios a la visión de que altas tasas de interés reprimen la demanda agregada y por tanto reprimen incrementos en precios. Por el lado del producto, la tasa de interés constituye el precio de renta del capital.

¹⁶ FERRUFINO, Rubén. "Ahorro e Inversión en Bolivia en el período de post-estabilización". La Paz. 1991

Por simplicidad, asumamos que la oferta agregada nacional se relaciona a una función de producción con dos factores: capital y trabajo. A su vez, el empleo de trabajo depende de los salarios reales mientras el uso de capital dependerá de su precios de renta vigentes en los mercados financieros (tasas de interés).

Lógicamente se puede deducir, que un aumento en las tasas de interés hace más costoso y reduce el uso de capital en procesos productivos. Es decir reduce el producto. Si las reducciones en la oferta agregada (ante un aumento en las tasas de interés) exceden significativamente las reducciones en la demanda agregada, el nivel general de precios puede fácilmente incrementarse y así se crean presiones inflacionarias.

A priori, no es claro si el incremento inicial en precios genera rondas posteriores de inflación. En todo caso, la respuesta a esta interrogante depende del grado de sensibilidad de la oferta y demanda agregadas ante movimientos en la tasa de interés y, sobre todo, de las condiciones de estabilidad de la economía. Lo que si es claro es que un nivel alto de tasas de interés puede contraer oferta y demanda agregadas y por lo tanto tiene impacto recesivo.

Se ha discutido con frecuencia los altos niveles que éstas han alcanzado luego de la NPE. Fernández y Protasi discuten dos interpretaciones acerca del origen y persistencia de las altas tasas de interés, luego de medidas de estabilización. La

primera interpretación sostiene que las elevadas tasas de interés son un resultado de la escasez monetaria frente al fuerte incremento de la demanda por dinero generada por la credibilidad en la reforma que anticipa menor inflación futura/¹⁷.

Así, para satisfacer los incrementos en la demanda es recomendable una expansión de crédito luego de detener el crecimiento en los precios con el objetivo de reducir las tasas de interés. La segunda interpretación sostiene que las elevadas tasas de interés reflejan que no existe plena credibilidad en las medidas económicas y por tanto se anticipa mayor inflación. Así, es necesario mantener una política monetaria contractiva para no alimentar expectativas inflacionarias futuras.

Aparentemente el comportamiento de la economía boliviana tiende a ajustarse bien a esta segunda interpretación. Fernández y Protasi reportan que a fines de 1985 se observó expansión monetaria y un crecimiento fuerte del crédito interno para cancelar obligaciones del Estado. Los autores sostienen que la expansión provocó una subida importante de las tasas de interés en vez de reducirlas. En efecto, la tasa de interés en moneda nacional con mantenimiento de valor creció en un 11.34% en el primer trimestre de 1986 con respecto al último trimestre de 1985, mientras la tasa de crecimiento en la tasa de interés en moneda extranjera durante el mismo período llegó a 16.39%.

¹⁷ FERNANDEZ, Roque y PROTASI, J.Carlos. "Las Tasas de interés y el uso de monedas múltiples". La Paz . 1987.

Otra explicación del nivel elevado de las tasas de interés registradas en el período de estudio enfatiza la importancia de la eficiencia administrativa de la banca.

De acuerdo con esta óptica, aumentos importantes de capital y disminución de gastos administrativos son requisitos para reducir los márgenes o "spreads" de los préstamos ordinarios y refinanciados, para disminuir, a su vez, las tasas de interés a los prestatarios. Se espera que los incrementos en el capital de operaciones de la banca genere mayores ganancias a través de expansiones en la escala de intermediación financiera, mientras contracciones en los gastos administrativos están dirigidos a incrementar los márgenes de utilidades, que en condiciones de deficiencia administrativa, son cubiertos mediante el manejo de las tasas de interés.

A manera de resumen se puede decir, que es demasiado riesgoso rechazar la posibilidad de altas tasas de interés debido a una política monetaria contractiva, pero no es aventurado señalar que otro factor que indujo tasas altas fue (y probablemente sigue siendo) que no se ha consolidado plenamente la confianza en la estabilización y por ello se anticipa inflación en el futuro que afecta a las tasas de interés en moneda nacional mediante la caída de los saldos monetarios reales. Las tasas de interés en moneda extranjera también pueden verse afectada. Cuando la tasa de devaluación nominal es menor que la tasa de inflación el tipo de cambio

real se sobrevalúa. Una sobrevaluación cambiaria puede reprimir las exportaciones y limitar la oferta interna de divisas y fondos prestables en moneda extranjera. Esto puede incrementar las tasas de interés en moneda extranjera.

CAPITULO V5. ESTIMACION DEL MODELO DE COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE INTERES

Para la estimación del comportamiento de la tasa de interés, se ha tomado datos reales de las principales variables macroeconómicas en Bolivia, en el período 1985-1990 en forma trimestral. Una disminución de las tasas de interés reales, hacia un nivel más razonable debe preservar y ceñirse al cumplimiento de dos objetivos dependientes:

Primera, mantener un nivel apropiado de captaciones del público. Es decir, la tasa de interés real debe asegurar un retorno positivo a los ahorristas que además compense costos relativos al riesgo que ellos perciben y asocian a probabilidades de reversión de política y/o desequilibrios macroeconómicos (tasa de riesgo país). Además, estas tasas de interés deben ser más atractivas a las vigentes en mercados internacionales (por ejemplo la tasa LIBOR). Es decir:

$$i_a \geq i_e + t_{rp} \quad (1)$$

donde: i_a = tasa de interés real interna
 i_e = tasa de interés real externa
 t_{rp} = tasa de riesgo país

La ecuación (1) indica que para que se reduzca las tasas de interés sin que ello implique fuertes pérdidas en la capacidad de captación de capitales (formación de ahorro interno) existen dos posibilidades: la primera implica una reducción en

las tasas de interés internacionales, mientras la segunda implica una disminución de la tasa de riesgo país que en general implica mayor confianza en la economía y en particular podría ampliar los plazos de operaciones registrados en el pasivo del sistema financiero nacional.

El segundo objetivo que las tasas de interés debe buscar es colocación de crédito a plazos y precios compatibles con indicadores de rentabilidad de proyectos productivos de mediana y larga maduración. Desde el punto de vista del activo bancario, una reducción en las tasas de interés implicaría fundamentalmente una disminución de la cartera en mora.

Los coeficientes de ahorro e inversión incluidos en la ecuación de producto muestran que estas variables tienen efectos importantes sobre los niveles de output de la economía. Con certeza, futuros esfuerzos dirigidos a mejorar las magnitudes de estas dos variables serán reflejados en mayores tasas de crecimiento de la economía boliviana.

El modelo para estimar los factores que determinan la tasa de interés de mercado en Bolivia depende del grado de apertura del país. En países con economías sumamente cerradas, la tasa de interés de mercado dependerá principalmente de las condiciones del mercado interno. En cambio, en países con economías muy abiertas y sin restricciones sobre los movimientos de capital, los procesos de

arbitraje harán que las tasas de interés de mercado dependan tanto de las condiciones del mercado interno y sobre todo de los tipos de interés mundiales, de variaciones previstas en la tasa de cambio y, tal vez de algunos factores de riesgo específicos del país.

Para la estimación del modelo, se ha contemplado variables macroeconómicas, que influyen en el comportamiento de la tasa de interés (r), tales como: el Producto Interno Bruto (PIB), la Formación Bruta de Capital (FBK) como parámetro indicador de la inversión, el Ahorro Nacional Bruto (SNB) y el Ahorro externo (S_x). A través de estas variables se tiene previsto efectuar la estimación del modelo para determinar el comportamiento de la tasa de interés por medio de la liberalización financiera.

Dentro del análisis econométrico, para estimar el comportamiento de la liberalización de tasas, se ha realizado un estudio, tanto en una economía abierta, como en una economía cerrada. A continuación se presentan modelos más formales, con los siguientes resultados:

5.1 DETERMINANTES DE LA TASA DE INTERES EN UNA ECONOMIA CERRADA

Un modelo común para la estimación de los determinantes de la tasa de interés de mercado en una economía cerrada se deriva de dos ideas presentadas por I. Fisher. La primera, que la tasa

de interés nominal (i) representa la suma/¹⁸ de la tasa de interés real (r) y de la tasa prevista de inflación (p^e). La segunda, que la tasa de interés real tiende a variar cíclicamente en torno a su valor de equilibrio de largo plazo (r^*).

De acuerdo a la segunda idea de Fischer, las variaciones cíclicas o a corto plazo de la tasa de interés real normalmente reflejan cambios de política económica o cambios extraordinarios en las condiciones del mercado de fondos prestables. Esas variaciones son de corto plazo y tienden a cambiar de sentido o a eliminarse en el mediano plazo. Por ejemplo, los cambios de las variables de política monetaria que crean un exceso (imprevisto) de oferta de dinero no son más que un fenómeno temporal que tenderá a desaparecer por sí solo en el mediano plazo, porque la liquidez afectará al ingreso, y los cambios en el ingreso a su vez efectuarán la demanda de dinero, eliminando el exceso de oferta de dinero.

De igual modo, las variables fiscales sólo afectarían a la tasa de interés real en forma temporal. Por ejemplo: si el déficit fiscal es financiado con crédito del Banco Central, un aumento del déficit puede resultar en un exceso (imprevisto) de la oferta de dinero y, por lo tanto, en una baja de la tasa de interés real a

¹⁸ La suma de los dos términos es solamente una aproximación. Una expresión más exacta, que es especialmente pertinente en el caso de países con alta inflación, comprende el producto de los dos términos, es decir, $i = (1+r)(1+p^e) - 1$

corto plazo, que cambiará de sentido a mediano plazo, a medida que el aumento del ingreso incrementa la demanda de dinero. En forma similar, si el déficit fiscal se financia con emisiones de bonos, un aumento en el déficit puede resultar en un exceso de demanda de fondos prestables que haría subir temporalmente el tipo de interés real. Ese efecto sería también temporal porque la persistencia de tipos de interés reales elevados reducirá con el tiempo el ingreso y eliminará el exceso de demanda de fondos prestables.

Para simplificar el análisis, limitamos los efectos de las políticas económicas sobre las tasas de interés a las variaciones (imprevistas) de la demanda de dinero, por ejemplo, suponiendo que el exceso de demanda (oferta) de fondos prestables corresponde a un exceso de oferta (demanda) de dinero, podemos especificar el modelo de los factores del mercado que determinan la tasa de interés en una economía cerrada como la suma de los factores siguientes:

$$(1) \quad i_t = r_t^* - b \text{ESM}_t + c p^e_t + w_t$$

donde:

i_t = Tasa de interés nominal

r_t^* = Tasa de interés real

p^e_t = Tasa prevista de inflación

en que ESM representa el exceso de oferta de dinero; b y c son parámetros ($b, c > 0$) y w es una expresión de error aleatorio.

Obsérvese que si se utiliza la tasa de inflación corriente, o cualquier medida de "inflación prevista", como variable sucedánea de la

inflación prevista real, entonces c mediría el grado en que la variable sucedánea se aproxima a la tasa de inflación prevista real. Por lo tanto, cuanto más aproximada sea dicha variable tanto más se acercará c a la unidad.

Para explicar el modelo, de acuerdo a la realidad que vive nuestro país, se ha tomado los siguientes parámetros, que influyen basicamente en la estimación de las variables.

En esta estimación, en el modelo no figura el ahorro externo y en la variable PIB se ha deducido la Balanza Comercial, eliminando de esta forma, las relaciones externas del país, ante una suposición de que el país está trabajando en una economía cerrada.

La forma funcional del modelo en una economía cerrada es la siguiente:

$$r = B_0 + B_1 \ln Y_n + B_2 FBK + B_3 S_1 + v$$

- r : tasa de interés nominal (Moneda Nacional CMV)
- Y_n : Producto Interno Bruto menos Balanza Comercial (en millones de dólares)
- FBK : Formación Bruta de Capital fijo (en millones de dólares)
- S_1 : Ahorro Nacional Bruto (en millones de Dólares)

5.1.1 ESTIMACION

De las estimaciones resulta lo siguiente:

$$r = 23.3832 + 1.0173 \ln Y_n + 0.0303 \text{ FBK} - 0.0595 S_1$$

El coeficiente de la variable Y_n indica que si aumenta en 1 % la tasa de interés aumentaría aproximadamente en 1.017. La variable no es significativa en el modelo $t = 0.292$, sin embargo se puede decir que en una economía cerrada esta variable puede explicar a la tasa de interés, a diferencia de una economía abierta.

El coeficiente de la FBK, indica que si esta variable aumenta en 1 millón de \$us la tasa de interés aproximadamente aumentará en 0.03. Solo es significativa al nivel del 30.7 % donde $t = 1.048$, es decir, que cuando se quiere realizar un análisis del comportamiento de r debido a FBK el riesgo de equivocarse es del 30 por ciento.

El coeficiente de S_1 indica que si aumenta en 1 millón de \$us la tasa de interés disminuirá aproximadamente en 0.059. Es la variable de mayor significación en el modelo, donde $t = -6.603$. Es decir que el análisis de r puede ser explicado por S_1 con un probabilidad error nulo.

El valor de $R^2 = 0.8306$ indica que en un 83.06 % el comportamiento de la tasa de interés en una economía cerrada, esta explicada por las demás variables en forma conjunta.

En base a la Tabla de Análisis de Varianza se obtuvo el valor del estadístico $F = 32.69$, es decir que el modelo es altamente significativo incluso mayor que el obtenido en el caso de una economía abierta, por lo tanto el modelo nos permite realizar y analizar el comportamiento de r .

5.2 DETERMINANTES DE LA TASA DE INTERES EN UNA ECONOMIA ABIERTA

En una economía abierta, como los agentes económicos pueden transferir fondos hacia la economía o hacia el exterior, las tasas de interés nacionales y extranjeras estarán relacionadas entre sí. Especialmente en el caso de una economía abierta, sin restricciones en los flujos capital y dejando de lado consideraciones de riesgo y costos de transacción, el comportamiento de los agentes económicos tenderá a igualar la rentabilidad prevista del mercado financiero nacional con la del mercado financiero extranjero. Por lo tanto, la tasa de interés nacional se verá determinada por la siguiente relación de arbitraje:

$$(2) \quad i_t = i^*_t + e_t$$

en la que i^*_t es la tasa de interés mundial (para el mismo activo financiero y t vencimiento) y e_t es la depreciación prevista de la tasa de cambio (definida como el precio nacional de la moneda extranjera).

El riesgo de solvencia, otros tipos de riesgos y la existencia de costos de transacción introducen diferencias entre la tasa de interés interna y la

suma de la tasa de interés mundial y la depreciación prevista de la tasa de cambio. En Bolivia, esta diferencia ("cuña") puede ser bastante grande debido al riesgo de incumplimiento del país (el llamado "riesgo de soberanía o riesgo país") y a los costos de transacción en juego.

$$i_{\text{nominal}} = i_{\text{int}} + i_{\text{ext}} + \text{devaluación} + \text{riesgo país}$$

Asimismo, los controles al capital, presentes todavía en el país, se reflejan también en diferencias entre la tasa de interés interna y la suma de la tasa de interés mundial y la tasa de devaluación prevista de la moneda. En algunos casos, debido a los riesgos percibidos y a los altos costos de transacción, la diferencia entre las tasas de interés puede ser muy grande y el efecto de los cambios de la tasa de interés externa sobre la tasa de interés interna puede ser muy débil.

La forma funcional del modelo es el siguiente:

$$r = B_0 + B_1 \ln Y + B_2 \text{FBK} + B_3 S_1 + B_4 S_2 + u$$

donde :

- r : tasa de interés nominal (Moneda Nacional CMV)
- Y : Producto Interno Bruto (en millones de dólares)
- FBK : Formación Bruta de Capital fijo (en millones de dólares)
- S₁ : Ahorro Nacional Bruto (en millones de Dólares)

Sx : Ahorro Externo (valor financiado para la Inversión Bruta (en millones de dólares)

ln Y : logaritmo natural de Y

La finalidad de la logaritmización de Y es solo para fines de homogeneización de la variable.

5.2.1 ESTIMACION

De las estimaciones resulta lo siguiente:

$$r = 30.4711 + 0.0924 \ln Y + 0.0299 \text{ FBK} - 0.0659 \text{ Si} + 0.0148 \text{ Sx}$$

La variable Y no es significativa en la estimación, por lo que deja de tener importancia para la explicación del modelo, dado el valor $t = 0.025$ a un nivel de significación 0.97 %. Su coeficiente indica que si el PIB aumenta en 1% la tasa de interés aproximadamente aumentara en 0.09.

La FBK es significativo al nivel del 30.6 % con un valor $t=1.05$ es una variable que individualmente no puede explicar el comportamiento del modelo a bajos niveles de significación. Su coeficiente indica que si la FBK aumenta en 1 millón de \$us la tasa de interés también aumentara aproximadamente en 0.03 .

El ahorro interno bruto es la variable de mayor significación en el modelo, dado que su valor $t=-7.538$ indica que por si sola, esta variable puede explicar el comportamiento del modelo . Su coeficiente indica que si el SNB aumenta en 1

millón de \$us la tasa de interés disminuirá en 0.066 % .

El Ahorro Externo es significativo al nivel del 9.86 % con valor $t = 1.736$ es decir que esta variable también puede explicar el comportamiento de r con un grado de error del 9.86%. Su coeficiente indica que si el Sx aumenta en 1 millón de \$us la tasa de interés aumentara en 0.015 .

El grado de ajuste del Modelo es igual a $R^2=0.8532$ significa que el comportamiento de la tasa de interés esta explicado por demás variables en un 85.32 % en forma conjunta.

Según el análisis de la tabla de varianzas, se puede indicar que la significación del modelo es aceptable, ya que $F=27.607$, es decir que se puede usar el modelo para explicar el comportamiento de la tasa de interés.

Según la estimación del estadístico de Durbin - Watson=1.4846, no existe problemas de autocorrelación, ya que los límites se encuentran entre 0 y 1,01.

CAPITULO VI

6. RESUMEN Y CONCLUSIONES

- 1) Las medidas decretadas en 1982, sentaron un precedente negativo en la política monetaria, induciendo a que los agentes económicos pierdan la confianza en el sistema financiero nacional. El impacto de la desdolarización contribuyó a acelerar el proceso de desintermediación financiera, a la fuga de capitales y originando un proceso de desdolarización de la economía como un fenómeno persistente y de largo plazo.
- 2) La fijación de las tasas activas y pasivas periódicamente por el BCB y la inadecuada fijación del nivel de la tasa de encaje legal, contribuyó al proceso de desintermediación financiera y a la pérdida de confianza en el sistema económico del país.
- 3) Los modelos teóricos y la evidencia empírica destacaron que en épocas inflacionarias, la gente tiende a sustituir sus saldos monetarios en moneda nacional por otros activos financieros que le aseguren la restitución o incremento del poder adquisitivo de su riqueza. Tal como predecía la teoría, en el periodo inflacionario e hiperinflacionario (1982 - 1985), la gente huyó del dinero local hacia la moneda extranjera (dólar). Pero contra lo esperado teóricamente, la economía siguió dolarizándose en los siete años siguientes de la estabilización de precios.

- 4) El análisis realizado en esta tesis, se centra en el rol de la tasa de interés y se comprueba que con la aplicación de políticas económicas reguladas, se han generado graves desequilibrios macroeconómicos que se traducen en la crisis profunda en la que estuvo sumergido el país en el período 82-85.
- 5) La Restitución del equilibrio macroeconómico luego de las medidas de 1985 mediante políticas monetaria y fiscal restrictivas ha sentado los fundamentos para mayores ajustes estructurales de la economía, como un objetivo de largo plazo.
- 6) En este contexto y habiéndose demostrado que a partir de la adopción de las medidas de desregulación y liberalización financiera, se tienen que incorporar ciertas condiciones para establecer un proceso consistente, pudiéndose citar entre ellos los siguientes puntos :
 - i) Liberalización de las tasas de interés.
 - ii) Disponibilidad de una estructura de encaje legal, que no obstaculice el rol de la intermediación financiera.
 - iii) El régimen de regulación y supervisión de solvencia de la banca debe responsabilizarse de un eficiente régimen de control de calidad de cartera, que:
 - a) denote mayor transparencia de la situación patrimonial de la banca.
 - b) Que evite la concentración del crédito.

- c) Que administre eficientemente los créditos impagos.
- 7) Con la aplicación de un sistema de esta naturaleza, las tasas de interés encontraría su punto de equilibrio de acuerdo a los operadores de mercado.
- 8) Para asegurar una competencia adecuada, la liberalización de las tasas de interés debería estar acompañada de una homogeneización de varias regulaciones en el contexto financiero. En particular, varias políticas de crédito selectivas basadas en tasas de interés por debajo del mercado tendrían que ser eliminadas. Esto se evidencia, que con los remates de recursos de desarrollo del BCB las tasas de interés, han bajado y ello es por que así lo ha determinado las fuerzas del mercado. Por otra parte, los bancos insolventes son otro obstáculo en la competencia. Un paso importante para incrementar la competencia en el sistema bancario ha sido la rehabilitación y reestructuración de los bancos que se considera que debe profundizarse.
- 9) La liberalización de las tasas de interés ha permitido la creación de un mercado de valores formal y ha coadyubado a la efectividad de la política monetaria.

- 10) La teoría y la evidencia empírica demuestra que las medidas de liberalización de tasas de interés y del sistema financiero traen como consecuencia un aumento de la tasa de ahorro (como resultado de la mayor tasa de interés y las nuevas perspectivas de ahorro e inversión). En efecto, los resultados estadísticos en el país registran aumentos en el ahorro a consecuencia de aumentos que estimuló la rentabilidad recibida por los ahorristas.
- 11) La política de liberalización de las tasas de interés y del mercado financiero nacional, ligados a la estabilidad de precios y al régimen cambiario, estimularon un ingreso significativo de capitales (principalmente por repatriación de capitales nacionales) atraídos por el rendimiento respecto a las tasas vigentes en mercados financieros internacionales.
- 12) La política de liberalización financiera no busca incrementar los ahorros por sí sólo sino promover un aumento en el volumen y eficiencia de formación de capital. Así, cuando las tasas de interés son liberadas un volumen mayor de inversión puede financiarse ya que los ahorros habrán aumentado.
- 13) Los cambios dinámicos esperados en la estructura productiva, demandan un sistema financiero eficiente, que permita fortalecer el ahorro financiero privado y que apunte a

canalizar recursos hacia la inversión productiva en los sectores prioritarios. En este entendido, será importante la modernización y la nueva regulación de las instituciones financieras a fin de que cumplan con un rol de intermediación compatible con los niveles de eficiencia exigidos por el proceso de reactivación.

- 14) Uno de los mayores problemas que ha limitado la acumulación de capital en la economía boliviana en los últimos años, ha constituido el inadecuado volumen de financiamiento de largo plazo; más aún la carencia de estos recursos ha estimulado la inversión de corto plazo, la ganancia rápida y la especulación.
- 15) Es necesario, que las Autoridades económicas a través de la política económica contribuya a mejorar el sistema de intermediación y movilización de recursos. En este sentido, las reformas financieras deberían actuar sobre los flujos de ahorro e inversión, existiendo una complementación clara entre la acción del Estado y el sistema financiero. Concretamente, ante la escasez de recursos de largo plazo, el Estado debería dirigir sus esfuerzos hacia la obtención de recursos externos en montos crecientes para el financiamiento de inversiones de larga maduración.
- 16) En esta perspectiva, la tarea más inmediata consistiría en reestablecer la solvencia y

liquidez del sistema financiero interno y, específicamente la normalización de las condiciones de endeudamiento de las instituciones financieras.

- 17) Paralelamente, se deben realizar esfuerzos para lograr una adecuada regulación y supervisión de las operaciones del sistema, bajo normas y técnicas modernas y un sistema legal actualizado.
- 18) Se deben desarrollar mecanismos de control preventivos orientados a proveer estabilidad, seguridad, solvencia y eficiencia a los intermediarios financieros.
- 19) Las medidas anteriores, necesariamente deberán complementarse con políticas orientadas a la modernización y diversificación de los instrumentos directos y los servicios indirectos en los sistemas de captación y colocación de recursos.
- 20) Al presente, los sectores productivos enfrentan una situación desventajosa en cuanto a los costos financieros. Si bien las tasas de interés han mostrado tendencias a la baja, los niveles actuales aún no son apropiados para la competitividad de las actividades productivas. Este problema, se ve magnificado por el grado de dolarización observado en las operaciones financieras, que resta efectividad a los instrumentos de política económica y en

particular a los de política monetaria. A pesar que el problema de la dolarización de la economía, se halla explicado fundamentalmente por factores de demanda (influenciados por la experiencia hiperinflacionaria pasada) y que la magnitud del mismo irá paulatinamente disminuyendo en la medida en que el grado de confianza en la moneda doméstica y la credibilidad del sistema financiero se vaya elevando, es posible aplicar algunos mecanismos que atenúen el grado de dolarización y que al mismo tiempo influyan en los niveles de las tasas de interés.

7. ANEXOS Y CUADROS ESTADISTICOSLISTA DE CUADROS

CUADRO No. 1	Tasas activas de interés anual en el sistema bancario nacional (En porcentajes)
CUADRO No. 2	Tasas pasivas de interés anual en el sistema bancario nacional (En porcentajes)
CUADRO No. 3	Tasas de interés real (En porcentajes)
CUADRO No. 4	Tasas Libor para operaciones en dólares americanos (En porcentajes)
CUADRO No. 5	Tasas de encaje legal (En porcentajes)
CUADRO No. 6	Origen de la liquidez total
CUADRO No. 7	Destino del medio circulante y la liquidez total
CUADRO No. 8	Financiamiento concedido por el sistema bancario
CUADRO No. 9	Financiamiento concedido por el sistema bancario (Por sectores económicos)
CUADRO No. 10	Base estadística para la estimación de modelos econométricos

LISTA DE GRAFICOS

- GRAFICO No. 1 Equilibrio del mercado de capitales.
- GRAFICO No. 2 Influencia de la tasa de interés en la acumulación a largo plazo de los activos financieros y composición de la Inversión.
- GRAFICO No. 3 Inventario de proyectos de inversión.
- GRAFICO No. 4 Curva de demanda de inversión.
- GRAFICO No. 5 Tasas activas de interés anual en el sistema bancario nacional (En porcentajes)
- GRAFICO No. 6 Tasas pasivas de interés anual en el sistema bancario nacional (En porcentajes)
- GRAFICO No. 7 Tasas de interés real (En porcentajes)
- GRAFICO No. 8 Tasas Libor para operaciones en dólares americanos (En porcentajes)
- GRAFICO No. 9 Variables macroeconómicas

LISTA DE ABREVIATURAS

PNB	Producto Nacional Bruto
PMD	Países Menos Desarrollados
PIB	Producto Interno Bruto
NPE	Nueva Política Económica
SNB	Ahorro Nacional Bruto
FBK	Formación Bruta de Capital
ESM	Exceso Oferta de dinero
EMC	Eficiencia Marginal del Capital
BC	Balanza Comercial
it	Interés nominal
Sx	Ahorro externo
Pe	Tasa prevista de inflación
Yn	Ingreso nacional
I	Inversión
S	Ahorro
M	Cantidad de dinero
V	Velocidad de circulación
T	Volúmen de transacciones
P	Nivel general de precios
r	Tasa de interés

CUADRO No. 1
TASAS ACTIVAS DE INTERES ANUAL EN EL
SISTEMA BANCARIO NACIONAL (porcentajes)

A FIN DE	NOMINAL	NOMINAL	TOTAL(1)	EFFECTIVA(3)
	MONEDA NACIONAL (SMV)	SECTOR PROD.(2) (SMV)	SECTOR NO PROD. (SMV)	(SMV)
1985	231.10	232.10	232.10	
1986	64.78	65.78	65.78	
1987	38.77	39.45	39.45	43.17
1988	34.58	35.07	35.07	39.58
1989	33.56	34.53	34.53	39.43
1990	33.45	34.35	34.35	38.94

A FIN DE	NOMINAL	NOMINAL	TOTAL(1)	EFFECTIVA(3)
	MONEDA NACIONAL (CMV)	SECTOR PROD.(2) (CMV)	SECTOR NO PROD. (CMV)	(CMV)
1985	16.10	17.10	17.10	
1986	20.92	21.92	21.92	
1987	26.85	27.30	27.30	30.06
1988	23.87	23.83	23.83	26.08
1989	23.61	24.01	24.01	26.61
1990	20.78	22.31	22.31	24.49

A FIN DE	NOMINAL	NOMINAL	TOTAL(1)	EFFECTIVA(3)
	MONEDA NACIONAL (M/E)	SECTOR PROD.(2) (M/E)	SECTOR NO PROD. (M/E)	(M/E)
1985	16.80	17.80	17.80	
1986	22.01	23.01	23.01	
1987	26.03	26.04	26.04	28.45
1988	22.27	26.64	26.64	24.40
1989	22.06	22.60	22.60	24.44
1990	20.33	20.84	20.84	22.21

FUENTE : BANCO CENTRAL DE BDLVIA

- (1) Incluye Impto. (TGN y Universidad), comision fondo para empleados, no incluye comision Flat de apertura (1,5% promedio por periodo operacion)
- (2) Conformado por sectores comercial y particular
- (3) Incluye recargos y comisiones con anualizacion mediante formulas de interes compuesto a partir de agosto del 87

CUADRO No. 2
TASAS PASIVAS DE INTERES ANUAL EN EL
SISTEMA BANCARIO NACIONAL (porcentajes)

124

CAJA DE AHORROS						
A	MONEDA NACIONAL (SMV)			MONEDA EXTRANJERA (M/E)		
	Nominal	Nominal	Efectiva	Nominal	Nominal	Efectiva
DE	(1)	Totales (1)	(2)	(1)	Totales (1)	(2)
1985	99.60					
1986	29.57					
1987	22.45	22.45	25.01			
1988	20.15	20.15	21.61	7.10	7.10	7.23
1989	16.65	16.65	17.52	7.88	7.88	8.05
1990	17.67	17.65	18.50	8.58	8.58	8.81

DEPOSITOS A PLAZO FIJO									
A	MONEDA NACIONAL (SMV)			MONEDA NACIONAL (CMV)			MONEDA EXTRANJERA (M/E)		
	Nominal	Nominal	Efectiva	Nominal	Nominal	Efectiva	Nominal	Nominal	Efectiva
DE	(1)	Totales (1)	(2)	(1)	Totales (1)	(2)	(1)	Totales (1)	(2)
1985	110.00			11.60			11.20		
1986	33.39			14.11			14.97		
1987	29.10	29.10	32.71	14.26	14.26	15.43	15.56	15.56	17.77
1988	24.87	24.87	27.80	13.38	13.38	14.21	14.95	14.95	15.84
1989	18.98	18.98	20.78	14.53	14.53	15.46	15.06	15.06	16.06
1990	18.95	18.95	20.45	12.88	12.88	13.67	13.64	13.64	14.42

FUENTE : SUPEINTENDENCIA DE BANCOS / ELABORACION: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

(1) No Incluye Impto.

(2) Incluye recargos y comisiones con anualizacion mediante formulas de Interes compuesto a partir de agosto del 87

CUADRO No. 3
TASAS DE INTERES REAL (1)
(En porcentajes)

AÑO	ACTIVAS		PASIVAS	
	ACTIVIDAD COMERCIAL PARTICULAR	ACTIVIDAD PRODUCTIVA	CAJAS DE AHORROS	DEPOSITOS A PLAZO FLUJO
1985	-95.98	-95.98	-97.59	-97.46
1986	-0.11	-0.11	-21.93	-19.63
1987	29.37	29.37	12.96	19.93
1988	14.88	14.88	0.09	5.18
1989	19.62	19.62	0.82	3.82
1990	17.74	17.74	0.41	2.07

ELABORACION: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

(1) Deflactado por : Variaciones del índice de precios al consumidor de Dic. a Dic.

Nota.- Para fines de calculo de la tasa de interes real se usa la siguiente formula :

$$r = ((1 + i / (1 + t)) - 1) * 100$$

donde r = Tasa de interes real

i = Tasa de Interes efectiva

t = tasa de inflacion

CUADRO No. 4
 TASAS LIBOR PARA OPERACIONES EN DOLARES AMERICANOS
 (En porcentajes)

ANO	30 DIAS		90 DIAS		365 DIAS	
	FIN DE PERIODO	PROMEDIO PERIODO	FIN DE PERIODO	PROMEDIO PERIODO	FIN DE PERIODO	PROMEDIO PERIODO
1985	8 3/8	8.203	8 1/8	8.364	8 1/8	9.062
1986	7 3/4	6.936	6 11/16	6.854	6 5/16	6.943
1987	8 1/16	6.922	7 15/16	7.173	8 1/16	7.547
1988	9 5/8	7.827	9 1/2	7.980	9 9/16	8.342
1989	8 15/16	9.283	8 9/16	9.298	8 1/16	9.328
1990	9 1/8	8.231	8 1/4	8.256	7 11/16	8.423

FUENTE: ARAB LATINAMERICAN BANK
 ELABORACION: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

CUADRO No. 5
TASA DE ENCAJE LEGAL
(En porcentajes)

AÑO	DEPOSITOS A LA VISTA		CAJA AHORRO		DEPOSITOS PLAZO FIJO		OTROS DEPOSITOS	
	BCOS. NAL Y EXTR.		BCOS. NAL Y EXTR.		BCOS. NAL Y EXTR.		BCOS. NAL Y EXTR.	
	M/NAL	M/E	M/NAL	M/E	M/NAL	M/E	M/NAL	M/E
1985	50	0	20	0	10	0	0	0
1986	40	0	16	0	8	0	0	0
1987	20	20	20	20	10	10	100	100
1988	20	20	20	20	10	10	100	100
1989	20	20	20	20	10	10	100	100
1990	20	20	20	20	10	10	100	100

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE BANCOS
ELABORACION: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

CUADRO No. 6
ORIGEN DE LA LIQUIDEZ TOTAL
(En miles de Bolivianos)

AÑO	RIB	OECF	RIN	CREDITO NETO AL SECTOR PUBLICO								M2
				GC	GLR	SS	EP	CNSP	CSPr	OC		
1985	492498	423881	68607	-449879	28199	0	205828	-215852	409713	27852	290320	
1986	1066315	650327	415988	-5539109	23961	0	7060	-508088	947523	-33296	822127	
1987	1008271	650514	357757	-591416	22363	-46705	252188	-408296	1375825	-150780	1174506	
1988	1006882	742368	364514	-490551	17109	-36758	351323	-158877	1851931	-374876	1682692	
1989	1270722	1091996	178726	-370452	60342	-42281	716348	363957	2629261	-927335	2244609	
1990	1466394	913996	532398	-329529	73910	-41806	828118	524593	3710194	-1426654	3338531	

ELABORACION: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

RIB = RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS

OECF = OBLIGACIONES CON EL EXTERIOR A CORTO PLAZA

RIN = RESERVAS INTERNACIONALES NETAS

GC = GOBIERNO CENTRAL

GLR = GOBIERNOS LOCALES Y REGIONALES

SS = SEGURIDAD SOCIAL

EP = EMPRESAS PUBLICAS

CNSP = CREDITO NETO AL SECTOR PUBLICO

CSPr = CREDITO AL SECTOR PRIVADO

OC = OTRAS CUENTAS

M2 = LIQUIDEZ TOTAL

NOTA.- RIB - OECF = RIN

RIN + TOTAL + CSPr + OC = M2

CUADRO No. 7
 DESTINO DEL MEDIO CIRCULANTE Y LA LIQUIDEZ TOTAL
 (En miles de Bolivianos)

AÑO	1	2	C=1-2	D	M1=C+D	CUASI DINERO			TOTAL (A)	M2=M1+A	PREFER. LIQUIDEZ	
						M/N	M/E	CMV			(C/M1)	(C/M2)
1985	183590	9770	173820	24859	198679	57300	34341	0	91841	290320	0.87	0.60
1986	306989	12626	294373	68831	363304	168793	254931	35099	458823	822127	0.81	0.36
1987	414143	16645	397498	110939	508437	132908	518470	14691	888069	1174506	0.78	0.34
1988	541930	15648	526082	158887	684769	137605	787468	72635	997923	1682692	0.77	0.31
1989	530450	30151	500299	206004	706303	118573	1287156	132577	1538306	2244609	0.71	0.22
1990	668121	29263	636838	349538	986378	146330	2020262	183543	2350155	3336531	0.65	0.19

ELABORACION: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

- 1 = EMISION
- 2 = CAJA DE BANCOS
- C = BILLETES Y MONEDAS EN PODER DEL PUBLICO
- D = DEPOSITOS VISTA
- M1 = MEDIO CIRCULANTE
- M2 = LIQUIDEZ TOTAL

CUADRO No. 8
 FINANCIAMIENTO CONCEDIDO POR EL SISTEMA BANCARIO
 POR BANCOS (En miles de Bolivianos)

ANO	TOTAL	B.C.B. NETO	BANCOS COMERCIALES			BCOS. ESPECIALIZ
			Total	BANEST	BCOS.PRIV.	
1985	204,082	(205,632)	290,555	132,749	157,806	119,159
1986	442,646	(504,882)	731,345	163,418	567,927	216,183
1987	982,784	(393,040)	1,086,173	208,021	878,152	289,651
1988	1,713,459	(138,470)	1,542,493	216,877	1,325,616	309,436
1989	3,006,086	376,823	2,311,021	233,556	2,077,465	318,242
1990	4,249,115	538,921	3,320,348	265,361	3,054,987	389,846

FUENTE : B.C.B. - SUPERINTENDENCIA DE BANCOS
 ELABORACION: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

CUADRO No. 9
 FINANCIAMIENTO CONCEDIDO POR EL SISTEMA BANCARIO
 POR SECTORES ECONOMICOS (En miles de Bolivianos)

AÑO	TOTAL	TOT.SECTOR	CREDITO AL SECTOR PRIVADO								SECTOR(2)	
	GENERAL	PRIVADO (1)	Total	Comercio	Industria	Serv. (3)	Construc.	Agric.ganad	Otros(4)	Mineria	L.V.M.	PUB.NETO
1985	204,082	408,714	381,727	40,816	124,921	0	10,762	88,804	80,365	36,249	27,987	(205,632)
1986	442,646	847,528	898,410	113,968	251,787	0	35,288	264,783	176,767	68,826	49,118	(604,882)
1987	882,784	1,375,824	1,363,406	208,534	388,447	0	45,082	368,423	273,090	73,820	22,418	(393,040)
1988	1,713,459	1,861,929	1,827,684	264,183	498,364	279,781	43,088	538,404	103,578	102,278	24,245	(138,470)
1989	3,006,088	2,628,263	2,604,090	388,022	682,657	332,244	98,043	841,330	72,174	189,710	25,183	376,823
1990	4,248,115	3,710,184	3,979,984	736,384	889,012	720,498	129,038	870,550	99,404	236,102	30,210	638,921

(1) Financiamiento concedido por la banca comercial y especializada

(2) Financiamiento concedido por el Banco Central de Bolivia

(3) Incluye electricidad gas y agua, establecimientos financ., seguros, servicios comunales, sociales y personales

(4) Incluye transportes y comunicaciones, almacenamiento

FUENTE : B.C.B. - SUPERINTENDENCIA DE BANCOS

ELABORACION: BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

CUADRO No. 10
 PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS
 DETERMINANTES DEL COMPORTAMIENTO
 DE LA TASA DE INTERES
 (por trimestres)

TRIMESTRE	TASA DE INTERES (M.N./CMV) r	PIB	FBK	SNB	Sx	BC	Yn
		(Indicadores en millones de \$us)					
1985	15.11	1,298.7	181.4	405.1	104.6	185.6	1,113.1
	13.48	1,730.6	193.7	365.3	128.3	194.5	1,536.1
	15.82	1,286.3	190.5	329.3	121.2	192.1	1,094.2
	16.10	1,482.4	186.4	296.9	63.6	213.8	1,268.6
1986	19.36	1,132.6	119.9	255.1	103.7	110.5	1,022.1
	17.27	1,297.2	126.6	225.6	14.0	111.0	1,186.2
	20.26	1,106.7	131.1	199.9	72.1	104.1	1,002.6
	20.92	1,160.5	123.5	176.9	40.0	93.5	1,062.1
1987	22.16	1,171.3	135.0	194.8	10.2	40.9	1,130.3
	24.85	1,340.6	138.6	187.5	(15.2)	38.2	1,302.4
	22.88	1,202.6	142.7	180.5	19.2	25.2	1,177.4
	26.85	1,235.6	140.7	173.7	(3.8)	33.7	1,201.9
1988	23.99	1,265.8	150.1	200.7	49.8	84.7	1,181.1
	22.85	1,463.9	152.7	207.8	30.5	83.2	1,380.7
	22.29	1,218.8	149.7	215.2	78.9	73.5	1,145.3
	23.27	1,286.5	148.5	222.8	96.3	92.6	1,193.9
1989	21.85	1,330.1	156.1	222.8	78.4	117.9	1,212.2
	19.49	1,514.8	159.0	227.5	72.5	121.1	1,393.7
	22.87	1,281.8	160.4	232.3	118.9	120.5	1,161.2
	23.61	1,367.3	156.5	237.2	112.1	120.5	1,246.9
1990	22.62	1,345.1	149.6	229.3	82.0	117.6	1,227.5
	21.76	1,557.8	153.4	229.1	109.1	120.9	1,436.9
	22.38	1,285.8	153.3	228.8	108.3	120.2	1,165.6
	23.03	1,406.2	151.7	228.5	101.3	120.3	1,285.9

CUADRO No. 11
 CAPTACIONES Y COLOCACIONES DEL SISTEMA BANCARI
 (En miles de Bolivianos y Dolares)

ANO	TOTAL DEPOSITOS			COLOCACIO
	M.NAL (1)	C.M.V.(1)	M/E (2)	(1)
1986	190,385	43,026	140,343	567,927
1987	243,677	43,841	215,587	878,152
1988	286,901	72,786	331,851	1,325,616
1989	268,942	132,908	440,304	2,077,465
1990	312,484	183,312	627,439	3,054,987

(1) En miles de bolivianos

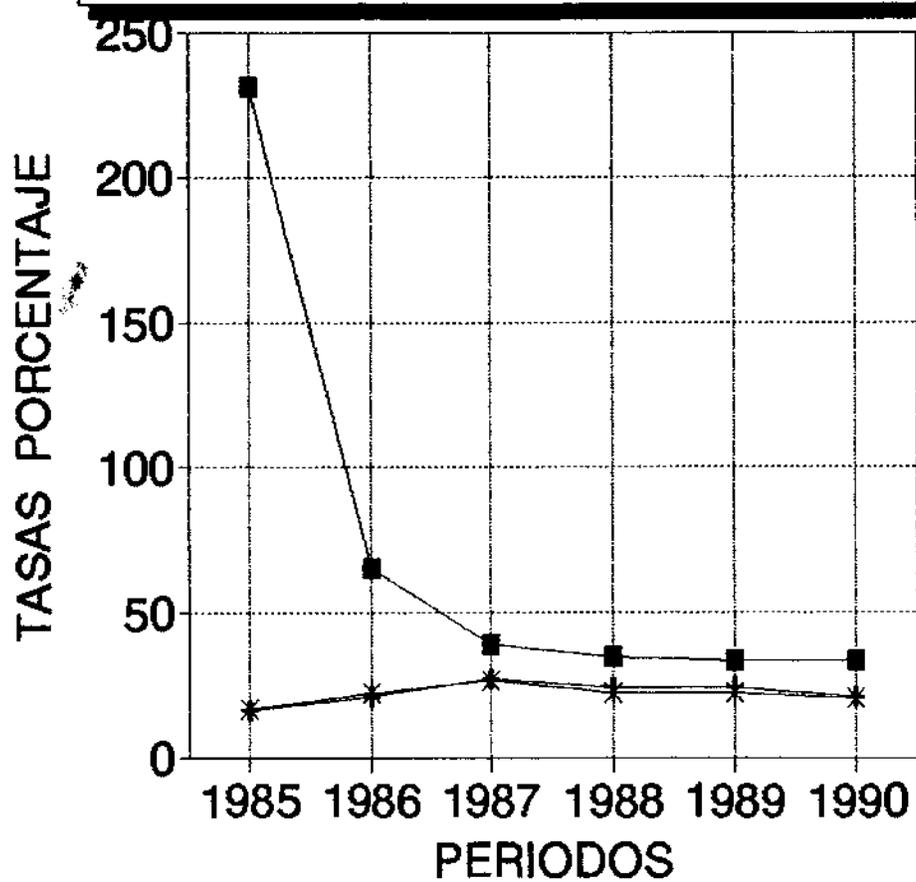
(2) En miles de dolares

FUENTE : B.C.B. - SUPERINTENDENCIA DE BANCOS

ELABORACION: PROPIA

GRAFICO No. 5

TASAS ACTIVAS DE INTERES



—■— S.M.V. —+— C.M.V. —*— M/E

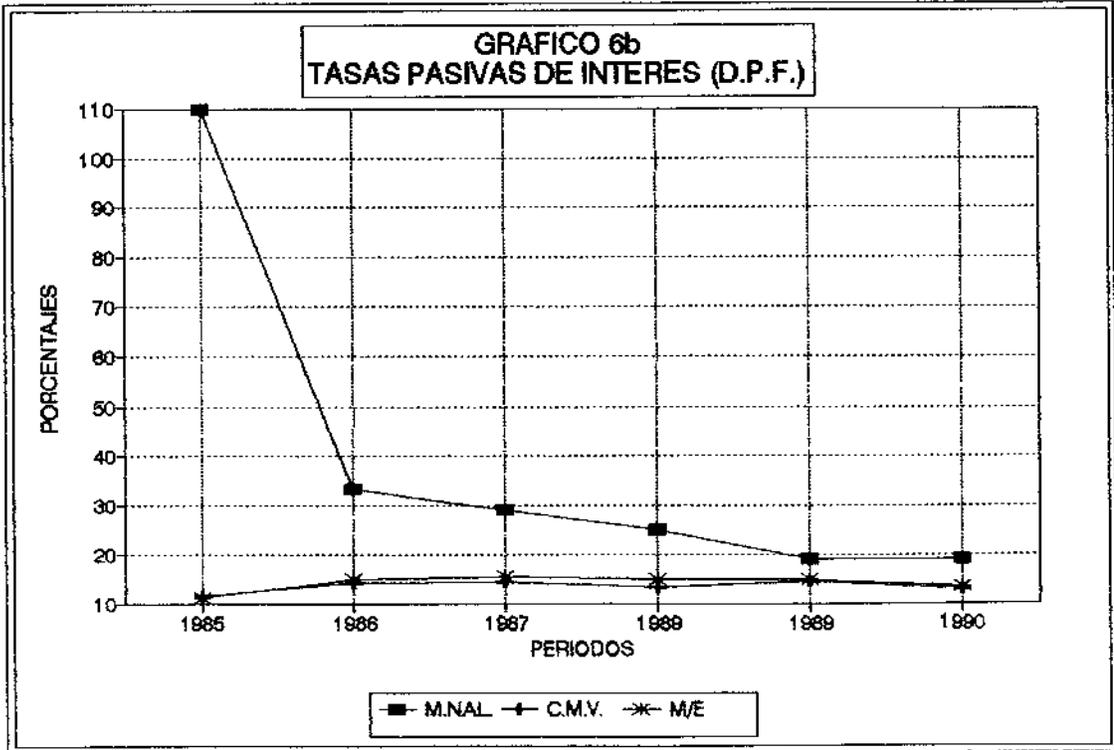
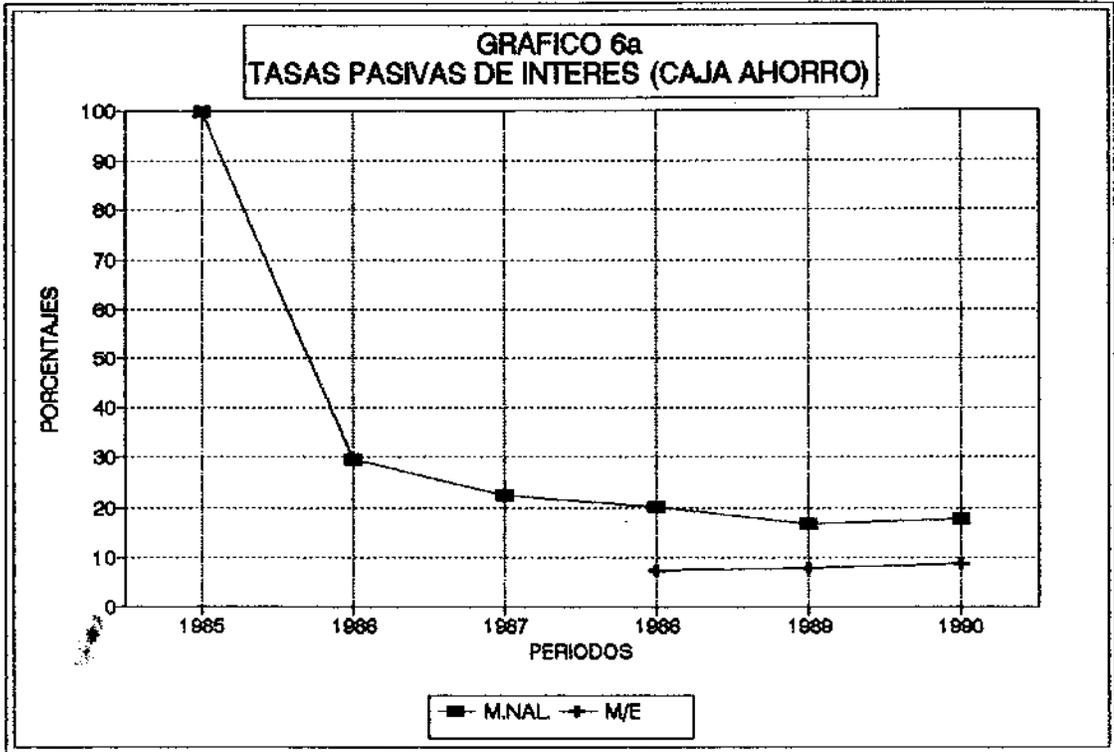


GRAFICO No. 7
TASA DE INTERES REAL (ACTIVAS/PASIVAS)

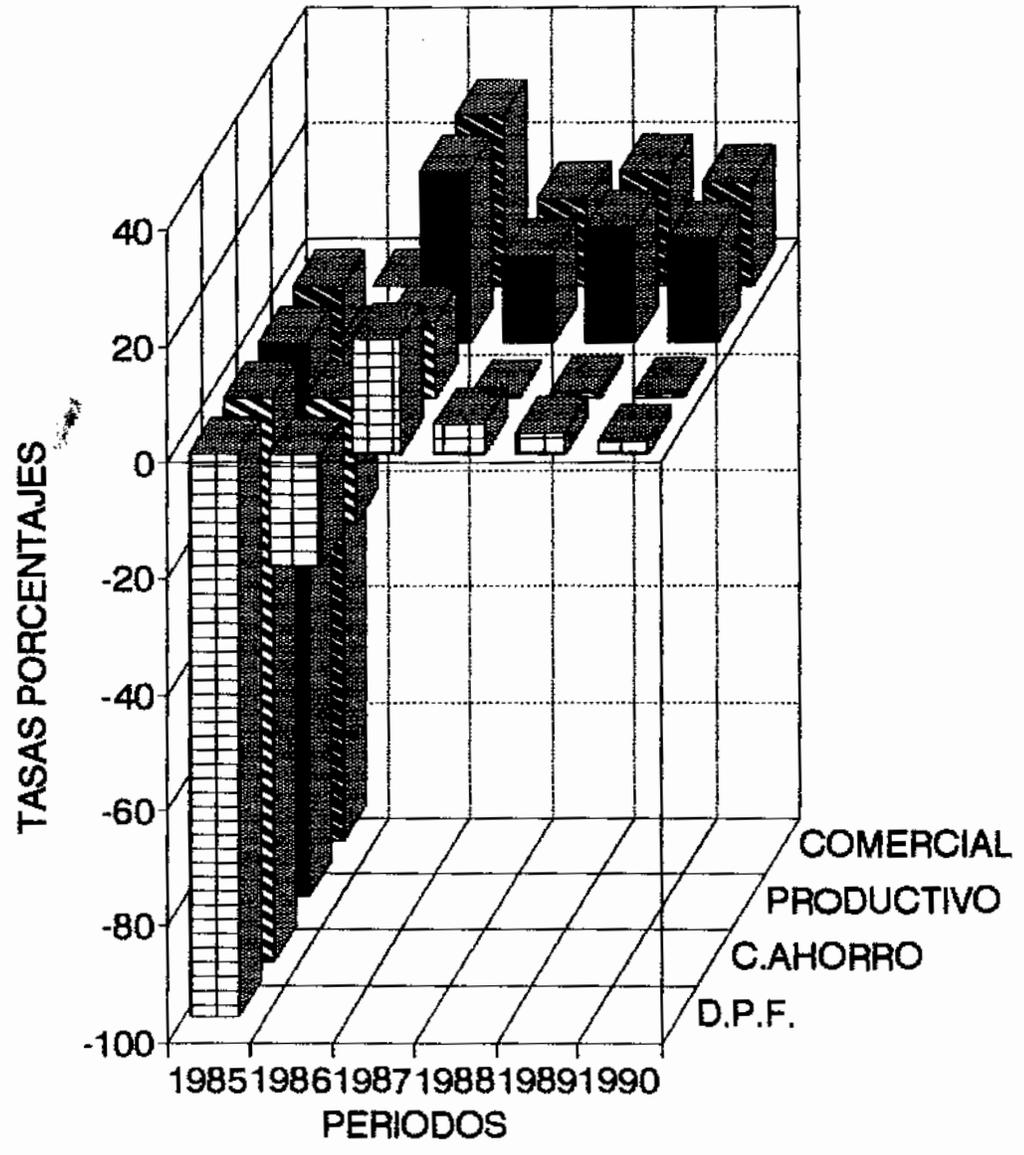
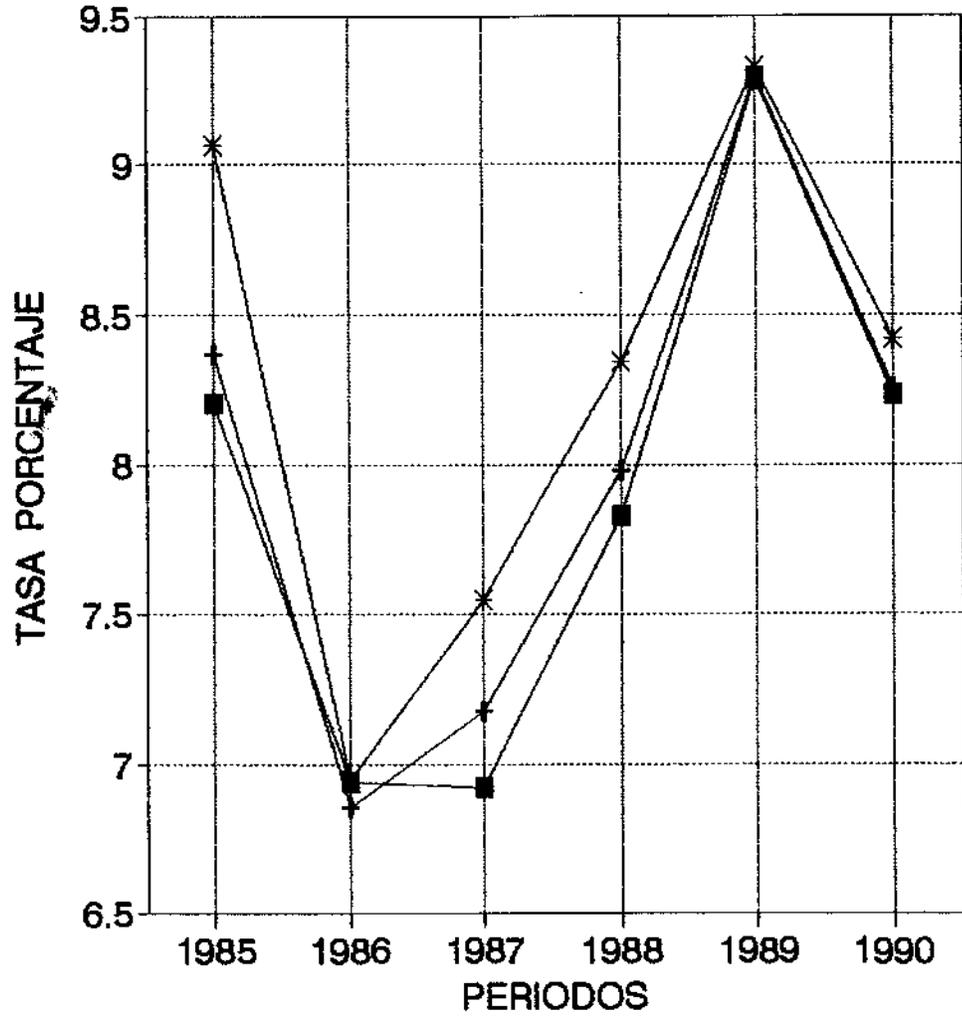


GRAFICO No.8
TASAS LIBOR



■ 30 DIAS + 90 DIAS * 365 DIAS

GRAFICO No. 9
FINANCIAMIENTOS BANCARIOS POR SECTORES

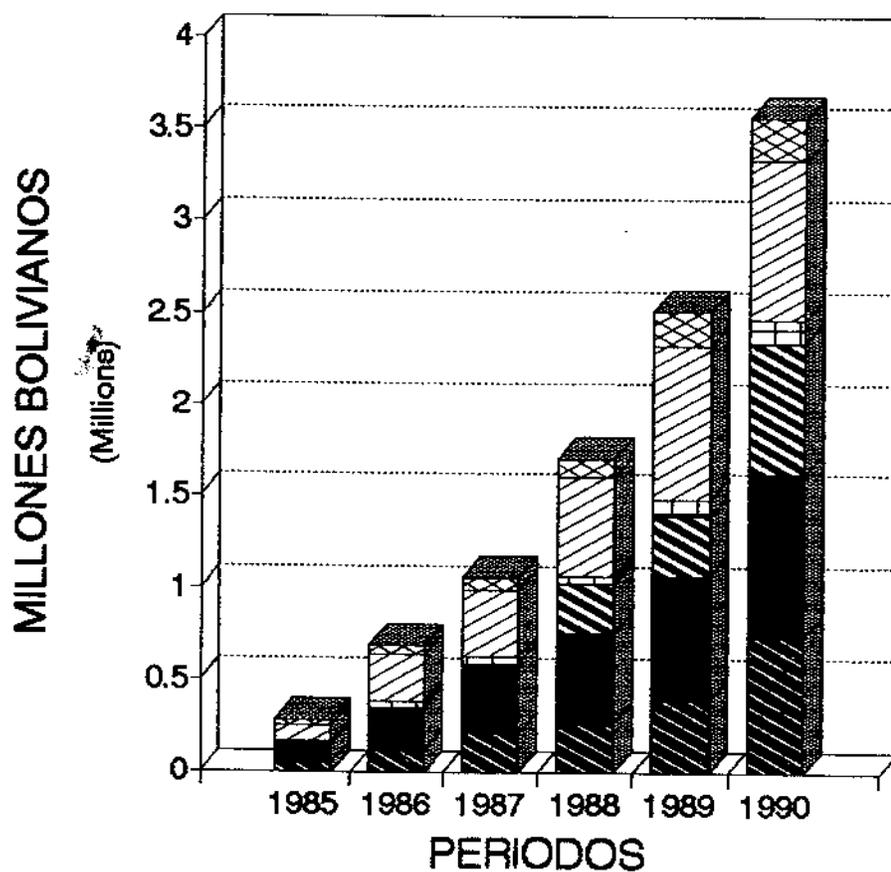
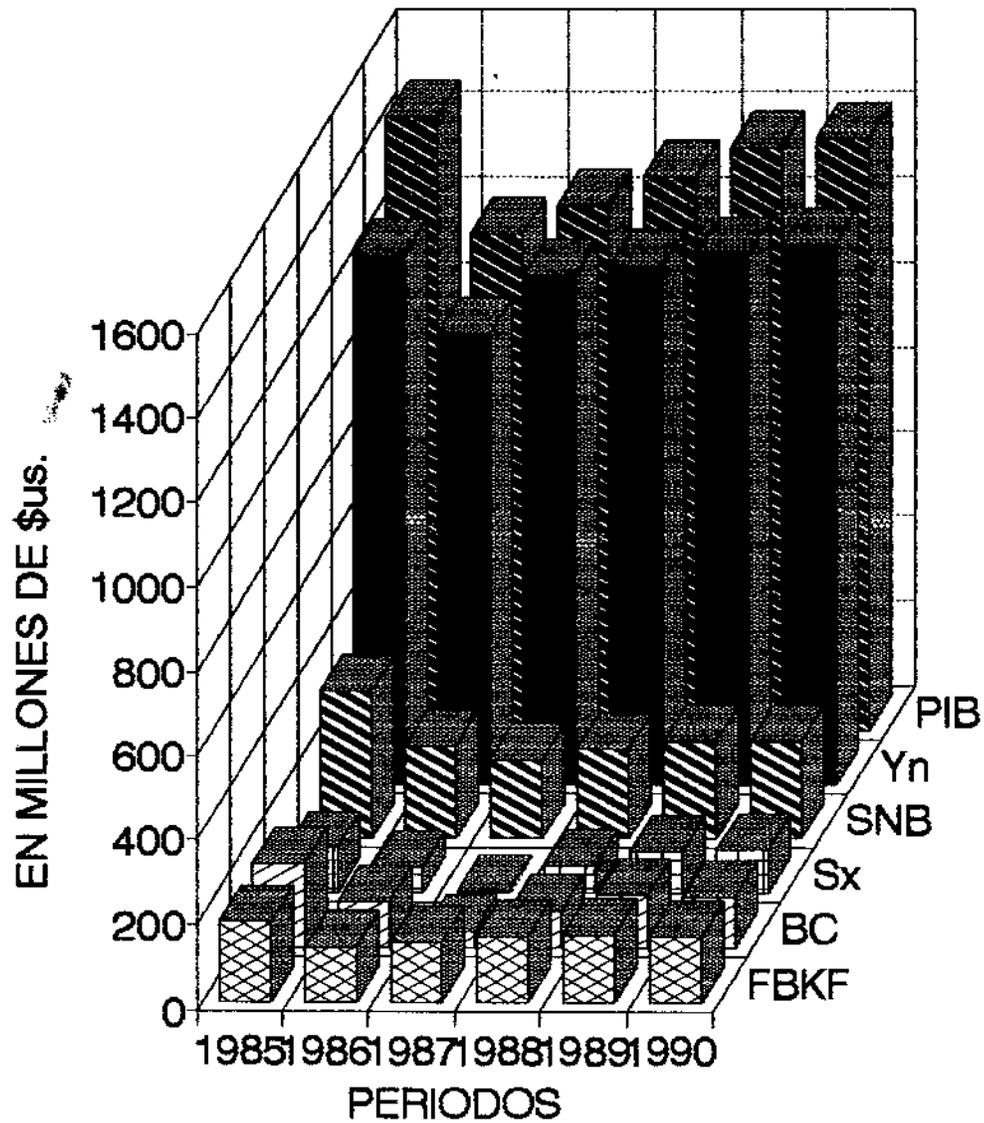


GRAFICO No. 10
VARIABLES MACROECONOMICAS



8. BIBLIOGRAFIA

ANTEZANA, MALPARTIDA OSCAR . 1990 . "Análisis de la Nueva Política Económica". Ed. Los Amigos del Libro. La Paz.

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA. 1991 . "Anuario: Indicadores económicos 1980-1990". Ed. BCB . La Paz.

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA. 1990 . "Memoria Anual 1990". Ed. BCB . La Paz.

BERNARD J.C., COLLLI Y. . 1985 . "Diccionario económico y Financiero". Ed. Progreso . Madrid

CEPAL . 1991 . "Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1991" . Ed. Cepal . Santiago .

COMITE ECONOMICO C.E.P.B. . 1991 . "Por qué no hay más inversión en Bolivia ?" . Ed. Foro Eco-Pol. . La Paz .

ECO, HUMBERTO . 1986 . "Como se hace una tesis" . Ed. Gedisa . Barcelona .

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL . 1991 . "La Política de tasas de interés y la reforma financiera" .Ed. Inst. FMI .

GALBIS, VICENTE . . "Manejo de las tasas de interés" . Cuaderno de apuntes .

I.N.E. . 1989 . "Bolivia en cifras 1989" . Ed. Offset INE. La Paz .

ILDIS . 1989 . "De la estabilización a la reactivación No.26". Ed. Hisbol . La Paz .

ILDIS . 1989 . "Propuesta para la reactivación económica No.9". Ed. Hisbol . La Paz .

ILDIS . 1989 . "El D.S.22407 como instrumento de reactivación No.27". Ed. Hisbol . La Paz .

NOGALES, JAVIER . 1989 . "La Nueva política Económica en Bolivia".Ed. Amigos del Libro .La Paz.

MC KINNON, RONALD . 1973 . "Dinero y capital en economías en desarrollo" . Ed. Gráfica Panamericana . México.

MENDEZ, ARMANDO . 1988 . "Crédito refinanciado: Necesidad de una nueva política" . Ed. Gráficas Alba . La Paz .

MULLER, & ASOCIADOS . 1992 . "Estadísticas económicas 1991" . Ed.Soimpa Ltda. . La Paz .

MULLER, & ASOCIADOS . 1992 . "Evaluación económica 1991" . Ed.Soimpa Ltda. . La Paz .

RODRIGUEZ FRANCISCO, BARRIOS IRINA, FUENTES MA. TERESA . 1984 . "Introducción a la metodología de las investigaciones económicas". Ed. Política . La Habana.

ROSSETI, JOSE PASCHOAL . 1979 . "Introducción a la Economía, Enfoque Latinoamericano". Ed. Harla . México .

TRABAJO PARA EL SEMINARIO DE POLITICA ECONOMICA . 1987 . "Trayectoria de la Nueva Política Económica: Bases para una política de recuperación". S/Ed. . La Paz.

RESUMEN TESIS "LA LIBERALIZACION DE LAS TASAS DE INTERES EN BOLIVIA Y SUS EFECTOS EN LA ECONOMIA"

POR : FREDDY OPORTO DEL CASTILLO

Si el sistema de tasa de interés de un país es inadecuado, las autoridades monetarias deben tender a la liberalización de las tasas de interés, política con la cual se dejará libre a las fuerzas del mercado financiero para que fijen el nivel de estas tasas de interés. Para lograr una mejor oportunidad de éxito, se deben seguir ciertas líneas directrices que se describen a continuación: - Para asegurar una competencia adecuada, la liberalización de las tasas de interés tendría que venir acompañada por una adecuadamente escalonada liberalización y homogeneización de varias regulaciones de portafolio. En particular, varias políticas de crédito selectivas basadas en tasas de interés por debajo del mercado tendrían que ser ya sea eliminadas o reducidas en su alcance. Además, es importante proveer incentivos adecuados para inducir a los prestatarios a comportarse de una manera sensible para eliminar limitaciones de presupuesto "blando o suave" que frecuentemente se aplican a empresas del Estado o empresas que están íntimamente ligadas a los bancos. Bancos insolventes son otro obstáculo en la competencia. Los bancos gubernamentales no son frecuentemente tan competitivos como los bancos privados. Un paso importante para incrementar la competencia en el sistema bancario es la rehabilitación y reestructuración de los bancos. Sin tales cambios de política para mejorar la competencia, la liberalización de tasas de interés podría producir distorsiones significativas en el nivel, estructura y capacidad de respuesta en las tasas de interés.

Después de verificar, que el sistema financiero cumple las condiciones antes mencionadas, las autoridades pueden aplicar una política de liberalización de tasas de interés, con la certeza de que las instituciones podrán soportar cualquier contingencia que se presente en el ámbito económico.

El presente trabajo, analiza que con la aplicación de una política de liberalización de las tasas de interés, se ha logrado fortalecer el sistema financiero nacional y se ha generado niveles de ahorro privado significativos que han incidido favorablemente en la Inversión y por ende en los niveles de producción e ingreso.