



*Instituto de Investigaciones Socio Económicas*

Documento de Trabajo No. 02/93  
Abril 2002

**Los Efectos de los Influjos Recientes de  
Capital en la Economía Boliviana**

*por*  
*Juan Antonio Morales*

# **Los Efectos de los Influjos Recientes de Capital en la Economía Boliviana\***

por Juan Antonio Morales

## **Introducción**

Se examina en este trabajo los efectos del fenómeno, que aparece con fuerza a mediados de 1990, de movimientos masivos de capitales privados hacia Bolivia. Este fenómeno es común a toda la región, con distintas intensidades y también con distintos resultados. Se pone especial énfasis en el análisis de los efectos en el tipo de cambio real y en la inflación.

Vale la pena señalar el contexto general del reingreso de capitales. Se he de mencionar de entrada que los flujos de capital privado vienen a sumarse a ingresos de capital muy voluminosos por concepto de asistencia externa. Es muy posible que las entradas de capital oficial hayan tenido un efecto inductor en los capitales privados. Este probable suceso debe ser estudiado en el marco más amplio del papel que han tenido las reformas económicas que se sigue desde 1985, avaladas por las instituciones financieras internacionales, en atraer capitales.

Es importante identificar, en la explicación de los movimientos de capital, lo que se debe a reformas económicas y lo que puede ser nada más que el efecto de un shock externo transitorio y común ala región. Las respuestas de política interna dependerán en gran medida de esa distinción.

Bolivia sigue desde fines de 1985 una política de amplia liberalización de los mercados de productos y factores. Para fines que aparecerán más tarde, se ha de resaltar la completa apertura de la cuenta capital de la balanza de pagos. Las liberalizaciones no han sido empero suficientes para crear un mercado de capitales ni para formar un mercado financiero diversificado. Los bancos continúan siendo los principales intermediarios del sistema financiero formal. Hay que señalar, sin embargo, que los bancos han estado

---

\* Deseo expresar mi reconocimiento a Osvaldo Nina por su cooperación como asistente de investigación. Agradezco Los valiosos comentarios de Roberto Junguito, Manuel Mérfán y Gonzalo Castro. Esta investigación se ha beneficiado con el

evolucionando desde la banca comercial a una configuración de banca múltiple, con algunas operaciones muy cercanas a las que se realizan en el mercado de capitales.

Los bancos son de lejos los principales receptores de los flujos de capital privado, lo que diferencia el caso boliviano de otras experiencias en la región. Como complemento a esta situación del sistema bancario, se ha de señalar que el Banco Central de Bolivia registra cifras record de acumulación de reservas internacionales.

La acumulación de reservas internacionales por el Banco Central se debe principalmente al crecimiento de las reservas bancarias, debido al encaje requerido a los bancos sobre sus depósitos en dólares o dolarizados. No se tiene expansiones de magnitud de  $M_1$ , al menos si se las compara con el crecimiento de la definición amplia de dinero  $M_2$ . Son las operaciones de crédito del sistema privado, posibles gracias a los voluminosos depósitos provenientes de los reflujos de capital, la fuente principal de crecimiento de  $M_2$ . La dolarización tanto de los depósitos como del crédito es muy elevada. Una hipótesis que debatimos, inspirada en la discusión que propone el FMI sobre la inflación de activos, es la concerniente a si esta forma de expansión del dinero y del crédito no rompe la relación estrecha entre los movimientos de precios y los movimientos del índice de precios al consumidor (IPC).<sup>1</sup> La relación entre dinero y precios no se rompería si se incluyera los cambios en los precios de los activos. En el caso de Bolivia, la demanda de activos es sobre todo una demanda por bienes raíces.

La mayor oferta de crédito no ha tenido casi ningún efecto en las tasas de interés internas. Si las tasas han bajado, ha sido porque las tasas internacionales lo han hecho, pero los spreads se han mantenido casi constantes.

Los datos no indican todavía una apreciación cambiaria sustancial. Sin embargo, los tests econométricos que hemos empleado sugieren que de seguir la acumulación de reservas se puede prever una mayor apreciación del tipo de cambio. A la acumulación de reservas se añade además, con sus propios efectos sobre el tipo de cambio, la demanda vigorosa del sector privado por bienes de capital no-transables.

Los siguientes hechos tipifican a la economía boliviana desde mediados de 1990, cuando comienzan los ingresos masivos de capital privado: (a) una acumulación importante

---

apoyo financiero del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (dIO) de Ottawa, Canadá.

<sup>1</sup> Véase el Anexo I de FMI(1 993: 81-95), "Monetary Policy, Financial Liberalization, and Asset Price Inflation."

de reservas internacionales netas (RIN) en el Banco Central de Bolivia y de depósitos en el sistema bancario; (b) un fuerte deterioro en la balanza corriente de la balanza de pagos, sobre todo en la balanza comercial; (c) un crecimiento del PIB de entre 3 y 4.5%; (d) una baja inflación; (e) un lento crecimiento de la tasa de inversión, que todavía siguen siendo baja, situándose alrededor del 13%; y, (f) un incremento en la dolarización del sistema financiero.

El trabajo está organizado de la siguiente manera. En la sección 1 se proporciona la información sobre la magnitud de los flujos, haciendo hincapié en la acumulación de reservas y de depósitos en el sistema bancario. En la sección 2, se examina en detalle los comovimientos de las reservas internacionales y del tipo de cambio, así como los efectos internos de cambios en la tasa de interés internacional. En la sección 3, se analiza la relación entre la inflación y los flujos de capital. Se introduce en esa sección una corta discusión acerca de la inflación de activos. En la sección 4, se sugiere algunas relaciones causales entre los flujos de capital y la calidad de la cartera de los préstamos bancarios. Se examina también en esa sección las implicaciones macroeconómicas de la dolarización del crédito. La sección proporciona algunos comentarios finales.

## **1. La Magnitud de los Flujos**

### **a. La Balanza de Pagos**

Resalta en la Balanza de Pagos (cuadro 1) los fuertes déficit en la cuenta corriente en 1991 y 1992. El deterioro de 1992 es especialmente importante, con un déficit que llega a casi 11 % del PIB. A pesar del déficit en cuenta corriente se observa un fuerte aumento de reservas (línea 6 del cuadro 1). Los ingresos de capital (incluyendo Errores y Omisiones y la cuenta de Financiamiento Excepcional) financian pues tanto enormes déficit en cuenta corriente como la acumulación de reservas internacionales.

El cuadro 2 muestra que la fuente principal del déficit en cuenta corriente es la balanza comercial, debido tanto a una caída de las exportaciones como sobre todo a un fuerte incremento de las importaciones. Se ha de observar también en el cuadro 2 la magnitud de la cuenta de transferencias unilaterales (netas). Una fracción importante, aunque todavía no muy bien determinada, de esas transferencias unilaterales es para el financiamiento de programas, llamados de desarrollo alternativo, para sustituir los cultivos de coca.

La cuenta capital es muy sugerente (cuadro 3). Se nota que desde 1990 la cuenta de otros flujos de capital, que consigna una parte importante de los movimientos de capital privado, crece rápidamente. El aumento de 1992 es especialmente importante. Si se añade la cuenta de Errores y Omisiones a los datos de Otros Flujos de Capital, se tiene un monto cercano a los 350 millones de dólares (alrededor de un 6.2% del PIB de 1992).

Al discutir la cuenta capital, hay que hacer notar que el volumen de cooperación financiera internacional que Bolivia recibe es muy sustancial. Ese volumen, en términos absolutos y relativos, está entre los más altos de Latinoamérica. Nótese también que después de una rebaja sustancial en el stock de deuda externa pública, Bolivia está volviendo a acumularla a un alto ritmo.

**Cuadro 1. Balanza de Pagos, 1986-1992**

	1986	1987	1988 <sup>p</sup>	1989 <sup>p</sup>	1990 <sup>p</sup>	1991 <sup>p</sup>	1992 <sup>p</sup>
En millones de dólares							
1. Cuenta Corriente	-303.4	-404.4	-144.5	-2.3	60.7	-272.9	-586.9
2. Cuenta Capital	-118.8	-113.4	59.7	134.9	138.6	157.0	378.5
3. Errores y Omisiones	219.6	64.6	-65.6	-214.9	-232.8	-8.6	93.4
4. Cuenta Capital .65 Errores y Omisiones (lin 2 + lin 3)	100.8	-48.8	-5.9	-80.0	-94.2	149.4	471.9
5. Financiamiento Excepcional	310.8	384.9	142.8	-60.0	147.3	189.9	172.7
6. Saldo Global (lin 1 + lin 4 + lin 5)	108.2	-68.3	-7.6		113.8	66.4	57.7
En porcentaje del PIB							
1. Cuenta Corriente	-7.8	-9.4	-3.3	-0.1	1.3	-5.4	-10.7
2. Cuenta Capital	-3.1	-2.6	1.3	3.0	3.1	3.1	6.9
3. Errores y Omisiones	5.7	1.5	-1.5	-4.8	-5.2	-0.2	1.7
4. Cuenta Capital + Errores y Omisiones (lin 2 + lin 3)	2.6	-1.1	-0.1	-1.8	-2.1	3.0	8.6
5. Financiamiento Excepcional	8.0	9.0	3.2	-1.3	3.3	3.8	3.1
6. Saldo Global (lin 1 + lin 4 + lin 5)	2.8	-1.6	-0.2	-3.2	2.5	1.3	1.0
Por memoria							
PIB (Millones de dólares)	3.886.6	4.299.0	4.422.9	4.511.5	4502.7	5.020.8	5.500.0

Fuente: Elaboración del autor con datos del Banco Central de Bolivia. Boletín del Sector Externo, No. 8 (1993)

<sup>p</sup> Cifras preliminares

**Cuadro 2. Cuenta Corriente, 1986-1992**  
(Millones de dólares)

	1986	1987	1988 <sup>p</sup>	1989 <sup>p</sup>	1990 <sup>p</sup>	1991 <sup>p</sup>	1992 <sup>p</sup>
1. Balanza Comercial	-86.5	-247.6	-48.0	103.6	128.0	-233.3	-560.9
- Exportaciones FOB	587.5	518.7	542.5	723.5	830.7	760.3	608.4
- Importaciones CIF	674.0	766.3	590.5	619.9	702.7	993.6	1169.3
2. Otros servicios no factoriales	-19.6	-19.3	-18.0	-19.0	-19.8	-20.2	-22.4
3. Servicios Factoriales	-296.3	-258.7	-262.8	-243.2	-222.5	-211.2	-193.0
- Intereses neto	-250.3	-246.1	-257.6	-228.2	-205.5	-193.2	-173.0
- Otra Renta	-46.0	-12.6	-5.2	-15.0	-17.0	-18.0	-20.0
4. Transferencias Unilaterales	99.0	121.2	184.3	156.3	175.0	191.8	189.4
5. Total Cuenta Corriente	-303.4	-404.4	-144.5	-2.3	60.7	-272.9	-586.9

Fuente: Elaboración del autor con datos del Banco Central de Bolivia. Boletín del Sector Externo, No. 8 (1993)

<sup>p</sup> Cifras preliminares

Es de hacer notar también que una fracción importante de los capitales privados que han regresado (y también los nuevos capitales) no estén adecuadamente contabilizados. Esta razón explica la magnitud de la cuenta de Errores y Omisiones en la Balanza de Pagos.<sup>2</sup> Por otra parte, en algunas presentaciones de la Balanza de Pagos, las Transferencias Unilaterales

<sup>2</sup> Tampoco se puede dejar de lado que el déficit en cuenta corriente está sobreestimado porque en su cálculo se ignora las exportaciones ilegales, especialmente de cocaína.

Oficiales, que el Banco Central los incluye en la Cuenta Corriente, son consideradas más bien en la Cuenta Capital. Si se procede de esa manera, el flujo de capitales en 1992 sería de un sorprendente 14% del PIB, de los cuales casi un 45% sería de origen privado.

**Cuadro 3. Cuenta Capital de la Balanza de Pagos, 1986-1992**  
(Millones de dólares)

	1986	1987	1988 <sup>p</sup>	1989 <sup>p</sup>	1990 <sup>p</sup>	1991 <sup>p</sup>	1992 <sup>p</sup>
1. Endeudamiento Externo Neto Público	-98.9	-61.1	126.5	111.1	27.4	-11.2	37.2
2. Financiamiento Excepcional	310.8	384.9	142.8	-60.0	147.3	189.9	172.7
3. Incremento Neto Deuda Externa Pública (lin 1 + lin 2)	211.9	323.8	269.3	51.1	174.7	178.7	209.9
4. Inversión Directa	13.0	36.4	30.0	35.0	59.6	79.3	91.1
5. Otros Flujos de Capital	-32.9	-88.7	-96.8	-11.2	51.6	89.9	250.2
- Bancos de depósito	-30.4	-6.3	-23.1	-53.7	33.2	29.5	72.3
- Otros	-2.5	-82.4	-73.7	42.5	18.4	60.4	177.9
6. Errores y Omisiones	219.6	64.6	-65.6	-214.9	-232.8	-8.6	93.4
7. Total Cuenta Capital (lin 3 + lin 4 + Lin 5 + lin 6)	411.6	336.1	136.9	-140.0	53.1	339.3	644.6

Fuente: Elaboración del autor con datos del Banco Central de Bolivia. Boletín del Sector Externo, No. 8 (1993)

<sup>p</sup> Cifras preliminares

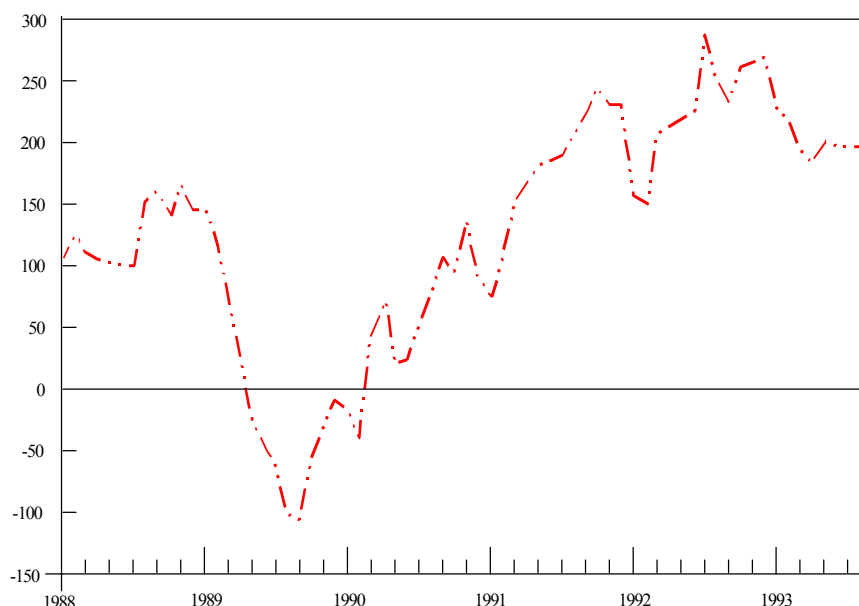
Certificados de Depósito alcanzó un pico en el primer trimestre de 1991, aun si ya había comenzado la entrada masiva de capitales privados a mediados de 1990. Desde el segundo trimestre de 1991 el Banco Central los ha estado redimiendo. Se ha de subrayar que, a diferencia de otros países, las operaciones de mercado abierto del Banco Central no han estado destinadas a esterilizar el efecto monetario de los ingresos de capital sino más bien a mejorar la posición de sus RIN.

El debate en cuanto a las fuentes de acumulación de RIN y, más generalmente, de la entrada de capitales es muy importante. El gobierno del presidente Jaime Paz Zamora, que terminó en Julio de 1993 argumentaba que la reversión de la situación de las RIN se debía a la estabilidad macroeconómica y a la profundidad de las reformas estructurales. Obsérvese que en esto el gobierno coincidía con el punto de vista del FMI (1992:37), que también atribuye el retorno de los capitales hacia la región a las reformas.

Lo que es nuevo y notable es la contribución de los capitales privados, sobre todo de aquellos que han venido hacia el sector financiero interno, a la Cuenta Capital. En 1991-1992 se ha tenido también una importante Inversión Directa Extranjera (IDE), pero que en

términos absolutos y en proporción del PIB es bastante más baja que la que ha ido a otros países de la región. El aumento en la IDE en Bolivia es también menos importante que la de otros tipos de capital privado.

**Gráfico 1: R.I.N. menos Oro**  
(En Millones de U\$)



A pesar del fuerte ingreso de capitales, la tasa de inversión de 1992 ha crecido solamente moderadamente, manteniéndose alrededor del 13%. La tasa de inversión privada creció en 1992 más rápidamente que la tasa de inversión total, pero es todavía inferior a 7%. La combinación de tasa de inversión modesta con déficit en cuenta corriente abultado indica que el flujo de capitales está financiando a la vez una fuerte expansión del consumo y una acumulación significativa de reservas.

b. Crecimiento de las reservas internacionales netas

Se nota en el gráfico 1 un claro ascenso de las reservas internacionales netas (RIN), aún si alrededor de la tendencia se tiene fluctuaciones. La acumulación de RIN en el Banco Central se ha producido principalmente, más no únicamente, por el encaje legal de los bancos requerido sobre los depósitos en dólares del público, y por una menor demanda por el sector



privado de divisas oficiales, ya que podría obtenerlas fácilmente en mercados privados por el mismo flujo de capitales. Hasta mediados de 1990 la situación de las RIN oficiales había sido muy precaria por varias razones, entre las que figuran el fuerte deterioro de los términos de intercambio de Bolivia en 1986 y 1987. Por otra parte, las moras argentinas durante 1986-1989 por las ventas de gas natural causaron también una situación muy ajustada de liquidez.<sup>3</sup> A fines de 1989, las moras acumuladas con la Argentina forzaron a un canje de deudas entre los dos países, lo que convirtió la situación de iliquidez en una efectiva caída de las RIN totales.<sup>4</sup> Además, en 1989 la incertidumbre creada por el sistema electoral en relación a la elección del Presidente deterioraron aún más la posición de RIN. Entre Mayo y Octubre de 1989, por primera vez desde el programa de estabilización de Agosto de 1985 las RIN fueron negativas.

Para paliar la situación de estrechez de divisas, entre 1988 y hasta el primer trimestre de 1991, el Banco Central de Bolivia siguió una política activa de colocación de Certificados de Depósito (especialmente de los denominados en dólares) para reconstituir sus RIN. El retorno de los CDs era muy alto, lo que contribuía a mantener altas las tasas de interés. El stock de Certificados de Depósito alcanzó un pico en el primer trimestre de 1991, aun si ya había comenzado la entrada de capitales privados a mediados de 1990. Desde el segundo trimestre de 1991 el Banco Central los ha estado redimiendo. Se ha de subrayar que, a diferencia de otros países, las operaciones de mercado abierto del Banco Central no han estado destinadas a esterilizar el efecto monetario de los ingresos de capital sino más bien a mejorar la posición de sus RIN.

El debate en cuanto a las fuentes de acumulación de RIN y, más generalmente, de la entrada de capitales es muy importante. El gobierno del Presidente Jaime Paz Zamora, que terminó en Julio de 1993 argumentaba que la reversión de la situación de las RIN se debía a la estabilidad macroeconómica y a la profundidad de las reformas estructurales. Obsérvese que en esto el gobierno coincidía con el punto de vista del FMI (1992:37) que también atribuye el retorno de los capitales hacia la región, a las reformas.

---

<sup>3</sup> Todavía sorprende cómo Bolivia pudo sostener su programa de estabilización con RIN disponibles, es decir descontando oro y las reservas en la cuenta de retención en la República Argentina, tan precarias como 40 millones de dólares, o sea 0.75 de su PIB de esos años. Este punto ha sido examinado en detalle en Morales (1992).

<sup>4</sup> Bolivia canjeó su deuda de largo plazo por sus acreencias de corto plazo por la venta de gas natural. El canje de la deuda de largo plazo se hizo con un descuento sustancial por la Argentina.

El ajuste de las cuentas fiscales fue, hasta el tercer trimestre de 1992, sustancial.<sup>5</sup> El déficit global del Sector Público No-Financiero, como proporción del PIB, pasó de 5.5% en 1988 y 4.2% en 1989, a 3.3% en 1990, a 2.9% en 1991, y a 3.5% en 1992. Por otro lado, Paz Zamora mantuvo y profundizó la liberalización de los mercados de bienes, crédito y trabajo. Logró hacer aprobar en el Congreso cuatro leyes de gran alcance: de inversiones, de hidrocarburos, de actualización del código minero, y de privatizaciones, para promover la inversión. Es plausible suponer que el aumento de la IDE haya sido inducido por esas reformas estructurales.

El gobierno de Paz Zamora también continuó, aunque con algún relajamiento, la política monetaria restrictiva característica del periodo inmediatamente siguiente a la estabilización de 1985. La expansión de 1989-1992 de la definición amplia de dinero M2, se debió principalmente al fuerte incremento de los depósitos dolarizados. En contraposición, la expansión de M<sub>i</sub>, y sobre todo de M<sub>1</sub> en Bolivianos, fue más bien moderada en esos años.

Se subraya que uno de los aspectos más salientes del panorama monetario boliviano es la muy alta dolarización de los depósitos bancarios (gráfico 2). Esta dolarización se ha ido además incrementando, acompañando a los flujos de capital. Los capitales privados se colocan de manera completamente preponderante en depósitos en dólares.

Dada la historia de inestabilidad económica y política de Bolivia, la ejecución de una política económica juzgada correcta por la comunidad financiera internacional es seguramente una condición necesaria para los ingresos de capital. Pero de allí a atribuir la entrada de capital a los méritos de la política económica hay una gran distancia. Lo que los datos parecen mostrar es que los flujos se han debido sobre todo a un shock externo favorable causado por: (a) la caída de las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos; y (b) los movimientos de capital desde los Estados Unidos hacia el resto del mundo. Lo que viene sucediendo en Bolivia hace parte de una flujo hacia toda la región.

Calvo et.al (1992) con una muestra de 10 países, en la que está incluida Bolivia, muestran que en un análisis de componentes principales, el primer componente principal explica 67% de la variación de reservas de los 10 países y el segundo 13%. Es decir 80% de la varianza de las 10 series de reservas (adecuadamente estandarizadas) se explica por los

---

<sup>5</sup> En el período preelectoral del último trimestre de 1992 y el primer semestre de 1993 hubo, en cambio, un lamentable desajuste fiscal.

primeros componentes, de donde se puede concluir, que hay un grado apreciable de comovimiento.<sup>6</sup> Lo que está sucediendo en Bolivia refleja los efectos de un shock externo, común a la región en los dos últimos años.

Las modalidades que toma el flujo de capitales hacia Bolivia refuerza el argumento de que se debe a un shock exógeno, más bien que a condiciones internas favorables y sostenidas, resultantes de las reformas económicas. En efecto, la mayor parte de los capitales vienen a aumentar los depósitos bancarios de corto plazo, más bien que a inversiones de largo plazo. Se ha señalado que los montos de IDE, si bien crecientes, son todavía de dimensión muy modesta.

**Gráfico 2: Dolarización de los Depósitos en el Sistema Bancario**



<sup>6</sup> Las técnicas de componentes principales son bien conocidas en el análisis estadístico multivariante, véase por ejemplo Anderson (1958: 272-287). Calvo  $\sim j \sim j$  nos recuerdan que cuanto más alta la colinealidad entre las series, mas pequeño es el número de componentes principales que son necesarios para explicar con alto porcentaje de la varianza de las series (en este caso de 10 países). En el otro extremo, si las series fuesen completamente independientes, tomaría un número igual de componentes principales al número de series para explicar la varianza total. No habría ninguna ganancia en un análisis de componentes principales

c. Crecimiento de los depósitos en el sistema bancario

La colocación más importante para el reflujo de capitales privados ha estado en el sistema bancario, bajo la forma de depósitos a plazo fijo (DPF). Casi todos los DPF están en dólares, una pequeña fracción está en Bolivianos con cláusula de mantenimiento de valor, y otra pequeña fracción está en Bolivianos sin ningún tipo de indexación. El cuadro 4 y el gráfico 3 ilustran muy bien la rápida expansión de los DPF dolarizados (es decir en dólares o indexados al dólar). El crecimiento ha sido remarcablemente sostenido desde 1991. Se notará también que los depósitos en dólares a la vista y en caja de ahorros han aumentado muy rápidamente.

**Cuadro 4. Depósitos Dolarizados en el Sistema Bancario**  
(En millones de LIS)

	Vista	Cuasi-dinero		(4)	Total (5)
	Ahorro (1)	DPF (2)	Total (3)		
1989.T1	13	15	365	379	393
T2	15	17	336	353	368
T3	18	21	376	397	415
T4	20	34	446	480	500
1990.T1	26	42	520	563	589
T2	32	54	516	570	601
T3	41	64	558	622	663
T4	47	75	577	652	699
1991.T1	55	81	645	725	781
T2	73	88	730	818	890
T3	95	95	792	887	982
T4	110	111	843	954	1,064
1992.T1	138	121	915	1,036	1,175
T2	134	131	935	1,066	1,200
T3	151	144	998	1,142	1,293
T4	168	158	1,069	1,227	1,396
1993.T1	195	168	1,148	1,316	1,512
T2	204	184	1,140	1,324	1,527

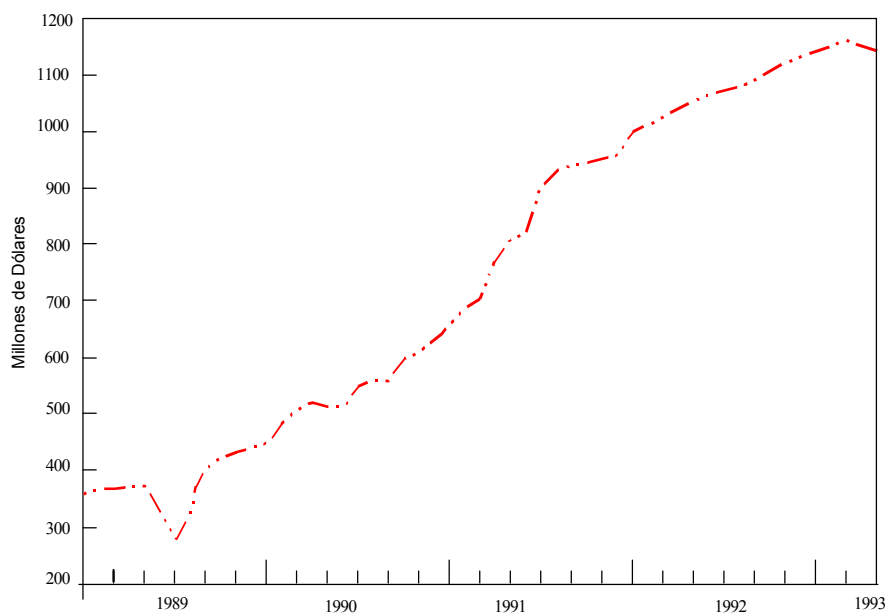
Fuente: Banco Central de Bolivia, Boletín Estadístico, Varios números

Notas: a. Saldos a fin de trimestre de cuentas en dólares y en moneda nacional indexada al dólar  
Col.(3) Depósitos a Plazo Fijo  
Col.(4) Suma de Col.(2) y Col.(3)  
Col.(5) Suma de Col.(1) y Col.(4)

Junto con el fuerte crecimiento del stock de los DPF se ha producido también un alargamiento en sus plazos de vencimiento. Se ha pasado de una situación en la que 97.1 %

de los depósitos tenían un vencimiento inferior o igual a 180 días en 1989-90, a 90% en 1991-92. Con el desarrollo reciente de un mercado secundario los plazos de los DPF podrían alargarse aún más. Los bancos pueden negociar, en operaciones de repo, DPFs en la bolsa de valores por cuenta de sus clientes.

**Gráfico 3: Depósitos a Plazo Fijo en Dólares e Indexados al Dólar**



Fuente: Elaboración con datos del BCB

Los DPF dolarizados no son sustitutos perfectos de activos en el extranjero. Puesto que no hay riesgo de cambio, si así fuera las tasas de interés internas debieran ser iguales a las tasas de interés internacionales. El ingreso de capitales hacia DPFs en el sistema interno parece entonces responder claramente a una decisión de cartera. La alta prima existente entre la tasa interna de interés (para operaciones en dólares) y la tasa internacional no esté asociada solamente con el riesgo político sino también con la correlación imperfecta de los retornos de los activos externos y nacionales. La correlación imperfecta no se deberla tanto a las diferencias de inflación y de ritmos devaluativos (no hay devaluación) como lo predicen los modelos para países industrializados (Dornbusch y Giovanni, 1990) sino más bien a la mayor variabilidad de los retornos asociados a las mismas inversiones reales y a sus sectores de

destino. La calidad de la cartera de los bancos esté afectada por esta incertidumbre.<sup>7</sup> Los mismos altos déficit en la balanza comercial, al aumentar los pasivos externos de Bolivia, reducen la demanda por activos nacionales lo que hace aumentar la prima de riesgo.

La evidencia econométrica apunta a que la acumulación de DPF en el sistema ha estado motivada principalmente por la caída en la tasa de interés internacional. Considérese la siguiente ecuación, estimada por mínimos cuadrados con ajuste por autocorrelación, con datos mensuales de Mayo 1989 a Junio 1993:

$$\text{LDPF} = 6.2720 + 0.0051\text{TP}(-3) - 0.04981 \text{LIBOR}(-3) - 0.1553\text{DUM} + 0.0176\text{TREND}$$

(0.3953)
(0.0197)
(0.0205)
(0.0414)
(0.0039)

Coefficiente de autocorrelación de primer orden = 0.7398

R<sup>2</sup> ajustado = 0.9916

Número de observaciones = 50

LDPF = Logaritmo de los depósitos a plazo fijo

TP = Tase pasiva promedio para operaciones en dólares en el sistema bancario (en %)

LIBOR = Tase LIBOR a 180 días (en %)

DUM = 1 para los meses de Mayo a Agosto 1989, 0 para los otros meses

TREND = Tendencia lineal

Las cifras entre paréntesis son desviaciones típicas.

Se ha introducido la variable DUM para tomar en cuenta la caída en los DPF ocasionada por la incertidumbre política asociada a las elecciones de 1989. Se ha hecho referencia a estos hechos en la sección 1 b.

Todas las variables de la estimación anterior son significativas al nivel de significación de 5%. La ecuación ha sido también testeada por la presencia de autocorrelaciones hasta de orden cuatro, después de la corrección efectuada. No se ha podido rechazar la hipótesis de correlaciones nulas.

Obsérvese que la semi-elasticidad a la tasa LIBOR es del orden de 5%. Con una tasa LIBOR de 5%, la elasticidad sería del orden de 25%.<sup>8</sup> Este es una elasticidad relativamente baja.

<sup>7</sup> Nina (1993) examina empíricamente, con datos de Bolivia, la hipótesis de que el comportamiento de los bancos que pueden trasladar su riesgo al Banco Central aumenta la tasa de interés.

<sup>8</sup> No hay que olvidar que la estimación ha sido efectuada con datos LIBOR en porcentaje, por lo tanto la elasticidad se calcula como  $0.05 \times 5 = 0.25$ .

## 2. La Evolución del Tipo de Cambio Real

### a. Co-movimientos del Tipo de Cambio Real y las RIN

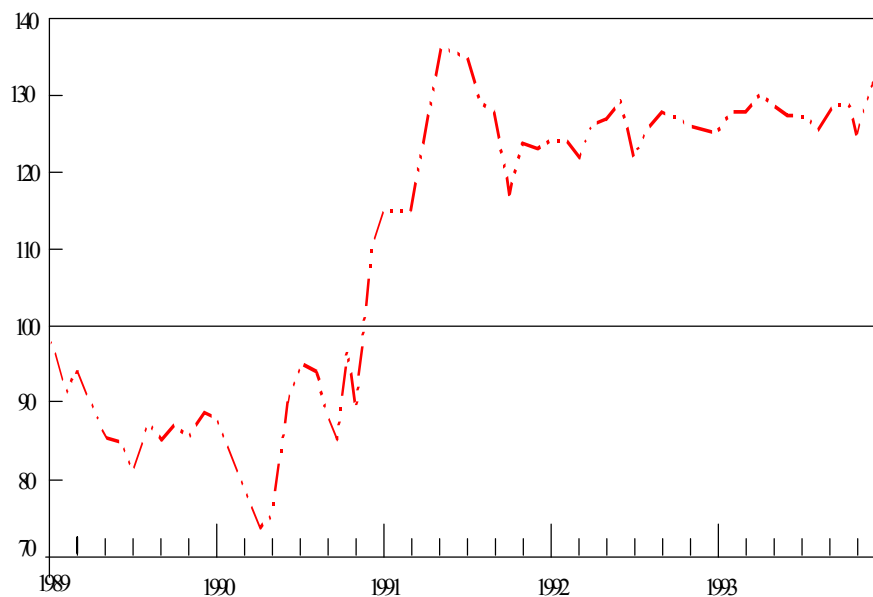
Comparando los gráficos 1, 4 y 5 parece esbozarse un co-movimiento entre el tipo de cambio real (TCR) y la acumulación de RIN. En los gráficos 4 y 5, aumentos en el tipo de cambio real significan mayor depreciación real. La relación directa entre la apreciación del TCR y las RIN aparece especialmente a partir del primer trimestre de 1992. En los períodos anteriores la situación es más fluctuante y las relaciones de causalidad son mucho menos claras.

En 1989, hasta el segundo trimestre de 1989 hay a la vez una pérdida de RIN y apreciación cambiaria. La pérdida de reservas originada en los eventos políticos del tercer trimestre de ese año produjo una devaluación nominal, que resultó en una devaluación real, lo que muestra que el “pass-through” de la devaluación a la inflación no fue tan importante como se creía en ese momento.

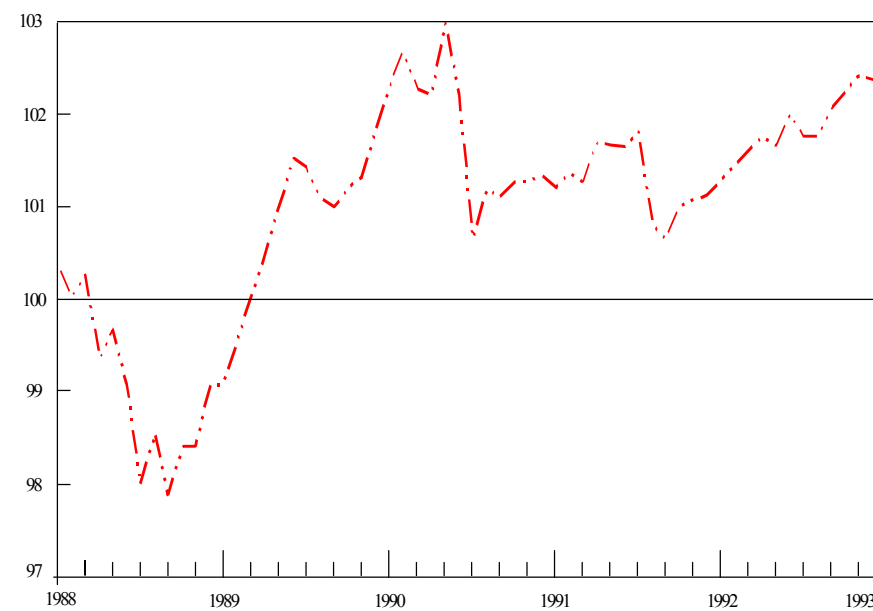
En 1990 se produjo una notable depreciación del tipo de cambio real multilateral debido a dos razones: a una política relativamente activa de devaluaciones nominales; y, sobre todo, a que socios comerciales importantes de Bolivia en la región se sobrevalúan muy sustancialmente. En 1991 comenzó el reflujo de capitales, lo que llevó a aminorar el ritmo de las devaluaciones. Se observa en el gráfico 4 que el tipo de cambio real descendió bastante fuertemente desde el pico que logró alcanzar en el último trimestre de 1990. Después de ese descenso al TCR multilateral se ha mantenido más o menos estable.

Puede tener sus propios méritos el examen del TCR bilateral Bolivia-Estados Unidos. Obsérvese de entrada que la depreciación real obtenida en 1990 con esta medición es muchísimo más baja que la correspondiente a la medición multilateral. Se tiene también una apreciación a partir del cuarto trimestre de 1990, coincidente con los reflujo de capital, pero mucho menos importante que la del TCR multilateral. La comparación de las trayectorias de los dos TCR muestra claramente que el factor importante en la corrección del TCR multilateral que se tuvo en 1990, fue la apreciación cambiaria en los países vecinos. El shock exógeno de la entrada de capital tuvo indirectamente un efecto positivo sobre el TCR multilateral boliviano. El TCR bilateral Bolivia-Estados Unidos estaría, en cambio, exento del “ruido” que se origina en los datos de los países vecinos.

**Gráfico 4: Tipo de Cambio Real Multilateral**  
(Base: Diciembre 1987 = 100)



**Gráfico 5: Tipo de Cambio Real Bilateral**  
(Base: Diciembre 1987 = 100)



Nota.- En relación al dólar

Los dos TCR dejan la duda de si sus niveles de diciembre 1987, período de base, estaban en equilibrio. Hay fuertes presunciones para pensar que ése no fue el caso y que el TCR estaba más bien sobrevaluado. Por esa razón, es posible que los TCR sigan



sobrevaluados, a pesar de las sustanciales depreciaciones que han tenido desde fines de 1987. Por otra parte, el TCR multilateral se calcula con ponderaciones fijas que pueden ya no ser más pertinentes, dado que las fuertes apreciaciones cambiarias de los países vecinos han cambiado sustancialmente las direcciones de comercio. Si esto es así, el TCR multilateral estaría dando una visión excesivamente optimista de la competitividad del boliviano. Por lo tanto, el TCR bilateral sería un mejor indicador y, basándonos en él, no es demasiado difícil encontrar argumentos para concluir que hay apreciación cambiaria. Las dificultades que se está sufriendo en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos corroborarían esta conclusión.

En 1991 y 1992 se ha tenido tasas de crecimiento del PIB relativamente altas. Infelizmente, el dinamismo de la economía en esos años, especialmente el de 1992, ha residido en los sectores de construcción, servicios financieros e industria manufacturera; mientras que los sectores de agricultura, minería e hidrocarburos sufrieron caídas. En el caso de la industria manufacturera, son principalmente los subsectores ligados a la construcción los que han crecido. El moderado crecimiento del PIB previsto para 1993 se basan en los sectores de no transables, especialmente en la construcción.

#### b. Estimaciones Econométricas

El co-movimiento entre el TCR (en sus dos versiones) y la acumulación de reservas ha sido explorado con más detalle empleando técnicas de vectores autoregresivos (VAR), siguiendo el ejemplo del trabajo de Calvo et.al (1993). El modelo empleado tiene la forma siguiente:

$$\begin{aligned}
 LIBOR &= \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{i=1}^3 a_{1i} LIBOR(-i) + \sum_{i=1}^3 a_{2i} LRB(-i) \\
 &\quad + \sum_{i=1}^3 a_{3i} LTCER(-i) + u_1 \\
 LRB &= \beta_0 + \beta_1 t + \sum_{i=1}^3 b_{1i} LIBOR(-i) + \sum_{i=1}^3 b_{2i} LRB(-i) \\
 &\quad + \sum_{i=1}^3 b_{3i} LTCER(-i) + u_2
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
LTCER = & \gamma_0 + \gamma_1 t + \sum_{i=1}^3 c_{1i} LIBOR(-i) + \sum_{i=1}^3 c_{2i} LRB(-i) \\
& + \sum_{i=1}^3 c_{3i} c_{3i} LYCER(-i) + u_3
\end{aligned}$$

LIBOR es la tasa a 180 días, y LTCER es el logaritmo del tipo de cambio real multilateral. En algunos cálculos se ha reemplazado LTCER por LTUSA, el logaritmo del tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos. Los tres desfases de las ecuaciones han sido determinados usando una aproximación de Akaike-Schwarz.

El cuadro 5 consigna los resultados de los tests F de exogeneidad, tomando el nivel de significación de 5%. Obsérvese en ese cuadro que la variable LIBOR causa, en el sentido de Granger, las reservas brutas. Las reservas brutas predicen a su vez LTCER. Nótese que la LIBOR no “causa” LTCER, y que LTCER no “causa” las reservas brutas. Resultados análogos se obtienen cuando se cambia LTCER por LTUSA.

**Cuadro 5. Tests F de exogeneidad de Granger**

Variable	Variables explicativas			
Dependiente	LIBOR	LRB	LTCER	LTUSA
LRB	3.3875 (0.0247)	29.3657 (0.0000)	1.3972 (0.2541)	
LTCER	1.1010 (0.3571)	3.2245 (0.0299)	58.3197 (0.0000)	
LRB	2.7782 (0.0503)	28.1453 (0.0000)		1.6567 (0.1877)
LTUSA	1.2850 (0.2893)	2.1062 (0.1107)		46.3737 (0.0000)

Fuente: Cómputos del autor

Notas: Las cifras entre paréntesis son niveles de significación

LIBOR = Tasa LIBOR a 180 días

LRB = Logaritmo de Las reservas brutas deL Banco Central (excluyendo oro)

LTCER = Logaritmo del tipo de cambio real multilateral

LTUSA = Logaritmo deL tipo de cambio real bilateral con Los Estados Unidos

El cuadro 6 incluye los resultados del test de la variable LIBOR determinando conjuntamente las reservas y el TCR. Para hacerlo se ha testado la restricción:  $a_{2i} = a_{3i} = 0$  para  $i = 1, 2, 3$  en las ecuaciones anteriores. Se rechaza esta hipótesis con niveles de significación superiores al 8%.

En conclusión, de los distintos tipos de tests que se ha realizado, se desprende que las variaciones del TCR provienen de las variaciones en las reservas brutas. Estas, a su vez, provienen del shock exógeno de las tasas de interés internacionales.

**Cuadro 6. Tests de Exogeneidad de Granger por Bloques**

<b>Variable Dependientes</b>	<b>Variables Explicativas</b>	<b>Chi-Cuadrado</b>	<b>Grados de Libertad</b>	<b>Nivel de Significación</b>
LRB, LTCER	LIBOR	12.0855	6	0.0563
LRB, LTUSA	LIBOR	11.2921	6	0.0798

Fuente: Cómputos del autor

Notas: LIBQR = Tase LIBOR a 180 días

LRB = Logaritmo de Las reservas brutas del Banco Central (excluyendo oro)

LTCER = Logaritmo del tipo de cambio real multilateral

LTUSA = Logaritmo del tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos

Se ha efectuado también un análisis de impulsos para completar el VAR. Se ha de notar que si se utiliza una triangulación de Choleski, el orden de introducción de las variables impone restricciones a priori. Se ha introducido las variables de manera tal que no haya retroalimentación ni de LRB ni de LTCER sobre la LIBOR. La LIBOR no está afectada sino por sus propios shocks. En cambio, la LIBOR determina LRB, y en conjunto la LIBOR y LRB determinan LTCER. Es decir, LRB está afectada por shocks en la LIBOR y sus propios shocks. Finalmente, LTCER está afectado por sus propios shocks, por shocks en la LIBOR, y por shocks en LRB.

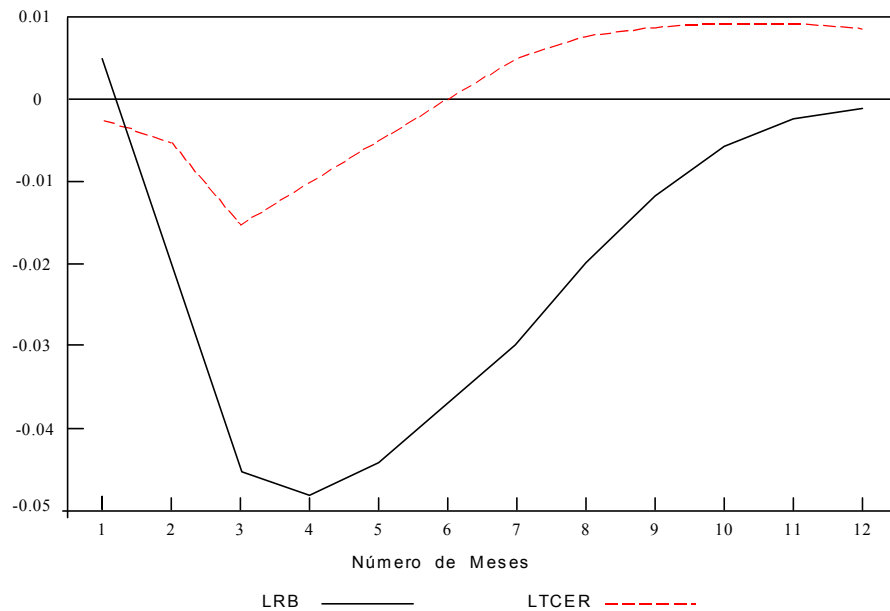
Se observa en el gráfico 6 que el efecto inmediato de un incremento de una desviación típica en la tasa LIBOR produciría una caída en las reservas brutas del Banco Central que duraría unos cuatro meses. A partir del quinto comenzarían a recomponerse, pero aun después de 12 meses no volverían al nivel anterior al shock. La respuesta del TCER sería de una apreciación durante tres meses, para luego depreciarse y llegar a niveles por encima el valor inicial. En el gráfico 6, tanto las reservas brutas como el tipo de cambio están en logaritmos.

En el gráfico 7, donde se sustituye el tipo de cambio real multilateral por el tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos, se observa una caída en las reservas brutas similar a la notada en el gráfico 6 después del incremento de una desviación típica en la tasa LIBOR. Se nota también que el tipo de cambio real bilateral se deprecia moderadamente en

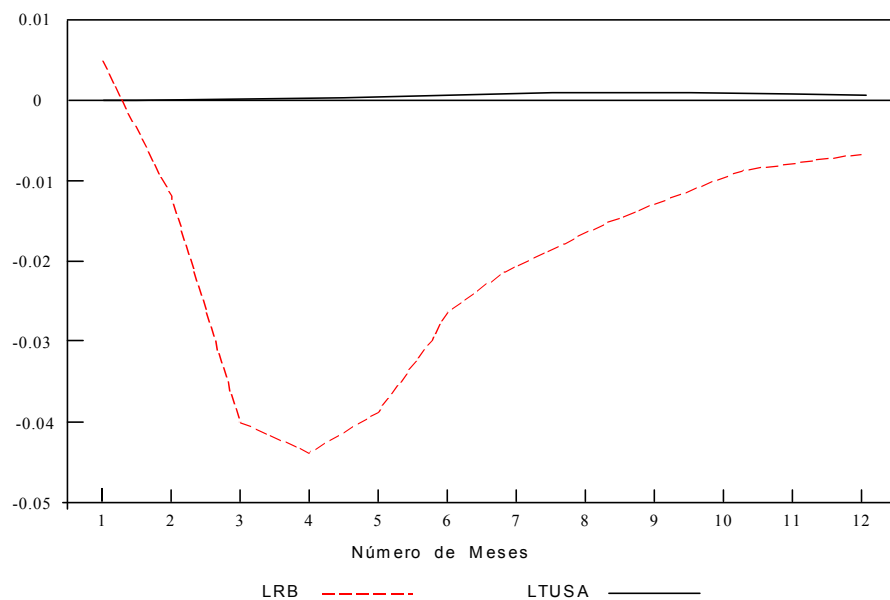
los doce meses siguientes al shock.

Los resultados anteriores tienen que ser tomados con precaución. No parecen ser suficientemente robustos ni al período de estimación muestral ni a las restricciones sobre la forma estructural.

**Gráfico 6: Respuestas a un Shock de una Desviación Típica en la LIBOR**



**Gráfico 7: Respuestas a un Shock de una Desviación Típica en la LIBOR**



### 3. Los Flujos de Capital y la Inflación

#### a. La inflación en los precios al consumidor

Una pregunta importante concierne la relación entre inflación y acumulación de RIN. Se argüirá en lo que sigue que con una economía muy dolarizada, donde la relación entre RIN y MI se vuelve tenue, los efectos inflacionarios de los flujos de capital son también limitados, al menos cuando se mide la inflación por variaciones porcentuales del Índice de Precios al Consumidor. Más aún, en un resultado diferente al provisto por la explicación convencional, los flujos de capital pueden ser un factor de control de la inflación.

Desde 1987 hasta 1992 Bolivia ha estado con tasas de inflación de dos dígitos, entre 10% y 25%. Recién ahora, para 1993 se espera una inflación de un solo dígito. La persistencia de la inflación, con tasas por encima de la tasa internacional, puede explicarse por factores de inercia, generados principalmente en el manejo del tipo de cambio y de los precios públicos.<sup>9</sup> Cambios en el ritmo de las devaluaciones y alteraciones bruscas en los precios públicos, han significado saltos en el nivel de precios, con prolongaciones inflacionarias de relativamente corto duración. Hay también factores de inercia en las negociaciones salariales, que operan de manera bastante compleja, y cuya descripción nos llevaría más allá del alcance de este trabajo.

Se ha recordar que el sistema cambiario boliviano es de facto un sistema de minidevaluaciones, con una pequeña devaluación que ocurre casi cada semana. Los precios de artículos de relativamente alto valor estén fijados en dólares, luego los incrementos proporcionales de sus precios en Bolivianos siguen exactamente el ritmo de las devaluaciones. Para artículos de menor valor, especialmente alimentos, los “costos de menú” de reajustar precios con la devaluación semanal serían demasiado elevados. En la práctica, los anuncios de cambios en los precios públicos sirven frecuentemente, más no exclusivamente, de detonante para que en todos los mercados de bienes los precios se reajusten, tanto para tomar en cuenta lo sucedido con los precios públicos como con la devaluación acumulada. Nótese que el tipo de cambio y los precios públicos sirven como

---

<sup>9</sup> Puede ser de interés cotejar nuestra discusión con los casos de inflación moderada examinados en Dornbusch y Fischer (1993).

anclas nominales.

Las minidevaluaciones han tratado, de manera más o menos intrincada, de seguir una regla de paridad. Esta consideración cierra nuestra explicación de la inercia que hay en la inflación moderada boliviana post-1986. Cualquier shock exógeno afecta a la tasa de inflación, pero se constata que la persistencia tiene un desfase promedio relativamente corto.

En 1991, el gobierno boliviano, instado por el FMI, decidió tomar medidas más enérgicas para lograr una inflación de un dígito. Es aquí donde entran los flujos de capital como coadyuvantes. Con una situación más holgada de RIN, el Banco Central podía reducir el ritmo de las devaluaciones y, en consecuencia, la inflación. Las tasas de inflación de 1991 y 1992 se situaron todavía por encima de 10%, la de 1991 debido a un reajuste de precios públicos de gran magnitud, y la de 1992 debido a una reaceleración de las devaluaciones en el segundo semestre.

Con una alta dolarización, la estabilidad del tipo de cambio implica generalmente la estabilidad de precios. La estabilidad del tipo de cambio era posible debido a los flujos de capital. Además la acumulación de RIN refuerza la credibilidad de la estabilidad cambiaria lo que, a su vez, da una señal de confianza al público en el control de la inflación.

#### b. La inflación de activos

Los flujos de capital pueden causar variaciones de precios de los activos muy diferentes de las de variaciones de precios de bienes. La tasa de inflación convencionalmente usada en Bolivia, como en muchos otros países, está dada por cambios porcentuales en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y, obviamente, no incluye los cambios de precios de activos. El deflactor implícito del PIB sería una base más amplia para la medición de inflación, pero aún así no se tendría sino imperfectamente las variaciones de precios de activos físicos, y nada de financieros.<sup>10</sup>

La expansión monetaria generada por operaciones crediticias del sistema bancario tiene posiblemente efectos diferentes en los precios a los de la expansión del crédito interno por el banco central.<sup>11</sup> El crédito interno del banco central es, en gran proporción, crédito al

---

<sup>10</sup> Aunque, como ya se ha hecho notar, el mercado de activos financieros está muy poco desarrollado.

<sup>11</sup> La discusión que sigue se inspira parcialmente en FMI (1993: 81-95).

gobierno en moneda nacional para gastos corrientes de este último, que se distribuyen más o menos uniformemente en la población. La expansión monetaria resultante estará bastante estrechamente relacionada con el crecimiento de los precios de bienes de consumo. En cambio, el crédito bancario, que es además en gran parte en dólares, se concentra frecuentemente en instituciones y en individuos de altos ingresos o de gran riqueza, con patrones de gasto diferentes a los de la mediana de la población. Su gasto será en una proporción importante en la adquisición de activos, transables y no-transables.

Los datos parecen sostener la explicación anterior. Mientras que en el mercado de bienes, al menos de aquellos incluidos en el Índice de Precios al Consumidor, el flujo de capitales ha tenido un efecto de control de la inflación, se viene observando en cambio un incremento en el precio de los activos reales, especialmente de bienes raíces. Desafortunadamente no se tiene información fidedigna de lo que sucede en el mercado de capitales.

Nos concentraremos en el análisis de bienes raíces. Ya que no poseemos índices de precios de bienes raíces, llegaremos también a nuestras conclusiones de manera indirecta, basándonos en los costos de construcción de viviendas en la ciudad de La Paz. El punto de partida es un argumento de “q de Tobin”: una mayor demanda por el stock existente de casas, aumentará su precio e inducirá una mayor oferta de casas nuevas. Podemos completar ese argumento señalando que la mayor construcción de casas nuevas presionará, con un desfase, sobre los costos de construcción, especialmente de los de materiales no-transables.

El “boom” de la construcción de viviendas, que comienza a principios de 1992, es especialmente importante. Explica en gran medida el alto crecimiento del PIB de la construcción de ese año (15.3%). El cuadro 7 muestra un aumento importante en términos reales de los costos de construcción, especialmente cuando se excluyen las remuneraciones, desde mediados de 1992. En un año, entre el primer trimestre de 1992 y el primer trimestre de 1993, los costos de construcción (excluyendo salarios) aumentaron 12.2% en términos reales. Es decir, se incrementaron en más de 12% por encima del IPC del mismo período.

Es interesante notar que este “boom” de la construcción es diferente de los “booms” producidos por la combinación de un “boom” exportador transitorio, y restricciones en la cuenta capital de la Balanza de Pagos. En un “boom” de exportaciones, el ahorro marginal atribuible al boom puede ser colocado en activos externos, si no hay limitaciones a los

movimientos de capital. El boom se produce justamente porque hay restricciones. En cambio, el “boom” de construcciones producido por el influjo de capital y una cuenta de capital abierta se debe al mayor acceso al crédito en un sector que está sometido tradicionalmente a racionamientos crediticios. Por otra parte, el influjo de capital puede inducir burbujas especulativas.

**Cuadro 7. Costo de construcción de viviendas en La ciudad de La Paz**  
(Base 1990 = 100)

	Costos de Construcción (1)	Costos de Construcción sin Salarios (2)	Indice de Precios al Consumidor (3)	En términos reales	
				Costos de Construcción (4)	Costos de Construcción sin Salarios (5)
1990.T1	95.1	93.7	95.0	100.0	98.6
T2	97.6	98.2	97.8	99.8	100.4
T3	101.2	101.1	101.8	99.4	99.2
T4	106.0	107.1	110.7	95.8	96.7
1991.T1	110.8	112.5	118.2	93.7	95.2
T2	112.3	115.4	120.7	93.1	95.6
T3	115.1	119.1	123.4	93.2	96.5
T4	118.0	122.9	126.8	93.1	96.9
1992.T1	122.5	126.1	133.7	91.7	94.4
T2	128.1	130.3	135.8	94.3	95.9
T3	134.2	137.7	138.2	97.1	99.7
T4	140.0	143.4	140.1	100.0	102.4
1993.T1	148.1	152.8	144.3	102.7	105.9

Fuente: Elaboración del autor con datos del Instituto Nacional de Estadística

Notas: Col. (2) = Col. (1) sin remuneraciones de trabajadores de la construcción

Col. (4) = Col. (1)/Col.(3)\*100

Col. (5) = Col. (2)/Col. (3)\*100

Si los precios de los activos tienen consecuencias sobre la estabilidad macroeconómica interesa seguir sus variaciones. Hay un caso bastante obvio en el que sucede esto y es cuando hay burbujas especulativas. La desinflación de burbujas especulativas puede acarrear efectos recesivos importantes y prolongados. Tan importante como lo anterior, puede desestabilizar al sistema bancario, lo que a su vez generalmente desestabilizará la macroeconomía. Se podría temer como resultado la peor combinación posible, a saber, recesión con inflación.

La autoridad monetaria le ha prestado hasta ahora poca atención a M2 y a las operaciones de crédito que le están relacionadas. Con mayor razón no tiene metas para M2, ni tampoco está claro como podría controlarlo. Los techos de expansión en los programas



monetarios centran su atención en las definiciones restringidas de dinero, generalmente crédito interno del Banco Central y base monetaria. El volumen del crédito interno es el instrumento básico y casi único de control del Banco Central, ya que en 1987 abandonó el manejo de la tasa de encaje legal para regular la oferta total de dinero y crédito. Si bien realiza operaciones de mercado abierto, ellas son todavía de pequeño volumen. En ese contexto, el control del Banco Central de M2, es a la fuerza muy limitado. Con todo, queda la pregunta si no sería deseable un seguimiento más cuidadoso de esa variable por su relación directa con la inflación de activos.

#### **4. Ingresos de Capital y Fortaleza del Sistema Financiero**

Además de la posibilidad de apreciación cambiaria y de inflación de activos, la expansión del crédito provocada por la entrada de capitales de corto plazo plantea interrogantes en relación a la calidad de las inversiones de los bancos. El aumento de fondos prestables no ha causado una caída de las tasas de interés activas sino más bien una expansión sustancial de la cantidad prestada, mucho mayor al ritmo de crecimiento del PIB y de la inversión real. El rápido crecimiento de los préstamos de alta tasa de interés sugiere que puede estarse produciendo un deterioro en la calidad de la cartera, porque clientes de mayor riesgo y de menos garantías, cuyas demandas no eran atendidas anteriormente aún a la alta tasa vigente, lo están siendo ahora. Se puede hacer la conjetura que al no bajar las tasas de interés activas, a pesar de la mayor oferta de crédito, hay una mayor selección adversa en el crédito.

La entrada de capital está teniendo también, inesperadamente, efectos en las líneas de crédito de desarrollo. Se ha de recordar que una fuente muy importante de financiamiento de las inversiones privadas, especialmente de la agricultura, proviene de los créditos redescontados por el sistema bancario en el Banco Central. Los redescuentos del Banco Central son posibles a su vez por las líneas de crédito de acreedores internacionales para este tipo de operaciones. Ahora bien, con el ingreso masivo de capitales los bancos han estado prefiriendo emplear los recursos provenientes de sus depósitos, más bien que los que intermedia el Banco Central de Bolivia como lo hacían antes.<sup>12</sup> La utilización de depósitos del público a corto plazo para préstamos de largo plazo puede llamar la atención. Los bancos probablemente siguen apostando a que, como ha sucedido desde 1986 con raros momentos excepcionales, haya “roll-overs” permanentes de los depósitos.

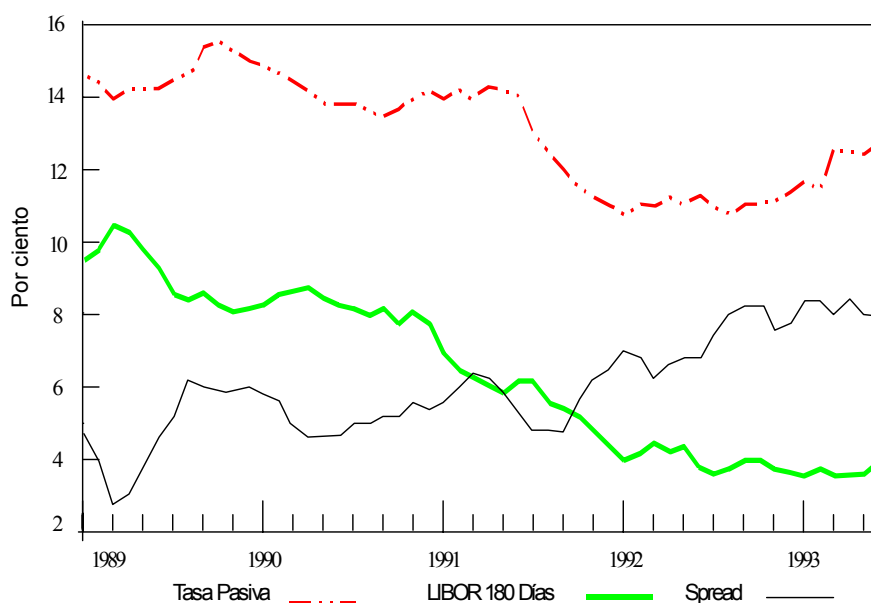
Como se puede apreciar en el gráfico 8, los “spreads” entre las tasas pasivas para operaciones en dólares en el mercado interno y la tasa LIBOR no solo que no han disminuido en los dos últimos años, sino que incluso han aumentado. Los “spreads” entre las tasas activas y pasivas siguen siendo también muy altos.

---

<sup>12</sup> Hay que señalar que esto se ha producido no solamente por el reflujo de capitales, sino porque la modalidad de intermediación de los créditos de desarrollo, basado en una subasta, ha aumentado los costos de intermediación y, sobre todo, la incertidumbre de las tasas de interés. El sistema de subastas de créditos de desarrollo no deja de tener atractivos; sin embargo, hasta ahora ha funcionado deficientemente. Para una descripción de las posibilidades y problemas, véase

Por el lado de las tasas de interés pasivas, la garantía implícita del Banco Central a los depositantes de un banco dado, hace que ellos se fijen relativamente poco en las diferencias de riesgo entre distintos bancos. La competencia entre los bancos por atraer depósitos se efectúa entonces principalmente en términos de las tasas de interés y, luego, por la calidad del servicio.

**Gráfico 8: Tasa Pasiva de Interés para Operaciones Internas en U\$. Y LIBOR**



La escasa percepción del público depositante de las diferencias de riesgos hace que los bancos más débiles, que ofrecen altas tasas de interés, jalen al resto del sistema.<sup>13</sup>

Se advertirá que la combinación de carteras de préstamos configurados en medida significativa por selección adversa, descalces acentuados en las estructuras de plazos entre activos y pasivos, y altos costos financieros constituye una estrategia de alto riesgo. En añadidura a los riesgos para cada banco individual que pueda tener la estrategia señalada, ha de considerarse también el riesgo sistémico. Con préstamos de manejo relativamente delicado, una recesión más o menos fuerte y duradera causaría daños a todo el sistema financiero. Si por razón de una disminución sensible del nivel de actividad los prestatarios demoran el servicio de sus deudas, el sistema bancario podría encontrarse en una situación de

Guasch y Glaessner (1993).

<sup>13</sup> Estas ideas están inspiradas en los análisis de crisis crediticias de Shoven y Laffer (1992) y Mishkin (1992).

iliquidez y un valor disminuido de las garantías colaterales que tiene. Este mismo fenómeno podría producirse por un shock externo adverso de magnitud.

La fuerte dolarización crea riesgos adicionales para el sistema bancario y para la gestión macroeconómica. Además de la contracción del nivel de actividad causada por shocks externos adversos cuando la economía esté dolarizada y tiene precios internos rígidos en algunos mercados, los efectos recesivos pueden venir por el lado el crédito. En una economía fuertemente dolarizada el Banco Central tiene un papel muy limitado de “prestamista de última instancia”.<sup>14</sup> Siguiendo el análisis de Bernanke y Blinder (1988), sin un prestamista de última instancia, la productividad marginal de las reservas bancarias aumenta, lo que afecta negativa y multiplicativamente al crédito. También, como aumenta la productividad marginal de las reservas bancarias, se puede producir un exceso de demanda por reservas, que podrá reabsorberse solamente con un alza en las tasas de interés. Los efectivos recesivos vendrían tanto de una contracción del crédito como por la subida de las tasas de interés. Las pequeñas y medianas empresas, que se proveen de crédito casi exclusivamente en el sistema bancario interno, serían las más afectadas. También lo sería el empleo, dado que es esa categoría de empresas la más intensiva en mano de obra.

A pesar del alargamiento de plazos registrado el último año, los DPFs siguen estando a corto plazo (90% de esos depósitos están con plazo inferior o igual a 180 días). De producirse un aumento sustancial de las tasas de interés en los países industrializados, especialmente en los Estados Unidos, o conmociones políticas internas que afecten la confianza del público, los DPF y, en consecuencia, las RIN podrían desaparecer rápidamente. La concentración de los DPFs en pocas cuentas aumenta la sensibilidad del sistema a shocks exógenos.<sup>15</sup>

Una corrida de depósitos del sistema bancario acarrearía una reducción directa de las RIN del Banco Central, puesto que los encajes legales de los bancos las componen, y porque además lo forzaría a efectuar operaciones de salvataje de los depositantes (como ocurrió en 1989), aún si su garantía es solamente implícita. El Banco Central podría perder muy rápidamente sus reservas.

---

<sup>14</sup> Más precisamente, el Banco Central lo puede ser solamente hasta el punto donde lleguen sus RIN.

## 5. Comentarios Finales

Dado lo reciente de la experiencia es todavía difícil sacar conclusiones muy claras de los efectos de los movimientos de capitales. Lo que sí se puede decir con firmeza es que interpretar esos movimientos como permanentes sería todavía prematuro y podría inducir a gruesos errores de política económica. En particular, podría inducir a descuidar los problemas tanto la cuenta corriente de la Balanza de Pagos como de formación de ahorro interno. Las complicaciones macroeconómicas provenientes de una desatención de la calidad de cartera podrían también ser sustanciales. Es más importante que nunca reforzar los mecanismos de supervisión bancaria. Una reversión de los movimientos de capital con carteras de activos confuso de los bancos produciría graves problemas de desestabilización.

En la política monetaria parece necesario prestarle más atención que hasta ahora a los agregados monetarios más amplios. La investigación acerca del manejo de instrumentos de control monetario en una economía dolarizada está todavía por hacerse.

---

<sup>15</sup> Machicado y Araujo (1993), y Ferrufino (1993) proveen un análisis detallado de la concentración de depósitos y de cartera en el sistema bancario boliviano.

## Referencias Bibliográficas

- Anderson, T.W. 1958. An Introduction to Multivariate Statistics Analysis. New York: Wiley and Sons
- Bernanke, Ben S. y Blinder Alan S. 1988. "Credit, Money and Aggregate Demand". American Economic Association Papers and Proceedings. Vol. 78, No 2 PP. 435-445
- Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo, y Reinhart, Carmen M. 1993. "Capital inflow and real exchange rate appreciation in Latin America". IMF Staff Papers. Vol. 40, No. 1. pp. 108-151
- Dornbusch, Rudiger y Fischer, Stanley. 1993. "Moderate inflation". The World Bank Economic Review. Vol. 7, No. 1 pp. 1-44
- Dornbusch, Rudiger y Giovannini, Alberto. 1990. "Monetary Policy in the Open Economy", en B.M. Friedman y F.H. Hahn (compiladores). Handbook of Monetary Economics. Amsterdam: North Holland
- Ferrufino, Rubén. 1993. "El mercado bancario boliviano". Análisis Económico, Vol. 7, pp 53-95. La Paz: UDAPE
- Fondo Monetario Internacional. 1992. World Economic Outlook. Octubre. Washington D.C.: FMI
- Fondo Monetario Internacional. 1993. World Economic Outlook. Mayo. Washington D.C.: FMI
- Guasch, J. Luis y Glaessner Thomas. 1993. "El cómo y el por qué de las subastas de créditos". Finanzas y Desarrollo. Vol. 30, No. 1 pp. 19-21
- Machicado, Flavio y Araujo Rudi. 1993. El Sistema Financiero y la Reactivación Económica en Bolivia. La Paz: ILDIS
- Mishkin, Frederic S. 1992. "An evaluation of the Treasury Plan for Banking Reform". Journal of Economic Perspectives, Vol. 6, No. 1. pp 133-153
- Morales, Juan Antonio. 1992. "Inflation Stabilization and External Shocks: A Case Study of Bolivia". Universidad Católica Boliviana, Instituto de Investigaciones Socio-Económicas. Documento de Trabajo 92/08
- Nina, Osvaldo. 1993. "Los determinantes microeconómicos de la tasa de interés". Universidad Católica Boliviana, Instituto de Investigaciones Socio-Económicas (Mimeografiado).
- Shoven, John B., Smart Scott B., y Waldfogel, Joel. 1992. "Real Interest Rates and the Savings and Loan Crisis: The moral hazard premium". Journal of Economic Perspectives, Vol. 6, No. 1. pp 155-167