

EFRAÍN GONZALES DE OLARTE / JAVIER M. IGUÍÑIZ ECHEVERRÍA

Editores

DESARROLLO ECONÓMICO Y BIENESTAR

Homenaje a Máximo Vega-Centeno

Capítulo 5



FONDO
EDITORIAL

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Desarrollo económico y bienestar
Homenaje a Máximo Vega-Centeno

Primera edición: abril de 2009

Tiraje: 500 ejemplares

© Efraín Gonzales de Olarte y Javier M. Iguíñiz Echeverría, editores

De esta edición:

© Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 2009

Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú

Teléfono: (51 1) 626-2650

Fax: (51 1) 626-2913

feditor@pucp.edu.pe

www.pucp.edu.pe/publicaciones

*Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio,
total o parcialmente, sin permiso expreso de los editores.*

Registro del Proyecto Editorial: 31501360900220

ISBN: 978-9972-42-873-9

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2009-04049

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa

Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN BOLIVIA

Juan Antonio Morales

Introducción

El interés principal de este trabajo es determinar hasta qué punto las características del sector financiero en países de bajos ingresos constituyen un apoyo al crecimiento. Se toma el caso de Bolivia como ejemplo. En estudios previos sobre el crecimiento económico en América y el Caribe (Loayza, Fanjzylber y Calderón 2005), en cuyos datos de panel se incluye a Bolivia, se reconoce debidamente la contribución de los factores financieros en la estimación econométrica de las ecuaciones. De igual manera, el Memorando Económico de País del Banco Mundial para Bolivia en el 2005 menciona de manera explícita las restricciones que provienen del sector financiero. Este artículo se concentra más en las modalidades de trabajo del sector financiero y en sus contribuciones al crecimiento que los documentos mencionados. Su ámbito es, sin embargo, menos incluyente, en la medida en que no toma en cuenta variables que los otros estudios encontraron significativas para explicar el crecimiento.

A primera vista, hay una relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Muchos estudios lo confirman. Para Levine (1997), el nivel de desarrollo financiero es un buen predictor de desarrollos económicos futuros. Sin embargo, algunos autores como Chung-Hua y Chien-Chang (2006) arguyen que no todas las formas de desarrollo financiero afectan positivamente al crecimiento y que la estructura financiera tiene relevancia.

Anne Kruegger (2006) nos recuerda que:

[...] al terminar la década de los noventa el foco [de la teoría y práctica del desarrollo] estaba en la reducción de barreras comerciales y en una economía abierta. Eran una parte esencial del recetario para un crecimiento económico rápido, junto con la educación, otras inversiones en humanos y tasas altas de ahorro.

Añade que «el reconocimiento de la necesidad de desarrollar el sector financiero en el decurso del crecimiento económico ha aumentado». Se considera ahora que desarrollo financiero, tipos de cambio flexibles y deudas públicas sostenibles son factores de crecimiento, que hacen que la economía sea más robusta frente a choques exógenos.

El modelo canónico de crecimiento atribuye las tasas bajas de crecimiento del producto a tasas bajas de inversión, resultantes, a su vez, de las bajas tasas de ahorro. Por esta razón, si se va a superar el subdesarrollo, los países necesitan el aporte del ahorro interno. Al mismo tiempo, requieren que el gobierno tenga un papel líder en el incremento de la inversión, el ahorro interno y la industrialización.

Este modelo simple se completó introduciendo la idea de que no solamente era importante la inversión en capital físico, sino que la inversión en capital humano era significativa en igual medida. Más recientemente, se está dando una atención creciente a factores institucionales, y entre ellos, los problemas de gobernanca ocupan el primer plano. De entrada hay que decir que un desarrollo financiero sólido es altamente dependiente de las instituciones y de la gobernanca.

Reiterando las lecciones de los estudios antiguos, los más recientes insisten en que la tasa de inversión es un determinante clave del crecimiento. Entonces, ¿qué factores afectan a las inversiones o hacen que estas sean, muy frecuentemente, demasiado bajas? Un obstáculo claro para la inversión es el financiamiento, su disponibilidad, y frecuentemente su alto costo. En países donde el capital es escaso, aunque pueda parecer extraño, los rendimientos de las inversiones con frecuencia son también bajos. Más precisamente, la apropiación privada de los rendimientos es baja y la brecha entre rendimientos privados y rendimientos sociales puede ser muy amplia¹.

Se ha de recordar que la acumulación de capital no depende solamente del incremento de las tasas de ahorro interno o de más recursos del extranjero: requiere intermediación financiera. Se necesitan mercados financieros para la movilización de ahorro interno, para un flujo regular de recursos externos, y especialmente para su canalización hacia sus usos más eficientes, es decir, hacia actividades con las tasas de retorno social más altas.

Si bien el análisis se centra en Bolivia, que tiene un Producto Interno Bruto (PIB) per cápita (en paridad de poder de compra) de 2.700 dólares americanos, se espera que las lecciones que se obtengan de esa experiencia se apliquen también a países de nivel similar de ingresos. La distinción entre países de bajos ingresos

¹ Se puede también argüir que hay una gran varianza de las brechas entre rendimientos privados y sociales por sectores, debido a interferencias políticas y a otros factores no económicos.

y economías industriales y semiindustriales, también llamadas *emergentes*, será pertinente.

La mayor parte de los estudios se basan en datos de panel. En ellos se examinan las variaciones en el tiempo de muestras de países. Diferiendo de esos estudios, este análisis consiste en un examen, lo más completo que sea posible, de un solo país. La metodología es también diferente.

La sección 1 proporciona un resumen del pensamiento actual sobre los mercados financieros y de los principales puntos en debate. En la sección 2 se examina el funcionamiento de los bancos, que de lejos son las instituciones financieras más importantes en Bolivia, como en otros países de bajos ingresos; se revisan sus características de organización industrial y las diferencias en su funcionamiento respecto a los bancos de los países industrializados. En la sección 3 se ofrece una revisión del notable desarrollo de las microfinanzas en Bolivia y del rol que tienen las instituciones de microcrédito en ampliar el acceso de los pobres y de las pequeñas empresas a servicios financieros, y se conjetura sobre su contribución al crecimiento económico. En la sección 4 se trata de responder a la pregunta de por qué el mercado de capitales tiene tantas dificultades de despeque. En la sección 5 se proporcionan algunas estimaciones econométricas de la relación entre desarrollo financiero, aproximado por la razón de depósito a PIB, y el crecimiento del PIB per cápita. En la sección 6 se introducen algunas consideraciones sobre las dimensiones internacionales de la profundización financiera, que tal vez son más importantes para países emergentes de ingresos medios que para países de bajos ingresos, con la gran excepción de la inversión extranjera directa. En la sección 7 se hace referencia a las condiciones de política macroeconómica y monetaria, así como al soporte de los sistemas de pagos, para el desarrollo de mercados financieros. La sección 8 presenta las conclusiones.

1. Revisión de los mercados financieros

Se conocen bien ahora los beneficios de contar con mercados financieros que funcionen apropiadamente. No nos detendremos en ellos. Subrayemos, simplemente, la lección de que a través de los mercados financieros, los hogares pueden tener carteras diversificadas e invertir en firmas de escala eficiente, a la vez que mantienen la liquidez de sus activos.

A medida que la economía crece, la variedad de actividades económicas se incrementa en la industria, en la agricultura y, especialmente, en los servicios. Surge, entonces, la necesidad de identificar los mejores proyectos y este es un papel fundamental de los mercados financieros. No es solamente importante la canalización de recursos sino también el papel que desempeñan los mercados

financieros en seleccionar proyectos. Además, los sistemas financieros facilitan la diversificación del riesgo, importante para el cambio tecnológico y sobre todo para el desarrollo de sectores nuevos de la economía. El desarrollo financiero puede ser, entonces, de crucial importancia para una asignación eficiente de recursos que conduzca al crecimiento económico. Con la misma expansión de la economía, la relación entre el sector financiero y la economía real se vuelve más estrecha. Una economía en crecimiento requiere volúmenes crecientes de crédito a costos razonables. En los hechos, el desarrollo financiero acompaña al crecimiento, y tiene que estar en sintonía con el resto de la economía para ser un facilitador. Al contrario, la falta de canales de intermediación financiera puede ser un impedimento importante para alcanzar el potencial de crecimiento de la economía y, en algunas circunstancias, un factor mayor de vulnerabilidad.

Un factor de explicación de los bajos retornos que en general tiene la inversión en países pobres, excepto en los sectores de explotación de los recursos naturales, es precisamente el débil desarrollo financiero. Para los sectores de recursos naturales, se puede hacer la conjetura de que tienen rendimientos más altos en parte porque tienen acceso a mercados financieros externos, donde el crédito es más barato y donde las demandas exigentes de esos mercados se retroalimentan con la calidad de la gestión de las empresas prestatarias.

Por último, es de hacer notar que normalmente hay una demanda sustancial de servicios del sistema de pagos. Los bancos y cuasibancos desempeñan en él un papel fundamental. Sistemas de pagos insuficientemente desarrollados o, peor aún, que funcionan mal, incrementan los costos de transacción, lo que reduce la tasa de crecimiento de la economía².

Es importante entender por qué el costo de financiamiento es tan alto y qué pueden hacer los países de bajos ingresos para reducirlo. Una hipótesis es que la intermediación financiera deficiente, reflejo de las fallas de los mercados de crédito, hace costoso el financiamiento, y no tan solo el ahorro doméstico bajo. De hecho, el mismo ahorro interno puede ser bajo si no es intermediado de manera rentable; es decir, puede estar debajo del ahorro potencial debido a la intermediación financiera ineficiente.

La contribución del ahorro interno al financiamiento de las inversiones en países de ingresos bajos es más importante de lo que a veces se considera. Entre las políticas de desarrollo está el aumentar el ahorro interno. Existe el prejuicio de que las familias de ingresos bajos, dado lo reducido de sus ingresos,

² Las interrupciones en los flujos de pagos están generalmente entre las causas principales, aunque no las únicas, de las caídas abismales en el PIB luego de las crisis bancarias. Por otra parte, la demanda del público de servicios del sistema de pagos explica la rápida reconstrucción de los sistemas bancarios, a pesar de la gravedad de las crisis que pueden haberlos afectado.

no ahorran. Esta es una generalización injustificada si se considera que sus ahorros están determinados por la distribución de sus ingresos en el tiempo, al igual que las familias más prósperas a través del mundo. Además, dado el escaso desarrollo del crédito minorista e hipotecario, aun las familias más pobres ahorran para comprar casas y otros bienes duraderos. Una fracción importante de su ahorro está en las instituciones financieras.

El financiamiento del sector privado que no sea con recursos internos está disponible solamente para las grandes empresas. Las empresas medianas y pequeñas enfrentan restricciones crediticias y tienen que financiar una alta proporción de sus inversiones internamente; es decir, con sus utilidades³. Por otra parte, las empresas muy grandes se financian en el extranjero antes que en los mercados internos⁴. Se necesitan mercados financieros, sin embargo, para ir más allá de la dependencia en el financiamiento familiar e interno, a fin de incrementar las oportunidades de crecimiento.

2. Las características de organización industrial de los bancos

Los bancos constituyen la columna vertebral del sector financiero en la mayoría de los países de bajos ingresos. Bancos y cuasibancos, incluidas las organizaciones de microfinanzas, son de lejos las instituciones financieras más importantes, debido principalmente a que tienen una ventaja de información clara con respecto a otros tipos de instituciones financieras. Los bancos pueden efectuar el seguimiento de los riesgos crediticios mejor que otras entidades financieras. Siguiendo a Levine (1997), los bancos proveen un seguro a los ahorristas contra riesgos de liquidez, a la vez que facilitan inversiones de largo plazo en proyectos de alto rendimiento. Al eliminar los riesgos de liquidez, pueden incrementar las inversiones en activos no líquidos pero de alto rendimiento y, al hacerlo, aceleran el crecimiento. Por último, según la literatura sobre la relación entre bancos y crecimiento (por ejemplo, Ueda 2006), los contratos de crédito de los bancos contribuyen a internalizar las externalidades de producción, lo que fue crucial en las primeras etapas del desarrollo económico de los países industriales.

Los bancos bolivianos, como en muchos países de bajos ingresos, tienen, empero, solamente una oferta limitada y convencional de instrumentos para el

³ Si este es el caso, las características de los impuestos que las gravan serán más importantes que las medidas de política que afectan al mercado de créditos.

⁴ Desde el segundo quinquenio de la década de 1980, en parte impulsados por la crisis de deuda externa, Bolivia y otros países latinoamericanos han puesto su máximo empeño para atraer inversión extranjera directa, que tiene la ventaja de ser más estable que otros flujos internacionales y de traer con ellas innovaciones técnicas y de gestión.

público⁵. De manera general, estos bancos tienen poca similitud con los multi-bancos que financiaron las inversiones de largo plazo en Estados Unidos, Europa y Japón en el siglo XIX y en la primera parte del siglo XX.

Vale la pena examinar aún más detenidamente las características de organización industrial de los bancos en países de bajos ingresos. En Bolivia, llama la atención la alta concentración de depósitos; es decir, pocos depositantes retienen la casi totalidad de la masa de depósitos. Los coeficientes de Gini para los depósitos bancarios están por encima de 90%; la concentración es, empero, mucho menor en los cuasibancos, como las organizaciones de microfinanzas. En segundo lugar, hay poca competencia por depósitos y créditos. En este último caso, la calidad del colateral parece más importante que el retorno social del proyecto para el que se solicita el crédito. El colateral tiene que poder ser dispuesto fácilmente, de lo cual surge la fuerte dependencia en garantías hipotecarias, lo que es típico de sistemas financieros subdesarrollados⁶. De manera más general, debido al escaso respeto por los derechos de los acreedores, los bancos enfatizan en exceso las relaciones de clientela, lo que a menudo encoge la variedad de proyectos y de prestatarios que pueden ser financiados, y no asegura que el financiamiento estará disponible para las actividades con la tasa de retorno más alta⁷.

En tercer lugar, la intermediación ineficiente conduce a tasas de interés reales persistentemente altas, que perjudican a las inversiones de largo plazo y sesgan el crédito hacia actividades especulativas de corto plazo. Las inversiones de largo plazo, que pueden tener altas tasas de retorno, se ven, por lo tanto, restringidas. En términos algo más técnicos, las desviaciones frecuentemente observadas entre las tasas de interés activas reales con relación a la tasa de interés de equilibrio —es decir, la tasa de interés real que iguala el ahorro con la inversión, la «tasa natural de interés» en la terminología de Wicksell— resultan no solamente de las varias rigideces que afectan a los países de ingresos bajos y de la incertidumbre de la tasa de inflación sino, de manera probablemente más importante, del contexto operativo. No es la política macroeconómica el principal factor explicativo de las altas tasas reales de interés en Bolivia, especialmente después de 1986, como pudiera ser el caso de otros países, sino que se trata más bien de factores estructurales como mercados

⁵ La situación era aun peor hasta hace algunos años, antes de que se reforzaran las regulaciones sobre créditos vinculados con los bancos, que eran cajas de financiamiento para las empresas de sus propietarios, con lo que perdían su rol de asignador eficiente de recursos.

⁶ Sin embargo, las garantías hipotecarias ejecutadas, cuando los créditos entran en mora, pueden ser más una carga que la recuperación de un beneficio en los activos de los bancos.

⁷ Las relaciones prestamista-prestatario son siempre estratégicas en el sentido de que una de las partes contratantes, si no las dos, puede influenciar el «precio» del crédito o del depósito. Las relaciones estratégicas son, empero, más acentuadas en los países de bajos ingresos.

reducidos y segmentados, escasa competencia y protección insuficiente de los derechos de los acreedores.

Obsérvense en el cuadro 1 las altas tasas de interés real promedio para el período 1990-2005. Debido a la hiperinflación, las tasas reales de interés fueron negativas entre 1983 y 1990, pero este fue un fenómeno transitorio. Por otra parte, las tasas activas pueden ser altas mientras las tasas pasivas son cercanas a las tasas internacionales. Vale la pena también observar las amplias desviaciones estándar de las tasas reales de interés, aun si ellas decrecen en el período 1990-2005⁸.

Tercero, los *spreads* de las tasas de interés y otros costos de intermediación son significativamente más altos que en los países industrializados (gráfico 1)⁹. Estos *spreads* fueron especialmente importantes en el primer quinquenio durante la década de 1990, cuando el sistema financiero estuvo reconstituyéndose después de la hiperinflación. Muchos factores lo explican: los cargos por no cobrabilidad de las carteras defectuosas, los altos costos administrativos y los elevados costos de seguimiento, debido a la mencionada debilidad de los acreedores, así como a la falta de competencia. A pesar de los altos *spreads*, la rentabilidad de las instituciones financieras medida por su retorno sobre capital es pequeña en muchos casos, más pequeña que para los bancos de los países industrializados. Con frecuencia, a pesar de ser altos, los *spreads* no compensan suficientemente la pequeñez de los volúmenes intermediados. Es claro que se están perdiendo economías de escala. La segmentación de los mercados forma parte de la explicación.

En cuarto lugar, se deben subrayar los cortos plazos de la mayor parte de los préstamos. Los créditos son de plazos muy cortos, con tasas activas cercanas a las tasas activas internacionales de interés, o de más largo plazo, con tasas de interés muy altas. La «curva de rendimiento» para los créditos puede ser muy empinada: los deudores que desean evitar altas tasas de interés, apuestan al refinanciamiento de los préstamos a corto plazo e incurrir en este riesgo. Por esta característica, el refinanciamiento de los créditos ha sido un problema mayor durante los períodos de crisis. En particular, los préstamos de las instituciones de microfinanzas son de muy corto plazo.

⁸ No hay duda de que la hiperinflación del primer quinquenio de la década de 1980 causó amplias varianzas, como es esperable por la teoría.

⁹ Los *spreads* fueron particularmente amplios a comienzos de la década de 1990, cuando el sistema bancario se estaba reconstituyendo después de la hiperinflación.

Cuadro 1. Tasas reales de interés, 1983-2005
(Valores de fin de año)

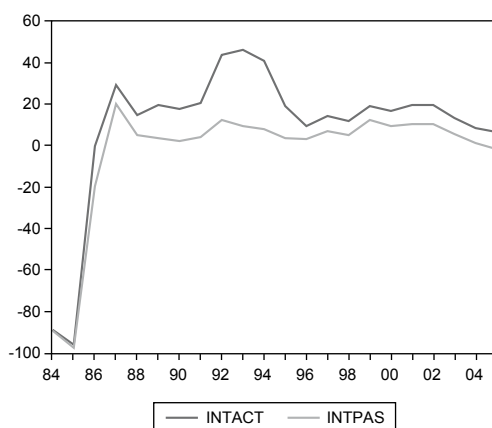
1983-2005	Activa	Pasiva
Promedio	9,35	-3,45
Mediana	17,22	5,09
Desv. est.	34,8905	30,0594
Observaciones	22	22

1983-1989		
Promedio	-14,75	-25,11
Mediana	14,88	2,07
Desv. est.	53,7807	48,1634
Observaciones	7	7

1990-2005		
Promedio	20,41	6,38
Mediana	18,29	6,11
Desv. est.	12,2652	4,15101
Observaciones	16	16

Fuente: Banco Central de Bolivia. *Memoria anual* (varios números).

Gráfico 1. Tasas reales de interés, 1983-2005



Nota: INTACT = tasas activas; INTPAS = tasas pasivas.

3. Las organizaciones bolivianas de microfinanzas

El desarrollo de las instituciones de microfinanzas en Bolivia es muy ilustrativo de las avenidas que pueden abrirse para ampliar la base del sistema financiero. Las microfinanzas comenzaron con las políticas de combate contra la pobreza de algunas organizaciones no gubernamentales (ONG) en la década de 1990. Al principio, los pequeños créditos se financiaban con el capital de las ONG, que se originaba en donaciones extranjeras. Las instituciones de microcrédito expandieron rápidamente sus operaciones, y su capital, basado en donaciones, era demasiado pequeño para responder a la demanda creciente de créditos. La ONG de microfinanzas más grande se convirtió, entonces, en un banco ya a principios de esa década. Como banco (BancoSol), comenzó a recibir depósitos; los créditos se financian ahora principalmente con depósitos.

A mitad de la década de 1990, el gobierno emitió regulaciones para la constitución de una suerte de cuasibancos, llamados Fondos Financieros Privados (FFP), que han tenido mucho éxito¹⁰. Los FFP tienen en común con los bancos, y a diferencia de las cooperativas y cajas de ahorro y crédito para la vivienda, el hecho de que son sociedades anónimas¹¹.

Las organizaciones de microfinanzas (OMF) han sido empresas muy rentables y tienen tasas de retorno sobre capital más altas que los bancos tradicionales. Ellas difieren de los bancos tradicionales por las operaciones que efectúan; por ejemplo, no ofrecen depósitos a la vista ni financian operaciones de comercio exterior¹².

Las OMF tienen que seguir las mismas regulaciones prudenciales que los bancos tradicionales y compiten con ellos en condiciones similares¹³. Hay que subrayar que el éxito de las instituciones bolivianas de microfinanzas se debe, en gran medida, al hecho de que son instituciones que reciben depósitos. Dicho sea de paso, este éxito contradice la creencia de que los pobres no ahorran, dado que la mayor parte de los depositantes en las instituciones microfinancieras son hogares pobres, aun hogares pobres rurales, lo que a menudo se ignora en los estudios sobre estas instituciones.

¹⁰ No todos los FFP son instituciones de microfinanzas; algunos de ellos son solamente montes de piedad.

¹¹ Por esta característica proveniente de la legislación bancaria boliviana, la transición de una FFP a banco es relativamente simple. Recientemente, una FFP se convirtió en banco (Banco Los Andes, Procrédito S. A.).

¹² Las OMF que son bancos podrían realizar estas operaciones, pero no lo han hecho hasta ahora.

¹³ Estas regulaciones prudenciales comunes han sido cuestionadas por algunos observadores, que señalan que la especificidad de las instituciones de microfinanzas exige también regulaciones específicas.

El mercado de las microfinanzas se divide ahora entre instituciones reguladas, que están bajo la supervisión de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (SBEF), e instituciones no reguladas. Estas últimas no pueden recibir depósitos.

Los créditos de las OMF se han casi triplicado entre 1999 y 2005, y el número de sus clientes se ha casi duplicado. Esta expansión es tanto más sorprendente si se toma en cuenta que durante la mayor parte de esos seis años la economía fue golpeada por la crisis regional y que la cartera de créditos de los bancos se redujo en 42%. Los créditos de las OMF, que representaban 7,2% de los créditos de los bancos tradicionales en 1999, alcanzaron 27,4% en el 2005. Este incremento en la participación se debió tanto a la expansión de los préstamos de las OMF como a la reducción de la cartera de los bancos.

Las OMF han contribuido en forma significativa a los recursos disponibles para emprendimientos muy pequeños, no solamente en términos de financiamiento sino también de las otras funciones mencionadas en la sección 2. Las OMF han sido también creativas en la provisión de servicios de pagos¹⁴. Las OMF, con tecnologías apropiadas, adaptadas localmente, han tenido un gran desempeño en los análisis de riesgos y de supervisión de los pequeños emprendimientos. Hay que tener siempre presente que en Bolivia, como en muchos países de bajos ingresos, el grueso de la actividad económica y del empleo está en pequeñas empresas y en el llamado sector informal. Se ha de subrayar el hecho de que hayan extendido la disponibilidad de crédito a los pobres —aunque no necesariamente a los más pobres—, a la vez que tienen carteras de crédito con tasas de morosidad más bajas que los bancos¹⁵.

Los críticos de las OMF señalan el corto plazo de los créditos, sus tasas de interés muy altas y su alto grado de dolarización, a pesar de que sus prestatarios están a menudo en los sectores de la economía que no transan con el comercio exterior¹⁶. Por último, se señala que algunos cambios positivos para la economía, como una ley de aduanas más moderna, fueron percibidos por las OMF como choques negativos, dado que una proporción significativa de sus préstamos consiste en préstamos a pequeños comerciantes que traen productos de contrabando.

¹⁴ De manera interesante, una FFP permite aun a los analfabetos acceder a sus cajeros automáticos, con el reemplazo de la digitación del número personal de identificación (PIN) por la huella dactilar.

¹⁵ Una descripción muy completa y de mucha autoridad acerca de las OMF bolivianas se encuentra en González-Vega y Villafani (2006a).

¹⁶ Con una dolarización muy alta, las OMF transfieren completamente el riesgo cambiario a sus clientes.

Cuadro 2. Créditos de las OMF, 1999-2005
(millones de dólares americanos)

	1999	2002	2005	Crecimiento 1999-2005 (Por ciento)
OMF reguladas ^a	202,5	264,8	532,9	163,2
OMF no reguladas ^b	82,3	77,8	98,5	19,6
Total	284,8	342,5	631,4	121,7
Por memoria				
Créditos de bancos comerciales ^c	3.970,7	2.585,9	2.318,3	-41,8
Créditos de OMF con relación a créditos de bancos comerciales (porcentaje)	7,2	13,2	27,2	
Porcentaje de créditos de OMF financiado por depósitos en OMF (porcentaje)	36,3	50,6	54,8	
Número de clientes en OMF reguladas	176,2	170,1	316,0	78,7

Fuente: Asociación de Entidades Financieras Especializadas en Microfinanzas (ASOFIN).

Resumen Institucional, diciembre del 2006.

Notas: ^a OMF bajo la regulación y supervisión de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.

^b ONG microfinancieras, asociadas a FINRURAL.

^c Excluye a dos bancos especializados en microfinanzas.

A las críticas anteriores se puede replicar haciendo notar que las altas tasas de interés provienen de una evaluación intensiva del riesgo de crédito y del seguimiento de este, necesaria por la vaguedad de los colaterales. Los estudios de González-Vega y Villafani (2006b) no encuentran que esas altas tasas de interés causen efectos Stiglitz-Weiss de selección adversa o riesgo moral. A medida que las OMF ganen más experiencia, sus tasas de interés irán cayendo (de hecho, ya están en un sendero de reducción). También aumentarán los plazos de sus créditos y adquirirán más familiaridad con operaciones en moneda nacional¹⁷. Los aspectos positivos son más importantes que los negativos, pero hay pocas dudas de que las OMF no han llegado todavía a su madurez.

4. El mercado de capitales

El financiamiento de las inversiones en mercados de capital tiene efectos diferentes que en sistemas basados en bancos. Hay una controversia sobre si los bancos o las instituciones del mercado de capitales contribuyen mejor a la productividad

¹⁷ Lo que es sorprendente, para decir lo menos.

y el crecimiento. Los mercados de capital parecen desempeñarse mejor, según estudios comparativos, en los países industriales.

Como en muchos países de bajos ingresos, las instituciones del mercado de capitales se han desarrollado muy lentamente en Bolivia, en parte por la débil protección de los inversores y en parte porque las empresas tienen dificultades en proporcionar estados financieros confiables, por lo menos a ojos de los potenciales inversionistas. La ausencia de reglas sobre transparencia y las prácticas contables que no respetan siempre la normativa internacional en el sector de las firmas productivas pueden estar entre los principales obstáculos. Como se sabe, los mercados de capital son muy sensibles a problemas de cumplimiento de contratos que solo dependen de garantías quirografarias¹⁸. Por otra parte, la mayor parte de las empresas bolivianas son de propiedad familiar y las familias son reticentes a compartir el control con extraños. Por supuesto, se le puede dar la vuelta a la pregunta: por qué hay tanta predominancia de empresas familiares en vez de una propiedad de base amplia. La respuesta podría estar de nuevo en las fallas del mercado de capitales.

El escaso desarrollo del mercado de capitales puede ser un obstáculo para la inversión y para el desenvolvimiento empresarial. Hausmann y Rodrik (2005) señalan que el desarrollo de las empresas requiere modalidades de más riesgo de intermediación financiera que los productos ofrecidos por los bancos. Típicamente, los países de bajos ingresos tienen una escasez de formas de financiamiento diferentes de los créditos bancarios. Por otra parte, como ya se mencionó, la oferta de instrumentos financieros de los bancos es muy restringida.

Chug-Hua y Chien-Chang (2006), empleando una base de datos de países muy amplia, encuentran que solamente el desarrollo del mercado de capitales está asociado con un crecimiento positivo. En cambio, el desarrollo bancario parece tener efectos desfavorables en el crecimiento. Este resultado se debe probablemente a la alta frecuencia de quiebras bancarias que acarrear altos costos reales. Los progresos en materia de regulación y de supervisión de los bancos pueden, empero, obligar a revisar este resultado. Queda claro, no obstante, que si no se refuerzan la solidez y la seguridad de los bancos, ellos pueden ser más bien un obstáculo que un apoyo al crecimiento.

La Bolsa Boliviana de Valores recién entró en funcionamiento en 1989. A pesar de los dieciocho años transcurridos, la Bolsa de Valores sigue teniendo un tamaño reducido, como se puede notar en los números del cuadro 3. Además, en la Bolsa solamente se transan papeles del gobierno, certificados de depósito emitidos por los bancos y ocasionalmente bonos de empresas. Nunca se han

¹⁸ Garantías dadas por documentos contractuales de la obligación con la sola firma del emisor.

ofrecido acciones y las operaciones con bonos del sector privado son muy reducidas. De hecho, la mayor parte de las transacciones consisten en operaciones de reporte respaldadas por certificados de depósito (véase de nuevo el cuadro 3), lo que hace que la Bolsa Boliviana de Valores sea más una institución del mercado monetario que del mercado de capitales.

El pequeño tamaño de la Bolsa de Valores se explica tanto por factores de demanda como de oferta. Los factores de oferta parecen ser más importantes dado que hay una demanda potencial por acciones y bonos por parte de la Administración de Fondos de Pensiones¹⁹. Las empresas bolivianas o son muy pequeñas o son muy cerradas como para emitir papeles de oferta pública; los requerimientos de transparencia y los temores de perder control disuaden las ofertas públicas.

Cuadro 3. Transacciones en la Bolsa Boliviana de Valores, 2003-2006
(en porcentaje del PIB)

	2003	2004	2005	2006
Operaciones de compraventa	8,0	5,5	6,1	5,2
Reportes	11,3	10,0	8,6	10,7
Total	19,3	15,6	14,7	15,9

Fuente: Cómputos del autor con datos de la Bolsa Boliviana de Valores.

5. Crecimiento en Bolivia

Según cualquier medición, el crecimiento boliviano de los últimos veinticinco años ha sido insatisfactorio, como se puede comprobar en el cuadro 4 y los gráficos 2 y 3.1. Llama la atención lo bajo del PIB per cápita, sea medido en moneda nacional a precios de 1990 o en paridad de poder de compra (PPC), en dólares corrientes o en dólares del 2000. Por otra parte, en muchos años del período considerado las tasas anuales de crecimiento del PIB per cápita fueron negativas²⁰. Se ha de notar también que el cociente del PIB per cápita de Bolivia al PIB per cápita de la región latinoamericana y del Caribe declinó durante 1980-2005.

¹⁹ Las Administradoras de Fondos de Pensiones, que datan de 1996, manejan un monto considerable de recursos, cercano al 2% del PIB, pero invierten principalmente en bonos y letras del Tesoro General de la Nación. Otros inversores institucionales importantes podrían ser las compañías de seguros, pero estas son todavía demasiado pequeñas y el mercado de seguros bolivianos está muy poco desarrollado.

²⁰ Los datos de crecimiento para períodos anteriores son igualmente malos.

El desempeño poco satisfactorio de la economía boliviana puede sorprender, dada su estabilidad macroeconómica de larga duración —después de controlar dramáticamente a la hiperinflación en 1985— y las ambiciosas reformas estructurales de la década de 1990. La estabilidad macroeconómica y las reformas estructurales deberían, según la teoría, haber incrementado la tasa de crecimiento de la economía, pero no sucedió así.

Es cierto que durante la mayor parte del período de estudio la evolución de los términos de intercambio fue desfavorable y esto frenó el crecimiento, dado que las exportaciones bolivianas son predominantemente materias primas. Pero no solo fue la declinación de los términos de intercambio lo que dañó las perspectivas de crecimiento. El *Memorando económico de país para Bolivia* del Banco Mundial (2005) señala que la inestabilidad política y social es el obstáculo determinante de la falta de crecimiento, en particular con relación a «la incertidumbre de los inversionistas en cuanto a si podían obtener retornos a sus inversiones». Bolivia ha sufrido también de «infraestructura inadecuada, y de instituciones y servicios de gobierno deficientes».

Los números del cuadro 4 ratifican las lecciones del cuadro 3 y de los gráficos 2 y 3. En el período 1980-2005, la tasa de crecimiento promedio del PIB per cápita (medida por la primera diferencia en los logaritmos de esa variable) fue negativa. La desviación estándar también fue grande. Por su parte, los términos de intercambio registraron una tasa negativa de crecimiento.

Cuadro 5. Otros indicadores de desempeño 1981-2005

	dlpibc	inflation	gap	gti
Promedio	0,003359	449,1444	0,001823	2,640642
Mediana	0,003676	10,46180	0,001295	2,262443
Máximo	0,030665	8.170,525	0,055745	21,13503
Mínimo	-0,061921	0,923973	-0,062340	-18,59649
Desv. est.	0,026139	1.666,556	0,026996	8,892223
Observaciones	25	25	25	25

Fuente: Cómputos del autor con datos del Instituto Nacional de Estadística de Bolivia.

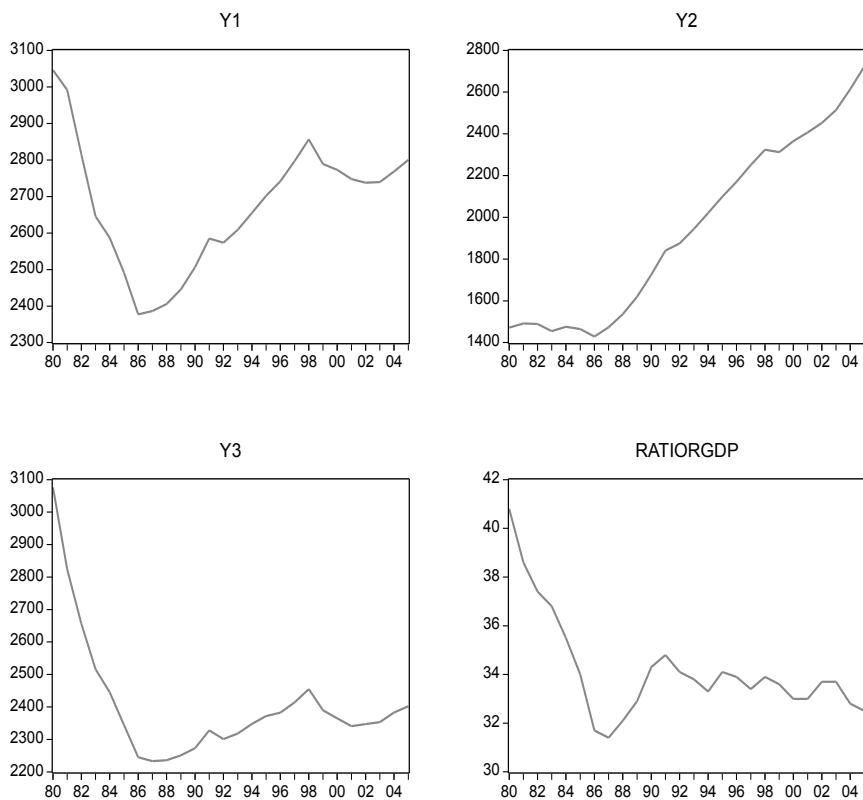
Nota: DLPIBC = Tasa anual de crecimiento dado por la diferencia de los logaritmos del PIB per cápita INFLATION

= Tasa anual de crecimiento del Índice de Precios al Consumidor (diciembre a diciembre)

GAP = Diferencia entre el PIB per cápita observado y el PIB per cápita de tendencia (en logaritmos)

GTI = Tasa anual de crecimiento de los términos de intercambio

Gráfico 2. Bolivia. PIB per cápita, fuentes diferentes



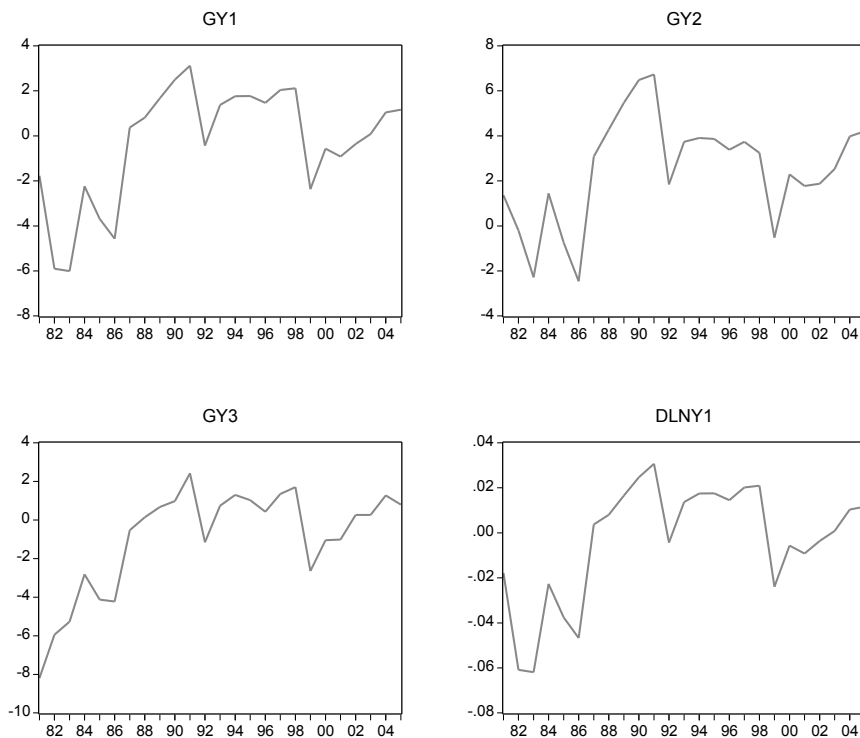
Nota: Y1 = En Bs de 1990, datos del Instituto Nacional de Estadística de Bolivia.

Y2 = En PPC, dólares corrientes, datos del FMI, base de datos WEO.

Y3 = En PPC, dólares del 2000, elaborado con datos del FMI, base de datos WEO.

RATIOGDP = Razón del PIB per cápita de Bolivia al PIB per cápita de América Latina y el Caribe, elaborado con datos del FMI, base de datos WEO.

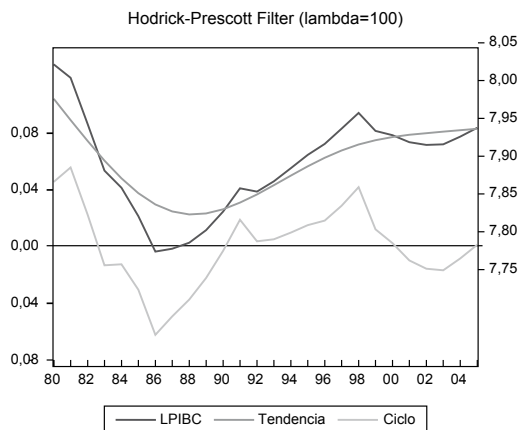
Gráfico 3. Bolivia. Tasas anuales de crecimiento del PIB per cápita, fuentes diferentes



Y1 = En Bs de 1990, datos del Instituto Nacional de Estadística de Bolivia.
 Y2 = En PPC, dólares corrientes, datos del FMI, base de datos WEO.
 Y3 = En PPC, dólares del 2000, elaborado con datos del FMI, base de datos WEO.
 DLNY1 = $\log Y_t - \log Y_{t-1}$.

Varios choques exógenos hicieron que la economía boliviana se desviara sustancialmente de su tendencia. La brecha de producto fue negativa en promedio; es decir, durante la mayor parte del período 1980-2005 el PIB per cápita estuvo por debajo de su tendencia. La brecha de producto muestra también una desviación típica sustancial. Se observa en el gráfico 4 que el PIB per cápita estuvo muy debajo de la tendencia durante los años de hiperinflación 1982-1986 y durante la crisis regional que comenzó con la devaluación brasileña de 1998.

Gráfico 4. PIB per cápita observado, tendencia y ciclo (en logaritmos)



Cuadro 5. Gastos del gobierno, inversión y depósitos en porcentaje del PIB (muestra: 1980-2005)

	Gobierno	Inversión	Depósitos
Promedio	13,1	15,1	29,8
Mediana	13,0	14,0	33,8
Máximo	16,5	23,2	52,4
Mínimo	9,0	11,8	5,0
Desv. est.	1,9026	2,6683	17,9234
Observaciones	26	26	26

Fuente: Cómputos del autor con datos del Instituto Nacional de Estadística de Bolivia.

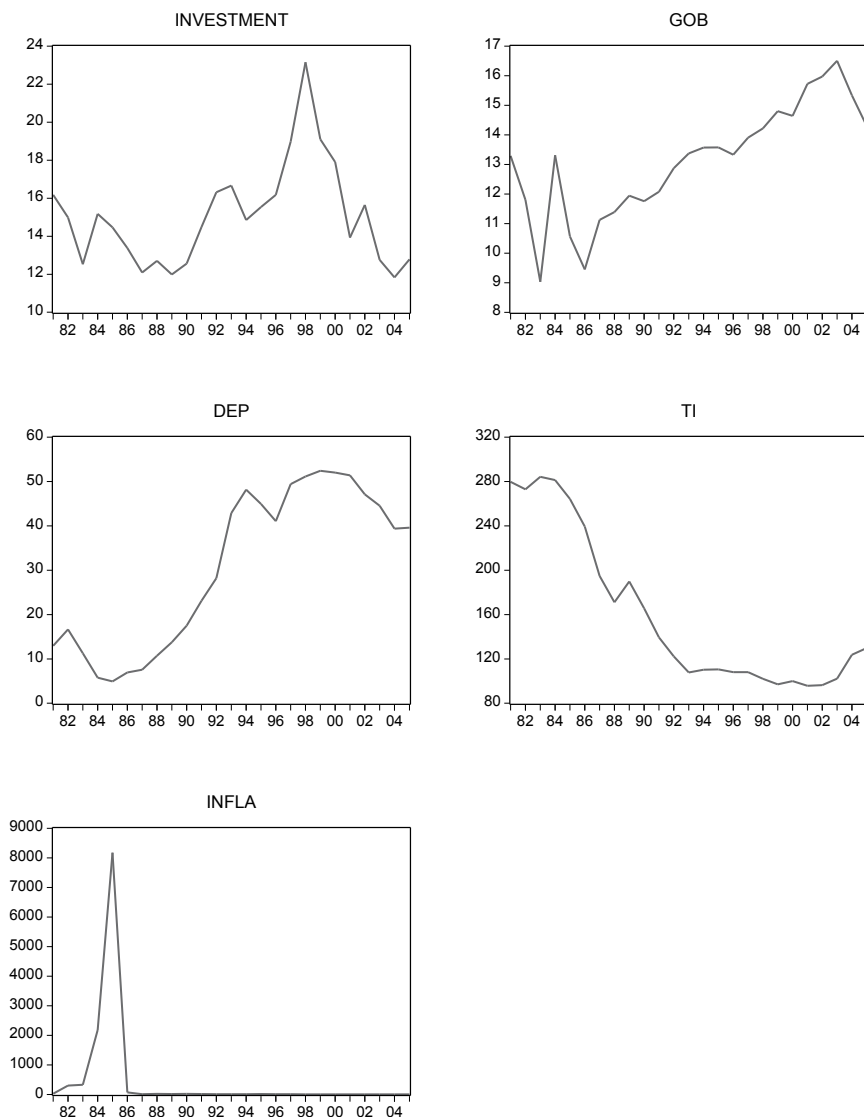
Destaca en el cuadro 5 el relativamente alto cociente de gastos de gobierno como porcentaje del PIB, mientras que las tasas de inversión fueron bajas, con un máximo de 23% y con una alta varianza. La tasa de depósitos respecto al PIB —la variable proxy que se usa en este trabajo para profundización financiera— muestra altos valores que a primera vista parecerían inconsistentes con el PIB per cápita de Bolivia y con la observación de que muchos hogares y negocios no tienen acceso a servicios bancarios (o a cualquier otro tipo de servicios financieros formales), sin ignorar el notable desempeño de las OMF²¹.

²¹ La disponibilidad geográfica de los servicios financieros es también muy desigual: las ciudades grandes están relativamente bien servidas, mientras que en las ciudades pequeñas y en el campo hay una gran carencia de estos.

Las tasas de depósito en Bolivia son relativamente más altas que en países con niveles similares de ingreso y aun en la región latinoamericana. Una explicación plausible de este resultado está en la alta concentración del ingreso personal en Bolivia. A pesar de esta explicación, la alta tasa sigue siendo llamativa. Una pregunta relacionada con la anterior es por qué la participación relativamente grande del sector financiero en el PIB no ha conducido a tasas más altas de inversión y a tasas más altas de crecimiento de la economía. Se podría adelantar el argumento de que es el crédito al sector privado (y no los depósitos) la variable relevante. El contraargumento es que las empresas privadas no han experimentado realmente restricciones de crédito, dada la amplia liquidez existente durante la mayor parte del período estudiado.

Se espera que las tasas de inversión, los gastos de gobierno y las tasas de depósito sean las principales variables explicativas del crecimiento. Esas variables tienen varianzas importantes (cuadro 6). Se ha examinado también la contribución de otras dos variables: los términos de intercambio y la tasa de inflación. Se puede ver en el segundo conjunto del gráfico 5 la declinación de los términos de intercambio durante 1980-2005; se tuvo una recuperación recién después de 2002, pero aún al terminar 2005 dichos términos no tenían el nivel de principios de la década de 1980. Bolivia tuvo también altas tasas de inflación en el primer quinquenio de esa década, que pueden haber afectado negativamente la economía. Finalmente, se incluyó en el análisis una variable muda para capturar los efectos en el crecimiento de los años con crisis bancarias.

Gráfico 5. Variables explicativas principales, 1981-2005



NOTA: INVESTMENT = inversión / PIB
 DEP = depósitos / PIB
 GOB = gastos del gobierno / PIB
 TI = términos de intercambio
 INFLA = inflación

Se puede observar en el cuadro de correlaciones simples (cuadro 6) que el crecimiento del PIB per cápita estuvo correlacionado negativamente con la inflación y positivamente con la inversión, los depósitos y el gasto de gobierno, tal como se esperaba. Nótese, empero, que las correlaciones con los términos de

intercambio y la variable muda de crisis bancarias tienen signos equivocados. La inversión, por su parte, está correlacionada positivamente con los depósitos y el gasto de gobierno, pero negativamente con los términos de intercambio.

Cuadro 6. Correlaciones simples de las principales variables

	dlpibc	inflation	lti	investment	dep	gob	dum2
dlpibc	1,000000	-0,560750	-0,629934	0,116782	0,437894	0,415532	0,396035
inflation	-0,560750	1,000000	0,647023	-0,105949	-0,555970	-0,415179	-0,287031
lti	-0,629934	0,647023	1,000000	-0,403056	-0,925577	-0,755836	-0,450002
investment	0,116782	-0,105949	-0,403056	1,000000	0,527991	0,324364	0,285766
dep	0,437894	-0,555970	-0,925577	0,527991	1,000000	0,808648	0,437983
gob	0,415532	-0,415179	-0,755836	0,324364	0,808648	1,000000	0,329510
dum2	0,396035	-0,287031	-0,450002	0,285766	0,437983	0,329510	1,000000

La siguiente especificación se usó para la ecuación de crecimiento:

$$y - y_{-1} = \alpha_1 + \alpha_2 y_{-5} + \alpha_3 i_{-5} + \alpha_4 ltot + \alpha_5 infla + \alpha_6 dep + \alpha_7 dum2 + \varepsilon$$

Donde:

- y = ln PIBCT = log del PIB per cápita
- i = Inversión / PIB
- dep = Depósitos / PIB
- $infla$ = Inflación
- $ltot$ = Términos de intercambio (en logaritmos)
- $dum2$ = variable muda = 1 para años de crisis bancaria
= 0 en los otros años

En una segunda especificación, la misma variable muda fue combinada con la variable de tasas de depósito para capturar los cambios en el coeficiente de la variable de depósitos. Se supuso que el coeficiente α_6 tenía la forma $\alpha_6 = \beta_1 + \beta_2 dum2$.

Reemplazando α_6 por esta expresión en la ecuación (1), se tendrían como variables explicativas dep y el producto de dep y la variable muda $dum2$, a la que se llama $dep2$. En otras palabras, hay un cambio en la pendiente de la variable dep .

Antes de correr las regresiones, se suavizó LPIBC con un filtro Hodrick-Prescott, para retener solamente los efectos de largo plazo. LPIBCT es la variable suavizada o variable de tendencia. Obsérvese, en el gráfico 4, que la variable LPIBCT tiene

pendientes que varían por segmentos; la pendiente es negativa a principios de la década de 1980. Desde 1986 hasta mediados de la década de 1990 es altamente positiva. Luego, sigue positiva pero se vuelve más plana.

La tasa de crecimiento del PIB per cápita, la tasa de inversión y, sobre todo, la tasa de depósitos están probablemente determinadas en conjunto y pueden aparecer sesgos de simultaneidad con estimaciones por Mínimos Cuadrados Ordinarios. Para controlar este riesgo, se ha utilizado una aproximación de variables instrumentales. Las variables instrumentales fueron DLPIBCT (-1), DEP (-1), INVESTMENT (-5), GOB, LTI, DUM2 y la constante C.

Es importante subrayar que la variable dependiente es la tasa de crecimiento del PIB per cápita de tendencia (o subyacente). Está implícito en esta selección el hecho de que las variables explicativas afectan a la tasa de crecimiento de largo plazo²². En especial, dado nuestro interés en las variables financieras, se examina cómo ellas contribuyen a la tasa de crecimiento de largo plazo, afectando, por ejemplo, la productividad total de los factores. Obsérvese asimismo que este procedimiento es consistente con los estudios comparativos de crecimiento basados en datos de panel, los que también se centran en el desempeño de largo plazo de la economía.

Cuadro 7. Regresión de crecimiento del PIB per cápita

Variable dependiente: DLPIBCT

Variable	Coficiente	Desv. est.	Estadístico-t	Prob.
c	1,483360	0,151407	9,797155	0,0000
lpibct(-5)	-0,191997	0,021058	-9,117659	0,0000
investment(-5)	0,000797	0,000275	2,903717	0,0116
lti	0,002903	0,007297	0,397918	0,6967
infla	-2,85E-07	3,13E-07	-0,909771	0,3783
dep	0,000202	0,000119	1,700706	0,1111
dum2	-0,001614	0,000921	-1,753236	0,1014

Desv. est. de la regresión	0,001796	Media var. dependiente	0,003123
Suma cuadrados residuos	4,52E-05	Desv. est. dependiente	0,008800
Estadístico Durbin-Watson	1,308641		

²² Estimaciones con la tasa de crecimiento observada del PIB per cápita dieron resultados poco concluyentes.

El coeficiente negativo de LPIBCT (-5) indica convergencia al valor estacionario en alrededor de dieciséis años, manteniendo constantes las variables explicativas. El valor de estado estacionario del PIB per cápita será bajo como reflejo de la baja acumulación de capital físico y humano, así como por la baja productividad total de los factores.

La tasa de inversión es significativa al nivel de significación de 5%, aunque sus efectos positivos en la tasa de crecimiento del PIB per cápita se hacen sentir en un desfase de cinco años. Todas las otras variables tienen los signos correctos, pero no son significativas ni siquiera al nivel de significación de 10%, aunque la significación de la tasa de depósitos y de la variable muda de crisis bancarias se acerca²³.

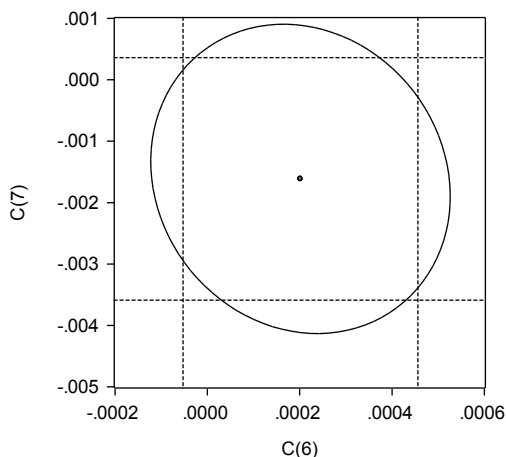
Es interesante notar el efecto de la profundización financiera, que *ceteris paribus* incrementa la tasa de crecimiento del PIB per cápita en alrededor de 0,02% (su incidencia en el crecimiento promedio es de alrededor de 6%) y el efecto de las crisis bancarias que reduce *ceteris paribus* la tasa de crecimiento del PIB per cápita en 0,2% (con incidencia sobre la tasa promedio de crecimiento de 51%). Se tiene también que la inflación afecta negativamente la tasa de crecimiento del PIB, pero su efecto es muy débil.

Se ha evaluado, asimismo, la contribución conjunta de los factores financieros. La hipótesis $H_0: \alpha_6 = \alpha_7 = 0$ no pudo ser rechazada al nivel de significación de 10% (valor del estadístico F = 2,682052 con 2,14 grados de libertad). Tampoco la hipótesis $H_0: \alpha_6 + \alpha_7 = 0$ pudo rechazarse al nivel de significación de 10% (valor del estadístico F = 2,383104 con 1,14 grados de libertad). La interpretación es que no hay una contribución significativa de los factores financieros, sea positiva o negativa, a la tasa de crecimiento del PIB per cápita, y aún más, que cualquier contribución positiva de la profundización financiera (medida por la tasa de depósitos) se ve anulada por el efecto negativo de las crisis bancarias.

La elipse de confianza a 95% en el gráfico 6 tiene una forma redondeada, lo que refleja la relativamente baja precisión de los coeficientes estimados de la tasa de depósitos y de la variable muda de crisis bancarias. Los altos valores en el interior o en la frontera de la elipse están asociados con los valores altamente negativos del coeficiente de la variable muda. La interpretación es que las crisis bancarias bajan los impactos positivos de la tasa de depósitos en la tasa de crecimiento del PIB per cápita.

²³ El estadístico Durbin-Watson cae en zona de indeterminación, lo que impide concluir sobre la ausencia de autocorrelación de primer orden. Con el test de Breusch-Godfrey se rechaza la hipótesis de que no hay autocorrelación de orden mayor que uno en los niveles usuales de significación (valor del estadístico Breusch-Godfrey = 10,555426 con probabilidad 0,00507). No se ha corregido por autocorrelación de orden alto porque la muestra es muy pequeña.

Gráfico 6. Elipse de confianza para los coeficientes de las variables financieras



Otra manera de examinar cómo las crisis bancarias alteran la manera en que la profundización financiera afecta la tasa de crecimiento de la economía consiste en introducir un desplazamiento de la pendiente para la variable *dep*. La introducción de la variable producto *dep2* cambia los signos y convierte en no significativas las variables explicativas, como se observa en el cuadro 8.

Cuadro 8. Regresión de crecimiento del PIB per cápita con cambio en la pendiente de la variable de profundización financiera

Variable dependiente: DLPIBCT

Variable	Coficiente	Desv. est.	Estadístico-t	Prob.
C	2,472677	2,147880	1,151218	0,2704
lpibct(-5)	-0,345900	0,331314	-1,044026	0,3155
investment(-5)	0,002327	0,003372	0,689906	0,5024
lti	0,038990	0,080757	0,482812	0,6373
infla	6,27E-07	2,29E-06	0,273599	0,7887
dep	0,000948	0,001626	0,583157	0,5698
dep2	-0,000939	0,001951	-0,481200	0,6384
dum2	0,032572	0,071144	0,457834	0,6546

Desv. est. de la regresión	0,007376	Media var. dependiente	0,003123
Suma cuadrados residuos	0,000707	Desv. est. var. dependiente	0,008800
Estadística Durbin-Watson	2,928985		

6. La globalización de los mercados financieros

Problemas similares a los discutidos en la economía interna surgen cuando los mercados internacionales se vuelven transfronterizos, pero son aún de mayor complejidad por el carácter incompleto del proceso de integración. Siguiendo a Caballero y Krishnamurthy (2002), los residentes en países en desarrollo a menudo encaran un mercado dual de liquidez: con activos con los que se consigue liquidez internacionalmente e internamente (la liquidez internacional) y activos que se transan solo internamente (liquidez interna). En una crisis, la liquidez internacional se encoge. Esta retracción repercute en el valor de los activos internos, haciendo bajar su precio, y sobre el tipo de cambio, depreciándolo. Estos factores explican en gran medida la severidad de las crisis. Una pregunta pertinente es si mercados financieros más integrados a los mercados financieros internacionales pueden relajar los efectos de la dualidad.

Con la desaparición del sistema de Bretton Woods se ha producido una revolución financiera de magnitud. Hay un gran abanico de innovaciones financieras internacionales, aunque es bastante obvio que los mercados financieros de los países en desarrollo están muy lejos de esos adelantos; no obstante, pueden beneficiarse de sus efectos subsidiarios.

Más allá de atenuar las crisis, está la pregunta de si la globalización financiera es un motor de crecimiento o más bien una fuente de acentuación de inestabilidad (Eichengreen 2006). La visión convencional, reflejada, por ejemplo, en los trabajos del Fondo Monetario Internacional luego de la crisis asiática, es que la apertura financiera requiere varias condiciones para incrementar la eficiencia de la economía y el bienestar. Entre ellas están la apertura al comercio exterior y políticas macroeconómicas estables, regulación y supervisión prudencial rigurosas de las instituciones financieras y de los mercados, y gobernanza corporativa efectiva (Eichengreen 2006). Sin esas condiciones, los mercados financieros y la globalización no tendrán los efectos esperados²⁴.

No todos reconocen los beneficios de la integración financiera, o por lo menos, no coinciden con los órdenes de magnitud de estos beneficios. Véase, por ejemplo, Gourinchas y Jeanne (2004), quienes encuentran que la integración financiera internacional «*podría* proporcionar grandes ganancias de bienestar [...] si reduce distorsiones internas o incrementa la productividad interna, a través de canales

²⁴ En los hechos, son más bien países de economía emergente, de ingresos medianos más que de ingresos bajos, los que se han visto afligidos por crisis financieras con costos de resolución que se han situado entre 11 y 20% del PIB y que dañaron a su crecimiento por varios años. La resolución de crisis financieras fue significativamente más costosa que en los países industriales, debido justamente a la poca profundidad de sus mercados financieros.

indirectos que no están en el contexto neoclásico estándar». Aun la contribución de la inversión directa extranjera al crecimiento, al empleo y al bienestar fue encontrada pequeña en Bolivia por te Velde (2003).

Como se puede ver en el gráfico 7, Bolivia ha sido muy dependiente del ahorro externo para financiar su desarrollo. Recientemente, se ha observado que el ahorro interno es mayor que la inversión, debido a la bonanza de las exportaciones. Esta bonanza, conjuntamente con un consumo controlado —que puede ser transitorio— y la baja inversión han conducido a altos superávits en la cuenta corriente en la balanza de pagos; es decir, a la acumulación de activos sobre el resto del mundo.

7. Política monetaria y sistemas de pagos

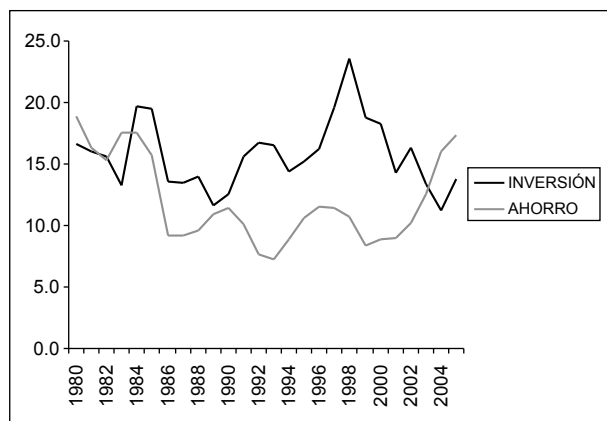
Vale la pena hacer una referencia breve a la política monetaria. Se debe tener en cuenta que, modernamente, un objetivo de la política monetaria es apuntalar el desarrollo financiero. Solo se podrá lograr un mercado maduro y eficiente para activos financieros en moneda nacional con una tasa de inflación baja, que en las legislaciones modernas de banco central constituye el objetivo principal de la política monetaria.

La teoría monetaria moderna hace hincapié en los instrumentos indirectos y de mercado para el control de los agregados monetarios o de las tasas de interés. Un mercado monetario bien desarrollado es consustancial a una buena política monetaria y, a través de ella, a un mercado financiero que funcione bien. En Bolivia, como en muchos países, se limitan fuertemente los créditos del banco central al gobierno y se han reducido los encajes legales sobre los depósitos, renumerándolos, además, a tasas cercanas a las del mercado. Tampoco hay más asignaciones sectoriales de crédito. Una inflación baja, sumada a todas esas medidas, debería favorecer el desarrollo financiero. La dolarización, que parecía hasta hace poco una condición para construir o reconstruir el sistema financiero interno, está retrocediendo²⁵. Por lo menos en teoría, la desdolarización debería darles robustez a los mercados financieros internos. La estabilidad de precios y todo el marco de políticas deberían crear una base sólida para un buen desempeño de la economía real y, por lo tanto, de la demanda de financiamiento. En ese contexto, el sector real y el sector financiero se refuerzan mutuamente.

Los mercados financieros modernos requieren también el apoyo de la tecnología de información y del sistema de pagos. En Bolivia, se han logrado progresos

²⁵ Es interesante notar que incluso inversionistas internacionales están comprando crecientemente activos financieros en moneda nacional.

Gráfico 7. Ahorro e inversión como porcentajes del PIB



significativos en el sistema de pagos con relación a las operaciones de compensación y liquidación. La liquidación y compensación de cheques es mucho más rápida que hace algunos años. Más importante aún, para las transacciones interbancarias de alto valor, está en implementación un Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (RTGS) en el Banco Central de Bolivia. Para transacciones de bajo valor, se están desarrollando, con algo de demora, Cámaras de Compensación Automática (ACH). Por otra parte, con la creación de la Empresa de Depósito de Valores, se está procediendo a la desmaterialización de los títulos-valor y se viene ejecutando un sistema de anotaciones en cuenta para títulos públicos. Se necesita, empero, más progreso.

Las remesas de los trabajadores están creando incentivos para el desarrollo de tecnologías de transacciones transfronterizas. Así, Bolivia ya tiene una extensa red de cajeros automáticos conectados con los bancos internacionales de los países donde se originan las remesas.

8. Conclusiones

En el período 1982-2005 la tasa de crecimiento de la economía boliviana fue muy baja, aun para los patrones latinoamericanos. A pesar de la alta tasa de depósitos como proporción del PIB, el sector financiero fue demasiado pequeño como para tener verdaderamente un impacto en el crecimiento económico. Otros factores, más directamente relacionados con incrementos de productividad, son probablemente más importantes para causar crecimiento. Sin embargo, estas últimas afirmaciones no implican que el sector financiero deba ser ignorado, sino que es necesario que su tamaño aumente sustancialmente, con un desarrollo sano y sólido, así como ampliar el acceso a sus servicios. El acceso amplio a los servicios

financieros no es solo un tema de equidad, sino que puede remover obstáculos al crecimiento económico. El ejemplo dado por las OMF, con modificaciones apropiadas, podría ser seguido por el resto del sistema financiero.

Los resultados del análisis econométrico muestran que el crecimiento de la tendencia del PIB per cápita está asociado, aunque débilmente, con el crecimiento de los depósitos bancarios, nuestra variable *proxi* de profundización financiera, pero que las crisis bancarias han anulado casi completamente este efecto positivo. No interesa solamente el tamaño del sector financiero, sino cuán bien ha estado funcionando.

Una pregunta importante, pero que no ha podido ser respondida por el estudio, es cuánto contribuyen las instituciones financieras bolivianas a la productividad total de la economía y cuán bien dirigen los ahorros a las inversiones más eficientes. Estas preguntas podrían ser totalmente contestadas solo con datos microeconómicos, que no están disponibles. A falta de ellos, solamente se puede proponer conjeturas. Una de ellas es que las persistentemente altas tasas reales activas de interés, así como los altos *spreads*, apuntan a que el desarrollo financiero tiene todavía un largo camino por recorrer antes de que afecte positivamente la tasa de crecimiento de la economía.

El desarrollo financiero también requiere una base más amplia de clientes, tanto depositantes como prestatarios. Una base angosta de clientes, por una parte, aumenta la vulnerabilidad a las crisis bancarias y, por otra, reduce la tasa potencial de crecimiento de la economía en la medida en que inversiones y proyectos de producción rentables no se ejecutan por falta de financiamiento. En este sentido, la notable expansión de las OMF tiene implicaciones no solo como medio de alivio a la pobreza sino también como una manera de incrementar la contribución del sector financiero al crecimiento. Sea a través de la expansión del microcrédito o por otros medios, la escala de operaciones de bancos y cuasibancos tiene que incrementarse. Esto puede exigir la revisión de las regulaciones bancarias que conducen a la actual segmentación.

Se necesita también un mayor entendimiento del énfasis excesivo en las transacciones financieras basadas en relaciones antes que en transacciones de mercado. Se vinculan con este punto las dificultades de despegue de la bolsa de valores. Como funciona ahora, la Bolsa Boliviana de Valores es demasiado pequeña y con un ámbito de operaciones demasiado estrecho como para tener una participación activa en el crecimiento de la economía. La adopción de reglas internacionales de contabilidad, de gobierno corporativo y de transparencia contribuiría al desarrollo del mercado de capitales; pero ello no basta, sino que tiene que ir de la mano con cambios mayores en el clima de inversiones y en la manera de hacer negocios en Bolivia.

Referencias bibliográficas

- BANCO MUNDIAL (2005) *Bolivia. Country Economic Memorandum*. Report N.º 32233-Bo. Washington, D. C.: Banco Mundial.
- CABALLERO, R. J. y A. KRISHNAMURTHY (2002) «A Dual Liquidity Model for Emerging Markets». *American Economic Review*, vol. 92, n.º 2, mayo, pp. 33-41.
- CHUNG-HUA, Shen y Lee CHIEN-CHANG (2006) «Same Financial Liquidity Model yet Different Economic Growth-Why?». *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, n.º 7, octubre, pp. 1907-1941.
- EICHENGREEN, B. (2006) «A Review of Peter Isard's Globalization and the International Financial System: What's Wrong and What Can Be Done». *Journal of Economic Literature*, vol. XLIV, junio, pp. 415-419.
- GONZÁLEZ-VEGA, C. y M. VILLAFANI (2006^a) «Las microfinanzas en la profundización del sistema financiero. El caso de Bolivia». *El Trimestre Económico*, n.º 293, marzo, pp. 5-65.
- (2006b) «Tasas de interés y desempeño diferenciado de cartera de las entidades de microfinanzas ante múltiples shocks sistémicos». *Revista Latinoamericana de Desarrollo Económico*, n.º 8, abril, pp. 11-51.
- GOURINCHAS, P. O. y Jeanne OLIVIER (2004) *The Elusive Gains from International Financial Integration*. IMF Working Paper WP/04/74. Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- HAUSMANN, R. y D. Rodrik (2005) «Self-discovery in a Development Strategy for El Salvador». *Economía, Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*, otoño, pp. 43-101.
- KRUEGER, A. O. (2006) «Financial Markets and Economic Growth». Conferencia. Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- LEVINE, R. (1997) «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda». *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, junio, pp. 688-726.
- LOAYZA, N., P. FANJZYLBER y C. CALDERÓN (2005) *Economic Growth in Latin America and the Caribbean. Stylized Facts, Explanations and Forecasts*. Washington D. C.: Banco Mundial.
- TE VELDE, D.W., *Foreign Direct Investment and Income Inequality in Latin America. Experience and Policy Implications*. Working Paper 04/03 IISEC. Universidad Católica Boliviana.
- UEDA, K. (2006) *Banks as Coordinators of Economic Growth*. IMF Working Paper WP/06/264. Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional.