



Instituto de Investigaciones Socio Económicas

Documento de Trabajo No. 05/07
Junio 2007

**Profundización Financiera y Crecimiento
Económico en Bolivia**

por
Juan Antonio Morales

Profundización Financiera y Crecimiento Económico en Bolivia

Juan Antonio Morales¹

Resumen

Bajo cualquier medición la tasa de crecimiento de Bolivia ha sido muy baja. Con ese telón de fondo se examina la contribución del sector financiero a la tasa de crecimiento. ¿Cuáles son las características del sector financiero que podrían apoyar al crecimiento así como cuáles son los obstáculos que aparecen. Una restricción crítica a la inversión y al crecimiento es la disponibilidad de financiamiento y frecuentemente su alto costo. La acumulación de capital no depende solamente de aumentar las tasas de ahorro nacional o de más recursos externos para el desarrollo: requiere también intermediación financiera. La intuición y estudios previos efectuados en otros países señalan que hay una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Sin embargo, algunos autores arguyen que no todas las formas de desarrollo financiero inciden positivamente en el crecimiento y que la estructura financiera importa. Para revisar esas cuestiones se proponen en este trabajo estimaciones econométricas de ecuaciones de crecimiento que hacen hincapié en los factores financieros. A diferencia de la mayoría de los estudios empíricos que se basan en datos de panel, se efectúa un examen exhaustivo de los datos de un solo país.

Una conclusión principal es que el sector financiero boliviano es demasiado pequeño, aún si la tasa de depósitos al PIB es alta, para tener un impacto significativo en el crecimiento económico. Otros factores, que aumentan directamente la productividad son probablemente más importantes. La profundización financiera requiere también un ensanchamiento de la base. La expansión remarcable de las organizaciones de microfinanzas tiene implicaciones no solamente para aliviar la pobreza sino también para incrementar la efectividad del sector financiero y su contribución al crecimiento. A través del microcrédito o por otros medios, la escala de operaciones de los bancos y cuasi bancos, las principales instituciones financieras en Bolivia, tiene que aumentar.

Abstract

By any account the rate of growth of the Bolivian economy has been very low, even for Latin American standards. With this background the paper examines the contribution of the financial sector to the growth rate. Which are the characteristics of the financial sector that could have been supportive of growth and which are the constraints that appeared? A critical constraint to investment and growth is of course financing, its availability and frequently its high cost. Investment and capital accumulation do not depend only on increasing domestic saving rates or more foreign resources to development: they require financial intermediation. Intuition and previous studies done elsewhere show that there is a positive link between financial development and economic growth. Yet, some authors argue that not all forms of financial development affect growth positively and that financial structure matters. The thrust of the methodology to address these and related questions lies on the econometric estimation of growth equations that highlight the role of financial factors. In difference with most empirical studies on growth that are based on panel data the analysis in this paper consists of a thorough examination of the data of a single country.

A main conclusion of the paper is that the financial sector is too small, notwithstanding the high deposit to GDP ratio, to really have an impact on economic growth. Other factors that directly augment productivity are probable more important. Financial deepening also requires a broader base. The notable expansion of the microfinance institutions has implications not only for poverty alleviation but also to increase the effectiveness of the financial sector and its contribution to growth. Either through an expansion of microcredit or by other means, the scale of operations of the banks and quasi bank, the main financial institutions in Bolivia has to increase.

¹ Profesor, Facultad de Ciencias Económicas y Financieras, Universidad Católica Boliviana, La Paz (e-mail jamorales@mpd.ucb.edu.bo).

Introducción

La cuestión principal de este trabajo es hasta donde las características del sector financiero en países de bajos ingresos son un apoyo al crecimiento; se toma el caso de Bolivia como ejemplo. En estudios previos de crecimiento económico en Latinoamérica y el Caribe (Loayza, Fanjzylber y Calderón, 2005) en los cuales Bolivia está incluido en los datos de panel, se reconoce debidamente la contribución de los factores financieros en la estimación econométrica de las ecuaciones. De igual manera, el Memorando Económico de País para Bolivia de 2005 del Banco Mundial menciona de manera explícita las restricciones que provienen del sector financiero. Este artículo se focaliza 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 que no tome en cuenta variables que los otros estudios encontraron significativos para explicar el crecimiento.

Prima facie 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 educación y 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 y para hacer 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, resultante 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 con la introducción de la idea de que no solamente era importante la inversión en capital físico sino que la inversión en capital humano era igualmente importante. Más recientemente, se está dando una atención creciente a factores institucionales, y entre ellos los problemas de gobernancia ocupan un primer plano. De entrada hay que decir que un desarrollo financiero sólido es altamente dependiente de las instituciones y de la gobernancia.

Reiterando las lecciones de los estudios antiguos, los estudios más recientes insisten en que la tasa de inversión es un determinante clave del crecimiento. Entonces, ¿qué factores afectan a las inversiones o lo hacen, demasiado frecuentemente, demasiado bajo? Un obstáculo claro a la inversión es el financiamiento, su disponibilidad, y frecuentemente su alto costo. También, y puede parecer extraño, para países donde el capital es escaso, los rendimientos de las inversiones son frecuentemente bajos. Más precisamente, la apropiación

privada de los rendimientos es baja y la brecha entre rendimientos privados y rendimientos sociales puede ser muy amplia.²

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 a 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 per capita (en Paridad de Poder de Compra) de US\$ 2.700, se espera que las lecciones que se sacan de esa experiencia se apliquen también a países de nivel similar de ingresos. La distinción entre países de bajos ingresos y economías industriales y semi-industriales, también llamadas economías emergentes, será pertinente.

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

La sección 1 proporciona un resumen del pensamiento actual sobre los mercados financieros y los principales puntos en debate. En la sección 2, se examina el funcionamiento de los bancos, que son las instituciones financieras de lejos las más importantes en Bolivia, como en otros países de bajos ingresos, sus características de organización industrial y las diferencias en su funcionamiento con bancos en los países industrializados. En la sección 3 se ofrece una revisión del desarrollo notable de las microfinanzas en Bolivia y en el rol que tienen las instituciones de microcrédito en ampliar el acceso a servicios financieros a los pobres y las pequeñas empresas 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 despegue. 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 capita. 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 ingreso medio, que lo son bastante menos para países de bajos ingresos, con la gran excepción de la inversión directa extranjera. En la sección 7 se hace referencia a las precondiciones requeridas de política macroeconómica y monetaria así como el 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 conoce bien ahora los beneficios de mercados financieros que funcionen bien. No nos detendremos en ellos. Subrayemos simplemente la lección que es a través de los mercados financieros que los hogares pueden detener 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, la agricultura y, especialmente, en los servicios. Surge entonces la necesidad de identificar los mejores proyectos y este es un papel fundamental de los

² 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.

mercados financieros. No es solamente la canalización de recursos que es importante, 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 especialmente 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 generalmente bajos retornos de 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 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 a la calidad de la gestión de las empresas prestatarias.

Por último, es de hacer notar que hay normalmente una demanda sustancial por los servicios del sistema de pagos. Los bancos y cuasi bancos, tienen 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 economía.³

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 sólo el ahorro doméstico bajo. De hecho, el mismo ahorro interno puede ser bajo si no puede ser 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. Está entre las políticas de desarrollo aumentar el ahorro interno. Existe el preconceito que las familias de ingresos bajos, dado lo reducido de sus ingresos, no ahorran. Ésta es una generalización injustificada si se considera que sus ahorros están determinados por la distribución en el tiempo de sus ingresos, al igual que las familias más prósperas a través del mundo. Además, dado el escaso desarrollo del crédito minorista e hipotecario, aún 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 un alta proporción de sus inversiones

³ 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 por servicios del sistema de pagos explica la rápida reconstrucción de los sistemas bancarios, a pesar de la severidad de las crisis que pueden haberlos afectado.

internamente, es decir con sus utilidades.⁴ Por otra parte, las empresas muy grandes se financian en el extranjero más bien que en los mercados internos.⁵ Se necesitan mercados financieros, sin embargo, para ir más allá de la dependencia en el financiamiento familiar e interno, para 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 ingresos bajos. Bancos y cuasi-bancos, incluyendo entre ellos a las organizaciones de microfinanzas (OMF), 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 a largo plazo en proyectos de alto rendimiento. Al eliminar los riesgos de liquidez pueden incrementar las inversiones en activos ilíquidos pero de alto rendimiento y, al hacerlo, aceleran el crecimiento. Por último, según la literatura de bancos y crecimiento (Véase 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 público⁶. De manera general, estos bancos tienen poca similitud con los multibancos que financiaron las inversiones a largo plazo en los Estados Unidos, Europa y Japón en el siglo 19 y en la primera parte del siglo 20.

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 detienen la casi totalidad de la masa de depósitos. Los coeficientes de Gini para los depósitos bancarios están por encima del 90%; la concentración es empero mucho menor en los cuasi bancos, como las OMF. 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 donde la fuerte dependencia en garantías hipotecarias, lo que es típico de sistemas financieros subdesarrollados.⁷ De manera más general, debido al bajo respeto de los derechos de los acreedores, los bancos sobreenfatizan las relaciones de clientela, lo que a menudo encoge la

⁴ 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.

⁵ Desde el segundo quinquenio de los ochenta, en parte impulsados por la crisis de deuda externa, Bolivia y otros países latinoamericanos han puesto su máximo empeño para atraer inversión directa extranjera, que tiene la ventaja de ser más estable que otros flujos internacionales y de traer con ellas innovaciones técnicas y de gestión.

⁶ 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.

⁷ Sin embargo de que 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.

variedad de proyectos y prestatarios que pueden ser financiados, y no asegura que el financiamiento estará disponible para las actividades con la tasa de retorno más alta.⁸

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 a 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) resulta no solamente de las varias rigideces que afectan a los países de ingresos bajos y de la incertidumbre de la tasa de inflación pero, 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 son más bien factores estructurales como mercados reducidos y segmentados, la escasa competencia y la protección insuficiente a los derechos de los acreedores.

Obsérvese en el Cuadro 1 las altas tasas de interés real promedio para el periodo 1990-2005. Debido a la hiperinflación las tasas reales de interés fueron negativas entre 1983 y 1990, pero esto 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 periodo en el periodo 1990-2005.⁹

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	Activa	Pasiva
Promedio	-14.75	-25.11
Mediana	14.88	2.07
Desv. Est.	53.7807	48.1634
Observaciones	7	7
1990-2005	Activa	Pasiva
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)

Tercero, los spreads de las tasas de interés y otros costos de intermediación son significativamente más altas que en los países industrializados (gráfico 1).¹⁰ Estos spreads

⁸ Las relaciones prestamista-prestatario son siempre estratégicas en el sentido de que una de las partes contratantes, si no las dos, pueden influenciar el “precio” del crédito o del depósito. Las relaciones estratégicas son empero más acentuadas en los países de bajos ingresos.

⁹ No hay duda que la hiperinflación del primer quinquenio de los años ochenta causó amplias varianzas, como se espera por la teoría.

¹⁰ Los spread fueron particularmente amplios a comienzos de la década de los noventa, cuando el sistema bancario se estaba reconstituyendo después de la hiperinflación.

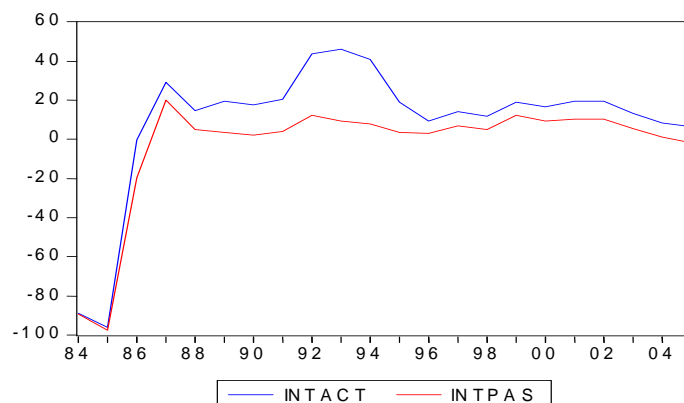
fueron especialmente importantes en el primer quinquenio de los noventa, cuando el sistema financiero estuvo reconstituyéndose después de la hiperinflación. Muchos factores lo explican: los cargos por incobrabilidad de las carteras defectuosas, los altos costos administrativos y los altos costos de seguimiento debido a los ya mencionados derechos débiles 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 en los países industrializados. Frecuentemente, a pesar de ser altos, los spreads no compensan suficientemente la pequeñez de los volúmenes intermediados. Claramente se están perdiendo economías de escala. La segmentación de los mercados hace parte de la explicación.

En cuarto lugar, se debe subrayar los cortos plazos de la mayor parte de los préstamos. Los créditos son sea de plazos muy cortos con tasas activas cercanas a las tasas activas internacionales de interés o créditos a 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 en los periodos de crisis. En particular, los préstamos de las instituciones de microfinanzas son a muy corto plazo.

Gráfico 1. Tasas reales de interés, 1983-2005

INTACT = Tasas activas.

INTPAS = Tasas pasivas.



Fuente: Elaboración del autor con datos del banco Central de Bolivia.

3. Las organizaciones Bolivianas de Microfinanzas (OMF)

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 a la pobreza de algunas organizaciones no gubernamentales (ONG) en los años noventa. Al principio, los pequeños créditos se financiaban con el capital de las ONGs, 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 por créditos. La ONG de microfinanzas más grande se convirtió entonces en un banco ya a principios de la

década de los noventa. En tanto que banco (BancoSol), comenzó a recibir depósitos; los créditos se financian ahora principalmente con depósitos.

A mitades de los años noventa, el gobierno emitió regulaciones para la constitución de una suerte particular de cuasi-bancos, llamados Fondos Financieros Privados (FFP) que han tenido mucho éxito.¹¹ Las FFP, en común con los bancos pero en diferencia con las cooperativas y cajas de ahorro y crédito para la vivienda, son sociedades anónimas.¹²

Las OMF han sido empresas muy rentables y tienen tasas de retorno sobre capital más altas que los bancos tradicionales. Las OMFs difieren de los bancos tradicionales por las operaciones que efectúan, por ejemplo no ofrecen depósitos a la vista ni financian operaciones de comercio exterior.¹³

Las OMF tienen que seguir las mismas regulaciones prudenciales que los bancos tradicionales y compiten con ellos en condiciones similares.¹⁴ Hay que subrayar que el éxito de las instituciones bolivianas de microfinanzas se debe en gran medida al hecho que son instituciones que reciben depósitos. Sea dicho 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, aún hogares pobres rurales, lo que a menudo se ignora en los estudios de estas instituciones.

El mercado de las microfinanzas se divide ahora entre instituciones reguladas y 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 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 un 42%. Los créditos de las OMF que representaban 7,2% de los créditos de los bancos tradicionales en 1999, alcanzaron el 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 significativamente 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 pagos.¹⁵ 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 el grueso de la actividad económica y del empleo está en pequeños empresas y en el llamado sector informal en Bolivia, como en muchos países de bajos ingresos. 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 bancos.¹⁶

¹¹ No todas las FFPs son instituciones de microfinanzas; algunas de ellas son solamente montes de piedad.

¹² 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.)

¹³ Las OMF que son bancos podrían hacerlo, pero no han hecho hasta ahora.

¹⁴ Estas regulaciones prudenciales comunes han sido cuestionadas por algunos observadores que señalan que la especificidad de las instituciones de microfinanzas exige también regulaciones específicas.

¹⁵ Interesantemente, una FFP permite aún a los analfabetos acceder a sus cajeros automáticos, con el reemplazo de la digitación del Número Personal de Identificación (PIN) por la huella dactilar.

¹⁶ Una descripción muy completa y de mucha autoridad de las OMF bolivianas está dada en González-Vega y Villafani (2006a).

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 tranzan con el comercio exterior.¹⁷ Por último, se señala que 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 de préstamos a pequeños comerciantes que traen productos de contrabando.

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

	1999	2002	2005	Crecimiento 1999-2005 (Por ciento)
OMF Reguladas 1)	202.5	264.8	532.9	163.2
OMF No reguladas	82.3	77.8	98.5	19.6
Total	284.8	342.5	631.4	121.7
<i>Por memoria</i>	3,970.7	2,585.9	2,318.3	-41.8
Créditos de bancos comerciales 3)				
Créditos de OMF con relación a créditos de bancos comerciales (por ciento)	7.2	13.2	27.2	
Porcentaje de créditos de OMF financiado por depósitos en OMF (por ciento)	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 2006

Notas: 1) OMF bajo la regulación y supervisión de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.

2) ONG microfinancieras, asociadas a FINRURAL.

3) 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 nacional.¹⁸ 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 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 a los inversores y en parte porque las empresas tienen dificultades en proporcionar estados financieros confiables, por lo menos a ojos de los inversionistas potenciales. La ausencia de

¹⁷ Con una dolarización muy alta, las OMF transfieren completamente el riesgo cambiario a sus clientes.

¹⁸ Lo que es sorprendente, para decir lo menos.

reglas sobre transparencia y las prácticas contables que no respetan siempre la normativa internacional en el sector de las firmas productivas, puede estar entre los principales obstáculos. Como se sabe, los mercados de capital son muy sensibles a problemas de cumplimiento de contratos, porque sólo dependen de garantías quirografarias. 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 Rodrick (2005) señalan que el desarrollo de las empresas requiere modalidades de más riesgo de intermediación financiera que los productos ofrecidos por 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 tendría 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, no obstante, que si no se refuerza 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 ofrecido acciones y las operaciones con bonos del sector privado son muy reducidas. De hecho, la mayor parte de las transacciones consiste de operaciones de reporto respaldadas por certificados de depósito (véase de nuevo al Cuadro 3), lo que hace que la Bolsa Boliviana de Valores sea más una institución del mercado monetario que del mercado de capitales.

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

	2003	2004	2005	2006
Operaciones de compra/venta	8.0	5.5	6.1	5.2
Reportos	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.

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 Pensiones.¹⁹ Las empresas bolivianas o son muy pequeñas o muy cerradas, como para emitir

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

papeles de oferta pública; los requerimientos de transparencia y los temores de perder control disuaden las ofertas públicas.

5. Crecimiento en Bolivia

Bajo cualquier medición, el crecimiento boliviano de los últimos 25 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 capita, 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 periodo bajo consideración las tasas anuales de crecimiento del PIB per capita fueron negativas.²⁰ Se ha de notar también que el cociente del PIB per capita de Bolivia al PIB per capita de la región latinoamericana y del Caribe declinó durante 1980-2005.

Cuadro 4. Bolivia. Tasas anuales de crecimiento del PIB per capita y razón al PIB regional

	Tasas anuales de crecimiento			Con relación al PIB per capita regional
	Bs. 1990	PPC U\$ corr.	PPCU\$ 2000	
1980-1985	-3.9	-0.1	-5.3	36.4
1985-1990	0.1	3.3	-0.6	32.5
1990-1995	1.5	4.0	0.9	34.0
1995-2000	0.5	2.4	-0.1	33.6
2000-2005	0.2	2.9	0.3	33.1
1980-2005	-0.3	2.5	-1.0	33.9

Fuente: Cómputos del autor con datos del Instituto Nacional de Estadística y del FMI:

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 los años noventa. La estabilidad macroeconómica y las reformas estructurales debían, según la teoría, haber incrementado la tasa de crecimiento de la economía, pero no sucedió así.

Es cierto que durante la mayor parte del periodo 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 sólo la declinación de los términos de intercambio dañó a las perspectivas de crecimiento. El Memorando Económico de País para Bolivia del Banco Mundial (2005) señala a la inestabilidad política y social como 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 5 ratifican las lecciones del Cuadro 4 y de los Gráficos 2 y 3. En el periodo 1980-2005, la tasa de crecimiento promedio del PIB per capita (medida por la primera diferencia en los logaritmos de esa variable) fue negativa. La desviación estándar

institucionales importantes podrían ser las compañías de seguros, pero ellas son todavía demasiado pequeñas y el mercado de seguros bolivianos está muy poco desarrollado.

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

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	8170.525	0.055745	21.13503
Mínimo	-0.061921	0.923973	-0.062340	-18.59649
Desv. Est.	0.026139	1666.556	0.026996	8.892223
Observaciones	25	25	25	25

DLPIBC = Tasa anual de crecimiento dado por la diferencia de los logaritmos del PIB per capita.

INFLATION = Tasa anual de crecimiento del Índice de Precios al Consumidor (Diciembre a Diciembre.)

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

GTI = Tasa anual de crecimiento de los términos de intercambio.

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

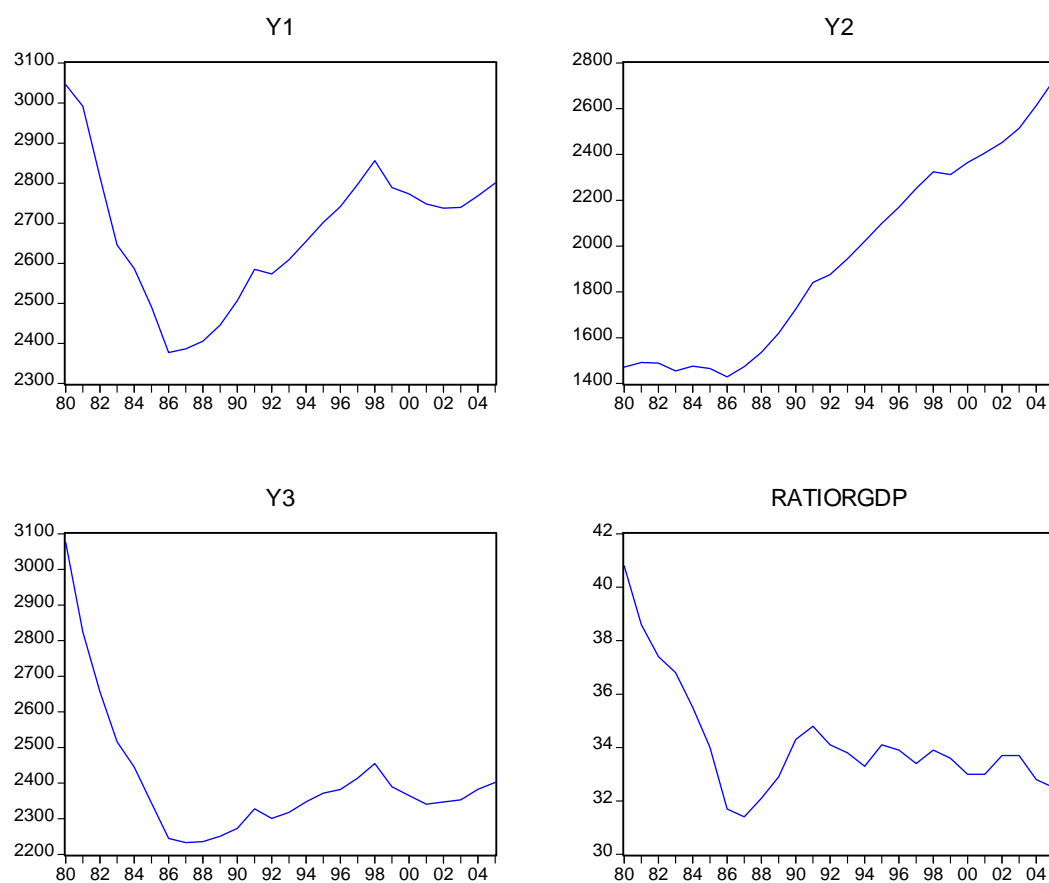


Gráfico 2. Bolivia. PIB per capita, fuentes diferentes.

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

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

Y3 = En PPC, dólares del 2000, elaborado con datos del FMI, WEO database

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

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

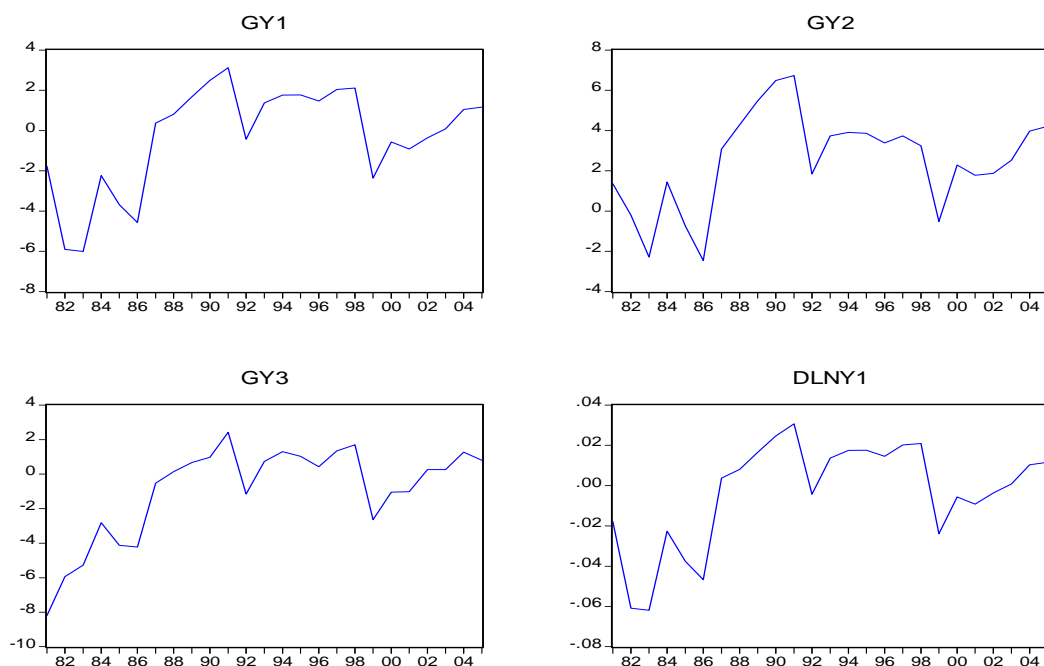


Gráfico 3. Bolivia. Tasas anuales de crecimiento del PIB per capita, fuentes diferentes.

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

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

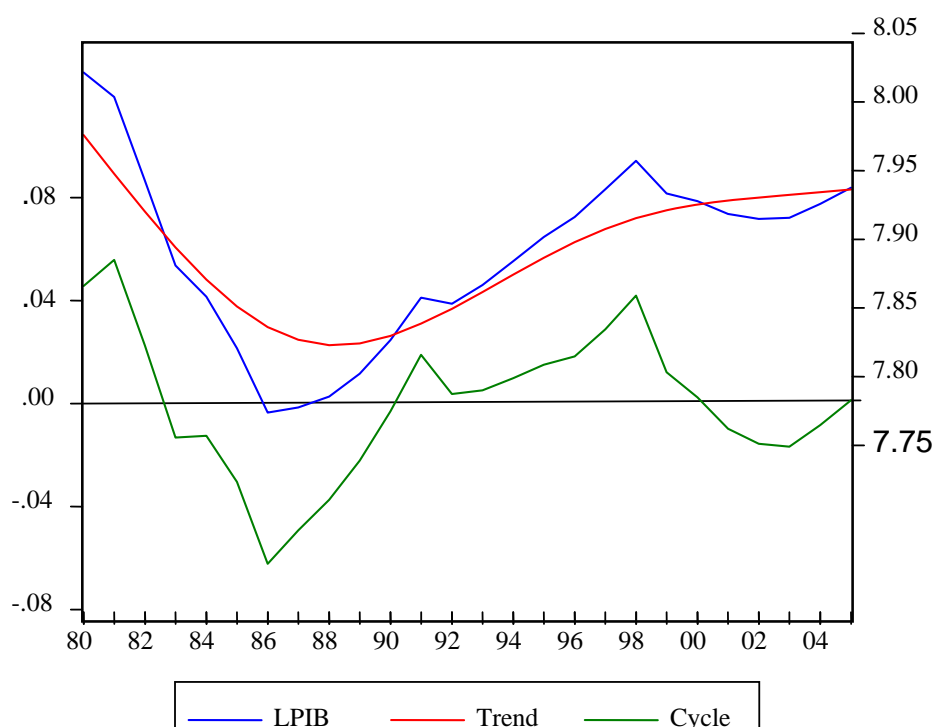
Y3 = En PPC, dólares del 2000, elaborado con datos del FMI, WEO database

$DLNY1 = \log Y - \log Y(-1)$.

Fuente: Elaboración del autor con datos del Instituto Nacional de Estadística y del FMI.

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 periodo 1980-2005 el PIB per capita estuvo por debajo de su tendencia. La brecha de producto muestra también una desviación típica sustancial. Se observará en el Gráfico 4 que el PIB per capita 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 capita observado, tendencia y ciclo (en logaritmos).
Hodrick-Prescott Filter (Lambda = 100)**



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

**Cuadro 6. Gastos del gobierno, inversión y depósitos en porcentaje del PIB.
Muestra: 1980 – 2005**

	GOB	INVESTMENT	DEP
Promedio	13.1	15.1	29.8
Mediana	13.4	14.9	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 6 el relativamente alto cociente de gastos de gobierno al PIB, mientras que las tasas de inversión fueron bajas, con un máximo de 23% y con una alta varianza. La tasa de depósitos a PIB, la variable proxy que se usa en este trabajo para profundización financiera, muestra altos valores que parecerían inconsistentes a primera vista con el PIB per capita 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 OMF.²¹

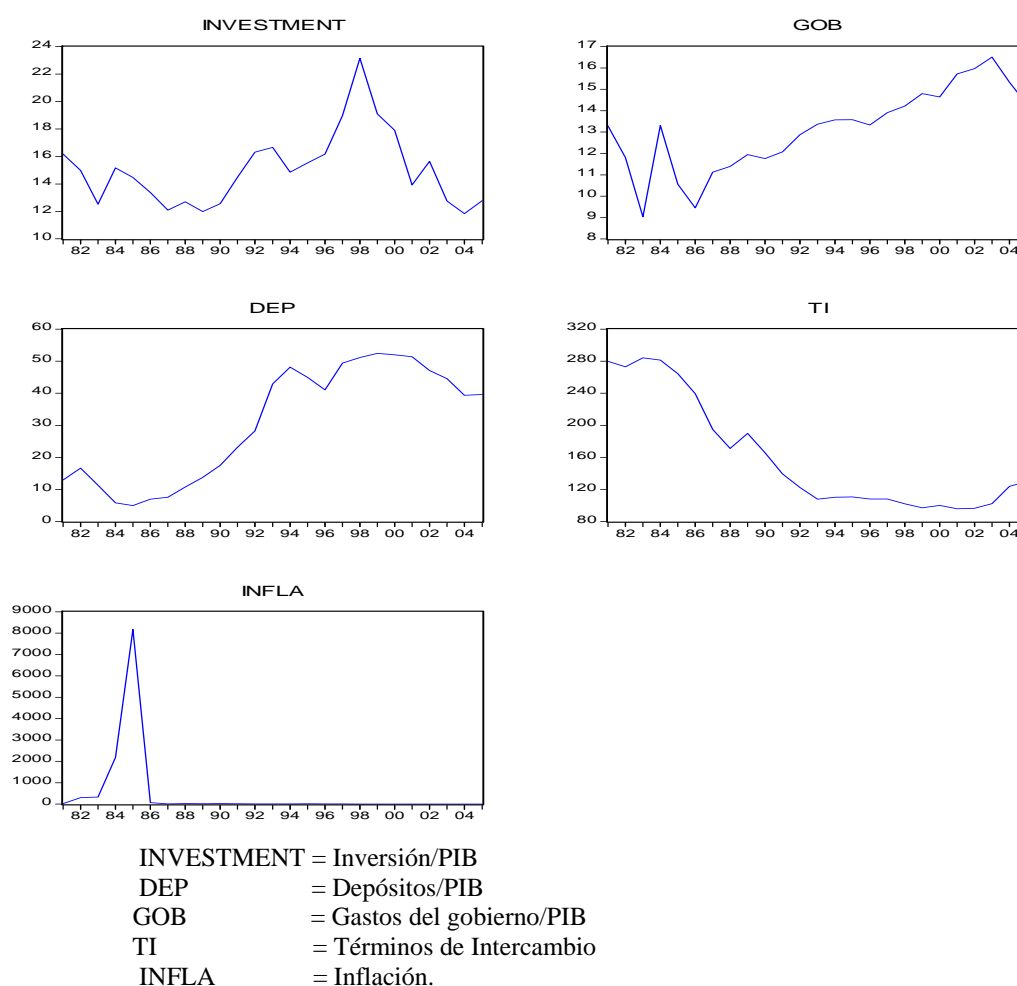
Las tasas de depósito en Bolivia son relativamente más altas que en países con niveles similares de ingreso y aún en la región latinoamericana. Una explicación plausible de este resultado está en la alta concentración del ingreso personal en Bolivia. A pesar de esta

²¹ La disponibilidad geográfica de los servicios financieros es también muy desigual, las ciudades grandes están relativamente bien servidas mientras que las ciudades pequeñas y el campo carecen malamente de ellos.

explicación, la alta tasa sigue siendo intrigante. Una pregunta relacionada con la anterior es por qué el relativamente grande sector financiero con relación al 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 contra-argumento es que las empresas privadas no han estado realmente con restricciones de crédito, dada la amplia liquidez durante la mayor parte del periodo bajo estudio.

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 del 2002, pero aún al terminar el 2005 no tenían el nivel de principios de los ochenta. Bolivia tuvo también altas tasas de inflación en el primer quinquenio de los ochenta, que pueden haber afectado negativamente a 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



Fuente: Elaboración del autor con datos del Instituto Nacional de Estadística y del Banco Central de Bolivia.

Se puede observar en el cuadro de correlaciones simples (Cuadro 7) que el crecimiento del PIB per capita estuvo correlacionado negativamente con la inflación y positivamente correlacionado 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 gasto de gobierno, pero negativamente con los términos de intercambio.

Cuadro 7. 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 capita
 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 cambios en el coeficiente de la variable 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) arriba, se tendría como variables explicativas, dep y el producto de dep y la variable muda $dum2$, que se la 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 los ochenta. A partir del 86 hasta mediados de los noventa es altamente positiva. Luego sigue positiva pero se vuelve más plana.

La tasa de crecimiento del PIB per capita, la tasa de inversión y, sobre todo, la tasa de depósitos están probablemente determinadas conjuntamente y sesgos de simultaneidad pueden aparecer con estimaciones por Mínimos Cuadrados Ordinarios. Para controlarlas 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 capita de tendencia (o subyacente). Está implícito en esta selección que las variables explicativas afectan a la tasa de crecimiento de largo plazo.²² En especial, dado nuestro

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

interés en las variables financieras, se examina cómo ellas contribuyen a la tasa de crecimiento de largo plazo, afectando por ejemplo a la productividad total de los factores. Obsérvese también 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 8. Regresión de crecimiento del PIB per capita
Variable Dependiente: DLPIBCT

Variable	Coefficiente	Desv.Est.	Estadística-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
D.E de la regresión	0.001796	Media var. Dependiente		0.003123
Suma cuadrados residuos	4.52E-05	D.E. var dependiente		0.008800
Estadística Durbin-Watson	1.308641			

El coeficiente negativo de LPIBCT (-5) indica convergencia al valor estacionario en alrededor de 16 años, manteniendo constantes las variables explicativas. El valor de estado estacionario del PIB per capita será bajo, como reflejo de la baja acumulación de capital físico y humano, así como por la baja productividad total de los factores.

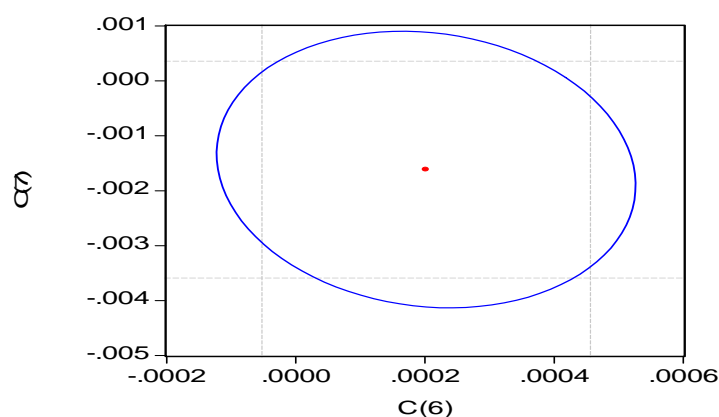
La tasa de inversión es significativa al nivel de significación del 5%, aunque sus efectos positivos en la tasa de crecimiento del PIB per capita se hacen sentir en un desfase de cinco años. Todas las otras variables tienen los signos correctos, pero no son significativas, ni siquiera al nivel de significación del 10%, aunque la significación de la tasa de depósitos y de la variable muda de crisis bancarias se acerca.²³

Es interesante notar el efecto de la profundización financiera, que *ceteris paribus* incrementa la tasa de crecimiento del PIB per capita 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 capita en 0,2% (con incidencia sobre la tasa promedio de crecimiento de 51%). Se tiene también que la inflación afecta negativamente a la tasa de crecimiento del PIB, pero su efecto es muy débil.

Se ha testeado también la contribución conjunta de los factores financieros. La hipótesis $H_0: \alpha_6 = \alpha_7 = 0$ no pudo ser rechazada al nivel de significación del 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 capita, 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.

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

²³ El estadístico Durban-Watson cae en zona de indeterminación, lo que no permite concluir con relación a la ausencia de autocorrelación de primer orde. Con el test de breusch-Godfrey se rechaza la hipótesis de que no hay autocorrelación de orden mayor a uno a 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.



La elipse de confianza a 95% en el gráfico 6 tiene una forma redondeada, reflejando 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 capita.

Otra manera de examinar como las crisis bancarias alteran la manera cómo la profundización financiera afecta a la tasa de crecimiento de la economía es introducir un desplazamiento de la pendiente para la variable dep. La introducción de la variable producto dep2 cambia los signos y hace no significativas a las variables explicativas, como se observa en el Cuadro 9.

Cuadro 9. Regresión de crecimiento del PIB per capita con cambio en la pendiente de la variable de profundización financiera.

Variable Dependiente: DLPIBCT

Variable	Coefficiente	Desv.Est.	Estadística-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
D.E de la regresión	0.007376	Media var. Dependiente		0.003123
Suma cuadrados residuos	0.000707	D.E. var dependiente		0.008800
Estadística Durbin-Watson	2.928985			

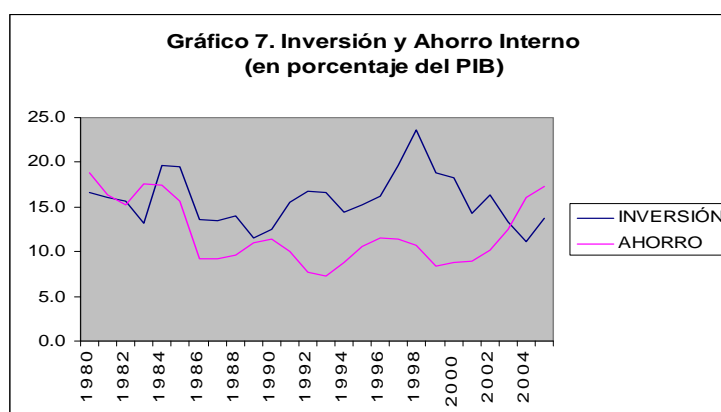
6. La Globalización de los Mercados Financieros

Problemas similares a los discutidos en la economía interna surgen cuando los mercados internacionales se vuelven trans-fronterizos, pero son aun de mayor complejidad por lo incompleto del proceso de su integración. Siguiendo a Caballero y Krishnamurty (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 solamente internamente (liquidez interna. En una

crisis, la liquidez internacional se encoge. Este encogimiento repercute en el valor de los activos internos haciendo bajar su precio así como 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 derrames

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, supervisión prudencial, regulación y supervisión prudencial rigurosas de las instituciones financieras y de los mercados, y gobernanza corporativa efectiva (Eichengreen, 2006). Sin esas precondiciones, los mercados financieros y la globalización no tendrán los efectos esperados.²⁴



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

No todos reconocen los beneficios de la integración financiera, o por lo menos no coinciden con los órdenes de magnitud 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 indirectos que no están en el contexto neoclásico estándar.” Aún la contribución de la inversión directa extranjera al crecimiento, al empleo y al bienestar fueron encontrados pequeños 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. Es recientemente que se observa que el ahorro interno es mayor que la inversión, debido a la bonanza de las exportaciones. La bonanza de las

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.

exportaciones, 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 efectuar una referencia corta a la política monetaria. Se debe tener en cuenta que modernamente uno de los objetivos de la política monetaria es apuntalar al desarrollo financiero. Solamente 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 es 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 consubstancial a una buena política monetaria y, a través de ella, a un mercado financiero que funcione bien. En Bolivia, como en muchos países se limita 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. Inflación baja sumada a todas esas medidas deberían favorecer el desarrollo financiero. La dolarización, que parecía hasta recientemente una condición para construir o reconstruir el sistema financiero interno está retrocediendo.²⁵ 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 por 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 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 hasta 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. Es así que Bolivia ya tiene una extensa red de cajeros automáticos conectados con los bancos internacionales de los países donde se originan las remesas.

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

8. Conclusiones

En el periodo 1982-2005 la tasa de crecimiento de la economía boliviana fue muy baja, aún para patrones latinoamericanos. A pesar de la alta tasa de depósitos al 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 debe 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 sólo 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 tendencia del PIB per capita está asociado (aunque débilmente) con el crecimiento de los depósitos bancarios, nuestra variable proxy de profundización financiera, pero que las crisis bancarias han anulado casi completamente este efecto positivo. No interesa solamente el tamaño del sector financiero, si no cuan bien ha funcionado.

Una pregunta importante, pero que no ha podido ser respondida por el estudio, es cuan bien las instituciones financieras bolivianas contribuyen a la productividad total de la economía y cuan bien dirigen los ahorros a las inversiones más eficientes. Estas preguntas podrían ser totalmente contestadas solamente 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 que recorrer, antes de que afecte positivamente a 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 crisis bancarias y, por otra parte, reduce la tasa potencial de crecimiento de la economía en la medida en que inversiones y proyectos de producción rentables no se ejecuten por falta de financiamiento. En este sentido, la notable expansión de las OMF tiene implicaciones no sólo 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 sobreénfasis en las transacciones financieras basadas en relaciones más bien que en transacciones de mercado. Relacionado con este punto están 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 no basta por si sola. 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°32233-Bo. Washington, D.C: Banco Mundial.
- Caballero, R.J. y Krishnamurthy, A. (2002). “A Dual Liquidity Model for Emerging Markets”. American Economic Review, Vol 92, número 2, Mayo. pp 33-41.
- Chung-Hua Shen y Chien-Chang Lee (2006) “Same Financial Liquidity Model yet Different Economic Growth – Why?” Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 38, Número 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 Villafani, M (2006). “Las Microfinanzas en la profundización del Sistema Financiero. El Caso de Bolivia” El Trimestre Económico, No 293, Marzo, pp.5-65.
- González-Vega, C y Villafani, M (2007). “Tasas de Interés y Desempeño Diferenciado de Cartera de las Entidades de Microfinanzas ante Múltiples *Shocks* Sistémicos.” Revista Latinoamericana de Desarrollo Económico, No 8, Abril. Pp 11-51.
- Gourinchas, P-O y Jeanne O (2004) “The Elusive Gains from International Financial Integration.” IMF Working Paper WP/04/74.
- Hausmann, R. y Rodrik, D. (2005). “Self-discovery in a Development Strategy for El Salvador”. Economía, pp 43-101.
- Krueger, A.O. (2006) “Financial Markets and Economic Growth”. Speech, International Monetary Fund, Septiembre..
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”. Journal of Economic Literature. Vol XXXV. Junio pp 688-726.
- Loayza, N., Fajnzylber, P y Calderón, C. (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.