

DOCUMENTO CEDES/63

NOTAS SOBRE MACROECONOMÍA
Y CRECIMIENTO EN BOLIVIA

Roberto Frenkel

Buenos Aires,
CEDES
1991

RESUMEN

El trabajo ensaya un análisis e interpretación de la baja tasa de inversión privada, las altas tasas de interés y el estancamiento del producto per capita que exhibe la economía boliviana.

En reemplazo de la interpretación más común, que atribuye esas características a "incompleta credibilidad", se propone una interpretación más acorde con las nociones de expectativas racionales. Para esto, se examinan las brechas fiscal y externa y las restricciones que imponen al aumento de la tasa de inversión. Se explicitan recomendaciones de política económica derivadas de la interpretación propuesta.

ABSTRACT

The purpose of the paper is to analyze the low rate of investment, the high interest rates and the stagnation of per capita product experimented by the bolivian economy. The usual interpretation attributes these characteristics to incomplete credibility. Alternatively, the paper postulates an interpretation more in line with the notions of rational expectations. For this purpose the fiscal and external gaps are reviewed, and their role as constraints to the rise of investment is analyzed. Economic policy recommendations derived from the analysis are proposed in the last part of the paper.

INTRODUCCION

Estas notas fueron escritas al cabo de una estadia de tres semanas en La Paz, en mayo de 1991.

En el punto 1 se cuestiona la interpretación más frecuente de la baja tasa de inversión, el lento crecimiento y las altas tasas de interés que exhibe la economía boliviana. Esta interpretación atribuye dichas características a problemas de incompleta credibilidad y riesgo país. En los puntos 2 a 4 se desarrolla una interpretación alternativa. Por último, en el punto 5 se esbozan algunas líneas de política que se derivan de nuestra interpretación. Los cuadros citados se agrupan al final del texto.

1. El corto plazo de los depósitos bancarios en dólares y la magnitud de las tasas de interés correspondientes (duplican los internacionales), suelen considerarse síntomas de que la política económica no ha alcanzado una "credibilidad completa". También suele explicarse el alto premio sobre las tasas internacionales que ofrecen las colocaciones bancarias en Bolivia refiriéndolo al "riesgo país".

Alto riesgo país e incompleta credibilidad son, además, frecuente referencia para explicar la baja tasa de inversión privada y el estancamiento del producto per cápita.

Ambas ideas hacen referencia a las preferencias subjetivas (inobservables) de los agentes económicos dentro y fuera del país. En el caso de las tasas de interés, a las preferencias de activos (y plazos) financieros en Bolivia vis-à-vis activos financieros en los centros financieros internacionales. En el caso de las inversiones, a las preferencias de activos financieros y físicos fuera de Bolivia y activos financieros domésticos vis-à-vis activos físicos domésticos.

El alto riesgo país y la incompleta credibilidad provendrían de que el país sufrió una traumática experiencia hiperinflacionaria, cuya memoria, aún fresca, sería la principal explicación de las mencionadas preferencias. Es de suponer que el paso del tiempo y la persistente experiencia de (relativa) estabilidad tendería a atenuar la memoria del pasado y generar paulatinamente la confianza necesaria para reducir las primas exigidas a la inversión en activos financieros y físicos en Bolivia.

Las reformas de la legislación y la estructura tendientes a permitir mayor movilidad interna e internacional de bienes y factores, ofrecer garantías a la propiedad e inversión privadas, nacional y extranjera, abrir oportunidades de negocios en sectores

que habían sido monopolizados por el Estado y la simplificación de trámites y eliminación de trabas burocráticas, deberían contribuir a acelerar y lubricar ese proceso paulatino de generación de confianza.

Las nociones de incompleta credibilidad y alto riesgo país tienen contenido intuitivo y tocan, sin duda, un aspecto de la cuestión. Por otro lado, las reformas estructurales y legislativas que tienden a facilitar e incentivar la inversión privada deben tener una influencia positiva, con independencia del diagnóstico que se tenga sobre los problemas actuales. Sin embargo, la explicación de las altas tasas de interés y la baja inversión por factores de credibilidad y riesgo país es insatisfactoria.

En primer lugar, porque la explicación remite a la subjetividad de los agentes económicos, cuya inobservabilidad hace imposible falsificar la hipótesis. Por esta razón, constituye una base muy débil de la política económica. En segundo lugar, porque no puede contarse con ninguna estimación del tiempo que requeriría la recuperación de credibilidad, lo cual deja a la política económica desprovista de cualquier meta temporal para la obtención de resultados.

En lo que sigue intentamos una explicación diferente de los fenómenos mencionados, más en línea con las nociones de expectativas racionales. Esto es, suponiendo que los agentes establecen sus preferencias y adoptan decisiones formulando juicios sobre el futuro que se fundamentan en la mejor información disponible. Debemos examinar, para esto, algunos aspectos de la situación actual y perspectivas de la economía boliviana, lo que hacemos en el punto siguiente. Pero previamente discutimos con mayor detalle la noción de riesgo país.

La noción de riesgo país puede desdoblarse en dos. Podemos desagregar, de un lado, la noción de riesgo de política económica.

Este refiere a la probabilidad de que la política económica, por error de las autoridades o por incontenibles presiones, emprenda acciones inconsistentes que desestabilicen nuevamente la economía.

El otro componente del riesgo país, que podemos denominar riesgo macroeconómico, refiere a la probabilidad de que las restricciones macroeconómicas generen o sean causantes de externalidades negativas que reduzcan significativamente la rentabilidad de la inversión.

La idea de incompleta credibilidad parece referirse al riesgo de política económica. Como ya señalamos, es difícil, sino imposible, estimar la magnitud del riesgo de política económica percibido por los agentes. Pero podemos aproximarnos a la cuestión a través de un aspecto de la política económica sobre el cual tenemos alguna evidencia empírica.

Se trata de la política cambiaria, cuya importancia resulta evidente. La prima de la tasa de interés en moneda doméstica sobre la tasa de interés en dólares más la expectativa de devaluación proporciona una estimación del riesgo cambiario percibido por los agentes. Dado que generalmente no se tiene una observación de la expectativa de devaluación, no es en general posible obtener una estimación separada de la prima de riesgo cambiario. Pero, dado el carácter gradual del crawling-peg y la relativa estabilidad de la tasa de inflación podemos aproximar la devaluación esperada por la devaluación efectiva. Los datos correspondientes al año 1990 se presentan en el Cuadro 1.

Como se ve, los datos rechazan la hipótesis de un riesgo cambiario significativo. Por el contrario, sugieren que los bancos imponen un cargo a quienes poseen depósitos bancarios en bolivianos.

Aunque muy fragmentaria, esta evidencia parece indicar que el riesgo de política económica no es el principal determinante del

riesgo país. El análisis del punto que sigue nos concentrará en el que denominamos riesgo macroeconómico.

2. Desde la ejecución de la NEP en 1985 la economía boliviana se ha ajustado para cerrar las brechas externa y fiscal que fueron telón de fondo del episodio hiperinflacionario.

El cuadro macroeconómico reciente refleja el estado actual de ese ajuste y configura las condiciones iniciales de la futura evolución de la economía. Un agente económico que forma expectativas racionales sobre el futuro de la economía boliviana debe proceder, como primer paso, a examinar ese cuadro.

Consideramos en primer lugar, las características del cierre de la brecha fiscal. El Cuadro 2 expone el resultado de las operaciones de caja del Sector Público no Financiero. La línea denominada Déficit Primario constituye el resultado de las operaciones corrientes y de capital del SPNF excluyendo los intereses de la deuda y las donaciones del exterior. Representa la capacidad del SPNF de atender por sí mismo las obligaciones financieras. Como se ve, este resultado fue negativo en 2.3% del PIB en 1990.

Pese al esfuerzo de ajuste del lado del gasto y a los recursos captados por el impuesto a los combustibles, el SPNF no alcanza a financiar totalmente sus operaciones corrientes y de inversión. El resultado primario aparece atenuado por la imputación de las donaciones del exterior, que representaron 1.2 y 1.3% del PIB en 1989 y 1990, respectivamente. Sin embargo, aún imputando las donaciones "arriba de la línea" resulta en 1990 un déficit primario de aproximadamente 1% del PIB.

Una perspectiva más completa de los rasgos del cierre de la brecha fiscal puede observarse en el Cuadro 3, donde combinamos los

resultados de caja con los intereses externos totales del SPNF.

La suma del déficit primario más los intereses de la deuda externa arroja en 1990 una necesidad de recursos de 5.5% del PIB. Las donaciones del exterior y los intereses no pagados aportaron 2.8% del PIB. Resultó de aquí un déficit global de caja de 2.7% del PIB, cuyas fuentes de financiamiento se detallan en el cuadro. Como se ve, de una necesidad de 5.5% del PIB, los recursos del exterior (donaciones más financiamiento) aportaron 4% del PIB. Una primera conclusión que puede extraerse de estas observaciones es que el cierre de la brecha fiscal depende fuertemente del exterior.

Esa conclusión se refuerza cuando se observan las posibilidades de financiamiento doméstico que permite la estructura monetaria y financiera de la economía. Pese a que la economía tendió a remonetizarse después de 1985, ese proceso se estancó desde 1987, alrededor de una demanda de M1 de aproximadamente 6% del PIB.

Con una demanda de M1 estable y un ingreso nominal creciendo el 18% al año (15% de inflación y 3% de crecimiento del PIB), aun suponiendo que la totalidad del impuesto inflacionario es captada por el sector público, señoríaje e impuesto inflacionario proveen aproximadamente 1% del PIB.

Los depósitos a plazo en moneda nacional en el sistema bancario han seguido una evolución semejante a la de M1 y constituyen una masa poco significativa como para constituir potencialmente una fuente de financiamiento del sector público.

El otro segmento del mercado, los depósitos en dólares en el sistema bancario, ha venido expandiéndose rápidamente. y representaba a fines de 1990 aproximadamente 15% del PIB. Esto ha permitido la utilización de la demanda de activos dolarizados para la colocación de Certificados de Depósitos, cuyo stock a fines de 1990 representaba 2.3% del PIB. Aunque este instrumento permite

cierta flexibilidad en el manejo financiero del sector público, su utilidad parece limitada a amortiguar fluctuaciones y no a ser una fuente permanente de financiamiento, precisamente por las características de volatilidad y altas tasas de su mercado. En realidad, los certificados constituyen deuda externa de muy corto plazo, de modo que el crecimiento de su stock (además de su alto costo) otorgaría creciente fragilidad a las finanzas del sector público. Por ejemplo, los certificados representan un 15% de los depósitos en dólares, lo que no parece una proporción excesiva desde el punto de vista del efecto crowding-out; pero representaban a fines de 1990 68% de las reservas internacionales netas.

La escasa capacidad de financiamiento doméstico que comentamos y la dependencia del exterior otorgan al cierre fiscal algunos rasgos de fragilidad. Otros elementos de fragilidad provienen de la potencial volatilidad de los ingresos públicos frente a la mayor rigidez de los gastos. El ejemplo más evidente es el cobro de las facturas por venta de gas a Argentina, sujeto a la inestabilidad macroeconómica y política de ese país. Las ventas anuales representan alrededor de 5% del PIB y un 24% de las exportaciones en 1990.

El Cuadro 4 muestra la importante significación de los ingresos derivados de la venta de hidrocarburos, que representaron en 1990 casi la mitad de los ingresos tributarios del TGN (incluyendo los co-participados). Aunque ha sido un impuesto poderoso y eficiente de recaudación, la fuerte concentración en éste es también un rasgo de fragilidad del cierre fiscal.

El cierre de la brecha externa presenta características similares al cierre de la brecha fiscal. En el Cuadro 5 se presentan los resultados del balance en Cuenta Corriente de los

años 1989 y 1990¹.

Pese a que las exportaciones se incrementaron significativamente en los dos últimos años (particularmente no tradicionales y zinc), también lo hicieron las importaciones, por lo que el déficit de balance comercial y de servicios no financieros resultó en 1990 2.5% del PIB. La cuenta de intereses y renta arrojó un déficit de 5.8% del PIB, por lo que la necesidad de recursos para financiar balance comercial y financiero representó 8.3% del PIB.

Transferencias unilaterales corrientes por 3.8% del PIB redujeron el déficit en cuenta corriente a 4.9% del PIB.

El cierre de la brecha externa es también altamente dependiente del exterior; en particular, de la continuidad de las transferencias unilaterales y de la asistencia financiera de los organismos multilaterales.

Las características examinadas de los cierres de las brechas fiscal y externa implican que el ajuste fiscal y externo está sometido a tensión y que no parecen existir mecanismos amortiguadores de shocks desfavorables. Esta tensión sobre las posibilidades de financiamiento fiscal y externo se produce pese a que la economía crece lentamente (2.7% y 2.6% en 1989 y 1990, respectivamente) y a que la tasa de inversión fue en los dos últimos años aproximadamente 12% del PIB (de la cual dos tercios es pública).

La situación de los sectores fiscal y externo opera, junto a la disponibilidad global de ahorros, como restricción al incremento

¹ Utilizamos las cifras de UDAPE Análisis de la Economía Boliviana, La Paz, 1991. Pese a que refieren a Banco Central, la información contenida en Banco Central, Boletín Sector Externo Nro.4, Diciembre 1990, difiere significativamente en la estimación del Balance Comercial. Las cifras de UDAPE son coincidentes con las que utiliza el Banco Mundial en Bolivia, Updating Economic Memorandum, August 30, 1990.

de la inversión. Antes de examinar esta cuestión vale la pena considerar brevemente la magnitud de la tasa de inversión actual.

Considerando un periodo de vida media del stock de capital de la economía de veinte años, se deprecia anualmente (en estado estacionario) un 5% de éste. Si se estima (muy optimísticamente) una relación media capital-producto de 2, esto implica que para conservar el stock de capital existente se requiere una tasa de inversión de 10% del PIB. Con esta tasa de inversión, la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía sería cero.

Suponiendo que la relación marginal capital-producto es igual a la media (lo que es adicionalmente optimista) una tasa de inversión de 12% del PIB resultaría en una tasa de crecimiento de largo plazo de 1% anual.

Una estimación de los recursos fiscales y externos que serían necesarios para elevar la tasa de inversión y crecimiento de la economía puede realizarse simulando senderos de crecimiento y calculando la magnitud de las brechas que en éstos resultan. En lo que sigue citamos las proyecciones de este tipo realizadas por personal del Banco Mundial (contenidas en Bolivia, Updating Economic Memorandum August 30, 1990).

Más allá del juicio que pueda caber sobre la calidad o pertinencia de las proyecciones, éstas son relevantes por provenir de una institución que juega, al mismo tiempo, un rol determinante en el financiamiento de la economía. En la línea argumental de expectativas racionales que estamos siguiendo, es de suponer que los agentes económicos acceden a toda la información y análisis existente, incluyendo el citado trabajo del Banco Mundial.

Partiendo del año base, la proyección básica del ejercicio de simulación supone una tasa de crecimiento de 4% entre 1990 y 1995 y de 4.3% entre 1996 y 2000. La tasa de inversión debería elevarse hasta 16.3% del PIB en el año 2000, mientras el consumo per cápita

crecería a 0.4% anual entre 1990 y 1995, y 1.2% anual entre 1995 y 2000.

Respecto a la brecha fiscal, el ejercicio muestra que la estructura fiscal de 1989 (año base de la proyección) es incompatible con las hipótesis de crecimiento citadas pues llevaría a un crecimiento explosivo de la deuda interna si, como supone el ejercicio, los recursos de financiamiento externo se mantienen en las proporciones del PIB del año base. Estas condiciones requerirían una reducción permanente del déficit primario de 1.4% del PIB para viabilizar el ejercicio del lado fiscal.

Del lado de la brecha externa, el ejercicio supone, esencialmente, mantener el déficit de cuenta corriente de 1989, así como el flujo anual de transferencias de ese año, en dólares. Se considera inevitable una declinación de los préstamos externos (una reducción media de unos \$US 120 millones anuales entre 1990 y 2000) que debería ser compensada por ingreso de capital privado (unos \$US 50 millones promedio anual) y financiamiento excepcional (unos \$us 100 millones promedio anual).

Como se ve, el ejercicio del Banco Mundial sugiere que la meta de elevar en algo más de 1% anual la tasa de crecimiento y un muy modesto mejoramiento del consumo per-cápita, enfrenta serias restricciones del lado fiscal y externo y requeriría, cabe mencionarlo, un incremento de la tasa de ahorro doméstica de unos 8 puntos del PIB.

Es obvio que este tipo de proyecciones es siempre conjetural, y sus resultados fuertemente dependientes de dudosos parámetros; en particular, del supuesto sobre eficiencia marginal de la inversión, reflejado en el coeficiente capital-producto utilizado. Sin embargo, creemos que el ejercicio capta lo esencial del problema y, tan importante como esto, proporciona la visión oficial de una institución de gran importancia.

3. Podemos ahora intentar una explicación del comportamiento de la inversión y los mercados financieros suponiendo que las expectativas de los agentes se forman incorporando la información y análisis examinados en el punto precedente.

Supondremos que la dotación de recursos naturales y el capital humano existentes permitirían una tasa de crecimiento de la economía superior a la actual. Las reducidas tasas de inversión y crecimiento resultarían entonces de problemas macroeconómicos: las restricciones fiscal y externa y el comportamiento de ahorristas e inversores (las mayores tasas de crecimiento de la economía boliviana anteriores a la década de los ochenta, constituyen un argumento a favor de esta hipótesis).

Consideramos separadamente las conductas de ahorristas e inversores (potenciales). Comenzamos por los ahorristas.

El ahorrista local debe formular sus preferencias por activos financieros locales vis-a-vis activos en los centros financieros internacionales. Considérese en primer lugar el fenómeno de dolarización, esto es, la preferencia casi absoluta por activos en dólares. Al respecto, debe tenerse en cuenta que la posibilidad local de colocaciones en dólares constituye una innovación del mercado financiero que permite, aún a pequeños ahorristas, el acceso a un activo superior. Los dólares son líquidos en Bolivia y en el resto del mundo y, además, los activos en dólares no están sujetos a riesgo cambiario.

La supervivencia de cierto monto de colocaciones en moneda doméstica debe estar explicada por las posibilidades de programación de caja de las empresas. Su comportamiento dinámico, similar al de M1, avala esta hipótesis.

Los cortos plazos de los depósitos en dólares expresan una preferencia por liquidez que, en este contexto, bien puede interpretarse como una preferencia por flexibilidad. Esto es,

preferencia por tener la oportunidad de revisar frecuentemente la decisión de asignación a la luz de nueva información. No es difícil asociar esta preferencia, así como las primas requeridas, a la percibida tensión y fragilidad de las brechas externa y fiscal.

Junto a esta hipótesis de riesgo macroeconómico percibido cabría considerar el riesgo financiero en sí mismo, esto es, el riesgo percibido del sistema bancario boliviano. Dejamos este punto para ser tratado más adelante, para seguir a continuación con la discusión de las decisiones de inversión.

Tratamos por separado las decisiones de inversores locales y extranjeros.

Del lado del costo del capital el inversor local enfrenta tasas activas en dólares que incluyan spreads de 6-8% anual sobre las tasas pasivas. Estos spreads se explican, probablemente, por la ineficiencia y carácter oligopólico del sistema bancario. Esta característica implica también cierto racionamiento del crédito, particularmente para empresas nuevas de tamaño relativamente pequeño.

El bajo crecimiento de la economía, la percepción de las restricciones macroeconómicas y la fragilidad de los cierres, influyen sobre las expectativas reduciendo el beneficio esperado e incrementando su incertidumbre. Así, como se ve, la situación macroeconómica afecta negativamente el valor presente de los proyectos del inversor local.

Consideremos ahora al inversor extranjero. Para éste, la tasa de descuento es la tasa de interés internacional de largo plazo o su tasa subjetiva de descuento, inferiores a la tasa de descuento del inversor local. En cambio, la situación macroeconómica percibida por el potencial inversor extranjero afecta su corriente de beneficio esperada del mismo que el inversor local.

Sin embargo, existe una diferencia entre la inversión directa

extranjera (financiada con recursos externos) y la inversión local. El ingreso de capital que financia el proyecto mejora la situación macroeconómica porque traslada la restricción externa de la economía. Si esto es así, por qué no se produce una corriente de inversión directa extranjera que explote las oportunidades existentes, en tanto provee el financiamiento que haría macroeconómicamente viable un mayor crecimiento? La respuesta parece encontrarse en la información de que dispone cada uno de los inversores potenciales sobre el resto de ellos. Estas limitaciones de información conforman lo que se denomina una falla de coordinación, que resulta en una baja inversión extranjera.

Supongamos que existe un conjunto de proyectos que resultarían microeconómicamente rentables en un contexto macroeconómico más favorable. El inversor extranjero percibiría que su decisión de inversión alivia al mismo tiempo la restricción externa de la economía, si el monto de financiamiento externo del proyecto representa una significativa proporción de la brecha existente. Pero este no es generalmente el caso. De modo que la inversión no se realiza.

Supongamos que el mencionado conjunto de proyectos, de ser emprendidos más o menos simultáneamente, aportarían un flujo de capitales que aliviaría significativamente la restricción externa, viabilizando así el aumento de la tasa de inversión. Pero esta coordinación de las decisiones de inversión no se produce porque cada uno de los potenciales inversores extranjeros no está informado de la existencia del resto de proyectos e inversores, de modo que no se realiza cada una y el conjunto de esas decisiones de inversión.

Es racional que cada uno de los potenciales inversores, relativamente pequeño en relación al conjunto de proyectos rentables, postergue su decisión a la espera de un mejoramiento de

la performance macroeconómica del país. De esta manera, también resulta subóptima la tasa de inversión extranjera.

4. Como mencionamos en el punto precedente, el riesgo propio del sistema bancario boliviano puede proporcionar una explicación adicional de las características de plazos y tasas del mercado financiero.

Como indica el Cuadro 6, los bancos comerciales privados tienen crecientes problemas de solvencia desde 1987. El carácter oligopólico del sistema y las altas tasas de interés pueden ser factores de este proceso, porque un creciente número de clientes, quizás empresas vinculadas a los bancos, puede estar transitando a posiciones financieras Ponzi. El rápido crecimiento de los depósitos experimentado evitaría que el proceso se exprese en problemas de liquidez.

La fragilidad financiera del sistema bancario constituye por sí misma una seria amenaza a la estabilidad, particularmente en el contexto macroeconómicamente frágil que describimos en los puntos precedentes. El restablecimiento de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras apuntó a atender un problema que requiere permanente atención. Pero aquí nos interesa destacar el rol que puede jugar esta cuestión en la explicación del comportamiento de plazos y tasas del sistema financiero, en la medida que la fragilidad bancaria es percibida por los agentes. Si así fuera, el aumento del número de instituciones, la mayor competitividad y un progresivo saneamiento de la cartera, contribuirían a extender los plazos de los depósitos y a reducir las tasas. Pero no parece que este vaya a ser un proceso rápido.

5. Algunas conclusiones de política se desprenden más o menos directamente del análisis de las páginas precedentes. Discutiremos separadamente las políticas y orientaciones dirigidas al sistema financiero, las acciones orientadas a promover la inversión privada doméstica y las políticas dirigidas a la inversión privada extranjera. Cerramos estas notas con algunas consideraciones adicionales sobre las políticas macroeconómicas.

Respecto del sistema financiero, cabe señalar en primer lugar, que la dolarización parece un fenómeno irreversible. Debería, sin embargo, procurarse mantener la utilización de moneda y activos financieros domésticos, al menos al nivel en que se encuentran actualmente. Aunque modesta, una recaudación de señoría e impuesto inflacionario de 1% del PIB no es despreciable en las condiciones fiscales y financieras comentadas.

Al contrario, no se aprecia una ventaja significativa de producir la sustitución completa de bolivianos por dólares. Respecto de los recursos necesarios para esta operación, cabe mencionar que no solo se requieren reservas para cambiar la base monetaria, sino que se requeriría, también, cierto monto de recursos para financiar el desfase entre pagos e ingresos en dólares del sector público, que probablemente se produciría hasta la normalización de los flujos.

Sin bien se realizó recientemente (mayo 1991), mediante los Certificados de Depósitos, una operación exitosa de reducción de tasas, ésta corresponde más o menos precisamente a la caída de las tasas internacionales, en tanto que las primas sobre ellas no se alteraron significativamente.

Es difícil apreciar la magnitud de la reducción de primas que es posible operar a través de los Certificados de Depósitos. Así como también es difícil estimar el nivel mínimo posible del spread entre tasas pasivas y activas. Sin embargo, si las hipótesis que

expusimos más arriba con relevantes, en el futuro más o menos previsible el mercado de crédito de Bolivia va a ser primordialmente de corto plazo, con tasas activas significativamente más altas que las internacionales y con cierto grado de racionamiento para empresas nuevas y pequeñas.

Respecto al desarrollo de un mercado de valores significativo no creemos que es posible ser optimista. Es improbable que los valores puedan competir con los atractivos de liquidez y rentabilidad que ofrecen los depósitos bancarios. Además, cabe considerar como antecedente el subdesarrollo de estos mercados en el resto de América Latina, aún en las mucho mejores condiciones macroeconómicas del pasado. La experiencia más exitosa, Brasil a fines de los sesenta y en los setenta, fue intensamente promovida por el fisco y a pesar de esto se desarrolló primordialmente como un mercado secundario de títulos públicos.

Sin embargo, los altos spreads bancarios pueden, quizá, permitir el desarrollo de un mercado de papeles comerciales que reduciría el costo del crédito de corto plazo para las empresas mejor establecidas. Pero no resolvería el problema que representa la inexistencia de crédito de inversión, particularmente para las empresas nuevas y pequeñas.

Dada la tensión de la brecha fiscal, no parece sensato argumentar en favor de la canalización de recursos públicos a la financiación de la inversión privada. Además, la experiencia boliviana con la banca estatal de fomento ha sido muy mala y la política está orientada a la liquidación de las instituciones existentes.

Sin embargo, que el problema no tenga solución inmediata no implica que deje de existir. La configuración macroeconómica y del sistema financiero determinan un mercado de crédito de corto plazo, de altas tasas y relativamente racionado. Por otro lado, la

economía boliviana necesita incrementar la tasa de ahorro doméstica y reducir los desincentivos a la inversión privada. El ahorro privado agregado es poco sensible a la tasa de interés, de modo que el ahorro público se presenta como la fuente más accesible de aumento de la tasa de ahorro. Pero, hasta el momento, el sector público ha sido incapaz de constituir una fuente eficiente y honesta de canalización de financiamiento para la promoción de la inversión.

Todas estas son cuestiones reales y relevantes que habría que observar con actitud pragmática. La política económica debería mantener un estado de alerta sobre estas cuestiones observando permanentemente la medida en que el desarrollo del mercado financiero tiende a resolver el problema o a cristalizarlo, teniendo en cuenta que parece muy difícil incrementar la inversión privada doméstica sin una significativa palanca financiera.

Dejamos aquí la cuestión del mercado financiero y la inversión doméstica para referirnos a la política en relación a la inversión privada extranjera.

Una orientación que se desprende directamente de las hipótesis analizadas respecto a la inversión extranjera es que sería fructífero emprender acciones tendientes a diseminar información y coordinar potenciales inversores.

Más que proyectos individuales, tendría más probabilidad de éxito la gestación de paquetes de proyectos de inversión cuyo impacto macroeconómico sobre la restricción externa de la economía fuera apreciable por cada uno de los participantes. La política podría involucrar también la participación de los organismos financieros multilaterales (BID, Corporación Financiera Internacional, por ejemplo). Pero, de ser este el caso, debería asegurarse que se trate de recursos adicionales a los ya canalizados o canalizables hacia Bolivia.

La composición del paquete debería probablemente incluir compromisos de inversión pública en infraestructura y obras complementarias. Puede explorarse también la inclusión de joint-ventures públicos-privados.

La preparación y venta de este paquete necesitaría una acción local e internacional eficiente y ágil que requiere esencialmente la participación del sector público, pero no exclusivamente. Sería recomendable que la empresa privada ya instalada (nacional y extranjera) participe desde el inicio en la gestación y gestión del paquete de proyectos y en la búsqueda de los socios extranjeros.

Un último comentario sobre la viabilidad de esta política se refiere al tamaño de la economía boliviana. Su relativa pequeñez representa una desventaja en muchos aspectos, pero implica una significativa ventaja para esta iniciativa. Si hablamos, por poner alguna cifra, de flujos de inversión privada extranjera de \$US 100 millones anuales, la cuota-parte en el proyecto Bolivia S.A. que podría corresponderle a potenciales inversores internacionales representaría montos relativamente pequeños en relación al orden de magnitud de sus operaciones, lo que debería facilitar la adopción del riesgo.

La última cuestión que tratamos se refiere a las políticas orientadas a levantar la restricción fiscal.

Resulta una obviedad insistir sobre el carácter crucial de la brecha fiscal. Pero no debemos finalizar estas notas sin mencionarlo.

La utilización del impuesto a los hidrocarburos tiene límites. Está por un lado, su impacto inflacionario, que envuelve siempre el riesgo de espiralización y desestabilización financiera. Está también su efecto distributivo. Si bien el impuesto a la gasolina parece tener un claro efecto progresivo, es bien sabido que los precios relativos de los distintos combustibles no puede

distorsionarse mucho sin inducir más o menos rápidas sustituciones por parte de los usuarios. Este límite a la distorsión de precios relativos implica también que el impuesto a los combustibles tiene efectos negativos sobre la competitividad de la economía porque tiende a elevar los costos de producción de los bienes comerciales.

Si bien debe ser posible obtener aumentos en la eficiencia de los gastos corrientes y de inversión, no parece posible reducir adicionalmente el gasto público.

Las privatizaciones deben ser una fuente para la obtención de recursos adicionales. Pero se debería tratar de superar las urgencias de corto plazo del financiamiento del déficit y canalizar esos recursos hacia incrementos de la inversión pública o el mejoramiento de los programas sociales. Aunque resulte obvio, vale la pena mencionar que esta fuente de financiamiento se puede usar solo una vez.

Resta, por último, la posibilidad de aumentar la recaudación tributaria. Parece que es posible, con la actual estructura tributaria, obtener mejoras en la recaudación vía mayor eficiencia de las instituciones y los controles. También es obvia la prioridad de esta línea de política; así como, más generalmente, procurar aumentar la presión tributaria efectiva. Si los nuevos recursos son canalizados a la inversión pública o al mejoramiento del capital humano, el resultado neto debe ser un incremento de la tasa de inversión y ahorro de la economía.

CUADRO 1
 DIFERENCIAL ENTRE TASAS PASIVAS EN
 N/E Y N/N Y TASA DE DEVALUACION (X)
 AÑO 1990

Mes -	Spread entre Tasa Pasiva en N/N y Pasiva en N/E	Tasa de Evaluación (Equivalente Anual)
Enero	4.5	16.8
Febrero	3.2	12.7
Marzo	5.4	16.8
Abril	12.8	7.4
Mayo	9.9	12.7
Junio	12.7	5.7
Julio	11.6	12.7
Agosto	5.2	16.8
Septiembre	5.1	21.0
Octubre	10.5	11.4
Noviembre	9.2	19.6
Diciembre	5.3	19.6

CUADRO 2
 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 OPERACIONES EFECTIVAS DE CAJA
 (En % el PIB)

	1989	1990
Ingresos corrientes	27.4	30.1
Venta de bienes	12.9	14.9
Mercado interno	7.8	8.2
Mercado externo	5.1	6.7
Venta de servicios	5.2	5.6
Mercado interno	3.5	3.9
Mercado externo	1.7	1.7
Ingresos tributarios propios	7.1	7.3
Gastos corrientes no financieros	23.9	24.8
Gastos de capital	6.6	7.8
Déficit (-) o Superávit (+) primario	-3.0	-2.3
Donaciones del exterior	1.2	1.3
Gastos Financieros	1.5	1.7
Déficit (-) o Superávit (+) global	-3.4	-2.6
Financiamiento		
Crédito ext. neto	1.8	1.2
Crédito int. neto	1.6	1.5
Monetario	3.5	2.0
No Monetario	-1.9	-0.5

FUENTE: Elaborado sobre datos de SAFOD.

CUADRO 3

ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA
DE FINANCIAMIENTO DEL SPMF
(% del PIB)

	1989	1990
Déficit primario de caja (1)	-3.0	-2.3
Intereses deuda ext. (2)	-3.7	-3.2
Déficit global (1)+(2) = (3)	-6.7	-5.5
Donaciones del ext. (4)	1.2	1.3
Intereses no pagados (Financiamiento externo) (5)	2.2	1.5
Déficit global de caja (3)+(4)+(5)=(6)	-3.3	-2.7
Financiamiento de caja		
Externo (7)	1.8	1.2
Interno (8)	1.6	1.5

FUENTE: Elaboración sobre datos de SAFCO y UDAPE (Análisis de la Economía Boliviana 1990).

CUADRO 4

INGRESOS TRIBUTARIOS DEL T.G.N. Y COPARTICIPADOS
OPERACIONES EFECTIVAS DE CAJA
(% del PIB)

	1989	1990
Ingresos tributarios	13.7	15.4
Renta interna (excluido IVA de YPFB)	5.7	6.4
Renta aduanera	1.8	1.5
Hidrocarburos + IVA YPFB	6.3	7.6

FUENTE: Elaborado sobre datos de SAFCO.

CUADRO 5
BALANCE DE CUENTA CORRIENTE
(% del PIB)

	1989	1990
Cuenta corriente	-5.9	-4.9
Balanza comercial	-3.3	-2.5
Exportaciones	16.8	17.7
Importaciones	-19.6	-20.2
Otros servicios	-0.4	-0.4
Intereses y renta (neto)	-5.7	-5.8
Transferencias (neto)	3.5	3.8

FUENTE: Elaboración sobre datos de UDAP (Análisis de la Economía Boliviana 1990).

CUADRO 6
CARTERA DE LOS BANCOS COMERCIALES
(%, a fin del período)

	1987	1988	1989	1990 marzo	1991 marzo
Cartera en Mora	11.8	9.7	9.3	11.7	11.4
Préstamos Totales					
Provisiones	38.1	27.6	25.6	18.7	
Cartera en Mora					
Capital + Reservas	12.9	7.5	6.1	5.5	
Activos					
Cartera en Mora	56.2	82.9	96.7	130.5	
Capital + Reservas					

NOTA: No incluye bancos que cerraron en 1987.

FUENTE: Hasta 1990 tomado de Banco Mundial, *Bolivia, Updating, Economic Memorandum*, August 30, 1990.
 1991, Banco Central de Bolivia, Estudios Económicos, Sector Monetario, *Informe Semanal 16/91*.

CUADRO 7

TASAS ANUALES DE INTERES BANCARIO
DEPOSITOS Y CREDITOS EN DOLARES, PROMEDIOS MENSUALES

	Mar.88	Dic.88	Mar.89	Dic.89	Mar.90	Dic.90	Mar.91
Tasa Pasiva	17.4	15.8	14.8	16.1	15.0	14.4	14.5
Tasa activa	26.9	24.4	23.4	24.4	23.9	22.2	22.9

FUENTE: Banco Central de Bolivia.