

**Universidad Andina Simón Bolívar
Sede Ecuador**

Área de Derecho

Programa de Maestría en Derecho Económico

**Criterios para el desarrollo del Mercado de
Capitales en Bolivia**

Marcelo Torres Mallea

1997

Al presentar esta tesis como uno de los requisitos previos para la obtención del grado de magister de la Universidad Andina Simón Bolívar, autorizo al centro de información o a la biblioteca de la universidad para que haga de esta tesis un documento disponible para su lectura según las normas de la universidad.

Estoy de acuerdo en que se realice cualquier copia de esta tesis dentro de las regulaciones de la universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial.

También cedo a la Universidad Andina Simón Bolívar los derechos de publicación de esta tesis, o de partes de ella, manteniendo mis derechos de autor, hasta por un período de 30 meses después de su aprobación.

.....
Marcelo Torres Mallea
3 de Octubre de 1997

**Universidad Andina Simón Bolívar
Sede Ecuador**

Área de Derecho

Programa de Maestría en Derecho Económico

**Mención en Relaciones Económicas
Internacionales**

Tema de la Tesis:

**“Criterios para el desarrollo del Mercado de
Capitales en Bolivia”**

Autor:

Marcelo Torres Mallea

La Paz - Bolivia

1997

El presente trabajo ha sido inspirado por la dinámica de los cambios sociales y económicos que día a día mi país está experimentando. Bolivia, como muchos otros países andinos es un país atrasado, con escasos recursos y posibilidades de saltar a la senda del desarrollo sin antes cruzar por un largo y duro proceso de reformas que ya hace 12 años se iniciaron, con algunos éxitos y muchos fracasos. De una u otra manera y desde la perspectiva de la que se miren los cambios y el rumbo tomado por los gobernantes de mi país, Bolivia ha asumido un reto con su identidad, proyección y con el mundo entero. En la vanguardia de los cambios, ha liderizado reformas y procesos de transformación tanto en el ámbito público como privado. Hoy en día, sus políticas, programas e iniciativas están siendo discutidas a lo largo y ancho de los continentes.

No obstante, también adolece de grandes problemas sociales como lo es la pobreza; el propósito de este trabajo es realizar un análisis reflexivo respecto a las oportunidades que los cambios y reformas asumidas nos brindan para mejorar y contribuir al desarrollo de mi país. Entre estas oportunidades esta la de desarrollar el mercado de capitales, con recursos propios, fruto del ahorro y el trabajo de todos los bolivianos, para que fomente del desarrollo nacional y mejore el nivel de vida de sus habitantes.

Bolivia como muchos países en desarrollo, adolece principalmente de recursos que financien sus necesidades y proyectos de desarrollo, en este sentido, el presente trabajo pretende realizar un análisis contextual que permita identificar las posibilidades y alternativas que potencialmente se presentarían con el desarrollo de nuestro mercado de capitales.

Este trabajo lo dedico a mi padre, por el gran cariño y amor que le siento, por que somos amigos en todo momento y gracias a nuestro DIOS, nos tenemos uno al otro.

Por supuesto, sin la ayuda y bendición de mi DIOS, nada sería posible, ni mi existencia.

CRITERIOS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN BOLIVIA

Por: Marcelo Torres mallea

I N D I C E

Introducción

Capitulo Primero

Tendencias de los flujos financieros hacia América Latina en los 90`s.

- 1.1.- Tendencias del Sistema Financiero Internacional
 - 1.2.- La deuda Latinoamericana
 - 1.3.- La pobreza
 - 1.4.- Crecimiento
 - 1.5.- Flujos privados de capital en los noventa, tendencias de la oferta
 - 1.6.- Composición regional de la oferta
 - 1.7.- Flujos de Capital y sus efectos en las economías de los Países en Desarrollo
 - 1.8.- Los riesgos financieros de los nuevos flujos de capital
 - 1.9.- El resurgimiento de los flujos de capital
 - 1.10.- Mercados Emergentes Regionales (México, Chile, Brasil)
 - 1.11.- Comportamiento de los Mercados de Capitales en América Latina
 - 1.11.1.-Latinoamérica podría superar récord de emisión de bonos.
 - 1.11.2.-La deuda empresarial latinoamericana cobra atractivo
- Corolario

Capítulo Segundo

Comportamiento Macroeconómico Boliviano

La política macroeconómica y su impacto

- 2.1.- Evolución macroeconómica reciente
- 2.2.- Modelo neoclásico vigente
 - 2.2.1.- Tasas de interés
 - 2.2.2.- Sector externo
- 2.3.- Política macroeconómica, balance económico hasta 1996
 - 2.3.1.- Producto interno bruto
 - 2.3.2.- Deficit fiscal
 - 2.3.3.- Recaudaciones fiscales
 - 2.3.4.- Inflación
 - 2.3.5.- Reservas internacionales

- 2.3.6.- Comercio exterior
- 2.4.- Tendencias del comportamiento macroeconomico
- 2.5.- Estabilidad y crecimiento economico
 - 2.5.1.- Incentivar la inversión
 - 2.5.2.- Transferencia y desarrollo tecnologico.
 - 2.5.3.- Educacion
- 2.6.- La inflación y la política económica
 - 2.6.1.- Política monetaria.
 - 2.6.2.- Política cambiaria.
 - 2.6.3.- Política fiscal.
 - 2.6.4.- Inversión directa y deuda externa.
 - 2.6.5.- Reservas internacionales netas.
 - 2.6.6.- Fondos mutuos
 - 2.6.7.- Perspectivas.

Corolario

Capítulo Tercero

El Mercado de Capitales en Bolivia

- 3.1.- Antecedentes 1989-1993
- 3.2.- Mercado primario y secundario, 1989-1993
- 3.3.- Transacciones realizadas 1994-1996
- 3.4.- Bolsa de valores
- 3.5.- Competitividad
- 3.6.- Apertura de mercados
- 3.7.- Determinantes del comportamiento del mercado bursatil.

Corolario

Capítulo cuarto

El Sistema Bancario y El Sistema de Pensiones

- 4.1.- El sistema financiero bancario
 - 4.1.1.- Crisis bancaria en América Latina.
 - 4.1.2.- Características del sistema bancario nacional
 - 4.1.3.- Dolarización
 - 4.1.4.- Volatilidad de los depósitos.
 - 4.1.5.- El comportamiento de los bancos en 1996
 - 4.1.6.-Comportamiento de los principales indicadores
- 4.2.- La seguridad social y el mercado de capitales
 - 4.2.1.- Reforma al sistema de pensiones, el sistema de capitalización individual
 - 4.2.2.- Inversiones
 - 4.2.3.- Debilidades y condiciones necesarias para y durante la implementacion del sistema.
 - 4.2.4.- Ventajas del sistema.
 - 4.2.4.1.- Ventajas para el trabajador
 - 4.2.4.2.-Ventajas de la economía
 - 4.2.4.3.- Ventajas para el mercado de valores
 - 4.2.4.4.- Ventajas para el Estado

Corolario

Capítulo quinto

Necesidad de desarrollo del mercado de capitales

- 5.1.- Ventajas del financiamiento a través de la bolsa de valores
 - 5.1.1.- Los obstáculos crediticios
 - 5.1.2.- La alternativa
 - 5.1.3.- Las ventajas
 - 5.1.4.- Bajas tasas de interés
 - 5.1.5.- Emisión de acciones
 - 5.1.6.- El ahorrista en el mercado de valores
- 5.2.- Crecimiento económico con distribución
- 5.3.- El rol del mercado de valores
- 5.4.- Las sociedades anónimas
- 5.5.- La securitización o titularización
- 5.6.- Importancia de la Ley de valores
- 5.7.- Políticas productivas para el desarrollo
- 5.8.- Promoción de exportaciones
- 5.9.- El alivio a la deuda externa
- 5.10.- Deuda interna
- 5.11.- Necesidad de recursos
- 5.12.- Estabilidad macroeconómica
 - 5.12.1.- En lo fiscal:
 - 5.12.2.- Las Reservas Internacionales:
 - 5.12.3.- La política monetaria y financiera:
 - 5.12.4.- Metas para 1997 (como porcentaje del PIB):
- 5.13.- El contexto internacional
- 5.14.- Lucha contra la corrupción
- 5.15.- Capitalización y mercado de capitales
- 5.16.- El sector bancario
- 5.17.- El retraso competitivo de la industria
- 5.18.- Inversiones extranjeras
- 5.19.- La seguridad social
- 5.20.- Estabilidad y crecimiento
- 5.21.- Ajuste estructural y crecimiento

Capítulo sexto: Conclusiones y sugerencias

Anexos y Bibliografía

Introducción:

El crecimiento del financiamiento al sector productivo es el mas bajo de los últimos cinco años, asimismo, existe un lento proceso de crecimiento en las asignaciones del sistema financiero destinadas a las inversiones; la presencia de factores estructurales como la deuda externa, la inflexibilidad de las tasas de interés activas bancarias, las garantías requeridas y otros, enfrentan al sector productivo con serios problemas de restricción e iliquidez financiera. Por otra parte, existe una deficiente asignación de recursos hacia los diferentes sectores de la actividad económica. Por estos y otros factores, es preciso impulsar el desarrollo de mecanismos competitivos de financiamiento que faciliten el cambio tecnológico, la reconversión industrial, el incremento de la producción y calidad, que permitan la inserción de Bolivia en los mercados competitivos internacionales y el mejoramiento del nivel de vida de sus habitantes.

El presente trabajo ha sido desarrollado con el propósito de establecer la importancia del desarrollo del mercado de capitales como instrumento eficiente y competitivo en la asignación de recursos para la inversión de proyectos en el mediano y largo plazo. El trabajo es analítico y deductivo, se ha concentrado en analizar el contexto externo e interno del mercado de capitales, determinantes para su desarrollo y beneficio social.

El primer capítulo analiza el entorno internacional, donde se destacan principalmente los flujos financieros internacionales y sus repercusiones; se realiza un análisis de las condiciones favorables y desfavorables de estos capitales y su incidencia en las economías como la nuestra.

En el capítulo segundo se analiza el comportamiento macroeconómico boliviano, que como se verá en adelante tuvo un comportamiento adecuado y podría decirse hasta satisfactorio, pero, no suficiente para alcanzar el desarrollo y equidad social

El capítulo tercero está referido al mercado de capitales boliviano, se realiza un análisis de su comportamiento desde su creación hasta la gestión pasada, asimismo los instrumentos tranzados, las tendencias y sus principales necesidades.

El capítulo cuarto refleja el estado y comportamiento del sistema bancario y sistema de pensiones, ambos reformados, y su incidencia sobre el mercado de capitales, además se realiza un análisis sobre el potencial como impulsores del desarrollo del mercado bursátil.

El capítulo quinto, contiene una serie de consideraciones, fundamentaciones, argumentos y análisis que explican, por qué debemos desarrollar un mercado de capitales.

El capítulo seis, contiene las conclusiones y sugerencias

Capitulo Primero

Tendencias de los flujos financieros hacia América Latina en los 90`s.

El presente capítulo tiene por objeto dar un enfoque contextual sobre los flujos financieros de capital a nivel internacional y regional, establecer sus principales características para poder proyectar en un futuro inmediato y mediano, las expectativas que pueden crear en un país como Bolivia. Se analizarán las tendencias del sistema financiero internacional, el rol que juega la deuda latinoamericana, la pobreza, crecimiento, tendencias de la oferta de los recursos financieros y composición regional de la oferta. En una segunda parte se analizará los efectos que pueden producir los flujos de capital en las economías en desarrollo como la boliviana, los riesgos financieros y el resurgimiento de los flujos de capital. Posteriormente se realizará una breve revisión a los mercados emergentes regionales y el comportamiento de los mercados de capitales en América Latina.

1.1.- Tendencias del Sistema Financiero Internacional¹

Los mercados internacionales de capitales han crecido espectacularmente desde mediados del decenio de 1960; si bien los movimientos de capital reflejan en parte la expansión de la economía mundial, el aumento del comercio internacional y la globalización de la producción, están vinculados también con factores puramente financieros que se incrementan a un ritmo notablemente más rápido.

En el decenio de los 60's, la creciente presencia de centros financieros internacionales extraterritoriales con muy poca regulación estimuló los

¹ Ideas extraídas de la obra de: Robert Devlin, Ricardo Frech-Davis y Stephani Griffith, Flujos de Capital y el Desarrollo en los noventa: Implicaciones para las Políticas Económicas; Pensamiento

movimientos de capital al dar cabida a la evasión de la reglamentación financiera nacional, los controles del capital y los impuestos. Luego, en el decenio de los 70's y también en el de los 80's, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros nacionales y a relajar o abandonar la regulación de las transacciones de divisas. Ello, combinado con revolucionarios avances tecnológicos en la gestión de la información de las telecomunicaciones y el surgimiento de técnicas financieras cada vez mas perfeccionadas, contribuyeron a un auge de los flujos financieros nacionales e internacionales.

Los mercados financieros aún no se encuentran del todo integrados, pues la movilidad de los capitales no es la ideal. No obstante, no hay duda de que los flujos de capital y la integración financiera internacional aumentan velozmente. Al respecto existen dos análisis, enfrentados entre sí porque son algo extremistas en sus apreciaciones. Por un lado existen opiniones que ven la creciente integración como un signo de eficiencia, donde los mercados están superando la represión financiera que caracterizaba a una ineficiente regulación gubernamental. Por el otro lado, se encuentran las opiniones que consideran que el auge de los flujos de capital constituye una especulación de alto riesgo que amenaza la soberanía nacional.

Por supuesto que en medio de estas dos posturas existen varias otras, intermedias que reconocen las importantes ventajas potenciales de una mayor movilidad del capital internacional, pero a las que también preocupan cuestiones como la sostenibilidad, composición y plazos de los flujos de capital, y la necesidad de asegurar que resulten compatibles con la estabilidad

macroeconómica, la competitividad internacional, el crecimiento y la equidad social. En estas posturas intermedias se localiza el presente trabajo.

Últimamente, esta controversia ha alcanzado crucial importancia para América Latina. En el decenio de 1980 quedaron en gran parte rotos los vínculos con los mercados de capital internacional como resultado de la crisis de la deuda. Sin embargo, la región disfrutó de un fuerte auge de los flujos de capital durante el período 1991-1994. Estos flujos inicialmente fueron muy valiosos porque removieron una restricción externa dominante que contribuía a los bajos niveles de inversión y a una grave recesión económica en la región. Sin embargo, la creciente afluencia de capitales también tuvo un efecto indeseado en la evolución de los tipos de cambio, el grado de control sobre la oferta de dinero, los pasivos externos y la futura vulnerabilidad ante nuevos shocks externos.

En los últimos años, se había prestado cada vez mas atención a los positivos aportes de la movilidad del capital en general, lo que dio lugar a recomendaciones de políticas para la apertura de la cuenta capital. Los argumentos en favor del capital de libre movilidad están respaldados por sólidos planteamientos teóricos. Desafortunadamente, el mundo real subóptimo en que vivimos puede condicionar seriamente muchas de las apreciaciones de los textos. Ello crea preocupación en cuanto a seguir y aplicar teorías de moda de manera unilateral, sin prestar atención a las importantes advertencias que pueden surgir de una evaluación más empírica del papel de la movilidad del capital en el proceso de desarrollo.

Entre los argumentos para promover una mayor movilidad del capital se encuentran la canalización del ahorro externo hacia los países con insuficiencia de capital y el financiamiento compensatorio de los shocks externos, que ayuda a estabilizar el gasto interno.

A nivel agregado, se dice que los movimientos de capital desde los países desarrollados hacia los en desarrollo aumentan la eficiencia de la asignación de los recursos mundiales, porque el rendimiento real de la inversión marginal en los países con abundancia de capital es por regla general mas bajo que en los países con escasez de capital.

1.2.- La deuda Latinoamericana

América Latina apoyada en un crecimiento sólido, está logrando reducir el stock de su deuda respecto a su economía, pero la tendencia no la exime de enormes sacrificios para cumplir con sus servicios.

Si bien pocos temen una nueva crisis de la deuda como la que sacudió a Latinoamérica en la década de los 80's, los inversores muestran preocupación sobre la forma en la que algunos países financiarán el pago de sus crecientes obligaciones.

Hace una década, la deuda de la región ahuyentaba a los inversores, pero ahora, mediante reformas liberales, los mercados financieros internacionales reciben de brazos abiertos sus colocaciones de deuda.

Por ejemplo, Argentina, un país que en los años ochenta dejó de pagar sus obligaciones, buscó fondos a través de la colocación de un bono global de 2.000 millones de dólares en enero de 1997 y se dio el lujo de rechazar 5.000 millones de dólares en ofertas excedentes.

Esta y otras situaciones parecidas, revelan la nueva confianza internacional en los mercados emergentes latinoamericanos. Previamente, México se dió el gusto de devolver por anticipado al Fondo Monetario Internacional (FMI) 3.500 millones de dólares que el organismo le había prestado durante la crisis financiera desatada

por la devaluación del peso en diciembre de 1994. El país también colocó exitosamente un bono global de 1.000 millones de dólares.

La tendencia de los países latinoamericanos es hacia una reducción de su deuda pública respecto del Producto Interno Bruto (PIB), ya que el nivel de actividad aumenta más rápidamente que el de la deuda.

La deuda de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, y México rondaba en promedio al 54 % del PIB en 1987, mientras que ahora se sitúa en torno al 30 %, según el Centro de Estudios de América Latina (CELA).

El Presidente mexicano Ernesto Zedillo suele destacar que con una deuda que no llegó en 1996 al 48,3 % del PIB, y que calcula bajará a 45,1 % en 1997, su país está mejor ubicado en este tema que los 24 miembros ricos que conforman la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE).

En Argentina, los analistas señalan como un aspecto positivo que la deuda alcanza al 34 % de su PIB, contra 47,1 % en 1989. El Tratado de Maastricht fija un máximo de 60 % para la Unión Europea.

La baja del peso relativo de la deuda, no impide que en 1997 la carga de los servicios sea grande y creciente respecto de años anteriores, obligando a cada país a mantener severos programas de ajuste para cumplir con sus obligaciones. Cuanto mas lugar ocupan los servicios de la deuda, menos espacio queda para programas sociales de educación o salud.

El Ecuador, en el presente año lanzará el primer eurobono de su historia, el pago de los servicios de su deuda equivale a 44 % del presupuesto, mientras que en Venezuela alcanza el 31,7 %.

En Argentina, el pago de servicios por 17.000 millones de dólares en 1997 equivale al 42 % del presupuesto de la administración central, y según cálculos

privados, aumentará progresivamente hasta el año 2003, lo que genera preocupación en analistas e inversores.

Argentina concentró en el primer semestre la mayor parte de una emisión de bonos por 12.000 millones de dólares prevista para 1997, para frenar los temores sobre su capacidad de pago, incluso, ante el temor de un aumento en las tasas de interés estadounidenses, las emisiones para 1997 empezaron a fines de 1996 para aprovechar la buena coyuntura internacional de liquidez.

Brasil no tiene ese problema, ya que la mayor parte de su deuda está tomada en el país y tiene por delante todo un proceso de privatizaciones que le aseguran una fuerte entrada de capitales en los próximos años.

Los países del Mercosur, unión aduanera en la que también participan Argentina, Paraguay, Uruguay, además de Brasil, comparte con otros países el hecho de tener fuertes vencimientos en el corto plazo, generando temores sobre su capacidad de pago sin comprometer sus cuentas públicas y la estabilidad monetaria.

Simultáneamente a los recambios de deuda vieja por deuda nueva, que en muchos casos es mas cara que la anterior por ser tomada en el mercado voluntario y no compulsivamente, los gobiernos están alargando los plazos de los vencimientos para aliviar las necesidades de financiamiento actuales.

1.3.- La pobreza

Según los expertos del Banco Mundial (BM), Latinoamérica necesita un crecimiento económico de por lo menos un 6% para reducir la pobreza de su población. En 1997 se proyecta que mejorará la situación económica, continuará atrayendo capital privado y situará la inflación global en sólo un dígito.

Tras indicar que Latinoamérica se encuentra ahora en mejor situación que en épocas anteriores frente a factores externos adversos, los expertos del Banco Mundial, describieron en enero de 1997 en un informe de la comisión económica para esta región, cinco áreas de actuación calificadas como cruciales por Guillermo Perry²; entre ellas, un reforzamiento fiscal para lograr una mayor estabilidad macroeconómica, un refuerzo de los sistemas financieros para mejorar su eficiencia, capítulo en el que diez países latinoamericanos deben mejorar sus actuales regulaciones y, una mejora de la calidad de la educación.

Estas medidas deberían complementarse con la mejora del marco legal existente en muchos países de América Latina, con el objetivo de facilitar la inversión privada, así como con el aumento de la eficacia de la Administración Pública y de los gobiernos.

El vicepresidente del BM para América Latina y el Caribe, Gobind Nankani y Guillermo Perry, se refirieron en un informe al impacto que tuvo sobre México y Argentina a finales de 1994 y 1995, la crisis del peso mexicano, aunque dijeron que ambos países continúan con su recuperación económica.

En el caso de Venezuela, el BM también espera que en este año mejore su crecimiento económico tras la aplicación del plan de ajuste; en cuanto a México, Perú y Argentina las reformas de sus sistemas de pensiones fueron calificadas de vitales. Según el BM en Brasil se necesitan avances en los sectores social y económico, así como en el ámbito de los proyectos de inversión, reforma de la infraestructura y del mercado laboral, para que sea posible una mejor distribución de los ingresos.

² Jefe Economista para América Latina del Banco Mundial

Los especialistas del BM también recomendaron reducir el déficit fiscal a Brasil, Costa Rica, Ecuador y Jamaica, y mejorar substancialmente los niveles de educación y formación en Haití, Guatemala y El Salvador.

El gran desafío para América Latina en el presente año es el de sentar las bases para mejorar la calidad de vida de sus habitantes, ya que mas del 25 % de su población vive por debajo del nivel de la pobreza. Para hacer frente a esta situación, el BM propone mejorar el acceso al mercado laboral para que sea posible aprovechar el crecimiento económico que registra la región, así como impulsar los niveles de educación y los programas sociales para atender las necesidades de los mas desprotegidos.

Según el BM, las perspectivas económicas de Latinoamérica para 1997 son mejores que en años anteriores, con el comportamiento al alza del crecimiento económico, y de las exportaciones y con un continuo flujo de inversión privada.

1.4.- Crecimiento

En enero de 1997 se realizó un foro de inversión en la ciudad de Cancún, México, con la presencia de varios Ministros de Hacienda de la región, destacados banqueros y 120 inversionistas institucionales; la opinión concertada de este foro fue que América Latina dejó atrás la crisis desatada a fines de 1994 por la debacle de la economía mexicana pero requiere consolidar su crecimiento para mantenerlo a largo plazo.

No obstante de los signos positivos de las economías latinoamericanas, funcionarios e inversionistas reconocieron que la mejoría macroeconómica alcanzada en los dos años anteriores debe extenderse al ciudadano común..

En dicho foro, el ministro mexicano resaltó la convergencia de políticas económicas en los países de la región, que se han comprometido con reformas

estructurales en sus sistemas de seguridad social y con el fomento de la participación del sector privado en la economía mediante programas de privatización. Por otra parte, aunque la mayoría reconoció que el sector financiero de América Latina es ahora más estable y menos vulnerable a la crisis, algunos de los participantes advirtieron sobre lo que todavía necesita para convertirse en impulsor del desarrollo de la región.

Los funcionarios y expertos coincidieron en que, para consolidar sus sistemas financieros, los países latinoamericanos deben contar con un sistema de supervisión bancaria, abrir nuevos campos de negocio para el sector y tener políticas económicas previsibles que permitan trabajar en un ambiente sin sobresaltos; además de ello se afirmó que el crecimiento de largo plazo en la región dependerá básicamente de su capacidad para aumentar el ahorro y la inversión.

1.5.- Flujos privados de capital en los noventa, tendencias de la oferta

El primer aspecto que corresponde destacar es la extraordinaria envergadura de los flujos privados de capital hacia América Latina a comienzos del decenio de los 90's, así como el hecho de que esa enorme afluencia de capitales fue inesperada. La afluencia neta de capital hacia América Latina alcanzó entre 1992 -1994 un récord, ascendiendo a un promedio de 61.000 millones de dólares anuales. Además, los flujos netos de capital como proporción del PIB alcanzaron a 5% entre 1992 y 1994, que es un nivel superior al del máximo histórico anterior (4.5% entre 1977 -1981). Ver anexo cuadro 1: Flujos Netos de Capital hacia América Latina.

Una segunda tendencia importante de los flujos de capital hacia América Latina es la apreciable diversificación de las fuentes y, sobre todo, el cambio de su

composición. La participación de la inversión extranjera directa se duplicó entre 1977-81 y 1991-92, el capital accionario en cartera surgió como una nueva fuente de financiamiento para la región y aumentó su importancia aún mas en 1993 y 1994, al igual que los bonos, en tanto que la participación de los préstamos de bancos comerciales ha disminuido notablemente.

Una proporción muy alta de los flujos netos de capital a comienzos de los años 90 correspondía a flujos de corto plazo, hecho que provocó una fuente potencial de preocupación; estos flujos en los que el riesgo de inestabilidad es tanto intuitiva como empíricamente mas alto, constituyeron un problema particularmente a México.

En lo que respecta a los cambios que ocurren en la composición de los flujos de capital, es importante recalcar lo que se olvida con frecuencia, que estos cambios, siguen en general tendencias semejantes a las mundiales, especialmente en cuanto a la disminución de la importancia de los créditos bancarios y el rápido aumento de los valores mobiliarios (tanto bonos como acciones). La tendencia hacia mayores flujos de corto plazo también parece ser mundial.

1.6.- Composición regional de la oferta

Los Estados Unidos son una fuente importante de los flujos privados de capital a América Latina y el Caribe. De hecho, en lo que respecta a la inversión extranjera directa (IED) durante el período 1987-90, alrededor del 35% de esos flujos se originó en ese país, estimulados posteriormente por las perspectivas del Tratado de Libre Comercio (NAFTA) y de una mayor integración continental.

En materia de inversión bursátil, especialmente al comienzo, los flujos provenían muy predominantemente de fuentes con sede en los Estados Unidos. De hecho, los inversionistas de los Estados Unidos han aportado una proporción muy

importante de la inversión en acciones en las bolsas de países de América Latina, como México, Brasil, y Argentina; la proporción correspondiente a México es especialmente considerable.

Con respecto a los bonos, que en 1993 se convirtieron en la fuente más importante de flujos privados de capital hacia América Latina; es extremadamente difícil distinguir el origen regional de financiamiento de bonos, especialmente en los mercados internacionales (eurobonos). Durante el decenio de los 90's éstos han absorbido de tres a cinco veces el volumen de las emisiones de bonos extranjeros ofrecidos en los principales mercados internos de los EE.UU., Japón y Europa. Empero, merece destacarse el hecho de que una proporción extremadamente alta de bonos latinoamericanos se emiten en dólares, lo que es un indicio de que los inversionistas con sede en los EE.UU. constituyen una fuente importante de dicho financiamiento.

La alta proporción de bonos expresados en dólares parecería reflejar las preferencias de los inversionistas y la composición de monedas de los ingresos de las compañías latinoamericanas. Además, las bajísimas tasas de interés en los EE.UU. en el período 1991-93 estimularon a los inversionistas basados en los EE.UU. a comprar valores latinoamericanos.

1.7.- Flujos de Capital y sus efectos en las economías de los Países en desarrollo

Hubo una época en la que todos los países en vías de desarrollo no se sentían capaces de enfrentar al mundo si no tenían una línea aérea propia y una enorme planta hidroeléctrica. Muchos de estos países han pasado mucho tiempo tratando de pagar los préstamos y las pérdidas que les ocasionaron estos símbolos de status. Ahora, se ha puesto de moda un símbolo, en apariencia mas noble un

mercado de valores nacional. Sólo en África hay 15 mercados independientes y se espera la apertura de dos nuevos mercados en 1997. En Europa del Este, tener un mercado de valores propio es considerado una prueba de que se han abandonado por completo las costumbres marxistas.

Para muchos, los mercados de valores son la mejor manera de llevar el ahorro a las empresas. Según el Banco Mundial, en 1995 habían 19.000 empresas inscritas en los mercados de países en desarrollo. En los países que salen del estatismo, un mercado de valores es un mensaje a los empresarios y a los pequeños inversionistas. Otra cosa que tienen a su favor es que comparado con una hidroeléctrica o una línea aérea, un mercado de valores es más barato.

Esto significa que todos los países en desarrollo deberían tener uno. El éxito de un mercado de valores depende de las condiciones en las que se encuentre la economía de un país y del tipo de mercado que se quiere lograr. En muchos países en desarrollo los bancos son una fuente más eficiente de financiamiento.

Los mercados de valores de países pobres tienden a ser ilíquidos y por lo tanto volátiles, más aún si se confía mucho en las inversiones extranjeras que pueden poner a la venta sus acciones por motivos que nada tengan que ver con las empresas locales o inclusive la economía local.

Según el editorial de The Economist, los mercados de valores se parecen mucho a las líneas aéreas: en lugar de tener una propia, algunos países pobres podrían beneficiarse tomando prestado el de otros. Aún cuando los mercados regionales tardan más en salir adelante, en teoría podrían ser más beneficiosos.

Más importante que la creación de un mercado de valores son las reformas económicas que deben acompañarlo. Sin embargo, en muchos países en desarrollo se ha utilizado el mercado de valores como un pretexto para no hacer

otros cambios. Los rusos parecen haber olvidado la importancia de las reglas contables y de un buen sistema legal, sin lo cual ningún inversionista, extranjero o local, se siente seguro. En Países como Nigeria, la corrupción que lleva al tráfico de información privilegiada ha alejado a los inversionistas y a las empresas que buscan capital.

Un tema que es muy importante en la mayoría de los países en desarrollo es la protección de los intereses de las minorías. Muchas empresas, con acciones en el mercado, son controladas por un sólo dueño y una pequeña porción de las acciones que se comercian en el mercado. En muchos casos los directores de las empresas no tienen el deber legal de velar por los intereses de estas minorías. Son estas fallas las que han dañado la imagen de algunos Estados reformistas que buscan el desarrollo.³

1.8.- Los riesgos financieros de los nuevos flujos de capital

Los beneficios de la interacción con los flujos de capital privado, para el desarrollo de las economías receptoras, dependen en gran parte de un acceso estable y predecible a los mercados financieros. El riesgo de restricciones abruptas de la oferta a aumentos pronunciados del costo y acortamiento de los plazos de vencimiento de los pasivos externos está determinando en parte por las percepciones del riesgo y, por consiguiente, por las políticas de los países receptores.

Sin embargo, desde el punto de vista de los países en desarrollo, el acceso puede estar también fuertemente condicionado por una dinámica de la oferta

³Siglo 21, publicación de III Milenio, La Paz Bolivia, 1997.

determinada en forma exógena y relacionada con las políticas macroeconómicas de los países industriales y las normas de regulación prudencial.⁴

Desde esta última perspectiva, es evidente que América Latina enfrentaba riesgos considerables de inestabilidad con respecto a los nuevos flujos financieros del decenio de 1990. En primer lugar, hay cierto consenso en el sentido de que uno de los motores que impulsó la nueva afluencia de capital ha tenido una base exógena, en un ámbito de relajación coyuntural de la política monetaria en el área de la Organización de Países para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE), y la consiguiente baja espectacular de las tasas internacionales de interés, especialmente las de los Estados Unidos al comienzo de los noventa, esta situación atrajo a inversionistas que se habían acostumbrado a un decenio de tasas de interés relativamente altas en el área de bajo riesgo de la OCDE. Además, dadas las circunstancias coyunturales especiales de América Latina, que se recuperó de una profunda y prolongada recesión, los inversionistas pudieron captar una alta rentabilidad, con costos de información bajos, puesto que la necesidad de discriminar entre países y empresas no era grande.

Todo aumento importante de las tasas internacionales de interés, junto a los mayores costos de una información que permita determinar dónde la inversión producirá una alta rentabilidad, iba a inducir a un cambio de orientación de los flujos de capital de algunos de los inversionistas menos comprometidos. Esta situación implica a su vez el efecto negativo en la afluencia de capital hacia la región si se diera un aumento relativamente moderado de las tasas de interés de

⁴Ricardo French Davis, *Flujos de capital y el Desarrollo en los Noventa: implicaciones para las Políticas Económicas; Los nuevos flujos financieros hacia América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México 1995.

los EE.UU., como ha sucedido en algunas oportunidades durante estos últimos dos años.

Los mercados financieros internacionales pueden también ser mas vulnerables que en el pasado, desde el punto de vista estructural, a las fluctuaciones de precios y volúmenes (México 1994). Por ejemplo, muchos instrumentos financieros nuevos son complejos y a veces no plenamente comprendidos por todos los participantes, incluso por los intermediarios que gestionan las transacciones. Existe un creciente potencial de inestabilidad a medida que estos instrumentos se tornan cada vez mas importantes en la actividad financiera. Por una parte, esas operaciones no están reguladas, no tienen normas relativas a los márgenes o al capital; por otra parte, la comercialización de estos instrumentos es impulsada por las comisiones iniciales que el vendedor devenga inmediatamente sin riesgo y, finalmente, la información sobre las operaciones de derivados es extremadamente insuficiente.⁵

Una fuente importante de nuevos flujos hacia la región son los bonos. Su ventaja es que a menudo tiene tasas de interés fijas. Sin embargo, como; se analiza en Griffith Jones (1994), el vencimiento promedio de esos bonos para América Latina, en el decenio de los noventa es muy corto (alrededor de cuatro años). Ello implica que una gran parte del stock podría ser retirado con bastante rapidez, si los bonos no se renuevan; también causa inquietud el riesgo de la posibilidad o no de la renovación de estos bonos y que el costo de los empréstitos aumente considerablemente, entonces, podría surgir el aumento de los costos.

Otra forma de financiamiento privado para América Latina es la inversión externa en acciones. Tiene la ventaja de poseer cierto grado de sensibilidad cíclica de los

dividendos. No obstante, estos flujos de capital suponen muy importantes riesgos de volatilidad para los países receptores. Los inversionistas pueden, por diferentes razones, no sólo dejar de invertir en acciones, sino tratar de vender sus valores rápidamente, si temiesen un empeoramiento de las perspectivas en el país. Ello se traduce en presiones sobre el tipo de cambio o en caídas de los precios en la Bolsa de Valores Local. Esto podría tener un efecto negativo en la demanda agregada, a través del efecto riqueza y en el sistema financiero interno, especialmente si los bancos y las operaciones de valores están estrechamente integrados ya sea a través de participaciones cruzadas o endeudamiento de los inversionistas. Mientras el movimiento de los mercados dependa, en una proporción significativa, de participantes que se especializan en el corto plazo y los mercados nacionales de valores permanezcan poco profundos, los riesgos de gran inestabilidad serán inherentes a esta modalidad de financiamiento externo.

En lo que respecta a los flujos de inversión extranjera directa, parecen ser en general más estables y a largo plazo. Por lo tanto, es deseable que una proporción de los flujos de capitales mucho mayor que en los años setenta llegue en forma de Inversión Extranjera Directa (IED) hacia América Latina.

1.9.- El resurgimiento de los flujos de capital

El repentino resurgimiento de la afluencia de capital proporcionó el financiamiento necesario para continuar en forma mas eficiente, los programas de ajuste estructural iniciados por diversos países en el decenio de los ochenta. Sin embargo, también planteó desafíos en cuanto a salvaguardas destinadas a impedir crisis financieras, a garantizar la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos y a promover las inversiones.

⁵ CEPAL (1995), América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía

Para la región en su conjunto, la entrada de capitales tuvo efectos positivos de tipo keynesiano, en el sentido de que removi6 temporalmente la restricci6n externa dominante, permitiendo que se usara mas plenamente la capacidad productiva, y con ello que se recuperara la producci6n, los ingresos y el empleo. La supresi6n de la restricci6n externa en los a6os recientes, ha contribuido a la reanudaci6n del crecimiento econ6mico, cuya tasa anual aument6 del 1,6% entre 1983-90 a 3,4% en 1991-93 y a 3,7% en 1994.

La recuperaci6n se bas6 principalmente en el hecho de que la mayor disponibilidad del ahorro externo ha hecho posible financiar las mayores importaciones asociadas a un aumento del uso de la capacidad productiva existente; ello, a trav6s de su efecto en la producci6n y los ingresos, ha reactivado la demanda agregada.

A partir de 1990, repunt6 la afluencia neta de capital, alcanzando un promedio anual de alrededor de 60.000 millones de d6lares en 1992-94; junto a la recuperaci6n econ6mica, la celeridad con que la afluencia de capital removi6 la restricci6n externa y gener6 un super6vit de fondos que se reflej6 en una tendencia hacia la apreciaci6n del tipo de cambio, hacia la r6pida reducci6n de los super6vits comerciales y hacia un incremento del d6ficit en cuenta corriente.⁶

Los efectos de los nuevos flujos de capital no han sido los mismos en todos los pa6ses. Ello est6 asociado al acceso a dichos recursos, pero particularmente al uso que las econom6as de la regi6n han dado al financiamiento internacional. Tanto la capacidad de absorber esos flujos como las pol6ticas aplicadas por los pa6ses han sido afectadas por el avance alcanzado por cada pa6s en el proceso de

mundial, Naciones Unidas, Santiago.

⁶Calvo, G.E. Leiderman y C. Reinhart (1993), Capital inflows and real exchange rate appreciation in Lat6n Am6rica: the role of external factors, IMF Staff papers, vol 40, No.1, marzo.

ajuste económico. De hecho, los renovados vínculos con los mercados financieros internacionales encontraron a los países en etapas diferentes de sus programas de ajuste.

1.10.- Mercados Emergentes Regionales (México, Chile, Brasil)

Según el Instituto Internacional de Finanzas (IIF), el flujo neto de capital privado en los mercados emergentes como los de Latinoamérica, alcanzará un nivel récord en 1997, después de un aumento del 19% en 1996.

En el informe presentado a Washington, en enero de 1997, sobre los mercados emergentes, se calcula el aumento del flujo de capitales que el año de 1996 alcanzó a los 37.000 millones de dólares, situándolo en 231.000 millones de dólares (acumulados) y, se afirma que en 1997 se incrementará ese nivel récord.

El IIF destaca que a tiempo de que el capital privado fluye en Latinoamérica y otras economías emergentes, la entrada de capital público disminuye; en 1996 alcanzó sólo a 8.000 millones de dólares, aunque el presente año podría alcanzar los 12.000 millones de dólares.

El flujo de capital bancario en dichas economías será mas moderado en 1997, del orden de los 61.000 millones de dólares, frente a los 65.000 millones de dólares en 1996. Según Charles Dallara, director y gerente del IIF, entidad que reúne a las instituciones financieras privadas y cuenta con 236 miembros, existe un creciente interés de los inversores en los mercados emergentes, lo que refleja la mejora de la situación económica de estos países.

En Latinoamérica, los países con economías calificadas de emergentes por el IIF son: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela.

En cuanto al flujo neto de activos directos, las previsiones para este año los sitúan en 79.000 millones de dólares, en comparación con los 70.000 millones de dólares; de 1996. La IIF considera que la combinación de acelerar la inversión directa, los programas de privatización en algunas de estas economías y la diversificación de las inversiones impulsará el flujo de activos en los mercados emergentes, tendencia en la que también influirá la liberalización de Bolsas de Valores Locales.

El mercado de bonos también fue muy activo en 1996, de forma especial en el caso de México, que mejoró su posición económica y aprovechó las condiciones del mercado para hacer frente a los préstamos de emergencia de EE.UU. ofrecidos para paliar la crisis mexicana de finales de 1994 y principios de 1995.

El mercado de bonos alcanzó los 94.000 millones de dólares, de los cuales correspondieron a México 18.600 millones, a Brasil 16.100 millones y a Argentina 12.300 millones de dólares.

Sin embargo el IIF afirma que el flujo de capital hacia los mercados emergentes en 1997 puede ser vulnerable a las eventuales sorpresas que pueda deparar el desarrollo de los mercados, tanto en EE.UU. como en lo relativo a las fluctuaciones internacionales de tipos de interés.

Las previsiones del IIF sobre el Producto Interno Bruto (PIB) en las principales economías de los mercados emergentes, lo sitúan en un 5,7 % este año, frente a un estimado del 4,7 % de 1996. En el caso Latinoamericano, el informe señala que en 1997 el significativo crecimiento de esa área geográfica puede situar al PIB en un 4,3 % promedio, después del 3 % del año anterior.

Las perspectivas económicas en Latinoamérica para 1997 reflejan un positivo crecimiento en todos los países, aunque Argentina, Brasil y México son los países

con un mejor comportamiento, superior al 4 %, mientras que en Venezuela se espera que la actividad económica se fortalezca impulsada por el sector petrolero. En cuanto a la situación del Perú, los expertos consideran que la crisis de los rehenes no ha afectado la confianza existente en el desarrollo de la economía del país y su compromiso en la liberalización y la aplicación de reformas que lleva a cabo el Gobierno peruano.

Los datos del informe también muestran una continuada expansión en los déficits por cuenta corriente de las economías emergentes, pero también un aumento de sus reservas, por lo que no se vislumbra una situación similar a la del peso mexicano de hace tres años.

Respecto de Asia, se calcula que su crecimiento económico continuará en un nivel por debajo del 8 %. El informe citado, también incluye en el ámbito de las economías emergentes a países asiáticos, de Europa del Este, de Oriente Medio y de África.⁷

Tequilazos y otras turbulencias han lastimado el desempeño de las bolsas latinoamericanas, que entre diciembre de 1993 y septiembre de 1996 registraron un avance medio, en dólares, de 1,8% según el índice de la Banca de Inversiones Morgan Stanley (MSCI). Sin embargo, este bajo resultado es considerablemente superior al registrado por los mercados de Asia emergente en el mismo periodo de los mercados de Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Filipinas, Singapur y Tailandia, sufrieron una caída media de 9,6%.

La enseñanza es que los mercados bursátiles no sólo son turbulentos en América Latina. Mientras el índice MSCI para Latinoamérica perdió 12,8% en 1995, el MSCI de Hong Kong, por ejemplo, reaccionó a una onda de temor sobre las

intenciones de China con un desplome de 31% en 1994. En Corea el índice del mercado en dólares perdió 22% en los primeros meses de ese año.⁸

Respecto de los flujos de capital, entre los que se encuentran las remesas, en algunos países de la región, los inmigrantes latinoamericanos a Estados Unidos ejercen una fuerza impresionante. En El Salvador, por ejemplo, envían \$US 1.200 millones de regreso a casa al año, suficiente para cubrir la totalidad del déficit comercial de ese país.

En Ecuador se intentó organizar un fondo de inversión alimentado de las remesas de inmigrantes, pero la idea cayó víctima de temores de lavado de dinero por parte de la autoridad estadounidense. El Salvador anduvo con algo parecido y llegó a contar con el auspicio del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), pero el proyecto quedó trabado frente a las exigencias del SEC (autoridad que regula los mercados estadounidenses).

A pesar de estos traspiés, hay mas esfuerzos en camino, existe una propuesta para usar los fondos de los inmigrantes para construir casas en El Salvador y República Dominicana, países que aporten una alta cuota de inmigrantes en los Estados Unidos. En un esfuerzo por captar los ahorros de los que emigraron, algunas compañías como Jamaica Broilers han emitido ADRs (acciones que se cotizan en Wall Street); asimismo, Tricom, la telefónica de República Dominicana, también quiere levantar fondos por esa ruta.

Sería interesante analizar lo que hizo el Banco de México en septiembre de 1994, cuando emitió bonos por \$US 70 millones usando los flujos de las remesas de los emigrantes como garantía. El Banco do Brasil ha estado hablando de una emisión

⁷ Instituto Internacional de Finanzas, Washington D.C.; Flujo de Capitales a los Mercado Emergentes, 1997, USA.

⁸Cifras extraídas de la revista América Economía, Noviembre de 1996, No. 113

parecida, usando las remesas de los inmigrantes de ese país en Japón, pero tuvo que poner el proyecto en compás de espera luego de anunciar fuertes pérdidas en Brasil.

1.11.- Comportamiento de los Mercados de Capitales en América Latina

1.11.1.- Latinoamérica podría superar récord de emisión de bonos

Durante la gestión de 1996 las inversiones en bonos latinoamericanos obtuvieron un rendimiento del 35 %, unas 10 veces más que los del Tesoro estadounidense.

Latinoamérica podría igualar o incluso superar este año el récord de 50.000 millones de dólares de deuda que vendió el año pasado en los mercados globales.

La fuerte demanda de bonos latinoamericanos refleja por una parte la renovada confianza de los inversores en la región y en sus perspectivas económicas dos años después del desplome del peso mexicano y el consiguiente “efecto tequila”, y por otra, la búsqueda de un mayor rendimiento.

Ya se están preparando operaciones para la colocación este año de unos 40.000 millones de dólares de deuda latinoamericana, según datos de J.P. Morgan, citados por la revista financiera estadounidense “Business Week”.

Se estima que el volumen total de deuda latinoamericana puede superar este año el récord de 1996, dado que más empresas y bancos, además de los gobiernos, acuden a los mercados internacionales para recaudar fondos.

Argentina colocó 2.000 millones de dólares de deuda en diciembre de 1996, se ha anunciado una oferta de otros 2.000 millones para el mes de enero y mil millones de adicionales hasta el mes de marzo del presente año. Esta operación, es la mayor de este tipo que emprende el gobierno argentino desde que se acogió al Plan Brady en 1992, y forma parte del plan de financiación de los vencimientos de intereses y amortización de capital de la deuda interior y exterior, que este año

sumarán unos 17.500 millones de dólares. La oferta Argentina, cuyas tasas no se han fijado todavía, incluirá por primera vez un tramo de bonos en dólares a 20 años.

México ya colocó el mes de enero de 1996, bonos por mil millones de dólares, que, sumados a otras recientes ofertas en diversas monedas, le permitió finalizar en la primera quincena de enero, con tres años de antelación, el reembolso del préstamo concedido por EE.UU. en 1995 para hacer frente a su crisis financiera.

Es probable, según los expertos que este reembolso refuerce aún más la confianza recobrada de los inversores en Latinoamérica. El viernes 17 de enero de 1997, los fondos de pensiones y de inversión y las aseguradoras estadounidenses entre otros, compraron 650 millones en bonos a la Empresa Nacional de Electricidad S.A. (Endesa), la mayor empresa eléctrica de Chile. La empresa colocó 650 millones de dólares de deuda en EE.UU., incluidos 200 millones a 100 años. Era la primera vez que una empresa latinoamericana emitía deuda centenaria. Hubo tal demanda por los bonos de Endesa a 30, 40 y 100 años que se aumentó a 650 millones la oferta, que inicialmente debía ser de 580 millones.⁹

Según datos de IFR Securities Data Corp, las compañías de Latinoamérica vendieron un récord de 19.000 millones de dólares de bonos el año pasado. Los préstamos sindicados de bancos a la región, según la misma fuente, rebasaron los 18.000 millones de dólares en 1996, más del doble que en 1994. Muchos de estos

⁹Agencia de Noticias EFE, Brian O'Neill, jefe del departamento de Chase Manhattan Bank para Latinoamérica.

créditos se concedieron a bancos privados o compañías, y no a los gobiernos como en el pasado.¹⁰

¹⁰Economía y Empresa, HOY: Economía Internacional, Editora Siglo XX, La Paz, martes 21 de enero de 1997.

1.11.2.- La deuda empresarial latinoamericana cobra atractivo

Tras el estallido de la crisis financiera en México a finales de 1994, los prestatarios latinoamericanos tuvieron serios problemas para encontrar a alguien que les prestara dinero aunque fuera por uno o dos meses.

Ahora, los inversionistas internacionales se pelean por comprar miles de millones de dólares en bonos empresariales de América Latina, algunos de los cuales tienen un vencimiento a 100 años (como el caso de Chile, anteriormente citado), apuestan a que la región superará la ola de recesiones que la han afectado desde la crisis mexicana. Estos prestamistas creen que el crecimiento económico le permitirá a las compañías latinoamericanas colocar miles de millones de dólares en nueva deuda.

Además, el pago por parte de México de la última cuota del préstamo de emergencia de 13.500 millones de dólares otorgado por EE.UU, podría aumentar aún más la confianza de los inversionistas en la región.

La oferta de Endesa es sólo una señal más de la afección de los inversionistas por prestar dinero a compañías latinoamericanas.

Los bancos extranjeros también están dispuestos a prestar dinero. La diferencia con el pasado es que ahora los créditos están dirigidos netamente a los bancos privados y empresas del sector privado.

A finales de diciembre de 1996 Citicorp organizó un préstamo sindicado de 100 millones al Banco Wiese de Perú, a pesar del nerviosismo provocado por la toma de rehenes en la casa del embajador japonés en Lima.

“Aquí hay dos cosas en juego, han mejorado notablemente los fundamentos económicos en toda América Latina y los inversionistas en Estados Unidos y

Europa se han percatado de tal mejoría. La gente está consiguiendo rendimientos más altos y por lo tanto créditos de menor calidad”¹¹

Mientras el crecimiento en las naciones industrializadas será de un promedio del 2,5% el año próximo, se esperan niveles más altos en todas las regiones de mercados emergentes”, indica un informe reciente de Merrill Lynch Inc. El informe pronostica para el año 97 un crecimiento promedio del PIB de 4,3% para Latinoamérica, frente al 3,3 % del pasado año.

Muchos inversionistas estadounidenses alimentan el furor crediticio, convencidos de que no se repetirán fácilmente los rendimientos fenomenales que ofreció el mercado de valores de EE.UU, durante 1996. Estos inversionistas buscan incrementar sus rendimientos en América Latina.

Otro elemento que contribuye al auge es el efectivo que circula por todo el mundo en busca de inversiones. Este aumento de liquidez es resultado de la caída de las tasas de interés en Europa y de los pronósticos de tasas aún mas bajas en Asia.

Los mercados financieros tuvieron liquidez el año de 1996, pero, esa liquidez se movió hacia los mercados desarrollados; la previsión para el presente año es que los mercados emergentes concentrarán el flujo de capitales.

La fiebre de préstamo podría acelerarse este año, se espera un fuerte incremento en la creación de empresas en el mercado de capitales y que aquellas empresas que ya están en el mercado opten por refinanciar, lo que en general debería mejorar la calidad del crédito en medio de la recuperación económica. Esta combinación debe producir una ola de nuevas emisiones empresariales.

Este año vencerán casi 8.000 millones de dólares en bonos de empresas latinoamericanas y muchos de ellos se refinanciarán con nuevas emisiones, según

¹¹Wall Street Journal Américas, Paul Ghaffari, gerente de mercados emergentes de renta fija de

Santander¹², se espera que una serie de compañías que nunca han pedido préstamos en los mercados internacionales lo hagan este año. Merrill Lynch¹³ predice que ya hay planes para vender más de 4.300 millones de dólares en nuevos bonos de la región durante los primeros meses del año.

Una parte importante de las emisiones podría provenir de México, Brasil, Argentina, los líderes en emisiones de deuda empresarial de la región el año de 1996. Pero, empresas de países como Venezuela, Perú, Colombia y Chile participarán en el mercado este año más que nunca.

Una de las más importantes razones para este cambio son los programas de privatización, que empiezan a acelerarse en esos países. Muchas de las empresas privatizadas en los últimos años necesitan ahora recaudar montos importantes de capital para saldar sus deudas bancarias, reestructurarse, invertir en nueva tecnología y expandirse. La compañía Anónima Nacional de Teléfonos de Venezuela S.A., por ejemplo, vendió acciones por primera vez el año pasado, después de su privatización en 1991. La Compañía planea colocar este año 150 millones de dólares en pagarés.¹⁴ Ver anexo cuadro 2: Nueva Explosión.

Aun así, con todos los indicadores positivos que pueda presentar el comportamiento de los Mercados de Capitales en América Latina y más propiamente de los mercados emergentes, la ruta al éxito de estos parece ser más accidentada de lo que aparenta.

La deuda de los países en desarrollo, que se conocen como mercados emergentes, ha llamado la atención durante los últimos dos años, El rendimiento del 39% que obtuvieron el año de 1996 los bonos de mercados emergentes y el

Morgan Stanley Asset Management Inc., enero 20 de 1997.

¹²Santander Investment, analistas de Wall Street

¹³Merrill Lynch Inc., analistas de Wall Street

27% que alcanzaron en 1995 les otorgan la distinción de haber superado incluso los impresionantes rendimientos de bolsa.

En 1997 se empezó con bríos, el índice de mercados emergentes de JP. Morgan alcanzó un rendimiento del 2,8% en enero. Pero en las últimas semanas han surgido problemas y hay quienes aseguran que los mejores beneficios ya pasaron, pese a que cada vez se canalizan más recursos hacia el sector de mercados emergentes.

La deuda del Ecuador experimentó un repunte sorprendente del 66% el año 96, superior al del resto de los mercados emergentes, con excepción de Rusia, cuya deuda subió un 109,9%. Pero la crisis política que vivió Ecuador provocó la caída de hasta un 10% en el precio de su deuda. El ejemplo ecuatoriano sirve para recordar a los inversionistas que la volatilidad y el riesgo son el precio de la alta rentabilidad y el aumento del capital que dan los mercados emergentes.

“La velocidad a la que sucedieron los acontecimientos sorprendió a la mayoría de los inversionistas y podría hacerlos pensar dos veces sobre otros países, aunque probablemente los hechos no se repitan en otros lugares. Lo vemos como un episodio aislado, pero le recuerda a la gente la volatilidad de los mercados emergentes, aunque todavía tenemos un punto de vista positivo respecto a América Latina”.¹⁵

Corolario: Del presente capítulo corresponde resaltar los siguientes hechos. Existe una gran movilidad de capitales a nivel internacional. El auge de los flujos de capital constituye una especulación de alto riesgo que puede amenazar la soberanía nacional. Preocupan cuestiones como la sostenibilidad, composición y plazos de los flujos de capital y la necesidad de asegurar que resulten compatibles con la

¹⁴The Wall Street Journal Américas, Lunes 20 de Enero de 1997.

estabilidad macroeconómica. Los flujos de capital tienen un efecto indeseado en la evolución de los tipos de cambio, el grado de control sobre la oferta de dinero, los pasivos externos y la vulnerabilidad ante los nuevos shocks externos. Los argumentos en favor de la libre movilidad del capital están respaldados por planteamientos teóricos. Es importante para aquellos países que su capacidad de ahorro e inversión es limitada, canalizar el ahorro el externo. Los flujos de capital hacia los países en desarrollo se debe a que en éstos, el rendimiento real de la inversión marginal es más alto que en los países desarrollados. Cuanto mas lugar ocupan los servicios de la deuda, menos espacio queda para programas sociales de educación o salud. El crecimiento económico para la mayoría de los países latinoamericanos, dependerá en gran medida del crecimiento en su capacidad de ahorro y del flujo de inversión privada destinada a la productividad. Una proporción muy alta de los flujos de capital son de corto plazo. El flujo de capital hacia los mercados emergentes puede ser vulnerable a las eventuales sorpresas que pueda deparar el desarrollo de los mercados tanto en EE.UU. como en los europeos. Bolivia no está calificada como una economía emergente ni goza del boom de las afluencias de capital. En algunos países existen esfuerzos por captar los ahorros de capitales nacionales que emigraron. El aumento de liquidez a nivel internacional es el resultado de la caída de las tasas de interés en Europa y de los pronósticos de tasas aún mas bajas en Asia. La volatilidad y el riesgo son el precio de la alta rentabilidad y el aumento del capital que dan los mercados emergentes.

¹⁵David Segkiguchi, estrategia de mercados emergentes de J.P. Morgan

Capítulo Segundo

Comportamiento Macroeconómico Boliviano

La política macroeconómica y su impacto

El presente capítulo tiene por objeto presentar una visión global respecto de las principales variables macroeconómicas que influyen en el desarrollo del mercado de capitales (MC), entre ellas se considerarán a las principales decisiones de política económica.

Esta es una breve introducción al modelo vigente, intentando resumir su filosofía; también se verán los temas de déficit fiscal, las formas de su financiamiento y su influencia en la política monetaria, cambiaria y de endeudamiento gubernamental tanto interno como externo, como un indicador fundamental de equilibrio necesario para el logro de la estabilidad económica.

Se tratarán las principales variables monetarias como Emisión, el Crédito Interno Neto, las Tasas de Interés, las Reservas Internacionales Netas, etc. Todas ellas como parte del mercado de dinero y como resultado de la Política Monetaria.

2.1.- Evolución macroeconómica reciente

Bolivia es un país que como resultado de la aplicación de políticas dirigistas y estatistas con tildes políticos y con muchos intereses personales, experimentó una extraordinaria crisis económica, que se reflejó principalmente en una de las más altas inflaciones registradas hasta entonces en Latinoamérica. La inflación acumulada en apenas unos 12 meses alcanzó cifras astronómicas de alrededor de 26.000% para el año de 1984.

Para controlar esta crisis, se aplicó una política de shock cuyo principal elemento constituyó la corrección fiscal, acompañada de un programa muy amplio de liberalización de mercado, principalmente de aquellos sectores que habían sido

protegidos por el Estado y que se habían convertido en verdaderos monopolios estatales; es así que el Estado Boliviano empezó con sus grandes reformas en el sector minero, sector que había gozado de una amplia protección por décadas y se había constituido en el motor de la economía boliviana, pero, la crisis inflacionaria, sumada a bajas considerables en las cotizaciones internacionales de los principales productos exportables, desencadenaron una crisis generalizada en el sector productivo y económico boliviano.

Con la promulgación del D.S. 21060 en el último trimestre de 1985, se puso en marcha un programa de estabilización de “shock” de carácter ortodoxo cuyo objetivo fue buscar el equilibrio en los mercados. Inicialmente ese criterio produjo drásticos ajustes en el sector fiscal, monetario y externo, buscando una estructura real y estable de precios relativos. Además, el modelo perseguía la apertura externa, la liberación de los mercados, el redimensionamiento del Estado y de las instituciones que lo conforman y el otorgamiento del rol protagónico para el desarrollo del país a la empresa privada.¹⁶

Los principales resultados de la política económica, se pueden observar en la reducción de la inflación y un crecimiento sostenido de la economía. Por supuesto, esto sólo fue posible luego de duras medidas y reformas en la economía que permitieron en un corto período de tiempo restablecer la confianza en el modelo y en la política que se estaba adoptando

2.2.- Modelo neoclásico vigente

En la década de los ochenta, muchos países de América Latina cuestionaron la validez de las políticas económicas que se postularon y utilizaron por mas de dos décadas; evidentemente, la crisis del modelo hizo surgir una tendencia reformista,

que sumada a las presiones exteriores tanto ideológicas como económicas desembocaron en cambios profundos y radicales.

Se trazaron nuevos objetivos y modelos de desarrollo que consistieron en reformas estructurales de las economías de los países latinoamericanos, que se desarrollaron en un ambiente y contexto internacional altamente adverso y en escenarios con escasa capacidad para generar políticas de ajuste adecuadas y consistentes.

En Bolivia, los principales resultados de la política económica se pueden observar en la reducción de la inflación y un crecimiento sostenido de la economía, pero con un gran costo social que pone en duda la eficiencia del modelo. La base del éxito del proceso de estabilización se centra justamente en cortar el creciente desequilibrio fiscal que se arrastró desde el principio de los años ochenta. Ver anexo cuadro 3: Operaciones Fiscales del Sector Público no Financiero.

Veamos el comportamiento del déficit fiscal, éste presenta una evolución decreciente en términos absolutos y como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB). La tendencia en las cifras del Déficit Global respecto al PIB es decreciente, de 6.1% en 1988, baja a 5.4 % en 1989, 4.1% en 1990, 3.8% 1991, aunque se eleva en 4.5 en 1992. La estructura del financiamiento del déficit, se mantiene decreciente durante todos los años; 1.5% en 1988, 1.4% en 1990, 0.3% en 1991 y 0.4% en 1992 (con excepción de 1989, que es año electoral). Por otro lado el financiamiento externo crece también a partir de 1989; 2.2 % en 1989, 2.6% en 1990, 3.5% en 1991 y 4.1% en 1992.¹⁷

¹⁶ Campero Paz, Fernando; El Mercado de Capitales en Bolivia, Ed. Offset Boliviana Ltda, ILDIS, 1994, La Paz Bolivia.

¹⁷ Datos obtenidos de SAFCO - BCB, período 88-92

El análisis sobre la estructura de financiamiento del déficit, lleva a destacar la tendencia en los egresos de capital que sufren un incremento sustancial durante el período 1988 - 1992, pasando de 8.3% del PIB en 1988 a un 10.3% en 1992. Estos datos guardan relación con el nivel de inversión pública que se realiza durante el período. Siendo la misma el motor principal del crecimiento de la economía. El PIB crece en términos reales 2.62% en 1990, 4.14% en 1991 y 3.34% en 1992

La tendencia en el manejo de la política fiscal, buscó reducir el margen de déficit del Sector Público No Financiero (SPNF), como un proceso de mejora en los ingresos corrientes y creciente el de capital o inversión (financiado mayormente este último con recursos externos).

En la política tributaria, a partir de 1986 se realiza la Reforma Tributaria con la Ley No. 843, la cual suprime alrededor de 500 impuestos existentes y simplifica el proceso recaudador a nueve tributos. El impuesto al Valor Agregado (IVA), el Gravamen Aduanero Consolidado (GAC), el Impuesto a las Transacciones (IT), El Impuesto al Consumo Específico (ICE), el Impuesto a la Renta Presunta de las Empresas (IRPE) hoy Impuesto a las Utilidades (IU), el Impuesto a la Renta Presunta a Propietarios de Bienes (IRPPB), el impuesto a los Viajes al Exterior (IVE), el Impuesto a la Propiedad Rural (IPR) y el Régimen Tributario Simplificado (RTS).

El comportamiento en el manejo de las finanzas públicas se tradujo, por un lado en un permanente equilibrio monetario que mantuvo constantes, en términos reales, los medios de pago en la economía y la consecuente estabilidad de precios y por otro en un ritmo sostenido de crecimiento de la economía.

2.2.1.- Tasas de interés

Durante los primeros años de iniciado el proceso de estabilización, la política monetaria estuvo dirigida a lograr el equilibrio monetario de la demanda y oferta agregadas. A partir de 1985 se establece un rígido Programa Monetario y Financiero que permitió lograr la consistencia necesaria entre los sectores fiscal, monetario y externo.

A partir de 1990 se modifica la tendencia en la política monetaria, buscando ser más expansiva sobre todo al sector privado de la economía, manteniendo el equilibrio monetario y creciente el nivel de Reservas Internacionales.

La Política Monetaria está sustentada en las operaciones de mercado abierto donde semanalmente se subasta un monto de CD's en el comité de subastas, acorde a las necesidades de expansión o contracción de la liquidez.

En cuanto se refiere a las Reservas Internacionales éstas mantienen una tendencia al crecimiento en los últimos años, debido esencialmente a los logros de equilibrio monetario, a la política cambiaria y los resultados de la Balanza de Capital y de la cuenta Errores y Omisiones de la Balanza de Pagos.

En las tasas de interés se observa una tendencia decreciente de las mismas como consecuencia de una mayor liquidez en manos del sector privado, en especial del financiero y debido también a la caída de las tasa en el mercado financiero internacional. En Bolivia existe libertad de mercado respecto a las tasas de interés.

Las causas de que las tasas de interés no hubiesen bajado a un mayor ritmo y a niveles más bajos responden a varios condicionantes como ser: la relativa ineficiencia de los procesos bancarios que determina un costo de operación excesivamente alto (de 3 a 4 %, llegando en la actualidad alrededor de un 8 a 9 %

de spread bancario); la falta de sistematización en estos procesos que predisponen a transacciones de mayor monto dado un costo fijo similar, buscando un efecto precio y cantidad en la utilidad marginal; el factor de riesgo país se mantiene alrededor de un 4 a 5 %; y por último la cartelización de la banca que permite una relativa administración de las tasas.

2.2.2- Sector externo

A partir de 1985, Bolivia inicia un proceso de apertura unilateral al mundo, entre otras medidas se libera el comercio, se estandarizan los aranceles y sus niveles que inicialmente alcanzaron un nivel de 20% flat para todos los bienes importados, reduciéndose paulatinamente hasta llegar a la actual estructura donde existe un nivel arancelario de 5% para los bienes de capital y otro de 10% para el resto de bienes.

La política cambiaria estuvo dirigida a mantener la liberalización del mercado y la competitividad de nuestras exportaciones. Se estableció un régimen de libre venta de divisas a través del llamado “Bolsín” (mesa de dinero), que es un mercado dirigido por el Banco Central de Bolivia, quien oferta un monto preestablecido de dólares y donde cualquier persona individual o jurídica puede comprar divisas.

El tipo de cambio se modifica acorde a un Índice de Tipo de Cambio Real y Flexible que muestra la relación entre las tasas de devaluación y la modificación en los precios (Índice de Precios al Consumidor), ponderados por el nivel de comercio de nuestros principales socios comerciales con las mismas variables bolivianas.

La política de endeudamiento externo se basa, en términos relativos, en reducir el stock de la deuda, en realizar nuevas contrataciones en condiciones concesionales y en mantener un flujo neto positivo, como diferencia entre desembolsos y servicio de la deuda.

Como resultado de las políticas adoptadas en relación al sector externo se puede observar un creciente comercio, que influye en los resultados de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos así como en la Cuenta de Capital .

A partir de 1991, se observa una tendencia al incremento de las importaciones y a una reducción de las exportaciones que reflejan un saldo negativo creciente de la cuenta corriente y en la balanza comercial.¹⁸

En cuanto a la evolución del stock y flujo de deuda externa, se puede afirmar que la política fue muy creativa y que ayudó a reducir cerca a 1.000 millones de dólares durante los últimos 7 años, es decir un 20% del PIB y un 26.7% del actual saldo de deuda. La mayor reducción se produjo entre 1985 y 1991, en los últimos tres años se mantiene casi constante en términos absolutos.

La deuda multilateral fue honrada siempre en su totalidad, puesto que se la contrató con los organismos multilaterales y en condiciones concesionales. En cuanto a la deuda bilateral, se trabajó desde 1986 en el Club París I, II, III y IV combinaciones de condonaciones, bajando significativamente el saldo de ésta y sobre todo los flujos de su servicio.

A partir de 1985, con la instauración del modelo neoclásico existen las condiciones básicas para el desarrollo de un mercado de capitales y para que éste pueda integrarse a través de un proceso en el tiempo, al resto de mercados de la subregión.

¹⁸ Campero Paz, Fernando, ob. cit.

La liberación de los mercados incluido el monetario, permite, en una primera instancia mejores reglas de juego para todos los agentes económicos. La posibilidad de inversión en Bolivia se encuentra regulada por la Ley de Inversiones, donde se encuentra que las condiciones de recepción, operatividad, relaciones contractuales con el fisco y entre privados, etc., son las mismas para empresas nacionales o extranjeras.

El protagonismo dado por el modelo a la empresa privada, permite que sea ésta la que tenga mejores condiciones de inversión y pueda desarrollar un Mercado de Capitales. La Política Económica vigente, garantizar el mantenimiento de la estabilidad de precios y un sostenido ritmo de crecimiento económico, siendo éstas las condiciones más importantes para dinamizar la inversión privada.

Por otra parte, el nuevo sistema de Seguridad Social se encuentra en su fase de implementación; este proceso de reforma ha cambiado radicalmente la seguridad social a largo plazo en un breve tiempo, liberar un volumen considerable de recursos al sistema financiero bancario y no bancario.

Además de estas reformas de carácter institucional y económicas que necesariamente se han desarrollado gracias a cambios en el marco jurídico en estos regímenes, Bolivia cuenta también con una Ley de Bancos y Entidades Financieras y Ley orgánica del Banco Central de Bolivia, leyes importantes que han consolidado la independencia y transparencia de estas instituciones, garantizando de esta manera la actividad financiera nacional.

Con relación a las tasas de interés, es necesario que la política monetaria ejerza mayor influencia para lograr una baja más pronunciada, mejorando de esta manera las posibilidades de inversión en general y en especial en los sectores productivos. La baja en las tasas de interés además colocará al mercado

financiero boliviano en términos relativos a los sub-regionales y lo volverá internamente más concurrente, donde la bolsa de valores pueda participar competitivamente en la asignación de recursos y rendimientos de capital.

En lo referente a la Política del Sector Externo es importante mantener la apertura de nuestros mercados pero con una política selectiva de comercio exterior, de manera de abrirnos en la medida de nuestras oportunidades y con una planificación y coordinación con el sector industrial privado, creando condiciones de exigencias reales a su competitividad para luego ser liberados en forma gradual.

Con relación a la política y régimen cambiario y, debido a que el manejo del precio de las divisas muestra mayor transparencia y libertad en la compra y venta de las mismas, el sistema se muestra consistente con la participación del Banco Central, haciendo más competitivo el tipo de cambio. Es importante mantener el esquema existente, puesto que así se renueva la confianza que permitirá la llegada de capitales al país, los mismos que podrían ser capitalizados a través de las bolsas de valores.

En cuanto a la política de endeudamiento, se debe buscar la posibilidad de negociación bilateral y multilateral entre países miembros de la subregión, buscando usar al máximo los mercados de capital, también procesos de reducción, recompra y emisión de títulos de deuda, transferencias, etc.; los mismos que podrían y deberían ser operativizados a través del mercado de valores.

El nivel de las reservas debe mantener un incremento acorde a las necesidades de estabilidad y crecimiento, permitiendo así dar más confianza a los agentes

económicos y a los posibles partícipes del mercado de valores tanto internos como externos.

Se debe mencionar que si bien la estabilidad cumple una función importante e imprescindible en el manejo económico, tiene además otras causalidades que no permiten un nivel adecuado de crecimiento. Entre ellas se puede citar, el atraso en los salarios que contraen la demanda agregada, el excesivo costo de los productos energéticos que reducen competitividad internacional, el relativo atraso cambiario (con relación a la tasa de inflación), y otros.

Es también importante que se busque un mayor relacionamiento entre instituciones y personas responsables del manejo fiscal, monetario y externo de los países de la Subregión, como mecanismo de transferencia de experiencias y concertación que permita una armonización de políticas tendiente a la integración de los mercados de capitales.

2.3.- Política macroeconómica, balance económico hasta 1996

2.3.1.- Producto interno bruto

El crecimiento anual del Producto Interno Bruto (PIB) ha tenido altibajos. Pese a que en general registró tasas positivas, no fueron de la magnitud esperada para satisfacer las expectativas del país. En 1992 el PIB fue bajísimo, de apenas 1,65%, de ahí para adelante tuvo un promedio ligeramente superior al 4 por ciento. En 1993 fue del 4,18%, en 1994 del 4,75%, 1995 cayó al 3,72% y en 1996 subió al 4%. De acuerdo con los expertos, Bolivia requiere un crecimiento anual de más del 5% para resolver sus problemas estructurales de pobreza y atraso. En consecuencia, tenemos todavía un atraso en este tema.

2.3.2.- Déficit fiscal

En cuanto al déficit fiscal, las cifras han sido más que halagadoras, lo que significaría que el gasto público fue contenido, aunque es cierto que falta bastante por trabajar en esta área. En 1992 el déficit fiscal era del 4,7% , en 1993 escaló 6,6%. En los años siguientes la tendencia fue de constante reducción. En 1994 el déficit bajó al 3,2% en 1995 al 2,3% y en 1996 al 2,1%. Se debe reconocer que la causa que lo origina es de orden social. Razones económicas y la descentralización administrativa habrían logrado que el déficit prácticamente desaparezca, pero, lograr niveles iguales a cero implicaría despedir a por lo menos a un 20 por ciento de los empleados públicos. El sector público enfrenta una hipertrofia que se refleja adversamente en el gasto corriente.

2.3.3.- Recaudaciones fiscales

Por otro lado es interesante anotar, que las recaudaciones fiscales registraron un notable crecimiento a partir de 1990. La presión tributaria promedio subió del 7,7% en 1990 al 13,3% en 1996. En términos anuales, en dicho período ha sido del 13,3 por ciento, atribuible a un mejoramiento de la eficiencia en la recaudación, lo que puede deberse a una ampliación del universo de contribuyentes o a una reducción del nivel evasivo. Sin embargo, hay que destacar que entre 1995-96 el crecimiento de la recaudación sólo fue de 3,4%, lo que se llevó a un tope momentáneo. Sin duda, un factor decisivo para el crecimiento de la recaudación impositiva fue el crecimiento efectuado en 1992 del IVA, el cual pasó a ser del 10% al 13%.

2.3.4.- Inflación

El comportamiento de la inflación tuvo también sus altibajos, pero en resumen se puede decir que ha sido positivo, lo que influyó decisivamente en la estabilidad de los precios y de la macroeconomía. En 1992 la tasa inflacionaria fue del 10,5% en

1993 bajó al 9,3% , en 1994 al 8,5% y en 1996 descendió al 7,05%, históricamente la más baja desde los años 70.

2.3.5.- Reservas internacionales

La evolución la acumulación de reservas ha sido más que satisfactorio en el período analizado. En 1992 fue de \$us 233,4 millones, en 1993 de 370.9 millones, en 1994 de 502,4 millones, en 1995 de 650,2 millones y en 1996 de 950,8 millones. El mayor crecimiento de reservas se produjo en 1996, habiendo llegado porcentualmente al 43,4% respectivamente; en la actualidad, al mes de junio de 1997 se llegó a alcanzar la cifra récord de alrededor de 1200 millones en reservas internacionales.

Cabe señalar que el Banco Central confiere primordialmente importancia a la administración e inversión de dichas reservas, la inversión de las Reservas Internacionales se guía por los principios de seguridad, rentabilidad y liquidez, y que, en coherencia están mayoritariamente en depósitos hasta seis meses plazo en bancos extranjeros de primera línea y en Títulos del Tesoro de Estados Unidos. Solamente una fracción de 60 millones de dólares está en bóvedas del Banco Central o en fondos de Custodia de bancos privados nacionales.

2.3.6.- Comercio exterior

El comercio exterior es un sector que ha crecido significativamente, marcando récords históricos. Las exportaciones en 1992 fueron de \$us 739,8 millones, en 1993 de 788,5 millones, en 1994 de 1.064,0 millones, en 1995 de 1.179,4 millones, en 1996 de 1.323,4 millones. Las importaciones en 1992 fueron de 1.090,3 millones. en 1993 de 1.133,6 millones, en 1994 de 1.147,0 millones, 1995 de 1.433,4 millones y en 1996 de 1635 millones. Entre 1993-96 las exportaciones se incrementaron alrededor de \$us 534,9 millones, o sea el 59,58%; en cambio las

importaciones en \$us 501,4 millones. Ello quiere decir que el aumento en las exportaciones fue levemente superior al valor de las importaciones.¹⁹

El saldo de la deuda externa en el período 1993 a 1996 tuvo un incremento de \$us 594,0 millones. En 1993 era de \$us 3.777 y en 1996 de \$us 4.371 millones. Existe la posibilidad de que hasta fin de año baje a unos 800 millones, por condonaciones.

2.4.- Tendencias del comportamiento macroeconómico

La estabilidad en las reglas del juego es fundamental para que las empresas diseñen sus estrategias de competitividad en el largo plazo, por lo que es necesario que el gobierno mantenga una combinación de políticas fiscal, monetaria y cambiaria que aseguren una baja inflación, un tipo de cambio competitivo y neutralidad impositiva para los exportadores.

Lograr un nivel bajo en la inflación es fundamental para que los empresarios capten las señales del mercado, mediante el mecanismo de los precios y, asignen sus recursos en inversiones hacia los sectores de mayor rentabilidad; adicionalmente una baja inflación evita pérdidas de competitividad internacional

La política cambiaria debe mantener la competitividad de los sectores productores de bienes transables, principalmente en relación a los principales socios comerciales del país. La política tributaria debe ser estable en el largo plazo, evitando la exportación de impuestos indirectos que disminuyen la competitividad de los exportadores nacionales.

Según la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) la capitalización de las empresas públicas de Bolivia empezó a dar resultados en 1996. En Bolivia, el

¹⁹ Datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística (INE), anuario 1996.

alza de las importaciones de bienes de capital en 1996 habría estado vinculado con la fuerte inversión extranjera en las empresas capitalizadas.

Las compras regionales de bienes bordearon en 1996 los 245.500 millones de dólares, representando un incremento cercano al de las exportaciones. Este resultado, apenas inferior al de la gestión precedente, confirmó el retorno a registros más sostenibles tras el fuerte auge registrado en 1994 del 19 %.

La capitalización de cuatro empresas públicas bolivianas: ENDE (Corani, Guaracachi, y Valle Hermoso); ENTEL. LAB, ENFE (redes occidental y oriental), tuvo como resultado la captación de 836.4 millones de dólares. YPFB, capitalizada al final de la gestión 1996, logró captar 834.9 millones de dólares. La Empresa Metalúrgica de Vinto, será capitalizada este año.

Asimismo, Bolivia junto a Argentina, México, Nicaragua y Uruguay fueron los países que más expandieron sus compras externas. La vinculación entre el auge importador y la recuperación de la economía estuvo acompañada de incrementos considerables de las importaciones de bienes de capital, a diferencia de épocas anteriores cuando fue el consumo el principal motor de las compras de los países con mayores aumentos.

Según el informe anual de la Comisión Económica de la CEPAL, en 1996 continuaron avanzando las reformas estructurales en los países de América Latina, pero en magnitud menor a la de años anteriores; se concentraron más bien en la implementación de reformas ya definidas, como fueron la entrada en funcionamiento de los nuevos sistemas de seguridad social, basados en la capitalización de los aportes y la venta de algunas empresas estatales.

2.5.- Estabilidad y crecimiento económico

El objetivo prioritario de la política económica en estos 11 años, ha sido el de consolidar la estabilidad e indudablemente los resultados alcanzados han sido buenos, por supuesto, en términos económicos no así en términos sociales.

No cabe duda alguna de que las políticas monetaria, cambiaria, arancelaria y fiscal ejecutadas por el Gobierno, tendientes a mantener niveles inflacionarios bajos como ser: crecimiento real negativo de la emisión monetaria, disminución de la inversión pública, reducción de la liquidez del público debido al aumento de la deuda pública interna, apreciación del tipo de cambio y; liberación de aranceles a algunos productos agropecuarios; conllevan un elevadísimo costo para la sociedad en términos del sacrificio de las posibilidades de crecimiento y, por ende, de mejores condiciones de vida para la población.

Es más, casi todas las escuelas económicas coinciden en que la estabilidad macroeconómica no es suficiente para que los países ingresen en la senda del crecimiento sostenible, especialmente, aquellos donde los ingresos son bajos y dónde es necesario resolver problemas asociados a la débil estructura social, económica e institucional.

Aunque no existe una receta que asegure el crecimiento, la experiencia muestra que una política que incentive al crecimiento debe tener al menos tres componentes: (a) Incentivar la inversión; (b) incentivar la transferencia y desarrollo tecnológico y ; c) apoyar la educación.²⁰Es probable que todo ello contribuya a aumentar la competitividad, es decir, la habilidad del país para asegurar tasas de crecimiento en el nivel de vida de la población, evitando, al mismo tiempo, costos

²⁰ “ *The Mosaic of Economic Growth*” Lary Lau ‘*The sowrces of Economic Growth*’ Stanford University Press, 1996.

sociales tales como el desempleo, el daño ambiental y los extremos en la desigual distribución del ingreso

2.5.1.- Incentivar la inversión

La inversión depende fundamentalmente del ahorro interno y, es por ello, la importancia de todas aquellas políticas que incentiven al crecimiento. Por esto es necesario que la reforma del sistema de pensiones, basada en el mecanismo de capitalización individual se acelere y ponga a trabajar eficientemente nuestro débil mercado de valores.

Por otro lado, resulta contradictorio desde el punto de vista de la economía boliviana, que el producto de la privatización²¹ de las empresas públicas, es decir, el ahorro de varios años del pueblo boliviano, sea dilapidado a través del pago anual de un bono solidario (Bonosol) para las personas mayores de 65 años, en lugar de utilizar esos recursos para apoyar el desarrollo de la infraestructura, de la educación y salud de la población.

Los recursos de la capitalización permitirían complementar el financiamiento de obras de infraestructura imprescindibles para el desarrollo económico del país, reduciendo el endeudamiento externo. Estudios econométricos sugieren además que la inversión en infraestructura pública este positivamente correlacionada con aumentos en la inversión privada.²²

Ello permitiría al país concentrar mayores recursos del Presupuesto General de la Nación en inversión en educación y salud, habida cuenta que como muestra la revisión realizada por los técnicos del Fondo Monetario Internacional (FMI), las

²¹ Está claro que la capitalización no es más que un mecanismo de privatización. Los recursos serán obtenidos en la medida en que se obtengan los dividendos y se liquiden las acciones que quedan a favor del pueblo boliviano, que de acuerdo a la propuesta del Gobierno serán destinadas al pago de un " Alivio a la Vejez" (BONOSOL) para personas mayores de 65 años.

²² "Reinvigorating Growth in Developing Countries", IMF Occasional Papes No139, julio 1996 Pag. 80.

dos variables que más contribuyen al crecimiento, son la inversión en capital físico y el logro de niveles básicos de educación ²³. Es más, la inversión en capital físico, intangible y capital humano estimula otro tipo de inversiones que pueden, al menos en teoría, inducir un círculo virtuoso que genere un crecimiento sostenido de la productividad.

Es interesante señalar, por otro lado, que los estudios econométricos muestran que no está claro si el crecimiento en los países en vías de desarrollo, se debe a un aumento de la inversión extranjera o, si por el contrario, el crecimiento económico (financiado con ahorro interno) atrae la inversión extranjera. Lo que parecería ser evidente, a partir de los datos de una muestra de ocho economías en desarrollo, es la hipótesis de que los flujos de capital externo tienen un impacto negativo en el ahorro interno. Un estudio realizado por el staff del FMI, sugiere que un aumento equivalente al 1% del PIB en el ahorro externo está asociado con una caída del 0.4% del PIB en promedio, en el ahorro interno.

Asimismo, se debe señalar que la dependencia del proceso de inversión al ahorro externo es poco conveniente, no sólo porque la economía se hace más vulnerable a shocks externos, sino también porque podría producir un decrecimiento del PIB, es decir, el servicio de la deuda externa o la remesa de utilidades puede hacer que el Producto Nacional Bruto que es el ingreso que se queda en el país y que contribuye al mejoramiento del nivel de vida de la población, sea bastante inferior.

Uno de los secretos del crecimiento de la economía chilena y de su estabilidad frente a los shocks externos, tales como el “efecto tequila” es, precisamente, el hecho de que más de un 60% de la inversión ha sido financiada con recursos provenientes del ahorro interno generados en gran parte por la capitalización de

²³ Ob. cit. Pág. 88

su industria. Otro ejemplo espectacular es el de Tailandia que entre 1970 y 1993, logró tasas de crecimiento promedio del 7% anual con una inversión promedio del 39% del PIB y un nivel de ahorro interno equivalente al 26% del PIB.

En síntesis, la inversión extranjera y la deuda externa, deberían servir para complementar las necesidades del financiamiento de la inversión con ahorro interno y no viceversa.

En este contexto, resulta inconcebible en la perspectiva económica de largo plazo y de la lucha contra las causas que generan la pobreza, que una parte importante del ahorro nacional, que son los dividendos de las empresas capitalizadas, sean destinados a un programa asistencial no localizado en sectores realmente necesitados y cuyos beneficios para la población y la economía son dudosos.

No debe perderse de vista, que el mayor porcentaje de población que tiene expectativas de vida superiores a los 65 años, corresponde a los sectores de ingresos medios altos, precisamente, porque éstos no sólo tienen acceso a una mejor alimentación, sino también a los servicios de salud. Para este sector, el propuesto pago del “ Alivio a la Vejez” (Bonosol) es poco significativo.

Por otra parte, en los sectores de ingresos bajos, especialmente, en el campo dónde se carece de acceso a los servicios de salud, la esperanza de vida, difícilmente llega a los 65 años y los ciudadanos mayores a los 65 años son los menos; por estas consideraciones, el pago del “ Alivio a la Vejez” no es muy alentador. Además, éste no resolverá ni aliviará la pobreza de la población. Tal vez sería más apreciado y útil que se establezcan programas de ayuda asistencial específicamente diseñados y dirigidos hacia los sectores más pobres de la sociedad.

2.5.2.- Transferencia y desarrollo tecnológico.

La actividad productiva contribuye, incuestionablemente, a mejorar la calidad de vida de un pueblo, es decir, la capacidad de la economía de producir más y mejor. Es la productividad de la clase laboral del país, la que definirá el aumento o disminución del standard de vida de los bolivianos.

La historia ha demostrado que el crecimiento sostenible de largo plazo, es posible solamente si se asegura un progreso tecnológico continuo, que entre otros factores es la fuente principal de los aumentos de la productividad.

En Bolivia, la investigación, el desarrollo y la transferencia tecnológica debe ser una de las tareas de mayor importancia para aumentar la productividad en los principales sectores de la economía boliviana.

En el sector agrícola, por ejemplo, que contribuye aproximadamente con un 18% a 20% a la formación del Producto Interno Bruto, las tareas de investigación, desarrollo y transferencia tecnológica son fundamentales, ya que la única manera de aumentar los rendimientos de cosechas es a través de la introducción y desarrollo de nuevas variedades de semillas, sistemas de riego, de siembra, de cosecha, selección de los herbicidas y abonos más adecuados para cada tipo de cultivo y tipo de suelos, etc.²⁴

En los sectores de la minería y los hidrocarburos, que son los que más contribuyen a la generación de divisas con aproximadamente un 10% del PIB, la investigación, desarrollo y transferencia de tecnología resultan fundamentales para lograr el aumento de la producción.

²⁴ En el Informe de Muller y Asociados se detallan y se justifican todas las áreas en las cuales resultan fundamentales las tareas de investigación, desarrollo y transferencia tecnológica.

2.5.3.- Educación

Existe una correlación positiva entre los niveles de educación de la población, crecimiento económico y productividad. De la muestra de países analizados en el estudio publicado por el Fondo Monetario Internacional²⁵, aquellos que tienen una mayor tasa de crecimiento son Chile y Tailandia, muestran el índice de acumulación de capital humano más alto. Este índice está definido por la oferta efectiva de mano de obra que es una medida que refleja la estructura de edades y la productividad estimada en los grupos de diferentes edades, el nivel de población en edad de asistir a la escuela, el porcentaje que asiste y, finalmente, el promedio de años de asistencia a la escuela.

Para que el desarrollo tecnológico pueda ser incorporado y difundido en el proceso de producción a fin de que se aumente la productividad, se requiere una clase laboral con mayores grados de escolaridad e instrucción.

Por otro lado, el nivel de pobreza es inversamente proporcional al grado de escolaridad. Es decir que, cuanto mayor es el nivel de educación de una persona mayores son sus probabilidades de escapar a la pobreza y marginalidad, por lo tanto, la inversión que debe realizar el Estado en educación se convierte en un mecanismo eficiente para mejorar las políticas de redistribución del ingreso nacional.

2.6.- La inflación y la política económica

Aunque la política económica está logrando su objetivo, es decir, alcanzar inflación de un solo dígito a nivel nacional, ésta tuvo un alto costo en términos de la desaceleración de la actividad económica; ello explica la modesta tasa de crecimiento de la economía, el aumento de la capacidad ociosa de la industria con

²⁵ "Reinvigorating Growth in Developing Countries", Occasional Paper No139, julio 1996

relación a 1995, el bajísimo crecimiento del empleo, el envío de señales negativas al sector agropecuario y exportador y el deterioro sostenido de la calidad de las fuentes de trabajo.

Al respecto, es interesante relevar lo que dice el Fondo Monetario Internacional (FMI) , en su publicación “Perspectivas de la Economía Mundial” , de octubre de 1996: “...la relación entre la inflación y el crecimiento económico es menos evidente cuando la inflación es baja. Algunos estudios han hallado que existe una relación negativa incluso con las tasa de inflación de menos de un 5%, mientras que en otros estudios no se observa una relación negativa estadísticamente significativa cuando la inflación anual está por debajo del 8% al 10%..” Sea como fuere, pocos países en desarrollo, con tasas de inflación entre 5% y 10% han podido mantener tasas de crecimiento económico del orden del 5% al 10% .

2.6.1.- Política monetaria.

El objetivo de la política monetaria en Bolivia es lograr una meta inflacionaria preestablecida. En función de esta meta, se determina el comportamiento de los agregados monetarios. Consecuentemente, se trata de definir la meta adecuada. Al respecto, es interesante remarcar la siguiente afirmación del FMI: “...son diversas razones que se han dado para sostener que la tasa de inflación óptima no sea cero... En primer lugar, porque...una tasa de inflación ligeramente positiva fomenta la eficiencia de los ajustes entre las actividades económicas al facilitar el ajuste de los salarios reales relativos..., ...Otra razón por la que una tasa de inflación cero quizá no sea la deseable es que puede dar lugar al aumento del desempleo, por ende, a una reducción del nivel promedio del producto... Finalmente, ...una inflación ligeramente positiva aumenta la eficacia de una política anticíclica porque permite que las tasas de interés reales de corto plazo

sean negativas y, por ende, hace que la política monetaria sea más eficaz en períodos de recesión...”.

En el caso boliviano, la meta inflacionaria, ubicada entre un 5% y un 10% parecería razonable, añadiendo además, que si esta no se cumple, no es por razones de indisciplina fiscal, sino por factores coyunturales muy particulares, como por ejemplo, aumento de precios de los productos agrícolas por razones climatológicas, incremento en los precios de algunos productos importados como consecuencia de la apreciación de la moneda del país de origen, etc.; entonces no debería preocupar demasiado ni inducir a la autoridad monetaria a ejecutar políticas contractivas y recesivas cuyo costo puede ser mayor que el de haberse desviado la meta inflacionaria.

En el caso de la política monetaria alemana, que es conocida por su compromiso antiinflacionario, se observa que el Banco Central toma muy en cuenta el comportamiento del sector real de la economía. En ese sentido, aunque obviamente debe controlar la inflación, no lo hace a cualquier costo. En el período comprendido entre 1975 a 1993, el Bundesbak nunca cumplió con su meta inflacionaria. Por ejemplo entre el año 1990 y 1993, la meta inflacionaria fue del 2%, mientras que la inflación observada fue del 2.7% en 1990; 4.2% en 1991 y 3.7% entre 1992 y 1993.

2.6.2.- Política cambiaria.

Aunque, en teoría, la política cambiaria a partir de 1986 se orientó a mantener un tipo de cambio único, flexible y real, determinado a través de la oferta y demanda de dólares mediante las subastas del Banco Central de Bolivia, en la práctica, la autoridad monetaria tiene la capacidad de intervenir de tal manera que puede afectar el tipo de cambio real y efectivo.

Como se observa en el anexo cuadro 4, Principales Indicadores Monetarios, el tipo de cambio efectivo y real se ha apreciado con relación a 1995, esa es, probablemente, una de las razones por las cuales se han incrementado las importaciones de bienes de consumo aunque, al mismo tiempo, se ha contribuido a la disminución de la presión inflacionaria emergente de la apreciación real.

2.6.3.- Política fiscal.

Entre las medidas aplicadas, está precisamente la referida al destino de los recursos de la capitalización de las empresas públicas. En el anexo cuadro 5: Bolivia, Resultados del Programa de Capitalización, se muestra el valor total de la capitalización de las empresas públicas que alcanza a la suma de 1,671 millones de dólares, sin considerar la capitalización de la Empresa Metalúrgica Vinto que todavía no se ha efectuado. Se supone que el valor de las acciones de los bolivianos es, al menos, equivalente al valor del monto capitalizado y asumirse que estas acciones darían un rendimiento de por lo menos 12% por año; en consecuencia, sin considerar la venta de las acciones se tendría un ingreso anual de aproximadamente 200 millones de dólares, que debieron haberse utilizado para financiar programas de asistencia social focalizados y para aumentar el presupuesto de inversiones en infraestructura, especialmente en caminos, y no así para el financiamiento de un programa de alivio a la vejez, habida cuenta que los beneficiarios de éste son, en su mayor parte, personas de ingresos medios y altos que no requieren de ese alivio.

2.6.4.- Inversión directa y deuda externa.

El monto de la cuenta inversión extranjera aumentó de 372 millones de dólares en 1995 a 532 millones de dólares en 1996. De este total, 253 millones de dólares corresponden a las inversiones de las empresas capitalizadas (LAB, ENTEL y las

generadoras de energía eléctrica). El saldo corresponde, casi en su totalidad, a inversiones en el sector minero e hidrocarburo.

En el cuadro 6 del anexo: Estado de la Deuda Externa Pública a Mediano y Largo Plazo; se resume el estado de la deuda externa al mes de diciembre de 1996. Como se observa, el alivio a la deuda externa logrado como resultado de las negociaciones del Gobierno de Bolivia en el Club de París fue de 473 millones de dólares, con lo cual se concluyó la gestión con stock de deuda externa de 4.371 millones de dólares, de los cuales 2,743 millones de dólares, es decir el 63% correspondieron a los organismos multilaterales; 1,591 millones de dólares a países amigos, siendo los acreedores más importantes Japón y Alemania y, el resto, apenas 37 millones de dólares privados.

La deuda con los organismos multilaterales está referida a una canasta de monedas, lo que hace que las variaciones del dólar en el mercado internacional generen importantes variaciones de cambio.

Con relación a los flujos de capital, el Fondo Monetario Internacional, en su publicación “ Las Perspectivas de la Economía Mundial” de octubre de 1996, señala que”...la crisis financiera mexicana sirvió de claro recordatorio de la posibilidad de que surjan repentinos cambios en la evaluación que realicen los mercados financieros de las políticas y perspectivas económicas de un país. También existe el riesgo de contagio, en especial, a países que dependen en forma considerable del ahorro externo. Para reducir estos riesgos, es esencial que los países se aseguren, en particular, de que la gran afluencia de capital no sustituya el ahorro interno y que no de lugar a excesivas presiones de la demanda ni el recalentamiento de la economía...”

Por ello se ha insistido en que se lleve a cabo la reforma de la seguridad social como un mecanismo para asegurar al ahorro interno y fortalecer el mercado de capitales; contrariamente a esto, se estableció el Bonosol, ahorro interno que estará destinado al consumo y no al fortalecimiento de la inversión²⁶.

2.6.5.- Reservas internacionales netas.

En el anexo cuadro 7: Reservas Internacionales Netas Ajustadas; se muestra la evolución de las reservas internacionales del país. Como se observa en dicho cuadro, la ganancia neta de 300 millones de dólares corresponde prácticamente a la ganancia neta de divisas ya que las demás cuentas no sufrieron modificaciones durante 1996. Un aspecto que se debe señalar es que en las obligaciones de corto plazo, no se registran las obligaciones en dólares por concepto del encaje legal del sistema bancario ni las obligaciones en dólares que tiene el Banco Central de Bolivia con el público por concepto de los instrumentos de la deuda pública, como son las Letras de Tesorería (LT's) y los Certificados de Depósito (CD's). Aunque esto es correcto desde el punto de vista metodológico con el FMI, empero, debido al elevado grado de dolarización de la economía boliviana, al peso del encaje legal y al stock de Letras de Tesorería denominado en dólares en los pasivos del Banco Central de Bolivia; estas obligaciones deberían ser tomadas en cuenta para el cálculo de las reservas internacionales netas.

2.6.6.- Fondos mutuos

Como se muestra en el anexo cuadro 8: Evolución de los Fondos Comunes de Valores, existen seis Fondos Mutuos, cuyo volúmen de captaciones creció de 61,96 millones de dólares en enero de 1996 a 133 millones de dólares en

²⁶ Ver informe No 103 " Reforma de Pensiones, el sistema de Capitalización Individual" mayo-junio 1996.

diciembre de 1996, que corresponden a depósitos de 5,100 personas, tanto naturales como jurídicas.

Del total de las inversiones de los Fondos Mutuos, el 65% corresponde a depósitos a plazo fijo en el sistema bancario; 7% a depósitos a plazo fijo en los Fondos Financieros Privados (FFP's) y el 13% a Letras de Tesorería. Adicionalmente, tienen un 5% en operaciones de reportes, la mayoría de las cuales son reportes de Depósitos a Plazo Fijo en los bancos del sistema.

La rentabilidad de los Fondos Mutuos, como se muestra en el anexo cuadro 9: Fondos de Valores, Rendimiento Anual Nominal 1996, ha ido disminuyendo acompañado de la caída de las tasas pasivas del sistema bancario.

2.6.7.- Perspectivas.

Se ha cumplido con la meta inflacionaria sacrificando las posibilidades de un mayor crecimiento económico, por ende, de una mayor generación de empleo. Se estima que el crecimiento de la economía en 1996 estuvo en el orden del 3.6%, bastante inferior a la tasa del 5% prevista por el Gobierno. En el anexo cuadro 10: Clasificación de Cartera por destino del Crédito del Sistema Bancario, se muestran las tasas estimadas de crecimiento por sector económico.

En lo que se refiere al empleo, se prevé que no se han creado más de 55.000 empleos en 1996 y, en términos de una mejor redistribución del ingreso a nivel regional, los resultados han sido modestos debido, en parte, a los retrasos en el desembolso de los recursos de la Participación Popular. En términos poblacionales, parecería ser que la redistribución del ingreso ha sido regresiva.

La política monetaria antiinflacionaria del Gobierno fue ejecutada principalmente a través de operaciones de mercado abierto (con la venta de Letras de Tesorería) y de restricciones del crédito interno a entidades públicas (Alcaldías principalmente)

y al sector privado. Esta forma de operar tuvo como resultado una contracción excesiva de la liquidez en la economía que afectó el crecimiento del PIB, del empleo y del ingreso de las personas.

La política fiscal también estuvo enmarcada en la priorización del cumplimiento de la meta inflacionaria a través de un riguroso control del déficit fiscal. La disminución de éste en 1996 (sin considerar los ajustes por el sistema de pensiones) con respecto a la gestión anterior, tuvo un efecto en la actividad económica del país, lo que ocasionó una reducción de la demanda agregada por bienes y servicios. El financiamiento del déficit fue realizado a través de la emisión de Letras de Tesorería, principalmente. Si bien este mecanismo ayudó a solventar las finanzas públicas, al mismo tiempo, restringió las disponibilidades para la inversión privada (crowding out).

Para 1997, el Gobierno ha estimado un crecimiento del PIB de 5.2%; 4.3% durante el primer semestre y 6.1% en el segundo semestre. Estas metas parecen optimistas aún considerando las inversiones que se estima serán realizadas por las empresas capitalizadas durante la presente gestión. Otro de los factores que podría afectar el nivel de las inversiones y por ende el crecimiento, es el cambio de gobierno.

La meta inflacionaria para 1997 es del 7.5%. El cumplimiento de esta meta dependerá, en gran medida de la disciplina fiscal que se ejerza durante el primer semestre del año, es decir, durante el período electoral, de la política de precios de los carburantes que se ejecute como consecuencia de la capitalización de YPFB y del comportamiento del sector agropecuario.

El tipo de cambio promedio para 1997, ha sido estimado en Bs. 5,34 por dólar, lo que equivale a una variación de 4.3% con relación al promedio utilizado por el Gobierno en 1996, que fue de Bs. 5,12.

La meta de déficit del sector público para 1997 es de 2.6% del PIB. El cumplimiento de esta meta dependerá de la forma en que se contabilice el déficit de seguridad social y la capacidad del Gobierno para mantener una disciplina fiscal en el período electoral.

Es difícil prever para 1997, un aumento del empleo significativamente mayor al registrado en 1996, habida cuenta que gran parte de la inversión privada se orientará hacia sectores intensivos de capital.

Corolario: Existe una tendencia al incremento sustancial en los egresos de capital. La inversión pública se constituye en el motor principal del crecimiento de la economía. Existe una relativa estabilidad de precios y crecimiento de la economía. Existe un spread bancario muy alto, que encarece el crédito y la inversión. Mantenemos un flujo neto positivo como diferencia entre desembolsos y servicio de la deuda, pero, no salimos de destinar una gran mayoría de los prestamos para pagar el servicio de la deuda. Existen las condiciones básicas para el desarrollo de un mercado de capitales, la política económica vigente garantiza el mantenimiento de la estabilidad de precios. Es preciso lograr una baja mas pronunciada en las tasas de interés de manera que la bolsa de valores pueda participar competitivamente en la asignación de recursos y rendimiento de capital. Para desarrollar el mercado de capitales es preciso también realizar reformas en otros sectores de la economía como ser: corregir el atraso en los salarios, reducir los costos de servicios como luz, agua, transporte, etc. Existe una relación inversa ente inflación y desempleo. La capitalización de las empresas estatales no ha

permitido al país el ingreso de capital como se lo esperaba. La estabilidad macroeconómica no es suficiente para que los países ingresen en la senda del crecimiento sostenible, especialmente aquellos donde los ingresos son bajos y donde se presenta una débil estructura social, económica e institucional. La inversión depende fundamentalmente del ahorro interno. Existe la hipótesis de que los flujos de capital externo tienen un impacto negativo en el ahorro interno. La dependencia del proceso de inversión al ahorro externo es poco conveniente, entre otras razones, porque la economía se hace mas vulnerable a los shocks externos. La inversión extranjera y la deuda externa, deberían servir para complementar las necesidades del financiamiento de la inversión con ahorro interno y no viceversa. Existe una correlación positiva entre los niveles de educación de la población, crecimiento económico y productividad. Existe un potencial de 200 millones de dólares provenientes de la capitalización que podrían dinamizar el mercado de capitales en directo beneficio del nivel de vida de los bolivianos. Está latente la posibilidad de que surjan repentinos cambios en la evaluación que realicen los mercados financieros de las políticas y perspectivas económicas de un país. También existe el riesgo de contagio, en especial, a países que dependen en forma considerable del ahorro externo. Para reducir estos riesgos, es esencial que los países se aseguren, en particular, de que la gran afluencia de capital no sustituya el ahorro interno y que no de lugar a excesivas presiones de la demanda ni el recalentamiento de la economía.

Capítulo Tercero

El Mercado de Capitales en Bolivia

El presente capítulo tiene por objeto analizar la importancia relativa del mercado de capitales, la composición en éste de las operaciones de emisión primaria y secundaria y las proporciones de papeles privados y públicos que operan en la bolsa. Asimismo se analizarán las transacciones realizadas desde su inicio hasta el año de 1996 destacando sus principales características y tendencias.

3.1.- Antecedentes 1989-1993

En Bolivia cuando se habla de sistema financiero se hace referencia, en términos de mercado, al mercado financiero sea bancario o no, el mercado de seguros y el mercado de valores que opera a través de la Bolsa Boliviana de Valores y la Bolsa de Valores de Santa Cruz de la Sierra. A este último se lo llama, mercado de capitales y es el objeto central de estudio del presente trabajo. El mercado de valores es marginal respecto a la totalidad del mercado financiero debido en gran parte, al carácter reciente de sus actividades.

No obstante su marginalidad, el mercado de valores, está en un proceso de crecimiento sostenido; desde 1989 año que empezó a funcionar como tal, mantiene una influencia cada vez mayor en el mercado financiero. También es necesario destacar que la participación del sector privado en la composición de la Oferta Privada (OP) es cada vez de mayor importancia.

En el año 1989 el total de la OP representó un 45.3% del Ahorro Financiero y un 49.8% del total de la Formación Bruta de Capital Financiero (FBKF). Siendo este año el de mayor OP en los últimos 12 años, al haberse lanzado al mercado \$us 138.9 MM en Certificados de Depósito (CD`s) del Banco Central y al ser estos el

38.3% del total de OP, además se debe considerar que ese año fue el de la recompra de la deuda externa, por lo que se emitieron a nivel internacional y no en las bolsas, \$us 221.76 MM de fondos para su canje.²⁷

La menor relación entre OP y Ahorro Financiero (AF) se presentó en 1987 cuando sólo alcanzó a un 1.9%. Sólo a partir de 1991 se registran estadísticas de OP del sector privado, puesto que en 1989 funcionó la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) sólo con CD's del Banco Central.

El Ahorro Financiero (AF) en contraste, mantuvo un crecimiento sostenido después de iniciado el proceso de estabilización en el año 1985, con un crecimiento de 403.8% acumulado hasta el año 1992. Siendo el crédito bancario y no bancario la principal fuente de financiamiento de la inversión.

En cuanto a la FBKF, se pueden hacer las mismas relaciones, confirmando la escasa participación del mercado de valores en la constitución de la inversión. En el año de mayor Oferta Privada, 1992, se observa que ésta sólo alcanzó un 6.8% de la FBKF privada, siendo este año (\$us 442.54 MM) el de mayor FBKF después de 1981 (\$us 752.82 MM).

El crédito es la fuente de mayor incidencia en la FBKF, en 1992 se tuvo un total de crédito al sector privado de \$us 2.130.42 MM que fue el mayor monto histórico de la serie y se observó un crecimiento importante, pero menos que proporcional de la FBKF privada a \$us 442.54 MM. Esta cifra significó un 7% del PIB, que si se le quita el margen de reposición del capital, sigue siendo reducida. Ver anexo cuadro 11: Bolivia, Importancia Relativa del Mercado de Capitales.

El AF en 1992 significó el 27.04% del PIB, siendo de esta manera el año de mayor AF relativo. La misma relación la podemos observar a partir de 1989. No

²⁷ Datos obtenidos de la obra de Fernando Campero Paz, ob. cit.

obstante de tener valores menores a 1980, 1981 y 1982 en términos de dólares de 1992, la participación porcentual respecto al PIB es mayor.

En cuanto a los años 1983-1987, en las cifras del AF y en lo observado en el anterior capítulo, donde es el Estado que asume la expansión del crédito, se puede observar la influencia del proceso inflacionario. En la FBKF también se nota la diferencia entre la participación privada y la estatal, esta última no baja proporcionalmente a la segunda, en los años de la inflación. Manteniéndose las cifras relativamente constantes desde 1983 hasta 1991 en términos de total de la FBKF. El salto se da el año 1993, con un mayor crecimiento tanto de la participación pública como privada, donde la Oferta Privada tiene una incidencia que intenta salir del margen.

3.2.- Mercado primario y secundario, 1989-1993

El mercado de valores boliviano sólo funciona, como se vió anteriormente, de manera formal a partir 1989, no obstante que las operaciones de mercado abierto ya lo hacían desde 1987, con la emisión de CD's. Es por esta razón, que la emisión primaria y en especial la privada es poco significativa. Ver anexo cuadro 13: Bolivia, Importancia Relativa del Mercado Primario.

Como se puede observar, la emisión primaria en los últimos años, es esencialmente pública pasando un 100% en 1988 y 1989 a un 98.96% y 95.61% en 1990 y 1991. A partir de 1992 se tiene una mayor participación del sector privado en las emisiones privadas con un 26.77% de éstas. Lo más notable es la inexistencia de acciones que hayan sido emitidas y puestas a su venta en el mercado de valores, tan sólo existen bonos de bancos que serán redimidos obligatoriamente por acciones en un plazo determinado.

Nuevamente se muestra el escaso desarrollo del mercado de valores, debido al poco tiempo de su creación y a una serie de elementos que no permiten su desarrollo como aquellos de carácter legal, de la estructura de la propiedad societal de las empresas, de las instituciones gubernamentales reguladores del mercado y del accionar del sistema bancario al respecto.

En el mercado secundario la tendencia de poco uso del mercado de valores en la realización de transacciones privadas es aún mayor. Tan sólo un 7.04% de éstas contaban con títulos emitidos en el sector privado durante el año 1992, siendo este año el de mayor dinámica del mercado bursátil. Ver en anexo cuadro 14: Bolivia, Composición del Mercado Secundario Bursátil.

Este fenómeno de usar menos el mercado secundario con papeles privados, muestra por el lado de la demanda bursátil, la mayor confianza en los títulos estatales, y por el lado de la oferta, la menor necesidad de financiar liquidez inmediata con valores privados, denotando una mayor confianza de mediano plazo de parte de los tenedores de títulos privados.

Por otro lado, se observa que el año de mayor cantidad de transacciones realizadas en el mercado secundario es 1990, no obstante de no ser el de mayor emisión primaria (1991 con \$us 156.7 MM). Esto se debe por un lado a la participación del Banco Central en las operaciones secundarias, (a partir de Septiembre de ese año no hace más operaciones en el mercado secundario) y por otro al monopolio absoluto que tenían los CD's del Banco Central en las operaciones del mercado secundario.

El grado de evolución del mercado financiero de un país, refleja de alguna manera su nivel de desarrollo económico. A partir de la estabilización de la economía boliviana en 1986, también se ha consolidando el sistema financiero, mostrando

un aumento constante en los depósitos y en la cartera bancaria a partir de esa fecha. De la misma manera, se verifica una disminución en las tasas de interés activas y pasivas de los bancos, indicando una mejora relativa en la eficiencia del sistema.

A pesar de estos indicadores alentadores, la situación del sistema financiero podía ser mejorada, por esta razón, se elaboró la Ley del Banco Central para dotar de mayor independencia al órgano emisor, y de esta manera obtener mejores resultados en la política monetaria.

3.3.- Transacciones realizadas 1994-1996²⁸

Sin lugar a duda todo acontecimiento se refleja en el comportamiento de las operaciones e inscripciones de títulos valores en el mercado de valores, cuyo comportamiento y niveles alcanzados pueden resumirse del siguiente modo: los volúmenes de operaciones en la rueda de la bolsa experimentaron una disminución respecto a las dos gestiones anteriores, alcanzando a \$US 936 millones, de las cuales las operaciones con acciones apenas fueron de \$US 3.3 millones, en tanto que en las gestiones de 1994 y 1995 se alcanzaron niveles de operaciones de renta fija de \$US 1020 millones y de \$US 1050 millones, respectivamente.

La estructura de instrumentos transados muestra que durante 1996, las Letras del Tesoro fueron las de mayor negociación alcanzando un 48% de participación, seguidas por los DPF's con un 37%, los bonos de Tesoro con un 7% y los Bonos del sector privado representaron en conjunto el 5%. Ver anexo cuadro 15: Bolsa Boliviana de Valores, Volumen de Operaciones en Rueda.

²⁸ Datos obtenidos de publicaciones realizadas por Marcelo Montero N.P., Gerente General de la Bolsa Boliviana de Valores, 1997

Resalta en el análisis de esta estructura de operaciones, la importante participación alcanzada por los títulos valores fiscales, resultando de la activa participación del Banco Central en el mercado de dinero y de las atractivas tasas de rendimiento con que se emitieron durante la primera fase del año, que permitieron que las Letras del Tesoro sean el instrumento más transado.

Las inscripciones de bonos privados alcanzaron un monto de \$US 2.3 millones, frente a volúmenes de \$US 23.8 millones en 1994 y de \$US 2.0 millones en 1995, lo que muestra entre otros factores, la influencia de la liquidez bancaria, la poca importancia asignada por la empresa privada a este mecanismo de financiamiento y la influencia de las tasas de interés de los instrumentos fiscales. Ver anexo cuadro 16: Bolsa Boliviana de Valores, Participación de Instrumentos en Operaciones de Rueda.

La inscripción de acciones alcanzó a \$US 32.8 millones, prácticamente la mitad de las efectuadas durante 1995 año en el que alcanzaron la cifra récord de \$US 69.7 millones. Las tasas de rendimiento en la gestión 96 presentaron una tendencia hacia la baja, aunque experimentaron fuertes variaciones en el curso de las negociaciones, como resultado principalmente de la alta liquidez del sistema bancario, que enfrentó dificultades en su colocación, presionando de esta manera las tasas de negociación en la rueda hacia abajo, reforzando el efecto de la política del Banco Central, para la segunda parte del año 96, que ha sido de reducir las captaciones de recursos del sector privado a través de fuertes reducciones en sus tasas de rendimiento. Ver anexo cuadro 17: Bolsa Boliviana de Valores, Tasas de Rendimiento Promedio Ponderadas.

De esta manera, las tasas de interés que en promedio para moneda extranjera se encontraban alrededor del 13%, después de una elevación en los meses de

febrero a mayo, con la política del Banco Central y el crecimiento de depósitos en el sistema bancario, inician un sostenido descenso alcanzando a un 7.6% a fines de la gestión 96.

En cuanto al comportamiento de los agentes, éstos no modificaron su conducta, pues continuaron operando mas en el mercado extrabursátil que en el bursátil. Durante 1995, las operaciones en rueda alcanzaron a \$SU 1050 millones frente a \$US 1792 del mercado extrabursátil y, en 1996 las operaciones en la rueda alcanzan a \$US 935 millones, frente a alrededor de algo mas de \$US 1700 millones que alcanzarían a fines de la gestión (considerando el período enero a mayo que no fue registrado), representando esta situación una relación de operaciones extrabursátiles de algo mas de 1.8 veces, frente a un 1.7 que representó en 1995.

Los agentes que mayores transacciones realizaron en la rueda de la bolsa durante la gestión 96 fueron en primer término la Agencia de Bolsa BANCruz S.A. con \$US 498.5 millones, seguida a bastante distancia por Valores Unión S.A. con \$US 225.2 millones, Credibolsa Agente de Bolsa S.A. con un monto de \$US 200 millones y Nacional de Valores S.A. que transó \$US 166.1 millones. El resto de las Agencias de Bolsa transaron montos de entre \$US 6 millones y \$US 160 millones. Ver anexo cuadro 18: Volumen transado en Rueda por Agentes de Bolsa.

En lo que respecta a las operaciones con acciones, cabe destacar a BISA, Agente de Bolsa S.A., que negoció \$US 2.9 millones en acciones de su grupo financiero y el importante papel que jugó en el año la agencia Panamericana Securities S.A. en los remanentes de acciones de las empresas no inscritas en la Bolsa, las cuales ascendieron a \$US 360 mil dólares y en otras operaciones

de acciones en la rueda, alcanzaron en conjunto algo mas de \$US 2.1 millones, seguida de la Agencia de Bolsa BANCROUZ con \$US 934 mil.

Asimismo, es destacable no por el monto sino por lo que al despertar del mercado accionario se refiere, la participación en estas operaciones de las agencias de Valores Unión S.A., BBA Valores Agentes de Bolsa S.A., Probolsa S.A., y BHN Valores S.A., presentándose la coincidencia de que siete agencias participaron en este mercado por primera vez en los siete años de funcionamiento de la Bolsa.

3.4.- Bolsa de valores

El volumen de las operaciones en la rueda de la Bolsa Boliviana de Valores, tal como se muestra en el cuadro 15 del anexo, disminuyó en 11% con relación a 1995. En el cuadro 16 se muestra el detalle de los instrumentos transados: 47% corresponde a Letras de Tesorería (LT's); 37% a Depósitos a Plazo Fijo (DPF's) del sistema financiero y 4.4% a bonos bancarios. Estos guarismos muestran la poca diversificación de los instrumentos financieros disponibles en el mercado boliviano del dinero. Se espera que esta situación cambie en el futuro, una vez que las empresas capitalizadas empiecen a inscribir instrumentos de deuda y sus acciones en la Bolsa Boliviana de Valores. Asimismo, se prevé que una vez que empiecen a operar las Administradoras de los Fondos de Pensiones (AFP's) se generen los incentivos para los instrumentos de deuda.

En lo que se refiere a bonos de deuda, el sector privado en 1996 inscribió bonos por valor de 2.3 millones de dólares e instrumentos de renta variable (acciones) por valor de 32.8 millones de dólares. En su mayoría, estas acciones corresponden a instituciones bancarias que durante 1996

aumentaron su capital para mantener los niveles de adecuación patrimonial exigidos por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras.

Se estima que las emisiones de instrumentos de renta fija en 1997 serán bastante superiores a las de 1996, varias empresas como Inmobiliaria Kantutani, Sagic, SOBOCE, etc., han anunciado la posible emisión de bonos en 1997.

En el cuadro 17 del anexo, se muestran las tasas de rendimiento por instrumento para principios y finales de gestión. La tendencia de las tasas de rendimiento de los diferentes instrumentos de renta fija fue hacia la baja. Ello en razón de que el crecimiento de los depósitos en el sistema bancario fue mayor que el crecimiento de la cartera, lo que generó un elevado nivel de liquidez en el sistema bancario, el mismo que fue invertido en Letras de Tesorería que el Banco Central de Bolivia ofertaba a tasas de interés cada vez menores.

En 1997, los bancos deben aumentar su capital para poder ampliar su cartera o, en su defecto, ajustar sus niveles de liquidez a través de la disminución de tasas de interés pasivas con el propósito de incentivar la salida para readecuar su estructura de activos y pasivos.

En todo caso, las líneas de crédito externas en 1996 disminuyeron en aproximadamente 20 millones de dólares. Los bancos que disminuyeron sus pasivos con los bancos extranjeros fueron : El BHN Multibanco, Banco Industrial S.A., Banco de La Paz S.A. y Banco de Crédito.

En el cuadro 18 del anexo, se muestra el volumen transado por Agente de Bolsa. Las transacciones de instrumentos de renta fueron de apenas 6.1 millones de dólares y las de renta fija fueron de 1.854 millones de dólares. El

principal agente de bolsa es Bancruz, con un monto transado de 499 millones de dólares , que corresponden a un 30% del mercado de instrumentos de renta fija.

En el cuadro 19 del anexo: Subasta de Acciones no Registradas en Bolsa, se muestra el detalle mensual de los volúmenes subastados de acciones no registrados en la Bolsa Boliviana de Valores durante la gestión 1996. Se ofertaron acciones por un valor de casi 1.7 millones de dólares y se adjudicaron apenas por un valor de 350 mil dólares.

3.5.- Competitividad

El acceso al crédito por parte de la micro empresa, pequeña empresa y de manera general del sector informal es bastante limitado, por lo que se está creando un sistema de financiamiento autosostenible a partir de la banca de segundo piso y los Fondos Financieros Privados (FFPs) que incentivarían una colocación de recursos más equitativa y la captación masiva, por el sistema del ahorro interno.

El Estado en Bolivia ha jugado un rol activo en la economía, no solo en el diseño de políticas, sino también en el papel de empresario. A partir de 1985, el rol del estado es redefinido, asignándosele sólo aquellas funciones de dotación de infraestructura básica y social, dejando al sector privado la exclusividad para liderizar el desarrollo productivo del país.

Con la transferencia de las empresas públicas al sector privado a través de los procesos de capitalización y privatización se espera incrementar la eficiencia y dinamismo en estos sectores donde el Estado operaba activamente.

La regulación a ser implantada en Bolivia luego de los procesos de capitalización y privatización jugará un rol determinante en el éxito de estas

políticas. Actualmente la regulación podría decirse que crea costos innecesarios que de alguna manera impiden el desarrollo productivo; el sistema legal no incentiva el incremento de la inversión privada ya que las leyes administrativas e instancias especializadas en asuntos comerciales no son del todo precisas y transparentes; esto podría provocar disputas regulatorias entre reguladores y agentes privados y largos procesos de resolución de conflictos, creando la posibilidad de abusos de poder de ambas partes.

Conceptos legales claros para la propiedad privada y los contratos son muy importantes en economías de mercado, ya que reducen riesgos y costos de transacción; en el caso de Bolivia, el cumplimiento de los contratos a través del sistema legal es aún un proceso bastante lento e incierto.

Un país difícilmente tiene éxito internacionalmente si no existe una competencia en los mercados domésticos o, cuando la competencia está limitada por políticas gubernamentales o acuerdos informales. Una forma de incrementar la competencia es a través de la desmonopolización y privatización. Estas acciones no solamente aumentan la competencia directamente, sino crean efectos positivos indirectos en otras industrias que compran y venden productos de los sectores desregulados o en sectores que han sido privatizados.

En Bolivia, además de transferir las empresas del Estado al sector privado a partir de los procesos de capitalización y privatización, se pretende incrementar la competencia con la aplicación de medidas antimonopólicas enmarcadas dentro del SIRESE (Sistema de Regulación Sectorial) y con una

política comercial acorde con las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC).²⁹

Las empresas en Bolivia si quieren incrementar sus ventajas competitivas necesitan incorporar estrategias de acción a su administración, poniendo énfasis en el desarrollo de los recursos humanos y la investigación. La orientación “estilo familiar” de las empresas debe ser reforzada por estructuras administrativas más profesionales. La introducción de ejecutivos competitivos, tecnologías de información modernas y controles de calidad más dinámicos permitirán que las empresas en Bolivia crezcan en escala y complejidad a niveles que difícilmente un gerente pueda supervisar personalmente.

El sector privado tiene un papel importante en este proceso, que puede ser profundizado a través de las distintas Instituciones Privadas de Desarrollo Social (IPDS), que de forma creciente dirigen sus esfuerzos para la capacitación y gestión administrativa. Entre algunas de estas instituciones se menciona a FIE (Fomento a las Iniciativas Económicas), CIDRE (Centro de Investigación y Desarrollo Regional), FUNDAPRO (Fundación de Apoyo a la Producción) e INASET (Instituto de Asistencia Social Económica y Tecnológica).

Además, será fundamental la participación de las cámaras sectoriales, Cámara Nacional de Industria, Cámaras Departamentales, Confederaciones de Empresarios, Federaciones y Gremios, que de alguna manera están relacionados con la actividad productiva.

²⁹ Se debe recordar que Bolivia es uno de los países con menores restricciones al Comercio Internacional dentro de las naciones Latinoamericanas. Ver a este respecto Rajapatirana (1995).

3.6.- Apertura de mercados

Uno de los obstáculos básicos para el desarrollo de las empresas nacionales en condiciones competitivas es la estrechez de los mercados domésticos para sus productos; que se manifiesta no sólo en términos del número de potenciales compradores, sino también en función al bajo nivel de poder adquisitivo de la mayoría de ellos.

1996 fue un año contradictorio, pues, por una parte, acontecimientos económicos trascendentales para la vida económica del país han concluido y se han adoptado también importantes medidas para la consolidación y desarrollo del mercado de valores; por otra parte, en el desarrollo de tales acontecimientos, tanto por la forma de hacerlos como por lo que se ha dejado de hacer, se han dado malas señales par el desarrollo del mismo.

En cuanto a los acontecimientos positivos, cabe destacar la incorporación de las operaciones extrabursátiles que realizan los agentes de bolsa a los registros y estadísticas del mercado de valores y el avance en el proceso de autorregulación de la bolsa, que en este caso específico, ha permitido una mayor transparencia del mercado al uniformar los tratamientos de las operaciones de cruce de registro y brindar información al mercado sobre los términos y condiciones en que se efectúan tales operaciones.

Cabe destacar el logro de oportunidades de liquidez a diversos socios minoritarios de empresas a través del mercados de subastas de acciones no inscritas en la bolsa, que permitieron la movilización de acciones de la Cervecería Boliviana Nacional, ENDE, ENTEL, ENFE, Guarachi, Valle Hermoso, Corani y BHN Multibanco.

Debe resaltarse también entre los hechos positivos y prometedores para el desarrollo del mercado de valores los casi concluidos procesos de capitalización y la reforma del sistema de pensiones, llamados a dotar a nuestro mercado de liquidez y profundidad requeridas para permitir su desarrollo y su inserción en el contexto mundial, por supuesto, con una reglamentación acorde con sus objetivos.

Sin embargo, los aspectos negativos para el mercado de valores nacen del desconcierto que produce la forma de evolución de la economía, de la falta de transparencia en los procesos de transformación, del desamparo y despreocupación de las autoridades encargadas de regular y controlar el sector y de la ausencia de una legislación moderna que permita dinamizarse y prepararse para la supuesta futura etapa que le correspondería jugar en el nuevo sistema económico instaurado con la capitalización y la reforma del sistema de pensiones.

El desconcierto nace fundamentalmente del hecho de ver cómo la economía, que de acuerdo al modelo impuesto desde 1985 debía ser de libre mercado se va estructurando en función de monopolios, oligopolios y concesiones especiales que se otorgan a las empresas extranjeras para lograr que éstas se constituyan en los socios estratégicos de las empresas capitalizadas y, cómo se dificulta e imposibilita la participación del empresariado nacional en estos procesos. Por ejemplo, mientras el Parlamento discutía el Proyecto de Ley de Pensiones y su reglamento, paralelamente, eran negociados y consensuados directamente con las empresas interesadas, imponiéndose como Ley finalmente acordada con ellas.

El desconcierto se hace aún mayor al observar que el empresariado nacional no asume con agresividad el reto de crecimiento, desarrollo y subsistencia que debe enfrentar como resultado de la incorporación de Bolivia al MERCOSUR y la inevitable reactivación del Pacto Andino, que requieren de profundas transformaciones en nuestras empresas, en cuanto a la calidad, cantidad, rentabilidad y competitividad.

Estos procesos, demandan importantes cantidades de recursos, que para ser obtenidos en condiciones que permitan la transformación, deben ser buscados en los mercados de capitales, pues dada la estructura del crédito bancario y las regulaciones existentes, constituyen al igual que en todos los países del mundo, el único medio de obtener financiamiento de largo plazo y en condiciones financieras compatibles con la necesidad de enfrentar con éxito los retos de la integración y globalización de las economías.

La falta de transparencia, uno de los mas arteros enemigos de los mercados de capitales, tuvo sus grandes exponentes en el desconocimiento que el país tuvo y tiene de los compromisos contraídos con las empresas capitalizadas, como por ejemplo, las garantías de rentabilidades mínimas, las exigencias planteadas de inversión en cuanto a monto, tipo y plazo de las mismas, las implicaciones de la desregulación de precios internos y finalmente de la imposibilidad de conocer la situación económica y financiera de las empresas capitalizadas de las cuales hoy los bolivianos aún son dueños del 50%.

Prácticamente ha terminado el proceso de capitalización y ninguna de las empresas ha inscrito sus acciones en la bolsa, de manera de otorgar por este medio a los accionistas el derecho que les asiste de conocer la situación económica, financiera y administrativa de las inversiones y toda otra

información relevante de la empresa. El proceso de desinformación respecto a estas empresas es mayor que antes, pues cuando aún eran estatales por lo menos una vez al año eran conocidos sus presupuestos al ser tratados en el Parlamento.

Por otra parte, la Comisión Nacional de Valores (CNV) tuvo nuevamente que enfrentar la indiferencia de las autoridades, que la mantuvieron por un periodo más sin presupuesto adecuado y sin un nombramiento rápido y oportuno de sus autoridades, todo lo cual redundó en una pérdida de efectividad en el cumplimiento de su misión como entidad encargada de impulsar el desarrollo del mercado de valores, retrasando la realización de urgentes tareas que requiere el mercado.

Si bien el mercado de valores cuenta con una legislación contenida en el Código de Comercio, la dinámica propia de estos mercados la torna ya insuficiente para permitir su desarrollo e inserción en el concierto mundial.

La Ley necesita ser modernizada permitiendo, entre otros, cambios en los sistemas de transferencia de la propiedad de los valores, transferencias electrónicas, desmaterialización de títulos, participación de otro tipo de intermediarios y de empresas en el mercado, procesos de titularización y creación de custodios centrales de valores.

En 1997 se elaboraron dos proyectos de ley, uno por parte de la Comisión Nacional de Valores y otro por consultores contratados por el convenio de colaboración del gobierno de Suecia a la H. Cámara de Diputados. Finalmente, la Comisión Nacional de Valores logró estructurar un proyecto consensuado con los participantes del mercado de valores, el mismo que se remitió a las autoridades respectivas.

Asimismo se conoce que un grupo de técnicos del gobierno se encuentra desarrollando por su cuenta un nuevo proyecto, sin que se conozca su contenido ni figure ninguna agenda del H. Congreso Nacional para su discusión y aprobación.

3.7.- Determinantes del comportamiento del mercado bursátil.

La característica del mercado bursátil está dada, como lo vimos antes, por la inexistencia de emisión de acciones, se emiten y transan sólo papeles de corto y mediano plazo y los volúmenes relativos son pequeños.

Entre las causas que no permiten un desarrollo cuantitativo y cualitativo del mercado bursátil podemos citar:

- La política económica que si bien permitió la estabilidad y la instauración del modelo, tiene aspectos que retrasan este desarrollo.
- Las tasas de interés generales de la economía aún son muy altas y encarecen las posibilidades de inversión.
- El costo de los productos energéticos, por encima de los precios internacionales encarece el producto final, haciendo los bienes poco competitivos, además del retraso cambiario respecto a la inflación.
- Un excesivo control de medios de pagos que no permite un crecimiento dinámico de la demanda agregada.
- La tributación que afecta el desarrollo de las inversiones.
- La competencia bancaria que desde dentro y fuera del mercado compite y desincentiva la utilización del mercado bursátil como fuente de financiamiento.
- La corrupción del Poder Judicial, que no da confianza en el cumplimiento de las reglas de juego establecidas, tanto legales como estatutarias y reglamentarias.

- El temor de los detentadores de la propiedad de las empresas a perder el control de las mismas, al permitir menores porcentajes de propiedad accionaria y la transparencia de los resultados contables.
- La estructura accionaria de las empresas, es de tan sólo un 5% de Sociedades Anónimas, un 85% son Sociedades de Responsabilidad Limitada y un 10% son Unipersonales.³⁰ Las rentabilidades relativas no permiten una dinámica continua de inversión, puesto que las tasas de interés bancarias pasivas y activas son excesivamente altas.

Este conjunto de elementos hicieron que las inversiones en general y aquellas que pasaron por el mercado bursátil, sean reducidas.

Corolario: En Bolivia funciona la Bolsa de Valores desde 1989 y a consecuencia de los procesos de desarrollo, liberalización y reforma financiera encaradas por el gobierno, se dieron los primeros pasos hacia las operaciones en la bolsa, con el inicio de operaciones de la Bolsa Boliviana de Valores, sobre una base legal estrecha, en realidad restringida al Código de Comercio, Ley Orgánica de la Comisión Nacional de Valores, circulares de la Comisión y reglamentos de la Bolsa Boliviana de Valores. Desde que funciona la Bolsa de Valores, el crecimiento del mercado se caracterizó por operaciones con título valores de renta fija, especialmente en CD's, DPF's y LT's; consiguientemente, el continuo aumento en el volumen de operaciones no ha sido suficiente para darle profundidad al mercado. En años pasados las autoridades económicas del país decidieron pensar y dedicar algunos esfuerzos hacia el desarrollo de los mercados bursátiles, no obstante no se

³⁰ Estos datos se obtuvieron del Instituto Nacional de Estadística.

han tomado las medidas necesarias. El Mercado Bursátil tiene un desarrollo reciente y un carácter incipiente dentro el Mercado de Capitales como conjunto. Existe una excesiva dolarización de la economía en general y del Sistema Financiero en su conjunto, lo que reduce eficacia a la política monetaria y no permite contar con estadísticas confiables sobre las principales variables financieras. Existe un importante potencial de recursos (los de la Seguridad Social) que podrían ser canalizados a través del mercado bursátil, dando una inyección de recursos interesante que mejoraría la oferta de dinero y por ende una posible baja su precio. Se debe lograr un baja sustancial de tasas de interés, a través de una política fiscal más conservadora, lo que permitirá ser más expansivos con el sector privado a través de la banca. Además se debe buscar una mayor apertura y concurrencia del mercado financiero, con la inclusión de un mayor número de entidades financieras. La posibilidad de aperturar el mercado financiero y bursátil a la integración y a través de ésta a una saludable transitabilidad de capitales en la región, permitirá una mayor oferta de éstos y por ende una baja en su precio. Si se logra una reducción sustancial en el déficit fiscal y una política monetaria más expansiva, se tendrá un crecimiento de la demanda agregada, mayor producción e importación, permitiendo un mayor crecimiento de la demanda de dinero para inversiones. Se logró la exención del Impuesto a las Transacciones a toda emisión primaria y transacción secundaria que se realice a través de la bolsa como un incentivo al desarrollo de ésta. Para el desarrollo del Mercado de Capitales es importante la reestructuración y moralización del Poder Judicial, que permita una mayor confianza en las reglas del juego y permita una mayor inversión y cambio en la estructura

accionaria de las empresas. La actual Ley de Bancos y Entidades Financieras, permite una mayor concurrencia y competencia en el mercado financiero, al permitir la instalación de una mayor cantidad de entidades financieras y una mejor regulación de éstas. Se debe hacer extensible este criterio a la futura Ley de Valores. Es necesaria una mayor apertura del mercado bursátil, a través de la integración de éste a los de la región. Esta política se la debe implantar con una armonización de políticas económicas, tributaria, legal y reglamentaria, relacionadas a la transitabilidad de capitales. Hasta el año de 1992 no existían acciones privadas emitidas y puestas a la venta en el mercado de valores. El grado de evolución del mercado financiero de un país refleja su nivel de desarrollo económico. Las reformas económicas implantadas han sido elaboradas entre otras razones para dotar a nuestro mercado de liquidez y recursos. La economía boliviana se va estructurando en torno a monopolios, oligopolios y concesiones especiales en manos de empresas e inversores extranjeros; esta situación aumenta nuestra dependencia al capital e intereses extranjeros. La falta de transparencia es uno de los mas arteros enemigos de los mercados de capitales, hasta la fecha ninguna de las empresas capitalizadas ha inscrito sus acciones en la bolsa.

Capítulo cuarto

El Sistema Bancario y El Sistema de Pensiones

El presente capítulo tiene por objeto dar un enfoque contextual del sistema bancario y sistema de pensiones boliviano, como escenarios potenciales de desarrollo del mercado de capitales. En el sistema bancario se analizarán las características principales, entre ellas la excesiva dolarización, volatilidad de los depósitos y el comportamiento de los principales indicadores y de los bancos en la pasada gestión. En el sistema de Seguridad Social, de manera general, se analizará la reforma al Sistema de Pensiones y el Sistema de Capitalización Individual, también, sus debilidades y ventajas.

4.1.- El sistema financiero bancario

4.1.1.- Crisis bancaria en América Latina.

Muchos de los factores que contribuyeron a debilitar los sistemas financieros de la región son comunes en algunos países (algunos de ellos se los mencionó ya en el capítulo primero), así como las medidas de solución que fueron adoptadas por los gobiernos. Como señala el documento del Fondo Monetario Internacional³¹, la principal lección que deben aprender los gobiernos en su afán de fortalecer sus sistemas financieros, es la de no abandonar los objetivos y metas de las políticas monetarias y fiscales de largo plazo. Por ello los bancos centrales cumplen un rol importante, no sólo a través de la transferencia de recursos para apoyar entidades financieras en

³¹ Referencia: **The Economist**: 22 enero 1994, 26 de febrero 1994, 12 de marzo 1994, 18 de junio 1994, 2 junio de 1994, 13 de agosto 1994, 7 de enero de 1995, 14 enero de 1995, 21 de enero 1995, marzo 25 1995, 8 de abril 1995. 1 julio 1995, 26 de agosto 1995, 20 enero 1996 y 23 de marzo 1996.

Boletín FMI: 21 de septiembre 1995 y 4 de diciembre 1995.

Lagniappe Letter: 12 de abril 1996 y marzo 29 1996.

América Economía: No 105, marzo 1996.

Boletín del 21 de septiembre de 1995 y Boletín FMI del 4 de diciembre de 1995

problemas, sino también incentivándolas para que lleven a cabo cambios estructurales en la administración de sus principales operaciones.

Por otra parte, debido a la crisis que enfrentaron muchos países de la región se detectaron fallas en las actividades de supervisión y control. Es evidente que con el desarrollo de la industria bancaria, el crecimiento de mercados extra-bursátiles de instrumentos financieros derivados, la globalización y liberalización de los mercados financieros, la actividad de supervisión y reglamentación de estas actividades se hace cada vez más compleja.

En todo caso, la experiencia histórica muestra que las causas que contribuyen a la crisis sistémica de un sistema financiero son tanto de orden externo como interno.

Entre las causas externas más importantes que se han producido en el pasado, se puede mencionar la crisis de la deuda externa latinoamericana y los ajustes emergentes de la misma, el aumento de la competencia internacional y los riesgos para los bancos en las economías emergentes como resultado de los procesos de globalización y desregulación.

Entre las causas internas que han contribuido a la crisis de la banca en los diferentes países se puede señalar a la excesiva concentración de la propiedad cruzada de los bancos y las empresas, lo que dio lugar a niveles peligrosos de vinculación y concentración crediticia. En muchos países, esta situación se vio agravada por la carencia o debilidad de los mecanismos de supervisión bancaria y la existencia de un seguro implícito o explícito a los depósitos, lo que ha inducido a que algunos banqueros actúen de manera poco prudente y, en algunos casos, a que asuman posiciones especulativas incluso fraudulentas

4.1.2.- Características del Sistema Bancario Nacional

A pesar de los esfuerzos del Gobierno para remonetizar la economía, la dolarización de ésta tiende a aumentar y, en consecuencia, la autoridad monetaria tiene menos capacidad para ejecutar una política monetaria.

El análisis confirma una vez mas, que uno de los instrumentos para contraer la liquidez del sistema, con el propósito de evitar aumentos en la tasa inflacionaria, ha sido, además de la reducción de la tasa de crecimiento de la emisión, como resultado de la contracción del crédito neto, el incremento de las tasas de interés en los Certificados de Depósito (CD's) y Letras de Tesorería (LT's) del Gobierno. La reducción del crédito interno neto en 1995 se explica, en gran parte, por el no desembolso de los recursos de la Participación Popular a las diferentes alcaldías, cuya contraparte es indudablemente una menor ejecución de la inversión pública.

Existen algunos elementos comunes al sistema bancario latinoamericano que se sintetizan en el hecho de que la banca latinoamericana no está del todo preparada para los cambios que está atravesando la economía mundial que, en general, está subcapitalizada y que debe mejorar significativamente su capacidad de análisis de riesgo crediticio. Por otro lado, existe la necesidad de fortalecer, ampliar e institucionalizar los mecanismos de supervisión bancaria en los diferentes países de la región.

No cabe duda que en el caso boliviano, la creación del Fondo de Desarrollo del Sistema Financiero y de Apoyo al Sector Productivo (FONDESIF) ha contribuido a mejorar la confianza del público en la banca y se prevé que la reestructuración de tres bancos que han presentado sus programas de

fortalecimiento, realizado aumentos importantes de capital y cambiado sus cuadros gerenciales, mejore la solvencia del sistema en su conjunto.

Es importante evitar soportes indefinidos de liquidez a instituciones en situaciones de crisis o establecer mecanismos de refinanciamiento de cartera mala presente en una institución financiera. La capitalización de los bancos requiere la inyección fresca y genuina de recursos, además de un sinceramiento de la situación real de la cartera.

El proceso de recuperación de la aguda crisis bancaria presentada en 1995 ha concluido y, por lo tanto, las tasas de crecimiento de los activos del sistema deberían tender a disminuir hasta igualar las tasas de crecimiento de la economía en los próximos años. Un crecimiento mayor de los activos significa un crecimiento poco sano y, probablemente, oculte un deterioro sostenido de la calidad de la cartera que se refleja en la necesidad constante de refinanciamientos, tanto de capital como de intereses. El aumento que se está dando en la morosidad del sistema, de alguna manera, podría confirmar este hecho.

En todo caso, parecería ser que las empresas grandes están llegando a sus niveles máximos de endeudamiento y que su crecimiento futuro debería darse a través de aumentos de capital. Ello implica la necesidad de fortalecer el mercado boliviano de capitales, que pasa necesariamente por la reforma de la seguridad social y la necesidad de que las empresas abran su capital accionario a los agentes económicos en general.

El desarrollo del mercado de capitales en Bolivia permitirá liberar recursos crediticios del sistema bancario, que se destinarían a la pequeña y a la mediana empresa. Esto reduciría, como consecuencia de un aumento en el

número de sujetos de crédito, el riesgo crediticio de las empresas pequeñas y medianas que son las que generan mayores niveles de empleo.

4.1.3.- Dolarización

Pese a los esfuerzos realizados por el Gobierno para monetizar la economía nacional; el rebrote inflacionario de 1995, lo obligó a ejecutar una política monetaria extremadamente contractiva y a disminuir el ritmo de la devaluación³², lo que indujo a un ligero aumento de la ya altamente dolarizada economía en general y de los depósitos bancarios en particular. Mientras que en 1990, los depósitos en dólares representaban el 80.7% del total de las captaciones, a diciembre de 1995 representaron el 82.27% y al mes de marzo de 1996 alcanzaron el 87.72% como consecuencia del rezago cambiario que se empezó a producirse a partir del segundo semestre de 1995.

4.1.4.- Volatilidad de los depósitos.

El plazo promedio de colocación de los depósitos del sistema desde 1989 mostró un aumento sostenido hasta el mes de agosto de 1995, a partir del cual éste empezó a disminuir debido a la crisis de confianza que afectó al sistema financiero boliviano a raíz de la quiebra del BBA Internacional. La volatilidad no fue mayor, principalmente debido a que los créditos de apoyo a la liquidez³³ y la creación del FONDESIF permitieron devolver la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional.

³² Efectivamente, la evolución del índice de cambio efectivo y real respecto a los principales socios comerciales de Bolivia, a junio de 1994 llegó a 149.10 para luego empezar a disminuir y concluir el año 1996 con un valor de 141. A febrero de 1996, este índice estaba en 137.

³³ A diciembre de 1995, el Banco Central de Bolivia tenía un saldo acreedor de 101 millones de dólares por concepto de créditos de liquidez concedidos al sistema. Es decir, un monto equivalente al 40% del patrimonio del sistema bancario nacional. Estos créditos se concentraron fundamentalmente en el Banco Boliviano Americano.

Es importante señalar que, a partir del segundo semestre de 1995, se observa un deterioro importante de la cartera del sistema bancario en general, resultado lógico de la desaceleración que ha sufrido la economía en 1995 y de una disminución en el ritmo de captaciones del sistema, emergente de la crisis de confianza por efecto de una disminución normal de las tasas de crecimiento de los depósitos, que no permite renovar de manera automática los créditos de corto plazo utilizados por los agentes económicos para financiar activos de mediano y largo plazo, poniendo en evidencia el riesgo de calzadura de gran parte del sistema bancario nacional.

La experiencia de los últimos años ha puesto de manifiesto la necesidad de que en Bolivia se empiecen a organizar instituciones privadas para evaluar el nivel de riesgo tanto de las instituciones financieras como de las empresas privadas que deseen cotizar en la Bolsa de Valores. Existe la necesidad de contar con calificadoras de riesgo independientes, ya que las empresas de auditoría externa por diversos factores no pueden cumplir con este rol.

4.1.5.- El comportamiento de los bancos en 1996³⁴

Si bien es conocido que una evaluación realizada a través de valores promedio expresados mediante la correspondiente media aritmética puede esconder o neutralizar el efecto de los valores extremos, en este caso un desempeño muy destacado o muy limitado de determinadas entidades, lo evidente es que permite establecer ciertas tendencias que son muy importantes a la hora de definir los retos a ser encarados en la siguiente gestión.

³⁴ El Financiero, Publicación especial, 20 de Febrero de 1997, La Razón

En este sentido y con relación al año 1996, se puede indicar que diferentes indicadores representativos, derivados de los estados financieros de las entidades bancarias, reflejan una tendencia positiva en el comportamiento global del sistema bancario, lo que constituye una buena señal tanto para los inversionistas como para los usuarios del sistema.

De acuerdo a la categorización realizada en función del tamaño del patrimonio de los bancos y de su respectiva participación en los depósitos y préstamos a nivel del sistema, durante 1996 los bancos categorizados como grandes demostraron un mejor comportamiento que los definidos como medianos, especialmente durante los últimos 5 meses de evaluación. Ver anexo cuadro 20: Evaluación de Bancos.

4.1.6.- Comportamiento de los principales indicadores

El indicador liquidez para enfrentar a los depositantes, mide la capacidad de las entidades financieras para enfrentar todas sus obligaciones de corto plazo, este indicador mostró un crecimiento tanto a nivel de los bancos grandes como los medianos, sin embargo el crecimiento fue mayor en los primeros.

Con relación al indicador de rentabilidad patrimonial, los bancos grandes registraron valores más de tres veces superiores que los medianos. Mientras que en el caso de los primeros, la rentabilidad se mantuvo relativamente constante, ligeramente superior al 16%; en los medianos en los últimos cinco meses de 1996 mostraron un crecimiento significativo de 1.84% pasó a 5.7%.

La enorme brecha existente entre ambas categorías también se explica por el hecho de que los dos bancos que arrojaron pérdidas durante 1996 pertenecen al grupo de los medianos.

El indicador de solvencia patrimonial que refleja la solidez patrimonial de una entidad para respaldar los riesgos implícitos en sus activos y contingentes, muestra un crecimiento positivo tanto a nivel de los bancos grandes como medianos. Al cierre de la gestión, los grandes alcanzaron un nivel equivalente al que será exigido en un futuro próximo a todas las entidades financieras de conformidad a la nueva Ley del Banco Central de Bolivia (10%).

La morosidad como expresión de la calidad de la cartera, la proporción de la cartera que se encuentra en mora, deduciendo las provisiones efectuadas, respecto del total de la cartera, muestra una destacable reducción en ambas categorías de bancos. En efecto, la morosidad en los bancos grandes se redujo en los últimos meses del año de 2.75% a 1.8% y en los medianos de 8.19% a 4.7%.

De esta manera, se observa que en todos los indicadores analizados sobre la base de valores promedio, tanto los bancos grandes como medianos mostraron en 1996 una tendencia positiva en su desempeño, debido a que alcanzaron niveles adecuados o se encuentran en proceso de alcanzarlos.

En 1996, en términos generales y de crecimiento, el sistema financiero muestra un desempeño positivo, evidenciándose expansiones importantes en los depósitos del público, cartera, patrimonio y número de agencias.

El principal logro fue el fortalecimiento de la base patrimonial de las entidades bancarias a través de la participación de socios estratégicos y programas de fortalecimiento realizados mediante el FONDESIF, aspecto que en definitiva se constituye en un importante respaldo para el público depositante.

El reto para el presente año es ampliar la base de intermediación financiera a través de la reglamentación de las normas legales que regulan la constitución

y funcionamiento de las Cooperativas de Ahorro y Crédito y la finalización de los procesos de evaluación de las solicitudes para la constitución de Fondos Financieros Privados (FFP's), de forma de lograr que el sistema financiero se extienda a sectores de la economía no atendidos actualmente por el sistema financiero formal.

4.2.- La seguridad social y el mercado de capitales

El origen de la Seguridad Social en Bolivia se remonta a los días de la Revolución Nacional (1952) y los cambios estructurales que trajo consigo. Con base en un proyecto elaborado por la OIT, se elaboró el Código de Seguridad Social que fue aprobado por el Congreso Nacional en 1956. Las prestaciones establecidas en el Código fueron las de enfermedad, maternidad, riesgo profesional, vejez, invalidez, muerte, asignaciones familiares y vivienda social.

El régimen de prestaciones de largo plazo contemplaba las siguientes condiciones y variables: cotización y pago de prima basado en el pago de cuotas mensuales que deberían ser pagadas por el trabajador, el empleador y el Estado en las proporciones siguientes: 5% de su salario el trabajador, 5% del salario el empleador y entre 1 % y 5% el Estado. Este último en forma progresiva, pasando de 1% el primer año hasta 5% el quinto.

Para el Régimen Básico³⁵ el aporte patronal es el de 5%, el laboral de 2.5% y el estatal de 1.5%. En cuanto al Régimen Complementario, el aporte patronal es de 1%, el laboral de 3.5% a 9%, no existiendo aporte estatal. Con base en los aportes mencionados, se trabajó un flujo de caja respecto al PIB en las

³⁵ A partir del 1973 se establece la pensión básica y una complementaria y adicional la cual se encuentra en vigencia.

actuales condiciones y con una probable reforma. Ver anexo cuadro 21: Bolivia, Flujo de Caja de Pensiones sin Reforma.

Con relación al flujo con reforma se puede ver que las cifras son menores en la proyección, tanto en los ingresos como en los gastos, no así en el déficit que es mayor hasta el año 2010. Si se toma un PIB real de \$us 5,032 MM para 1991 y de \$us 5,387 MM para 1993, se podría estimar en \$us 97.1 MM y \$us 109.9 MM, respectivamente, los ingresos que estarían potencialmente disponibles para ingresar al mercado de capitales si se mantiene la actual legislación.

Actualmente los montos captados por la seguridad social no ingresan al sistema financiero, debido a que los ingresos aportados por los trabajadores activos, sólo alcanzan a financiar los egresos por concepto de pago de rentas de jubilación. En caso de que se tuviera un cambio en el régimen, las proporciones potenciales bajarían dadas las menores relaciones con el PIB de los ingresos esperados. Para 1993 se esperaría tan sólo \$us 89.9 MM.

Este modelo de previsión sólo contemplaba a los actuales cotizantes, no así aquellos que voluntariamente se podrían incorporar y que en otras experiencias parecidas tuvieron una incidencia importante en los flujos esperados.

Se puede decir que a muy corto plazo se podría dar un cambio en la estructura y funcionalidad en el mercado de valores en Bolivia gracias a la transformación de los fondos de pensiones..

4.2.1.- Reforma al sistema de pensiones, el sistema de capitalización individual.³⁶

Uno de los postulados básicos de los distintos planes de gobierno en nuestro país, durante la última década, ha sido el de lograr un crecimiento económico sostenido con equidad social, dentro de un sistema de libre mercado y sobre una base de estabilidad y pleno empleo. Los resultados presentados a través de una serie de indicadores económicos y sociales, junto con las reformas estructurales realizadas, muestran que si bien hubo un avance en el logro de este objetivo, el problema radica en que no existe un mecanismo permanente que: (1) asegure el crecimiento del ahorro interno privado; (2) contribuya a perfeccionar el mercado de valores y el crecimiento de la economía en general y; (3) que apueste a la libertad de las personas para tomar decisiones sobre su bienestar presente y futuro. En pocas palabras, un mecanismo de revolución económica y social.

En lo que se refiere al primer aspecto, la promoción del ahorro interno se ha convertido en una de las más altas prioridades de muchos de los países en vías de desarrollo³⁷ entre los cuales se encuentra Bolivia. El ahorro interno es la principal fuente de recursos para que existan mas inversiones y, al haber inversiones, la probabilidad de que exista mayor empleo es mucho más grande de la que habría si es que no existe el deseo de ahorrar e invertir.

En Bolivia, el ahorro interno privado, definido como aquella porción de los ingresos de las personas, de las familias y de las empresas que no está destinada al consumo, no es suficiente y está concentrado principalmente en

³⁶ Muller y Asociados, ob, cit. Informe realizado por el Lic. Pablo Zegarra. ex Ministro de Fianzas.

el sistema bancario a través de cuentas de ahorro y depósitos a plazo. El imponderable radica en que en el momento en que se desea canalizar estos recursos para inversiones productivas, resulta que el costo financiero de dichos recursos es demasiado alto y los plazos en que éstos se otorgan son demasiado cortos. Es por eso que toda la creatividad e iniciativa del ciudadano boliviano con verdadera visión empresarial se ve limitada para generar oportunidades de inversión con rentabilidades adecuadas que produzcan, al mismo tiempo, más empleo para la población en su conjunto.

El segundo aspecto, la alternativa para dinamizar la economía y generar mayor empleo, se presenta en la utilización del mercado de valores como un mecanismo de financiamiento a largo plazo y de menor costo en función al riesgo que presenta la inversión.

Como se verá más adelante, el mercado de valores boliviano deberá satisfacer una serie de condiciones mínimas para su progreso y desarrollo integral.

El tercer aspecto, el mas importante, es el de dar a cada uno de los trabajadores bolivianos la libertad de decidir sobre dónde canalizar sus contribuciones o aportes para protegerse él y su familia de la mejor manera posible de riesgos ciertos como son, la vejez y la muerte y de un riesgo incierto que es la invalidez parcial o total. A su vez, la canalización de estas contribuciones debe realizarse en forma de ahorro y no en forma de impuesto, como sucede actualmente, de tal manera que el trabajador conozca cuánto ahorra, qué rendimiento genera su ahorro, con qué pensión se podrá jubilar y quién se lo administra y cómo lo está haciendo.

³⁷ The Economist. March 9-15 1996 pág. 80

Los primeros estudios para implementar el sistema de capitalización individual en Bolivia se iniciaron a fines de 1991 en el Ministerio de Finanzas (hoy Ministerio de Hacienda), en base a un documento preparado por ciudadanos bolivianos con la colaboración de José Pioeira (creador del sistema de Chile), que era un reflejo del Decreto Ley 3.500 publicado el 13 de noviembre de 1980 en Chile. La información cualitativa y cuantitativa obtenida, juntamente con las proyecciones realizadas, fue entregada a los técnicos de la Unidad de Análisis de Políticas Económicas (UDAPE) para que se determine objetivamente el impacto fiscal tanto de la realización de la reforma como de su implantación. En octubre del mismo año, se presentó el proyecto y las necesidades de financiamiento ante diversos organismos internacionales, así como también ante el Grupo Consultivo de París. En marzo de 1993, se concluyó el proyecto de ley, los reglamentos, estudios económico-financieros y la estrategia comunicacional. Sin embargo y debido a que era un año de transición gubernamental y faltaba realizar una concertación política y social, ya que los mercados de valores y de seguros debían satisfacer una serie de requisitos para funcionar efectivamente con el sistema, el proyecto quedó en statu quo.

La primera manifestación para la implantación del sistema de capitalización individual a través de Administradoras de Fondos de Pensiones Privadas (AFP's), se presentó en la Ley de Capitalización de las principales empresas públicas del país, Ley No. 1544 de la fecha 21 de Marzo de 1994, donde se establece que el 50% de las acciones comunes de las empresas capitalizadas, que pertenecen a todos los bolivianos, serán administradas por Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's) hasta el momento de la

jubilación. Después de bastante retraso, el proyecto de ley de reforma al sistema de pensiones fue puesto en consideración congresal, para que en Congreso Extraordinario antes del mes de agosto de 1996 o en el nuevo período legislativo fuese aprobado.

El antiguo sistema no generaba ahorro y funcionaba como una verdadera renta destinada. No se conocen los criterios para el uso de los recursos, tampoco se conoce quienes los manejan; qué grado de profesionalismo tienen esas personas para financiar al sector pasivo. No se sabe el crecimiento y los rendimientos de los aportes (si es que los hay) y menos con cuanto se podría jubilar un trabajador.

Por el otro lado, el sistema de capitalización individual fue desarrollado por Lee Kuan Yew en Singapur, donde se exige que cada persona contribuya con un 20% de su salario a una cuenta de ahorro individual que es completada con un monto similar por un aporte patronal. Los ahorros son administrados en un 50% por el individuo y en 50% por el Estado, pero solamente pueden ser utilizados para salud, educación, vivienda y su propia jubilación. Dicho de otra manera, en Singapur las generaciones de jóvenes no pagan impuestos para financiar a las generaciones viejas, los ancianos viven de lo que se les obligó a ahorrar y de lo que ahorraron de forma voluntaria.

En todo caso, se puede señalar que las principales razones para el cambio de sistema de reparto simple al de capitalización individual responden en la actualidad a: (1) aspectos de orden estructural; (2) aspectos de orden económico-financiero; (3) aspectos de orden organizativos, administrativos y de gestión; y (4) aspectos de orden social.

La alternativa que se presenta es un sistema de pensiones basado en la capitalización o ahorro individual, cuyas características serán analizadas más adelante. Lo que interesa aquí es que este sistema se apoya en dos principios fundamentales; (1) libertad y responsabilidad individual, (2) administración privada y regulación estatal.

4.2.2.- Inversiones

Las inversiones deben obtener una rentabilidad mínima, cuyo límite no debe ser inferior a dos puntos porcentuales de la rentabilidad real promedio de los últimos 24 meses. De no ser alcanzada, la administradora deberá cubrir la diferencia con sus propios recursos.

Se creará una Comisión Clasificadora de Riesgos para evaluar cuantitativa y cualitativamente las distintas alternativas de inversión de los Fondos de Pensiones, compuesta por el Superintendente de Pensiones, la Autoridad Técnica Fiscalizadora del Mercado de Valores, el Superintendente de Bancos y Entidades Financieras; el Superintendente de Seguros y cinco representantes de las AFP's. La enorme carga de trabajo necesariamente conducirá a esta Comisión a subcontratar los servicios de evaluación de riesgo, creando, de esta manera, la industria de clasificadoras de riesgo privadas.

4.2.3.- Debilidades y condiciones necesarias para y durante la implementación del sistema.

El éxito del sistema de pensiones propuesto, no solamente pasa por tener administradoras que cumplan efectiva y eficientemente con su trabajo y/o por tener una Superintendencia que fiscalice y supervise el funcionamiento del sistema de una manera adecuada. Existe una serie de elementos

complementarios al sistema y diversas situaciones que, si no son tomados en cuenta, pueden convertirse en debilidades y hacer fracasar la reforma. Estos aspectos son los siguientes:

- a) la existencia de un mercado de valores desarrollado
- b) la existencia de un mercado de seguros desarrollado
- c) la introducción de reformas que uniformicen y racionalicen el sistema vigente
- d) la existencia de financiamiento suficiente para cubrir el costo fiscal de la reforma de acuerdo a nuestra capacidad de endeudamiento

En cuanto al primero, que es el que mas nos interesa implica: (i) contar con un marco regulatorio y legal claro, imparcial y estable para todos los participantes; (ii) tener alternativas de inversión traducidas en diversos instrumentos financieros y emisores; (iii) tener información financiera oportuna; (iv) tener permanente apertura por parte de las empresas productivas; (v) tener una industria de clasificación de riesgo; (vi) tener organismos fiscalizadores y supervisores competentes; (vii) tener Bolsas y Agentes de Valores; (viii) tener empresas de custodia de valores; (ix) tener incentivos, como los tributarios, para fomentar la transformación de sociedades cerradas en sociedades anónimas abiertas; y (x) tener manuales de cuentas contables similares para cada uno de los sectores productivos y de servicios. Se espera que los recursos que tendrá el nuevo sistema de pensiones ayuden a desarrollar el mercado de valores en Bolivia, de acuerdo a cada uno de los puntos mencionados anteriormente.

4.2.4.- Ventajas del sistema.

4.2.4.1.- Ventajas para el trabajador

(i) Libertad de afiliación; (ii) mayores niveles de pensiones en función al esfuerzo que realice durante su vida laboral activa; (iii) pensiones reajustables por inflación; (iv) igualdad de oportunidades para todos los afiliados respecto a los requisitos para acogerse a los beneficios como en la forma de determinar las pensiones; (v) mayores oportunidades de empleo; (vi) el aporte dejará de ser un impuesto para convertirse en ahorro; (vii) se asegura permanente información al afiliado respecto al saldo acumulado de sus cotizaciones así como la rentabilidad de las inversiones realizadas con sus aportes.

4.2.4.2.- Ventajas de la economía

(i) Se incrementa el ahorro interno; (ii) el costo del dinero se reduce; (iii) el potencial de inversiones crece; y (iv) existe probabilidad de mayor crecimiento y empleo.

4.2.4.3.- Ventajas para el mercado de valores

(i) Se canaliza una gran masa de ahorro para fines productivos; (ii) se pueden financiar proyectos a largo plazo; (iii) se perfecciona e impulsa la creación de nuevos instrumentos de inversión y formas de financiamiento; (iv) se logra mayor transparencia en el sistema financiero.

4.2.4.4.- Ventajas para el Estado

(i) La administración de los Fondos de Pensiones se hace menos vulnerable a la inestabilidad política e institucional; (ii) se clarifican las finanzas del Estado sobre el financiamiento al sistema.

Corolario: Los gobiernos no deben abandonar los objetivos y metas de las políticas monetarias y fiscales de largo plazo. La actividad de supervisión y reglamentación fruto de las privatizaciones e intentos de desmonopolizar

sectores que estuvieron altamente controlados se hace cada vez mas compleja. Entre las causas externas que contribuyen a la crisis sistémica están: la deuda externa, los ajustes emergentes de la misma, aumento de la competencia internacional. Entre las causas internas tenemos principalmente a los peligrosos niveles de vinculación y concentración crediticia. En general la banca latinoamericana esta subcapitalizada. Existe la necesidad de contar con calificadoras de riesgo independientes. Con el sistema antiguo de pensiones, los recursos captados por la seguridad social no ingresaron al sistema financiero, con la reforma se esperaba que ingresen efectivamente, pero, con el pago del BONOSOL se está perdiendo la intención de fortalecer el sistema financiero y en especial el mercado de valores. La promoción del ahorro interno debe ser una prioridad de nuestro país y de todos aquellos que se encuentran en vías de desarrollo. En Bolivia el ahorro interno privado no es suficiente y en su mayoría está concentrado en el sistema bancario a través de cuentas de ahorro y depósitos a plazo, en el momento que se desea canalizar estos recursos a inversiones productivas resulta que el costo financiero de estos recursos es demasiado alto y los plazos muy cortos. El mercado de valores surge como un mecanismo de financiamiento de largo plazo y de menor costo en función al riesgo que presente al inversión. El antiguo sistema no genera ahorro y funciona como una verdadera renta destinada.

CAPITULO QUINTO

NECESIDAD DE DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

En el presente capítulo se realizará una exposición de las diferentes medidas que contiene la propuesta de la presente Tesis, éstas abarcan a un conjunto de variados temas que considero son importantes para lograr las condiciones necesarias para el desarrollo del mercado de capitales en Bolivia. A lo largo de la investigación realizada se evidenció que existe una diversidad de factores muy importantes, difícilmente separables por su grado de importancia y necesarios todos para el fin citado.

La pregunta básica que debemos realizarnos previo al desarrollo del presente capítulo es la siguiente: para qué deseamos desarrollar el mercado de capitales?, la respuesta es sencilla, para que su desarrollo permita crear nuevas condiciones y alternativas de desarrollo social y económico que en lo posible beneficien a la generalidad de los bolivianos y permitan elevar su nivel de vida.

El presente capítulo señala y desarrolla brevemente las principales variables que podrían dinamizar el mercado de capitales boliviano, asimismo se realiza hincapié en temas que en la actualidad perjudican su desarrollo.

5.1.- Ventajas del financiamiento a través de la bolsa de valores

Las elevadas tasas de interés vigentes en el sistema bancario, principalmente, limitan el desarrollo de los sectores productivos del país. Los bancos como intermediarios entre el ahorro de las personas y las inversiones productivas, requieren, tanto para captar como para colocar recursos, una gran infraestructura y recursos humanos muy capacitados. Esto se traduce en

elevados costos administrativos que cubren con el spread bancario obtenido de la intermediación, del cual también resultan las utilidades de los bancos.

Por muchas razones, en los últimos años, el spread bancario ha sido elevado; lo que se traduce en elevadas tasas de interés para todas las empresas productivas que requieren créditos. Por lo tanto, la búsqueda de mecanismos alternativos de financiamiento, en una economía de libre mercado es de vital importancia.

5.1.1.- Los obstáculos crediticios

En nuestro medio, está comprobado que el financiamiento tradicional (bancario) exige a los prestatarios muchos y complejos requisitos que no les permiten acceder a un crédito en condiciones satisfactorias, un ejemplo, las garantías y los plazos (que oscilan entre el corto y el mediano plazo); asimismo, los bancos deciden los periodos de devolución del crédito y las amortizaciones.

Por todo lo anterior, los empresarios deben asumir elevados costos financieros (traducidos en altas tasas de interés) que encarecen su producto; en esas condiciones es muy difícil que ellos compitan, sobre todo en los mercados internacionales, con mercancías que gozan de menores costos financieros.

5.1.2.- La alternativa

El mercado de valores se constituye en un mecanismo adecuado para canalizar el ahorro hacia la inversión. Más aún si dicho financiamiento es dirigido a los sectores productivos. Una asignación eficiente de recursos, aumenta entre otras cosas la producción de bienes exportables competitivos con los del resto del mundo. Las empresas pueden financiar sus proyectos mediante la emisión de títulos valores de deuda. El mercado de valores es un

mecanismo de financiamiento directo entre la empresa emisora de títulos valores (que asume la deuda u obligación) y el inversionista (que asume el riesgo al comprar esos títulos a cambio de un interés o rendimiento fijo); la función de los intermediarios (agentes de bolsa y bolsa de valores) es contactar y asesorar a ambas partes.

5.1.3.- Las ventajas

Al otorgar préstamos, los bancos exigen garantías, éstas pueden ser: hipotecarias, prendarias, personales, fianzas, etc. Sin embargo, en el mercado bursátil, la empresa emisora de títulos decide cómo garantizar sus títulos. Muchas veces la garantía es quirografaria, es decir, los títulos se garantizan con todos los activos existentes y por existir de la empresa, sin necesidad de hipotecarlos.

Los plazos del financiamiento se amplían llegando al mediano y largo plazo, constituyéndose, de esta manera, un verdadero mercado de capitales, capaz de financiar proyectos de gran envergadura. Las empresas emisoras de títulos de deuda eligen los plazos. Las cantidades de recursos obtenidos mediante la emisión de títulos son elevadas, difíciles de lograr a través de la banca. Las amortizaciones de pago de intereses y/o capital son muy flexibles, pueden ser mensuales, bimensuales, trimestrales, semestrales o al vencimiento del título valor. En resumen, las empresas, de acuerdo a su capacidad, son las que eligen el volumen y la forma de pago de la deuda.

5.1.4.- Bajas tasas de interés

En el mercado de valores, las tasas de interés son más bajas que las del sistema bancario. Para comprobar este hecho veamos el siguiente cuadro, que refleja las tasas activas anuales promedio de los bancos compulsadas con

las tasas anuales promedio de las emisiones de títulos valores en el período 1990-1996. El costo financiero fue menor en el mercado bursátil.

**Tasas efectivas promedio anuales del sistema bancario y
tasas promedio anuales de las emisiones de títulos valores de deuda**

AÑOS	TASAS ACTIVAS	TASAS EMISION	DIFERENCIA
	BANCARIAS(*)	TITULOS VALORES(**)	
1990	22.21%	13.50%	8.71%
1991	19.05%	14.13%	4.92%
1992	18.60%	13.21%	5.39%
1993	17.85%	12.60%	5.25%
1994	16.15%	11.99%	4.16%
1995	17.82%	12.13%	5.69%
1996	17.19%	13.20%	3.99%

(*) Tasas ponderadas por el monto de operaciones

(**) Promedios simples

Fuente: Banco Central de Bolivia y Superintendencia de Valores

La empresa emisora, en consulta con su agente de bolsa, elige la tasa de rendimiento de los títulos valores que va a colocar en el mercado, lo que no ocurre en el sistema bancario ya que son los bancos los que toman la decisión.

Para una empresa, emitir títulos valores implica ser transparente y, por lo tanto, su imagen mejora. En caso de lograr una buena calificación de riesgo a nivel mundial, la empresa es considerada solvente. Además, la empresa emisora puede publicitarse gratuitamente en los medios de comunicación que informan sobre el desempeño del mercado bursátil.

5.1.5.- Emisión de acciones

Otra forma de financiamiento es la emisión de acciones para su oferta pública. La empresa emisora de acciones no asume ningún costo financiero contable, ya que no incrementa su pasivo, sino su patrimonio, mediante la ampliación del capital (proceso conocido como capitalización). Si al final de una gestión, la empresa obtuviera utilidades se otorgarían a sus accionistas dividendos; muchas veces parte de las utilidades se las destina a la reinversión. Por el contrario, si la empresa obtuviera pérdidas, simplemente no se repartirían

dividendos; además de ello el rendimiento de las acciones será siempre variable.

Con una emisión de acciones, el empresario se dedica a aumentar la producción utilizando toda la capacidad productiva; estudia y analiza la posibilidad de exportar para obtener mayores ingresos y, por ende, mayores utilidades para ser distribuidas a los accionistas. Las empresas que se financian a través de la emisión de acciones están bajo permanente estudio, análisis y clasificación; si las acciones ingresaran a los mercados financieros globales podría abrir nuevos mercados para sus productos.

5.1.6.- El ahorrista en el mercado de valores

El mercado de valores boliviano ofrece muchas ventajas para el inversionista en títulos valores. Las tasas de rendimiento de los títulos valores son realmente competitivas comparadas con las tasas de interés pasivas (de captaciones) que ofrecen los bancos. La inversión en acciones pese a su volatilidad y riesgo, puede otorgar rendimientos muy atractivos, tanto por los dividendos, como por las fluctuaciones en el precio de las acciones.

Si se posee inversiones en títulos valores y se requiere liquidez (transformar los títulos en efectivo), antes de su fecha de vencimiento, solamente se tiene que ordenar al agente de bolsa el monto requerido, y éste, al transar dichos títulos en la bolsa obtendrá el capital invertido más los rendimientos obtenidos hasta la fecha de negociación.

Por otro lado, el inversionista del mercado de valores tiene acceso a toda la información de las empresas emisoras de títulos, principalmente los estados financieros. Ello permite realizar evaluaciones y tomar decisiones convenientes. La información financiera de las empresas emisoras siempre

está disponible en la Superintendencia de Valores, la Bolsa Boliviana de valores, las agencias de bolsa y en las publicaciones que realizan dichos organismos. La información es esencial en cualquier mercado bursátil y debe estar al alcance de todos sin ningún tipo de privilegios.

5.2.- Crecimiento económico con distribución

Según proyecciones del Banco Mundial, Latinoamérica necesita un crecimiento económico de al menos un seis por ciento para reducir la pobreza de su población, alcanzar este crecimiento dependerá mucho de las medidas que se adopten tendientes a facilitar la inversión privada que permita un mayor crecimiento. El gran desafío para América Latina en el presente es el de sentar las bases para mejorar la calidad de vida de sus habitantes, ya que según cifras oficiales al rededor del 30% de su población vive por debajo del nivel de la pobreza.

En Bolivia las cifras de pobreza son preocupantes, los datos que mas adelante se mostrarán reflejan la situación nacional. El desarrollo del mercado de capitales beneficiará a unos pocos en cuanto al acceso al crédito se refiere y al desarrollo de los sectores mas competitivos de la industria, pero el efecto multiplicador que puede ocasionar en otros sectores y agentes económicos es muy considerable. El desarrollo de una industria o sectores de la industria que a través del mercado de capitales acceden a recursos que financien nuevos proyectos, por más que concentren su actividad productiva en un pequeño grupo social o en bienes de capital que demanden poca mano de obra, la generación de riqueza que producirán generará a su vez principalmente dos efectos muy importantes: por un lado, inversión y no consumo, es decir una

utilización eficiente de los recursos de ahorro, excedentes e inversiones en cartera; por otro lado puede generar empleo y/o incremento del PIB.

Si se logra incrementar el PIB, aumentará la absorción real de la economía generando mayor inversión y reactivando la producción de nuevos bienes y servicios en general. Estos efectos sumados a políticas públicas orientadas a la distribución mas equitativa del ingreso y de fomento a la productividad de los sectores mas deprimidos pueden lograr efectos sociales significativos en el nivel de vida de los habitantes y mejorar los indicadores sociales. Es muy importante crecer con orientación y dirección, ya que si lográramos desarrollar el mercado de capitales sin el complemento de una acción gubernamental decidida a proyectar sus beneficios y efectos a la mayor cantidad de sectores sociales posibles, estaríamos creando nuevas y mayores condiciones de desigualdad y confrontación social que sin lugar a dudas pondría en peligro la convivencia y tranquilidad social debido a la polarización de ésta y concentración de riqueza en pocas personas.

Todo proyecto o política debe contener un objetivo bien definido y fundamentado, con estrategias coherentes y posibles de ejecutar. El desarrollo del mercado de capitales no es mas que uno de los numerosos pasos que deben dar los gobernantes con visión y despojados de egoísmo e interés para lograr generar condiciones que permitan a sus habitantes participar activamente del proceso productivo y económico, que otorguen la alternativa de decidir por otra opción que represente desarrollo y responsabilidad compartida.

A continuación se presentan datos de pobreza en Bolivia que demuestran la urgente necesidad de implementar políticas de desarrollo continuas y coherentes entre sí, una de ellas, el desarrollo del mercado de capitales.

Mapa de la Pobreza: Magnitud de la pobreza en los hogares, según departamento

Departamento	Marginalidad	Indigencia	Pobreza moderada	Umbral de la pobreza	No pobres
La Paz	5.2	33.5	31.8	11.4	18.1
Oruro	4.3	28.4	37.6	15.1	14.5
Potosí	8.5	43.7	26.8	11.2	8.8
Cochabamba	5.2	30.8	34.8	11.8	17.4
Chuquisaca	9.5	44.0	23.3	9.6	13.6
Tarija	3.8	28.7	33.8	16.1	17.7
Sta. Cruz	1.7	19.1	37.3	20.0	22.0
Beni	5.4	31.3	40.7	12.0	10.7
Pando	9.3	42.7	28.6	9.2	10.2
NACIONAL	5.1	31.7	33.0	13.4	16.8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

5.3.- El rol del mercado de valores

El reto que tiene el sector productivo para crecer y expandirse es acudir al mercado de valores en busca de financiamiento, los recursos para el sector productivo deberían provenir del mercado de valores y alternativamente de la banca tradicional; esto por una sencilla razón, el mercado de capitales otorga financiamiento a mediano y largo plazo, mientras que la banca nacional por sus características propias, lo hace a corto plazo y en condiciones muy onerosas. Políticas de flexibilización en la legislación del sistema financiero para que el sector productivo acceda al crédito no constituyen la solución definitiva al problema del crédito y financiamiento competitivos.

El mercado de valores debe constituirse en el principal financiador de las actividades industriales, paralelamente la banca debe ingresar a niveles internacionales como parte del desarrollo y la modernización del sector financiero.

Las transacciones en el mercado de valores deben ser impulsadas, el mercado de capitales puede convertirse en el medio mas eficiente para la asignación de recursos en la economía boliviana, de manera que estos sean canalizados a proyectos de desarrollo del sector productivo, altamente competitivo. Esto solo podrá suceder cuando se genere en el mercado confianza tanto para demandantes como oferentes, para ello es preciso que la ley de valores entre otras cosas otorgue transparencia a través de información oportuna y confiable.

A su vez, el desarrollo del mercado de capitales constituirá un reto para el sector productivo, el de insertarse en una camino de excelencia y alta competitividad en los mercados en los que participa. La Ley de valores deberá preveer condiciones de competitividad frente al sector financiero bancario, otorgando seguridad y atractivos para la inversión en el mercado de capitales a través de las bolsas de valores.

Las bolsas de valores deben ser la fuente de financiamiento de muchas de las inversiones que están realizando compañías junior en Bolivia.

5.4.- Las sociedades anónimas

En Bolivia el 85% de las sociedades son sociedades de responsabilidad limitada, estas sociedades, por su régimen jurídico de formación y desarrollo se encuentran imposibilitadas de acceder a la oferta pública de capital y no pueden realizar oferta pública de sus acciones. La transformación de las sociedades de responsabilidad limitada a sociedades anónimas dependerá de los incentivos que la legislación otorgue para fomentar el desarrollo del mercado de capitales y de la seguridad que otorgue al público en general respecto de su inversión.

Dentro del actual marco económico y jurídico las sociedades anónimas juegan y jugarán un rol importantísimo en el crecimiento y desarrollo del mercado de capitales, se constituirán en el motor de la economía nacional y, de acuerdo a sus habilidades recogerán del mercado los recursos necesarios para generar producción y a través de esta, empleo y bienestar a los bolivianos.

Es necesaria la expansión de las sociedades anónimas abiertas en las diferentes actividades de la economía boliviana que permita que unidades productivas y de desarrollo sean partícipes de los mercados bursátiles y los flujos de capital privado extranjero. Las sociedades anónimas abiertas mantienen una estrecha relación con los mercados de valores, cotizan sus acciones en la bolsa y buscan el financiamiento público en el mercado de valores.

Las sociedades anónimas existentes en Bolivia, son sociedades de capital relativamente pequeño, cerradas, con escasa participación de personas y capital externo, en su generalidad son sociedades familiares, cuya administración va de la mano de la propiedad. Su crecimiento es sostenido pero muy marginal, no cuentan con una visión empresarial asentada ni compromiso con el desarrollo y diversificación; es necesario crear los mecanismos e incentivos necesarios para lograr un considerable cambio en el tema.

5.5.- La securitización o titularización

La fragmentación de cualquier activo en partes, para luego convertirlas en títulos negociables es una manera sencilla de lograr una emisión respaldada por obligaciones líquidas y exigibles. Es decir que una empresa también llamada originador (sea de crédito o no) obtiene financiamiento ajeno a través

de la emisión de títulos valores los que se constituyen al amparo de la separación premeditada de activos del propio patrimonio de la empresa. El conjunto de activos separado cumple una función dual, por un lado su rendimiento permite atender el servicio financiero de los valores emitidos y por otro se constituyen en garantía básica de cumplimiento de obligaciones de pago.

La titularización se diferencia de otras emisiones por la separación o segregación contable y jurídica de los activos del balance. La sociedad a tiempo de constituir el fondo debe garantizar y eliminar toda clase de riesgos; los valores deben estar perfectamente respaldados por los activos titularizados para que una eventual amenaza de quiebra, iliquidez, insolvencia o suspensión de pagos tanto en el originador como en el deudor originario, en ningún caso vulneren la confianza de los inversionistas.

Para evitar que el ahorro interno sea canalizado al exterior con la creación de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's), es preciso que se desarrolle aún mas el proceso de securitización o titularización como mecanismo de desarrollo del mercado de capitales, a través del cual los activos tradicionalmente ilíquidos son objeto de transacción en las bolsas de valores, generando nuevos recursos para atender proyectos productivos que de otra manera se verían postergados limitando el desarrollo de los mercados de valores.

Se puede decir que tanto el sistema financiero como las empresas productivas del país han llegado o están próximos al límite de los márgenes de financiamiento permisibles, debido a los niveles de deuda acumulada por las

segundas y las estrictas relaciones de apalancamiento y previsiones impuestas a los bancos.

Acceder al financiamiento de mediano y largo plazo a través de los procesos de titularización es vital para el desarrollo de las empresas. Los plazos promedio de los depósitos en la banca no sobrepasan de los 280 días y no permiten otorgar créditos de mediano y largo plazo por el sistema financiero si no es a través de líneas especiales no siempre son accesibles para todos. La posibilidad de realizar procesos de titularización en Bolivia es verdaderamente importante, pues permitirá atender la importante demanda de títulos valores que requerían los inversionistas institucionales con que contará el mercado a partir del real funcionamiento de las AFP's, siendo importante para ello, tomar las previsiones en la futura Ley de Valores.

5.6.- Importancia de la Ley de valores

El éxito de las reformas estructurales depende en gran medida del desarrollo del mercado de capitales, mercado que avanza rápidamente. Actualmente, el Código de Comercio que norma sus actividades ha quedado obsoleto y fuera de tiempo para permitir el acceso de nuevos participantes en el mercado y la transacción de nuevos instrumentos. La aprobación de una moderna Ley de Valores permitirá que las empresas capitalizadas y las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's) participen activamente en el mercado, generando el crecimiento de las inversiones y el ahorro interno que se espera de las reformas estructurales.

La Ley debe prever entre otros, cambios en los sistemas de transferencia de la propiedad de los valores, transferencias electrónicas, desmaterialización de títulos, participación de otro tipo de intermediarios y de empresas en el

mercado, procesos de titularización y creación de custodios centrales de valores.

El desarrollo inicial de los mercados bursátiles requiere de un impulso por parte del gobierno y es por eso que ahora con la decisión del gobierno de llevar adelante la promulgación de una Ley de Valores, se pretende dar al país y al sector productivo en especial un importante mecanismo alternativo de financiamiento.

Dado que este es un proceso relativamente nuevo, las políticas y normas a implantarse deben ser concebidas con cautela, el gobierno puede ayudar a superar la coordinación que se necesita en un mercado de valores integrado. Pese a un nuevo marco jurídico que impulse el mercado de capitales, el desarrollo del mercado de valores no intermediado será un proceso lento, debido especialmente al escaso número de empresas inscritas en los registros de la bolsa.

La Ley de Valores constituye un instrumento jurídico necesario para el crecimiento de nuestra economía. Deberá también, contemplar la definición y mecanismos de operación de los diferentes participantes del mercado como ser: los agentes de bolsa, las bolsas, Fondos Mutuos, Depósitos de Títulos-Valores, Calificadores de Riesgo, además de definir claramente la oferta pública, mecanismos de Titularización y otros más.

La Ley debe estar relacionada con las tendencias actuales de los mercados internacionales en cuanto se refiere a las transacciones bursátiles. Con este instrumento se puede esperar que, el financiamiento del sector productivo en Bolivia, presente un cambio de estructura en el mediano plazo, en un marco

donde el sector bancario y el sector bursátil deberán coexistir y complementarse.

Además de la necesidad de una Ley de Valores se requiere contar con otros instrumentos legales, los cuales no pueden ser puestos en vigencia mientras no exista la norma matriz. Asimismo, hacen falta manuales para la provisión de una información contable y financiera transparente, así como la adopción de regulaciones para el funcionamiento de un mercado accionario y para incentivos fiscales.

La Ley de Valores puede facilitar el financiamiento del sector productivo que actualmente enfrenta dificultades de crédito, plazos e intereses. Bolivia ya tiene la experiencia de trabajar con los instrumentos intermediadores que son los bancos, pero le falta experimentar a plenitud con el no intermediado, es decir con el que trabaja exclusivamente con instrumentos.

La creación de un sistema electrónico de transacciones, como uno de los elementos más importantes para lograr condiciones de información que permitan la libre transitabilidad de los capitales, resulta imprescindible. Para lograr este sistema se necesita modificar las clases de operaciones y plazos, la definición del tipo de transacciones, el establecimiento de un mecanismo de compensación de pagos y la definición de protocolos y sistemas de software adecuados.

La creación de una legislación que permita el funcionamiento de empresas de calificación de riesgo, es un factor que permitirá a través de su operación un mayor nivel de confianza de parte de los inversionistas tanto nacionales como extranjeros; también es importante la creación de depósitos centrales de

valores, éstos, ayudarían a simplificar los trámites de las transacciones bursátiles.

5.7.- Políticas productivas para el desarrollo

La política para el desarrollo integral de la pequeña industria en los últimos cuatro años, se enmarcó dentro de políticas que promueven la transformación productiva y el fomento a la productividad y la competitividad. En ese sentido se buscó impulsar a la pequeña y micro industria y la artesanía a través de políticas productivas, mediante medidas de transformación estructural que incidan en el incremento de la competitividad de las micro, pequeñas y medianas empresas (Mip y Me's).

Fortalecer los sectores con potencial exportador, fomentar los servicios a la producción para mejorar su participación en el mercado externo, desarrollar una mayor coordinación y articulación entre entes estatales y privados, propiciar instancias más representativas de gremios y cámaras, dependerá en gran medida del acceso a recursos financieros en condiciones competitivas, debiendo el mercado de capitales ser el asignador natural de estos recursos.

Los medios para alcanzar los fines propuestos fueron, el fomento de las formas asociativas de trabajo, el desarrollo e innovación tecnológica y el acceso y difusión de información; en otras palabras se dirigieron a generar y motivar al sector estableciendo conceptos referidos a los sistemas de producción y especialización flexible, seleccionando sectores con potencial y dinámica productiva, convirtiendo a estos en ejemplo y modelo de competitividad en el mercado internacional y con perspectiva de internacionalización de sus productos.

El acceso de las micro y pequeñas empresas a la información avanzó notablemente, pues se han realizado gestiones para enlazar toda la información dispersa a la que debe tener acceso el empresario y así poder contar con un registro base de gran escala que ha sido una de las directrices para identificar las necesidades y requerimientos del sector, cuantificarlos y cualificarlos, ha sido el objetivo de esta estrategia.

El desarrollo productivo de las regiones rurales y la asignación específica es un claro objetivo de la Participación Popular. Siguiendo esta senda se trazó una línea de cooperación con los gobiernos municipales para permitirles identificar sus ventajas comparativas y poder convertirlas en ventajas competitivas en pos del desarrollo de su región. Esta tarea ha sido plasmada en dieciséis municipios piloto quienes a través de sus primeras autoridades y técnicos responsables, respondieron a esta iniciativa.

Todas estas medidas han sido proyectadas tomando en cuenta la importancia de la pequeña y mediana industria en la economía boliviana y sus limitantes para su desarrollo y crecimiento. Es evidente que si queremos un país competitivo, en el mediano y largo plazo estas industrias y mas aún las unidades artesanales no contribuyen a elevar la competitividad del país como productor de bienes exportables o importables.

En un mundo más globalizado y competitivo los sectores mas dinámicos de la economía de un país son los que tienen mayores ventajas para su desarrollo, pero el fraccionamiento en unidades de producción independientes genera desventajas competitivas al país en su conjunto. Distorsiones en calidad y precio mas que generar competitividad interna perjudican cuando pensamos en exportar. Por esta razón los gobiernos deben tender mediante políticas e

incentivos a unificar sectores productivos de la economía a fines. En el caso boliviano, este propósito se confrontaría con el problema de financiamiento, ya que en un 90% la micro y pequeña empresa es artesanal y por lo general no son sujetos de crédito, la situación de la mediana empresa es muy similar.

Por estas consideraciones y la importancia de adoptar una política que tienda al desarrollo para la competitividad internacional de sectores fraccionados con poca capacidad de desarrollo propio, es importante que paralelamente a políticas de industrialización se realicen proyectos de financiamiento a través del mercado de capitales para financiar estas actividades, de manera que las inversiones reciban un margen considerable de éxito y rentabilidad ya que de una u otra manera estarían avaladas por políticas y proyectos de estado con proyección de desarrollo. El mercado de capitales puede jugar un rol importantísimo en el éxito y ejecución de estas políticas de desarrollo.

5.8.- Promoción de exportaciones

De no haber sido por el significativo crecimiento de las exportaciones, especialmente las no tradicionales, el cuadro del crecimiento económico habría descendido de insuficiente a crítico. Las importaciones crecieron a una tasa mayor que las exportaciones arrojando en 1994 un saldo negativo de 161,9 millones de dólares en la balanza comercial y llegando, para 1996, a 494,3 millones de dólares; por las tendencias del actual primer semestre, es previsible que esta brecha se amplíe en 1997 a un monto mayor.

Esta situación constituye desde hace muchos años atrás, uno de los temas más conflictivos de la política económica que requiere, en general, una estrategia global de reactivación industrial, esta estrategia, en el caso de Chile, tiene implicaciones más allá del plano netamente económico.

Uno de los instrumentos de política pública referido a la promoción de exportaciones, punto clave para la competitividad, ha sido establecer alianzas estratégicas que puedan servir como vías de acceso de las pequeñas empresas y artesanía al mercado internacional, acuerdos con comercializadores internacionales, instrumentos de promoción y venta, han permitido obtener notables beneficios para el sector exportador.

No obstante, la dinámica del comercio internacional nos obliga a pensar nuevamente en políticas industriales, definidas y orientadas a desarrollar sectores potenciales de la economía como una de las pocas alternativas para la inserción en el comercio mundial en términos de competitividad.

Por muchos años nos hemos concentrado en promocionar y exportar productos de poca demanda y poca capacidad productiva o bien de poca uniformidad y calidad. La dispersión del sector productivo artesanal genera bajas condiciones de competitividad en el sector externo. El Estado mediante nuevos instrumentos debe lograr ejecutar una política de fomento industrial para las exportaciones básicamente desde dos vertientes: la primera, impulsando el rápido desarrollo de aquellos sectores en los que Bolivia tiene ventajas absolutas y comparativas (Hidrocarburos y Servicios); la segunda, organizando, concentrando y capacitando al amplio sector artesanal disperso en actividades orientadas al comercio internacional jugando un papel de facilitador y promotor.

En este sentido los programas de asistencia técnica (SAT), el Proyecto de Asistencia y Promoción de la Pequeña Iniciativa Privada (PROMMI) y el Proyecto de Fomento de la Pequeña Industria y Artesanía (PROFOM), deben seguir objetivos comunes en base a una política orientada y definida de desarrollo de

sectores exportables y competitivos que buscaría su financiamiento en el mercado de capitales.

5.9.- El alivio a la deuda externa

Bolivia tiene una deuda de alrededor del 85% de su PIB, situación que empeora sus expectativas de despegue y desarrollo económico. El pago de intereses y amortizaciones representan un alto porcentaje de los ingresos del Estado. En los últimos cuatro años la deuda externa se incrementó en aproximadamente 600 millones de dólares. Bolivia destina algo más del 25% del valor de sus exportaciones año para el cumplimiento del servicio de la deuda externa.

En el mes de Septiembre de 1997 Bolivia logró obtener una condonación parcial de la deuda externa en 450 millones de dólares y se acogió a la iniciativa para el alivio de la deuda de los países pobres altamente endeudados (HIPC, iniciales en inglés). La iniciativa impulsada por los organismos internacionales fue proyectada para los países más pobres del mundo, entre los cuales Bolivia todavía se encuentra, pese a los años de reforma y ofertas no cumplidas.

El presente tema nos lleva a realizar dos reflexiones básicas. La primera está referida a la importancia en la economía nacional del peso de la deuda y la carga social que implica, es decir, el desarrollo social y económico se encuentran muy determinados por esta variable; parece ser imprescindible adoptar una política nacional y multinacional en este tema. En lo nacional, adoptar una política de no endeudamiento por lo menos para lo que significa el financiamiento del gasto corriente del gobierno y en lo multinacional organizarnos como países altamente endeudados para la renegociación de la deuda en términos más favorables a los actuales; la desarticulación de los países deudores por parte de los acreedores no ha permitido programas más favorables de reducción y pago de la deuda.

La segunda se refiere a la importancia de buscar nuevas formas de financiamiento interno, es decir lo mucho o poco que ahorramos debemos destinarlo al financiamiento del sector productivo, el mercado de capitales conjuntamente con el ahorro nacional deben promocionar el desarrollo del sector industrial.

La historia de la iniciativa para la reducción de la deuda externa a los países pobres muy endeudados se remonta al mes de abril de 1996 cuando el Comité Provisional y el Comité para el Desarrollo manifestaron su satisfacción por la propuesta del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Según el FMI, el camino para calificar a este programa de alivio pasa por varias etapas: la primera se refiere a observar el historial de tres años del país solicitante, que en caso de un resultado positivo accederá a un trato similar de los acreedores bilaterales y comerciales. Esta iniciativa permite a los países pobres salir del proceso de reprogramaciones, reduciendo el saldo de su deuda multilateral conforme a las condiciones establecidas en Nápoles

El programa del HIPC no soluciona el endémico mal que representa la deuda externa boliviana, como lo anticipó el presidente del Banco Central de Bolivia en los próximos años el país enfrentará problemas de flujo de caja para cumplir sus obligaciones. Además, las nuevas obligaciones del país que resultaron del proceso de capitalización, tendrán que ser cubiertas desde el próximo año y los pocos recursos que significan el alivio de la deuda serán destinados a la lucha contra la pobreza convertida ahora en el principal reto para el país y no al fomento del desarrollo.

A continuación se presenta el estado de la deuda externa boliviana.

DEUDA EXTERNA PÚBLICA A MEDIANO Y LARGO PLAZO		
(Al 30/06/97 - En millones de dólares)		
ACREEDOR	Al 31/12/96	Al 30/06/97
A) Multilateral	2.738.7	2.697.5
BID	1.430.3	1.420.4
IDA	847.5	882.3
BIRF	61.3	44.7
CAF	294.2	236.9
FONPLATA	58.2	56.9
FIDA	36.4	36.3
Otros	29.8	20.0
B) Bilateral	1.590.9	1.516.7
Japón	523.3	530.4
Alemania	417.4	375.2
Bélgica	144.5	125.6
España	114.0	113.6
Austria	85.8	76.7
Italia	65.3	66.5
Francia	60.7	54.6
USA	55.7	55.7
Reino Unido	29.0	28.8
Otros	95.2	90.7
C) Privado	36.8	37.7
TOTAL	4.366.4	4.251.9

FUENTE: Banco Central de Bolivia

La efectivización del alivio de la deuda multilateral puede darse a través de tres mecanismos: el prepago de la deuda, el alivio de servicios, la sustitución de deuda cara por deuda concesional.

En Bolivia existe un fondo en fideicomiso en el BCB destinado a recibir donaciones de países amigos destinadas a el pago de la deuda; estos recursos que originalmente son de libre disponibilidad no pueden ser utilizados en proyectos de inversión y deben ser canalizados a pago de obligaciones. Bolivia debe entrar en contacto con el Club de París para obtener una renegociación de su deuda.

Por supuesto que toda ayuda o programa de reducción de deuda es bueno para nuestro país, pero, no menos cierto es que Latinoamérica en general (países altamente endeudados), como lo hizo en décadas pasadas, debe negociar la deuda externa como bloque y en grupo. Los organismos acreedores mediante programas y proyectos que realizan pretenden negociar el tema de la deuda de manera bilateral otorgando concesiones de alivio de corto plazo. El problema de la deuda externa nacional y latinoamericana necesita otro tipo de acciones e iniciativas que solo se lograrán de manera conjunta entre todos los deudores.

Bolivia como casi todos los países endeudados tiene la posibilidad de enfrentar posibles dificultades para el pago de la deuda en los próximos años y así verse obligado a destinar los escasos recursos de inversión al pago de obligaciones, postergando aún más su desarrollo y programas de crecimiento.

5.10.- Deuda interna

Por informes del Banco Central de Bolivia y considerando como deuda pública los costos financieros de la emisión de Letras del Tesoro, los certificados de depósitos del Banco Central de Bolivia y el encaje legal adicional en moneda extranjera que ganan un interés del 25% como parte de las reservas internacionales, la deuda pública interna al primer semestre de 1997 bordea los 500 millones de dólares, que sin lugar a duda aumenta el déficit global que está expandiéndole peligrosamente a medida que continúan las reformas económicas y de la seguridad social.

El comportamiento de la política económica y el crecimiento, como se puede apreciar por los indicadores económicos expuestos a lo largo de este trabajo, se han caracterizado por ser extremadamente inerciales. Como excepciones debe mencionarse el control inflacionario como factor importante en la estabilidad

económica que sin embargo tuvo impacto negativo en la política salarial y en el propio crecimiento o, el desempeño del sector exportador que por falta de un apoyo estatal más decidido no fue capaz de lograr mayores tasas de crecimiento para revertir los crónicos déficits comerciales.

Muchas veces por la incapacidad del mercado como asignador de recursos, el Estado se ve obligado a seguir asumiendo actividades que bien podrían estar a cargo de privados, esta situación compromete aún más los escasos recursos públicos con los que cuenta. Es preciso que el mercado de capitales juegue un rol determinante como financiador de proyectos públicos y privados.

5.11.- Necesidad de recursos

Los países Latinoamericanos en general, necesitados de recursos financieros han acudido al mercado internacional mediante la emisión de bonos. Los bonos latinoamericanos son altamente caros, el año pasado obtuvieron un rendimiento medio del 35%, unas 10 veces más que los del Tesoro Estadounidense.

Debido a muchos factores entre ellos al reciente proceso de capitalización de las empresas estatales y privatización de otras, el Estado boliviano se encuentra ante una gran limitante como es la de disponer de recursos frescos con el menor costo financiero posible para hacer frente a proyectos de inversión que desarrollen importantes sectores de la economía. Por ejemplo, en los contratos de riesgo compartido y en proyectos de inversiones de gran envergadura se requieren de considerables inversiones de capital principalmente en tema de infraestructura. En la mayoría de los casos se recurre a nuevos préstamos en condiciones poco ventajosas.

La capacidad del gobierno de invertir se ve cada vez más reducida, por ejemplo en 1996 por primera vez, la inversión privada alcanzó 54,3% sobre el total,

llegando a 662,9 millones de dólares mientras que la inversión pública representó el 45,7%. De los 662 millones, 542,4 correspondieron a IED (destacan Italia, EE.UU, y Brasil).

Es muy probable que en unos pocos años exista un mayor grado de volatilidad de los capitales en los mercados financieros, esta situación nos pone en mayor riesgo respecto a los pocos pero importantes capitales que ingresan al país a financiar proyectos de interés nacional. El proyecto de capitalización debió haber previsto la utilización de los recursos exclusivamente en el mercado de capitales boliviano, de esta manera podría solucionarse de alguna manera la demanda de financiamiento que requiere tanto el sector público como privado en proyectos de inversión para el desarrollo.

5.12.- Estabilidad macroeconómica

En relación a épocas pasadas como la de la hiperinflación, en términos macroeconómicos estamos mejor pero ese mejoramiento no satisface las expectativas ni las necesidades existentes. El insuficiente crecimiento del PIB, el déficit sostenido de cuenta corriente y el empeoramiento de los indicadores sociales son pautas que muestran que no es suficiente lograr la estabilidad macroeconómica para alcanzar el desarrollo. El crecimiento promedio del PIB de los cuatro últimos años fue de 3,8 a 3,9 por ciento y el déficit comercial alcanzó en 1996 a 494 millones de dólares.

No se cuenta con un estudio serio, no obstante, es fácil advertir, en función a estándares de rendimiento económico y de generación de empleo, que incluyendo la destrucción de fuentes de trabajo en el proceso de capitalización, la generación de empleos permanentes así como de empleos mejorados, fue visiblemente escasa. Se advierte en cambio, una fuerte expansión de

subocupados en la economía informal, que representan el 65% de la Población Económicamente Activa (PEA), constituyéndose en el eje focal de atención para toda política que pretenda luchar contra la pobreza.

No obstante lo rescatable de los números logrados en estos 12 años de relativa estabilidad es que genera confianza en la economía, requisito esencial para el desarrollo del mercado de capitales, que tiende a ser muy sensible a distorsiones en la economía y a shocks externos. Es necesario mantener la estabilidad macroeconómica para desarrollar el sector financiero en general.

5.12.1.- En lo fiscal:

El manejo de la política fiscal se muestra cauto, con déficits reducidos, habiendo llegado, el pasado año, a cerca del 2,4%. Sin embargo, de no efectuarse correctivos y modificaciones que disminuyan los costos de las reformas, el déficit tenderá a aumentar peligrosamente, y de hecho este año no será menor que el del año pasado por las ejecuciones presupuestarias desfasadas que obligarán, de acuerdo a declaraciones del Gobierno, a elaborar un presupuesto adicional. Es importante mantener el comportamiento fiscal obtenido en estos últimos años de manera que la confianza creada en los agentes económicos no sea mermada. La evasión fiscal, que según la Cámara Nal. de Comercio asciende a 326 millones de dólares, (45% de las recaudaciones totales), plantea un difícil reto a la política de recaudaciones que deberá exigir mayor eficiencia.

5.12.2.- Las Reservas Internacionales:

Las Reservas Internacionales Netas en 1994 llegaron de 243 millones de dólares en 1996 a 950 millones de dólares y en el primer semestre de 1997 rebasaron los 1.000 millones. Aunque éstas están compuestas en su mayoría por Letras del Tesoro (LT's), encaje legal y créditos de asistencia financiera, sigue

constituyéndose en importante factor de la estabilidad del tipo de cambio y de la economía en su conjunto. El ingreso de divisas previsto para los próximos años aumentará las posibilidades de ejecutar políticas de desarrollo y crecimiento de mediano y largo plazo.

5.12.3.- La política monetaria y financiera:

La competitividad no se constituye aún en una característica del sistema bancario, si bien las tasas pasivas han bajado, las activas lo han hecho más lentamente, encareciendo el costo del crédito o spread, éste en 1993 era de 8.1% y en 1996 llegó a 11,33%. Mientras las captaciones al público crecen al 13.7% promedio, la cartera del sistema lo hace apenas al 7,3% que repercute en los niveles de inversión y crecimiento.

A su vez, la mora causada especialmente por la quiebra de los bancos a fines de 1994, hizo subir ésta al 12,2% en 1996, cuando en 1993 apenas alcanzaba al 6,3%. La contracción del crédito con fines de control inflacionario, es otro factor que incide en el crecimiento de la era bancaria que a su vez contribuye a la rigidez a la baja de la tasa de interés.

No cabe duda, que un cuadro de reorientación hacia un rol más dinámico y determinante del sistema financiero y bancario, en un proceso de reactivación económica con mayores ritmos de crecimiento, debe pasar por el funcionamiento de mecanismos bursátiles, donde los bonos y valores a futuro sean capaces de expandir el crédito a largo plazo, dando de este modo, mayor eficiencia y competitividad al aparato productivo y evitando la expansión de la deuda externa. Debe considerarse también la oportunidad de separar las actividades bancarias de las propias de la bolsa de valores, con el objeto de estabilizar y asegurar el sistema financiero nacional, es decir, separar las actividades financieras en

bancarias y no bancarias, de esta manera los agentes que operan lo hagan separadamente reduciendo el riesgo de quiebra conjunto y de créditos preferentes y no competitivos.

5.12.4.- Metas para 1997 (como porcentaje del PIB):

Las metas propuestas por el gobierno que a continuación se detallan, nos muestran que en términos generales la situación macroeconómica tenderá a mantenerse, esta es una buena señal para los inversores y para el desarrollo del mercado de capitales.

Inflación (Variación Porcentual)	7,0%
PIB (Tasa de crecimiento)	5,0%
Ingresos corrientes	23,9%
Aumento impositivo por eficiencia	0,4%
Gastos corrientes	20,3%
Otros	0,7%
Déficit fiscal	3,3%
Inversión pública	6,9%
Déficit en cta. cte. Bal. de pagos	7,5%
Aumento de las reservas	SU\$ 20 millones
Financiamiento externo del sector público	2,5%
Financiamiento interno del sector público	0,8%
Tasas de crecimiento de la emisión	5,0%
Tipo de cambio	Bolsín
Precio de los combustibles	Sin variación

FUENTES: Policy Notes del FMI, BM, BID, OEA.

ELABORACIÓN: Müller & Asociados

5.13.- El contexto internacional

A pesar de algunos artículos sensacionalistas en sentido que la economía mundial se encuentra con grandes posibilidades de crecimiento y mejoramiento del nivel de vida de todos los países, la realidad es bastante distinta. En el contexto latinoamericano las reformas macroeconómicas emprendidas por los gobiernos han dado como resultado grandes costos sociales que continuamente van incrementando los disturbios sociales y la creciente pobreza y marginalidad. La liberalización de las economías ha logrado entre otras cosas, que los estados estén expuestos a shocks externos y pierdan el control sobre sus indicadores

principalmente sociales. La mayor dependencia del sistema financiero y comercial internacional ha restado a los estados su capacidad de control y manejo.

Todos los continentes están atravesando problemas en sus economías, los Estado Unidos de Norteamérica se encuentra en grandes problemas económicos, principalmente de orden fiscal y comercial. Por otro lado el crecimiento de Europa, tan esperado para la corrección de sus macro problemas, se estima que despegará a partir de 1998 jugando las exportaciones un papel clave para el viejo continente. Se espera que por primera vez desde 1989 las dos economías más grandes de Europa, Francia y Alemania alcancen una tasa de crecimiento del 3%, el mismo que permitiría una modesta reducción del desempleo. A pesar de eso existe mucho pesimismo sobre el comportamiento de la economía europea.

En el caso europeo, una tasa de crecimiento no tendrá el efecto de una panacea sobre los problemas que aquejan a ese continente, pero pasar de un crecimiento del 1,6% como sucedió en 1.996, a un 3% se espera que fortalezca los intentos para cumplir las metas e ingresar a la Unión Monetaria. El desempleo sigue siendo del 12,5% en Francia y del 11,4% en Alemania. Los gobiernos del continente están elevando los impuestos para cumplir las metas de reducción del déficit fiscal e ingresar en la Unión Monetaria, estas medidas frenan el crecimiento y no sorprendería que las proyecciones se den la vuelta fácilmente.

En una economía pequeña como la boliviana cuyo mercado es muy reducido son las exportaciones y no la demanda interna, las que impulsan el crecimiento de la productividad, por lo tanto el fomento a este sector es muy importante para las perspectivas que se trancen los gobernantes. En el mundo en general, el temor a

los despidos y a los impuestos más altos está frenando el gasto de consumo, esto a su vez provoca una reducción en la demanda de muchos bienes que afecta directamente a la demanda y oferta agregadas en la economía.

Todos los países están en busca del crecimiento de sus economías, asimismo están confrontando graves problemas sociales debido a reformas macroeconómicas adoptadas tendientes a reducir el gasto. A nivel internacional existe una fuerte corriente de búsqueda capitales para la inversión que reduzcan de alguna manera los efectos producidos por las reformas. Los capitales con mucha cautela acuden donde las tasas de retorno son mayores pero prefieren a los mercados y economías desarrolladas y estables, por ello, para los países subdesarrollados y necesitados de capital, el acceso a las corrientes de capital externo es muy difícil y costoso ya que éstos ingresarán al país atraídos por exorbitantes tasas de rendimiento y a la mas mínima señal de inestabilidad económica o social partirán vuelo en busca de seguridad y rentabilidad pudiendo dejar a las economías como la nuestra en completa bancarrota.

Por estas consideraciones es necesario concientizar a nuestros gobernantes y población sobre la importancia de la generación de ahorro interno y su destino a proyectos de inversión de mediano y largo plazo a través del mercado de capitales. La competitividad entre los países se pondrá mas de manifiesto no solo en el ámbito comercial, también en el financiero. La inversión en todas sus formas será el motor del desarrollo y los mercados de capitales serán el principal medio de financiamiento.

5.14.- Lucha contra la corrupción

La corrupción aumenta los costos de los negocios y bloquea el crecimiento de los pueblos, principalmente de los países en desarrollo. Reduce la competitividad de

las empresas nacionales, corroe las instituciones públicas y mina la legitimidad política de los gobiernos.

El Banco Mundial se comprometió a proporcionar ayuda a los países que luchan contra la corrupción, mal que ha cobrado dimensión internacional y que afecta la estabilidad macroeconómica. Para atacar la corrupción los gobiernos deben crear mecanismos con la participación de la sociedad civil y reestructurar el aparato público con servidores bien remunerados. Un gobierno serio debe tomar iniciativas conducentes a simplificar la gestión pública.

La lucha contra la corrupción es determinante para el desarrollo del mercado de capitales y la seguridad jurídica de los agentes económicos del mercado, requisito indispensable para dinamizar y llamar a nuevos participantes en la oferta y demanda de capital. Las reformas y renovación del Poder Judicial serían buenas señales para el mercado en general.

5.15.- Capitalización y mercado de capitales

Existe una preocupante falta de conexión entre el accionar de las AFP's y el mercado de capitales. El proceso de reforma aplicado en el país (Capitalización de las principales empresas públicas) debió sentirse en el mercado de capitales en un período de tiempo corto. Hasta hoy nada ha ocurrido. Las empresas capitalizadas deberían participar en el mercado de valores en razón de que el 50% de las acciones administradas por las AFP's pertenecen a tres millones de bolivianos, quienes deben conocer las operaciones que las capitalizadoras realicen, tener la explicación de sus actos, la información de sus planes de inversión y otros que sólo se pueden lograr a través de la Bolsa.

Por otra parte, entre los errores mas profundos cometidos en el proceso de reforma a la seguridad social boliviana y el proceso de capitalización de

empresas ha sido el de destinar los rendimientos de las acciones de los bolivianos al pago de bonos a sectores no productivos y de poca expectativa de vida. El Bonosol que se paga a personas de la tercera edad, representa anualmente cerca a los 84 millones de dólares que bien podrían ser destinados al mercado de capitales para el financiamiento de sectores ansiosos de capital, en proyectos de desarrollo del sector exportador altamente competitivo, que sí otorga beneficios económicos y sociales al país en su generalidad.

Actualmente en Bolivia, los recursos generados por la capitalización de empresas públicas están siendo destinados al pago de bonos a los sectores supuestamente mas pobres y de mayor necesidad, como lo vimos en el capítulo correspondiente, esto no es tan así. Estos recursos son regalados a las personas de la tercera edad; dinero que en manos de gente con pocas expectativas de vida es destinado al consumo, el mismo que en forma agregada repercute negativamente en otras variables macroeconómicas, sacrificando el desarrollo de todos los bolivianos en general, ya que no son destinados a la inversión, en otras palabras, los bolivianos están siendo privados de los efectos multiplicadores que estos recursos representarían si fuesen destinados a la inversión en los sectores productivos.

En otras palabras, una medida con ingredientes políticos y humanistas, sacrifica el desarrollo en el mediano y largo plazo de todo un país. Considero que un país pobre, altamente endeudado, con bajas tasas de crecimiento no puede darse el lujo de hipotecar el desarrollo de su población regalando recursos escasos que serán lapidados en pocas horas y no generarán beneficio alguno al país en su conjunto. Estos recursos deben ser dirigidos al sector productivo via financiamiento a través del mercado de capitales, para financiar actividades

productivas e industriales que conllevan efectos multiplicadores y positivos para la economía y el nivel de vida de los habitantes.

Bolivia está considerado como un mercado en vías de ser emergente, es uno de los países mas atrasados en lo que a mercado de capitales se refiere debido entre muchas cosas a la ausencia de una Ley de Valores que brinde las garantías necesarias para atraer recursos de inversión que en el mundo entero están girando constantemente dentro de las economías de las naciones como verdaderos ciclones; también a la falta de políticas estatales que dinamicen el mercado con recursos del ahorro interno generado por todos los bolivianos.

5.16.- El sector bancario

Existen dos modalidades fundamentales dentro del mercado de capitales: el intermediario (o bancario) y el no intermediario (o instrumentos). Estos dos tipos coexisten en la mayoría de los países, aunque dependiendo del caso, generalmente uno se desarrolla más que otro. Alemania, por ejemplo, tiene un mayor desarrollo relativo del mercado bancario, mientras que Estados Unidos tiene un mercado no intermediado más dinámico.

En el caso alemán el modelo está estructurado a partir de pocas instituciones bancarias multipropósito, que incluso pueden poseer participación accionaria en el sector real. En el caso norteamericano, el sistema bancario se concentra en la provisión de préstamos a corto plazo, dando así un espacio a una clara diferenciación de lo que hoy conocemos como banca comercial y banca de inversión . Es difícil afirmar que existe una estructura óptima de mercado de capitales pero lo que es importante que los dos tipos de modelos de financiamiento coexistan, compitan y se complementen.

En el caso boliviano, las empresas del sector productivo se caracterizan por una baja utilización del mercado de capitales no bancario, sus fuentes de financiamiento provienen principalmente de créditos otorgados por la banca local. Esto se explica por varias razones como ser: la carencia de leyes y normas, el desconocimiento del sector privado sobre el funcionamiento del mercado no intermediario, la fragilidad institucional y económica de los intermediarios participantes en este mercado.

Del total de las captaciones realizadas por el sistema bancario, alrededor del 95% son realizadas en moneda extranjera, mientras que un 3% corresponde a depósitos en moneda nacional y alrededor del 2% a moneda nacional con mantenimiento de valor. Existe una desmedida dolarización de los depósitos debido principalmente al temor del ahorrista a la reedición de la nefasta desvalorización de nuestra moneda ocurrida en la primera parte de la década de los ochenta. Los efectos de la hiperinflación siguen presentes en el mercado financiero boliviano. Otro de los motivos es que los depósitos en dólares estadounidenses tienen menor riesgo y de acuerdo a la mala percepción del ahorrista supuestamente son mas rentables.

Depositos a plazo fijo en millones de bolivianos

Año	M/n	Partic.	M/e	Partic.	Mn/mv	Partic.	Total
1994	78,774	1.24%	5.806,622	91.32%	472,840	7.44%	6.358,236
1995	61,415	0.88%	6.736,489	94.23%	350,904	4.91%	7.148,808
1996	113,128	1.25%	8.622,869	95.64%	279,940	3.10%	9.015,937
1997	120,639	1.31%	8.814,239	95.67%	277,863	3.02%	9.212,741

Fuente: Boletín informativo de la Superintendencia de Bancos, datos hasta 31 de marzo de 1997

Esta situación, en parte se debe a la falta de una estrategia de las autoridades monetarias para recobrar la confianza en la moneda nacional. Actualmente, y desde hace ya unos años los depósitos en dólares estadounidenses tienen

menos rentabilidad que los realizados en moneda nacional. Un simple ejercicio apoyado en los tipos de cambio y en las tasas de interés promedio nominal del sistema bancario, permiten demostrar que las inversiones a plazo en moneda nacional han sido mas rentables que las efectuadas en moneda extranjera. Paradójicamente, cada vez menos operaciones se transan en bolivianos (moneda nacional) y cada vez mas negocios facturan en dólares, habiéndose convertido el dólar estadounidense en verdadero patrón monetario en Bolivia.

Los depósitos en moneda extranjera han registrado un crecimiento sostenido. El Banco Central de Bolivia ha dictado una serie de normas para incentivar el ahorro en bolivianos, una de estas medidas está referida a la exención del encaje adicional a los depósitos en moneda nacional (el encaje adicional grava con un 10% los depósitos a la vista y con 6% a los depósitos a plazo); esta medida también tiene connotaciones vinculadas a la contracción de la liquidez, está orientada principalmente a estimular la captación de depósitos en moneda nacional, sin embargo no ha sido recibida por el sistema bancario de la manera que se esperaba.

Las tasas de interés de los depósitos en bolivianos sólo están siendo influenciadas por el efecto inflacionario y no por el incentivo señalado. Para poder reducir la practica de la dolarización de los depósitos, la tasa pasiva de este segmento debería ser mucha mas atractiva, caso contrario si el incentivo no ha dado resultado, no se tendría porqué seguir eximiendo a estos depósitos del encaje adicional.

Por otra parte, el hecho de comprar dólares al tipo de cambio de venta y vender más adelante al tipo de cambio de compra, no hace otra cosa que mermar el valor de los recursos, peor aun si estas transacciones se hacen a menudo. Es

imprescindible informar y orientar al ahorrista o inversionista en cuanto a la tasa efectiva y en cuanto a la pérdida de valor de sus recursos como efecto de la convertibilidad. La tradición de recibir el pago en bolivianos e inmediatamente cambiar a dólares hay que hacerla olvidar.

Es importante que la autoridad monetaria disponga las medidas conducentes, por medio del sistema financiero para que el boliviano recupere su espacio como instrumento de pago, ya sea a través de operaciones de mercado abierto, mediante la regulación del encaje legal adicional u otras, de manera que se reoriente la política monetaria haciendo énfasis en el reposicionamiento del boliviano, considerando a nuestra unidad monetaria como la única moneda de cuenta válida y vigente en el país, de lo contrario se corre el riesgo de que el Instituto emisor se convierta en el mediano plazo en una filial del Federal Reserve Bank.

5.17.- El retraso competitivo de la industria

Muchos economistas consideran que el atraso competitivo de la industria latinoamericana puede ser una ventaja que permitiría saltar etapas y entrar en una trayectoria de crecimiento rápido. A medida que las economías latinoamericanas se han ido estabilizando después de las reformas de libre mercado de los últimos años, ha surgido el interés en diseñar estrategias de desarrollo a más largo plazo, el objetivo de estas estrategias sería el de facilitar el paso de una trayectoria de lento crecimiento a otra más rápida, como la lograda por los países exitosos de desarrollo tardío del sudeste asiático.

Durante los últimos años, la tasa de aumento de la producción industrial de América Latina ha sufrido un fuerte descenso, de 6% anual durante la década de los setenta a poco más de 1% entre 1980 y 1994. Según la Dirección de

Desarrollo Productivo y Empresarial de la CEPAL, una vez que un país de desarrollo tardío comienza a industrializarse suele crecer a un ritmo mucho más rápido que los países actualmente desarrollados, ya que puede aprovechar de las mejores prácticas y tecnologías disponibles sin incurrir en el costo de desarrollarse por sí solo. Esta deducción realizada por la CEPAL es nada nueva, el problema no se encuentra en que los países en desarrollo como el nuestro se den cuenta de tal descubrimiento, sino, se encuentra en obtener los recursos necesarios que nos permitan comprar o adquirir las nuevas tecnologías y contar con la mano de obra altamente calificada que la maneje.

Al respecto tenemos las siguientes opciones: endeudarnos para comprar tecnologías nuevas, fomentar la inversión extranjera directa y condicionarla al uso de tecnologías de punta o, generar ahorro interno y destinarlo al mercado de capitales para que este asigne a los agentes económicos en proyectos de desarrollo industrial. Sería paradójico, pero posible, pensar que el capital generado por el ahorro boliviano sea colocado en otros mercados de capitales extranjeros para el desarrollo de sus actividades industriales, en lugar de desarrollar proyectos nacionales que requieren recursos financieros en términos competitivos.

5.18.- Inversiones extranjeras

El capital extranjero en América Latina ha desempeñado en los últimos años un importante papel en los programas de privatización, la inversión extranjera en estos programas no se ha distribuido por igual entre los países de la región. El grado de participación extranjera en las privatizaciones no depende sólo de la apertura a las inversiones foráneas, o de la oportunidad de hacer negocios

rentables, seguros, rápidos y con garantías tributarias o cambiarias, sino también del grado de desarrollo del empresariado local.

Según el informe de la CEPAL entregado a las Naciones Unidas, las inversiones extranjeras en la región latinoamericana y caribeña se han triplicado. Los flujos de inversión extranjera han registrado un aumento espectacular en los países en subdesarrollo, pasaron de 31 mil millones en 1990 a 88.800 en 1994. Sin embargo tres países acaparan el 70% de estas inversiones: México con 32%, Brasil con 21% y Argentina con 17%, le siguen Colombia con 9%, Perú con 7% y Chile que en 1996 recibió en Inversión Extranjera Directa de 4186 millones de dólares.

De acuerdo a la guía para el pequeño inversionista internacional publicada en The Wall Street Journal Américas, entre los países emergentes recientes y los limítrofes no figura Bolivia los únicos sudamericanos son Venezuela y Perú.

En Bolivia, las inversiones del sector privado extranjero en los dos últimos años (95 y 96) estuvieron destinadas al sector del comercio y servicios, seguida por el de hidrocarburos e industria. Los capitales extranjeros durante este período alcanzaron los 944.1 millones de dólares, en sectores donde la inversión en tecnología y bienes de capital son altas y la generación de empleos baja.

Los datos muestran que las inversiones se concentran en economías y mercados emergentes maduros y recientes de la región; Bolivia no se encuentra entre los países atractivos para la inversión, esta situación, nos debe hacer reflexionar que los escasos recursos que entran por inversión extranjera deben ser bien cuidados en términos macroeconómicos y, que los escasos recursos pero importantes generados por el ahorro interno deben financiar proyectos de

desarrollo a través del mercado de capitales como el mejor asignador de recursos.

5.19.- La seguridad social

La seguridad social ha entrado en crisis hace ya muchos años, algunos países como Chile emprendieron sus reformas con mucho éxito y fracaso, depende de que lado se mire; otros y entre ellos Bolivia han introducido sus reformas recién en los últimos meses. De todas manera a lo largo de América e incluso en los Estados Unidos la seguridad social parece haber entrado en crisis. El sólido principio de “pague mientras trabaje” chocó contra una realidad hostil.

La clase media para arriba, piensa y dice hoy que es preciso reemplazar la seguridad social por un seguro privado, financieramente mas bueno, así, en la tercera edad podrán dormir en las camas que ellos mismos hicieron. Es lógico, el pensamiento del ahorrista es que los recursos libres del consumo generarán el caudal de capital necesario para cubrir las necesidades de consumo mucho mayores, de los muchos ancianos y enfermos.

Este tipo de darwinismo social no es del todo equivocado, pero es ingenuo, egoísta, desalmado y extremista. Los mercados libres pueden ser eficientes si toda la gente comenzó en iguales condiciones y todos pensaban en el futuro. Los Estados Unidos, Japón y Europa deben empezar a mirar a las reformas de Chile. El seguro social con \$ mayúscula debe mantenerse al sector mas pobre de la población.

El problema es mayor para los países pobres y altamente endeudados como el nuestro, ya que el cambio realizado en la seguridad social si bien era extremadamente necesario por el déficit fiscal que ocasionaba, también dejó al

grueso de la población pobre al desamparo y a su propia suerte, en inicuas condiciones respecto al reducido sector que tiene la capacidad de ahorro.

De acuerdo a datos de Salomon Brothers Inc. (consultores financieros de Wall Street) Bolivia tiene un 21% del PIB en activos de Seguridad Social. En Bolivia los recursos que ahora serán manejados por las AFP's, mediante políticas de incentivo deben ser destinados al mercado de capitales nacional de manera que este reducido pero importante ahorro generado otorgue benéfico al país a través del financiamiento de proyectos de desarrollo del sector privado. El Estado juega un rol importantísimo para lograr este propósito.

5.20.- Estabilidad y crecimiento

Las reformas emprendidas hace doce años nos otorgaron estabilidad en la economía, pero no permitieron el crecimiento, desarrollo y superación de problemas sociales que hoy en día se incrementan y tienden a ser incontrolables o por lo menos con muy escasas posibilidades de solución

Dentro la teoría y el análisis económico, los elementos primordiales que empujan el crecimiento son: tasas de ahorro crecientes para financiar inversiones crecientes, crecimiento de las exportaciones para financiar crecientes importaciones, incrementar la productividad de los factores; la receta parece facil, pero en la realidad, cumplirla resulta difícil.; entonces surge una pregunta: nos estamos engañando o nos están engañando?

Supuestamente, los déficits fiscales reducidos generan mayor ahorro público; la baja inflación y balance externo reducen los riesgos para invertir, convirtiendo los retornos a la inversión más atractivos; mayores tasas de ahorro privado reducen la fuga de capitales e incrementa la inversión privada doméstica e inversión extranjera directa.

La teoría nos enseña que, el incremento de la tasa de crecimiento de las exportaciones ayuda a devaluar el tipo de cambio real. La menor inflación ayuda a mantener el tipo de cambio real, no debiendo usarlo como instrumento de fomento las exportaciones (manteniéndolo subvaluado). El estímulo a las exportaciones debe venir de otras fuentes como ser: la liberalización de las importaciones que provoca depreciación del tipo de cambio real; liberalización a los exportadores de impuestos sobre insumos, IVA y otros impuestos de exportación; inversión pública e infraestructura orientada hacia la exportación

Aumentar la productividad de los factores es otra de las lecciones y tareas que los gobiernos deben buscar, a través de la baja inflación que debería promocionar las inversiones de todo tipo, incluyendo aquellas destinadas a nuevas tecnologías que incrementan la productividad. La baja inflación reduce los retornos a la fuga de capitales, la inversión en tierras, edificios, joyas y otros activos menos productivos cuyo valor no se erosiona con la inflación; aumenta el retorno relativo de la maquinaria, tecnología y otros activos que aumentan la productividad de los factores. La política monetaria restrictiva aumenta las tasas de interés eliminando las inversiones menos productivas y aumentando el producto por unidad de inversión.

Van doce años que Bolivia aplica estas medidas, de acuerdo a sus posibilidades, y aun no se han obtenido los resultados buscados. El Estado redujo su déficit pero la inversión también; la deuda externa no permite mayores tasas de inversión; el ahorro generado por el sector privado no se lo dirige a financiar proyectos de inversión; los problemas sociales como el desempleo y pobreza extrema van incrementándose; la inversión es reducida e insuficiente; las

exportaciones no crecen al ritmo y nivel de las importaciones y, el crecimiento de la economía es lento y reducido.

Hemos sido muy buenos alumnos de los programas del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial y no hemos obtenido el resultado buscado en el experimento, esto nos debe llevar a un proceso de concientización como país y como bloque de países pobres y endeudados, a que si deseamos crecer lo podemos lograr con nuestros propios recursos en base a políticas de desarrollo comprometidas entre el sector público y privado. Maximizar el uso productivo de los recursos propios es imprescindible para generar desarrollo autosustentable. La economía mixta puede conseguir lo mejor de dos mundos: ese justo medio entre una economía de mercado despiadada con su desigualdad genérica de fortunas personales y el autoseguro mutuo de una sociedad solidaria y comprometida con el desarrollo equitativo.

5.21.- Ajuste estructural y crecimiento

Los ajustes estructurales destinados a promocionar el crecimiento rápido de las naciones, buscan relocalizar los recursos hacia usos más productivos, generando competencia en la economía y el mercado, especialmente externo, esto incentiva a reducir costos y aumentar productividad. Las reformas institucionales tendientes a lograr mayores niveles de productividad y mejorar el funcionamiento de los mercados, deben continuar con una nueva perspectiva nacional, es decir, no con el propósito de cumplir metas trazadas por organismos externos, sino como una estrategia nacional para el desarrollo, con un celo estatal de los intereses nacionales y un compromiso de todos los bolivianos para generar crecimiento propio.

La agenda del ajuste estructural (reformas al comercio exterior, mercado financiero, sector fiscal, reformas impositivas, desregulación y liberación de precios en toda la economía, desregulación del mercado de trabajo, privatización, reforma al sistema legal, etc.) debe continuar en las condiciones y capacidad del país, de manera gradual o con medidas drásticas e inmediatas según el caso. No debemos perder de la mira el interés nacional.

Capítulo sexto

Conclusiones y sugerencias

En el presente capítulo se expresan las conclusiones arribadas a lo largo del trabajo, éstas, no comprometen a las instituciones o personas de las cuales se recogió información y criterios únicamente al autor de la presente tesis.

1.- El crecimiento en el mediano y largo plazo depende básicamente de la capacidad de los países de ahorrar e invertir.

2.- El éxito de un mercado de valores depende de las condiciones en las que se encuentre la economía de un país y del tipo de mercado que se quiere lograr. Más importante que la creación de un mercado de valores, son las reformas económicas que deben acompañarlo.

3.- Los mercados financieros internacionales son muy vulnerables a las fluctuaciones de precios y volúmenes. Los inversionistas pueden por diferentes razones, no sólo dejar de invertir, sino tratar de vender sus valores rápidamente, si temiesen un empeoramiento de las perspectivas en el país. Los efectos de los nuevos flujos de capital no han sido los mismos en todos los países, ello está asociado al acceso a dichos recursos y al uso que las economías de la región han dado al financiamiento internacional.

4.- Una fuente importante de nuevos flujos hacia la región son los bonos, su ventaja se debe a que por lo general tienen tasas de interés fijas. La Inversión Extranjera Directa parece ser mas estable y de largo plazo.

Los vínculos con los mercados financieros y los capitales internacionales encontraron a los países en etapas diferentes de sus programas de ajuste.

5.- Por regla general los mercados bursátiles son turbulentos.

6.- Cuando existe liquidez en el mercado internacional, se debe principalmente, a la caída de las tasas de interés de las principales economías desarrolladas.

7.- Los mercados de capitales son buenos en la medida en que sean correctamente administrados, con transparencia, información y destinen los recursos al financiamiento de proyectos de mediano y largo plazo.

8.- El sector bancario nacional opera con relativa ineficiencia, esto, encarece el costo del crédito y contrae la demanda por dinero de sectores productivos necesitados.

9.- Desde 1985 hasta la fecha, la economía boliviana ha logrado estabilidad en sus principales indicadores macroeconómicos, esta situación, permite sentar las bases para el desarrollo del mercado de capitales.

10.- La estabilidad en las reglas de juego es fundamental para que las empresas diseñen y emprendan estrategias de competitividad en el mediano y largo plazo, por esta razón un marco legal preciso, unívoco, y un marco institucional altamente calificado y profesional, son necesarios para desarrollar el mercado de capitales.

11.- La estabilidad macroeconómica no es suficiente para que los países ingresen en la senda del crecimiento sostenible, especialmente, aquellos donde los ingresos son bajos y es necesario resolver problemas asociados a la débil estructura social económica e institucional.

12.- El desarrollo de Bolivia dependerá fundamentalmente de la inversión del ahorro interno, por lo tanto los recursos de la capitalización y de la reforma del Sistema de Seguridad Social deben impulsar el desarrollo del país a través del financiamiento competitivo mediante las bolsas de valores.

13.- La dependencia del proceso de inversión al ahorro externo es poco conveniente, no solo porque la economía se hace más vulnerable a shocks externos, también porque puede incrementar los servicios de la deuda o las remesas de utilidades.

14.- La inversión extranjera y la deuda externa deberían servir para complementar al ahorro interno en las necesidades de financiamiento de la inversión y no viceversa.

15.- La actividad productiva contribuye incuestionablemente a mejorar la calidad de vida de los pueblos, es una obligación de los gobiernos fomentarla y buscar los mecanismos mas óptimos y competitivos para financiarla.

16.- Existe una correlación positiva entre los niveles de educación de la población, crecimiento económico y productividad. El nivel de pobreza es inversamente proporcional al grado de escolaridad. Existen estudios que demuestran que existe una relación inversa entre inflación y desempleo.

17.- Un país difícilmente tiene éxito internacional sino existe una competencia en los mercados domésticos o cuando la competencia está limitada por políticas gubernamentales.

18.- Si las empresas en Bolivia, quieren incrementar sus ventajas competitivas necesitan incorporar estrategias de acción a su administración y financiamiento de nuevas actividades y metas.

19.- Existe una excesiva dolarización de la economía, que reduce la eficacia de la política monetaria.

20.- La nueva legislación bursátil requiere de un cambio de mentalidad en los empresarios del país, para dejara atrás las compañías familiares y convertirlas en sociedades anónimas abiertas a la inversión.

21.- Pese a que los últimos cambios económicos fundamentan el desarrollo de las transacciones bursátiles, el país cuenta con un incipiente mercado de valores que no permite, por ejemplo, que las empresas capitalizadas y las AFP´s puedan transar acciones y realizar operaciones financieras comunes en el mundo.

22.- La Bolsa de valores es una alternativa mas dinámica que los sistemas tradicionales de inversión y financiamiento, donde las unidades que necesitan financiamiento van a competir para atraer los recursos necesarios para su desenvolvimiento.

23.- La asignación racional y eficiente de recursos económicos constituye un elemento importante en toda sociedad para lograr niveles de desarrollo más elevados: la bolsa en una institución que permite dicha asignación al facilitar la trasferencia de excedentes con criterios de racionalidad y eficiencia económica.

24.- Si los recursos de la capitalización fueran destinados al desarrollo del mercado de capitales, podrían lograr la rebaja de las tasas de interés y nuevas modalidades de inversión de los ahorros. Esto permitiría agilizar la inversión y en consecuencia también generar mas empleos y nuevas fuentes de ahorro y riqueza.

25.- Bolivia se encuentra entre los países más atrasados. Su índice en la estructura económica es enunciativo y no real operativo. La tasa de retorno es estimada en 1,3% y la tasa de desempleo oscila en un 27%, con una renta per cápita de 43 dólares mes, conceptuado como salario mínimo vital, pero con un

crecimiento de su población que se encuentra entre los más altos de Latinoamérica.

26.- Parecería ser que la política cambiaria y monetaria del país está orientada a forzar el cumplimiento de metas inflacionarias, como objetivo prioritario de la política económica sacrificando y postergando la capacidad del Gobierno de ejecutar políticas orientadas a fortalecer la competitividad del país, es decir, su habilidad para asegurar tasas de crecimiento en el nivel de vida de la población, evitando, al mismo tiempo, los costos sociales tales como el desempleo, el daño ambiental y los extremos en la desigual distribución del ingreso.

27.- De acuerdo al Prof. Krugman “la creencia que una absoluta estabilidad de precios es una bendición que conlleva grandes beneficios con pocos o casi ningún costo, no es más que un acto de fe sin prueba alguna”.

28.- Aunque no existe una receta que asegure el crecimiento económico con equidad, existe una amplia conciencia que el crecimiento con equidad en un entorno de estabilidad y pleno empleo depende de los niveles de inversión, especialmente aquellos financiados con ahorro interno; de la capacidad de un país de incentivar el desarrollo y transferencia tecnológica y de la inversión en el desarrollo de los recursos humanos tanto en educación como en salud.

29.- Parece poco conveniente, por decir lo menos, que los recursos de la privatización de las empresas públicas, que representan el ahorro logrado por varias generaciones, sea gastado en un programa de asistencial no focalizado, con poco o ningún beneficio para la sociedad, a través de un pago de “ Alivio a la Vejez”, en lugar de destinar esos recursos al financiamiento de la

infraestructura, el apoyo a los programas de investigación, desarrollo tecnológico y el mejoramiento de los servicios de educación y salud.

30.- Las mejoras en los niveles de vida de la población dependen de la capacidad que se tenga de aumentar la productividad y de la aplicación de adecuadas políticas de redistribución del ingreso. Ello pasa por el desarrollo y transferencia tecnológica y el aumento en la calidad, cantidad y accesibilidad de los servicios de educación y salud.

30.- Los elevados niveles de pobreza del país, justifican y hacen necesarios los programas asistenciales. Sin embargo, para aumentar su eficacia y optimizar los recursos que se destinen a este fin, se deben diseñar programas definidos y bien focalizados.

31.- Es necesaria una reglamentación adecuada que incentive el desarrollo del mercado de valores, que busque adaptar la situación actual a la capitalización de las empresas públicas, reforma de pensiones y adelantos tecnológicos, de manera que se incrementen sus actividades en favor de quienes requieran financiamiento.

32.- Las empresas en Bolivia, están llegando a sus niveles máximos de endeudamiento y su desarrollo y crecimiento en el futuro, dependerá básicamente de aumentos de capital, para ello es necesario que el mercado de capitales se fortalezca y desarrolle; paralelamente es preciso que las empresas abran su capital accionario a los agentes económicos en general.

33.- El desarrollo del mercado de capitales, permitirá liberar recursos crediticios del sistema bancario, que se destinarían a la pequeña y mediana empresa, aumentando el número de sujetos de crédito y reduciendo el riesgo de estas empresas que son las que registran mayores niveles de empleo. Los

recursos provenientes del ahorro deben ser canalizados a proyectos de inversión para el desarrollo.

34.- El mercado de capitales debe contar con: un marco regulatorio y legal claro, imparcial y estable para todos los participantes; alternativas de inversión traducidas en diversos instrumentos financieros y emisores; información financiera oportuna; permanente apertura por parte de las empresas productivas; una industria de clasificación de riesgo; organismos fiscalizadores y supervisores competentes; Bolsas y Agentes de Valores; empresas de custodia de valores; incentivos, como los tributarios, para fomentar la transformación de sociedades cerradas en sociedades anónimas abiertas; y manuales de cuentas contables similares para cada uno de los sectores productivos y de servicios.

35.- Es importante crecer y desarrollarse con orientación y dirección; si logramos desarrollar el mercado de capitales sin el complemento necesario de una acción gubernamental decidida a proyectar sus beneficios y efectos a la mayor cantidad de sectores sociales posibles, estaríamos creando nuevas y mayores condiciones de desigualdad y confrontación social, que sin lugar a duda pondrían en peligro la convivencia social, polarizando aún mas a la sociedad entre extremadamente ricos y extremadamente pobres.

36.- El mercado de valores debe constituirse en el principal y mas competitivo financiador de proyectos industriales; para ello entre otras cosas será necesario la expansión de las sociedades anónimas abiertas y que éstas participen de los mercados bursátiles.

37.- Debe considerarse la separación de las actividades bancarias de las propias de la bolsa de valores, con el objeto de estabilizar y asegurar el sistema

financiero nacional; de esta manera los agentes financieros operen separadamente reduciendo el riesgo de quiebra conjunto y de créditos preferentes y no competitivos.

38.- Es necesario concientizar a los gobernantes y población sobre la importancia de la generación de ahorro interno y su destino a proyectos de inversión de mediano y largo plazo a través del mercado de valores.

A N E X O

Lista de Cuadros

- CUADRO 1: Flujos Netos de Capital hacia América Latina.
- CUADRO 2: Nueva Explosión.
- CUADRO 3: Bolivia: 1988-1992: Operaciones Fiscales del Sector Público no Financiero
- CUADRO 4: Principales Indicadores Monetarios.
- CUADRO 5: Bolivia: Resultados del Programa de Capitalización.
- CUADRO 6: Bolivia: Estado de la Deuda Externa Pública a mediano y largo plazo al 31 de diciembre de 1996.
- CUADRO 7: Reservas Internacionales Netas Ajustadas.
- CUADRO 8: Evolución de los Fondos Comunes de Valores
- CUADRO 9: Fondos Comunes de Valores: Rendimiento Anual Nominal 1996 .
- CUADRO 10: Sistema Bancario Clasificación de Cartera por destino del Crédito.
- CUADRO 11: Bolivia: Importancia relativa del Mercado de Capitales.
- CUADRO 13: Bolivia: Importancia relativa del Mercado Primario.
- CUADRO 14: Bolivia: Composición del Mercado Secundario Bursátil.
- CUADRO 15: Bolsa Boliviana de Valores Volúmen de Operaciones en Rueda.
- CUADRO 16: Bolsa Boliviana de Valores Participación de Instrumentos en Operaciones de Rueda.
- CUADRO 17: Bolsa Boliviana de Valores, Tasas de Rendimiento Promedio Ponderadas.
- CUADRO 18: Volúmen Transado en Rueda por Agentes.
- CUADRO 19: Subasta de Acciones no Registradas en Bolsa- Detalle de Operaciones.
- CUADRO 20: Evaluación de Bancos.
- CUADRO 21: Bolivia: Flujo de Caja de Pensiones sin Reforma.

CUADRO Nº 1**FLUJOS NETOS DE CAPITAL HACIA AMERICA LATINA**

Incluye capital de largo y corto plazo, transferencias unilaterales oficiales, errores y omisiones
(Promedios anuales)

	Flujos netos totales en miles de millones de dólares				Porcentaje del PIB			
	1977-81	1983-90	1990-91	1992-1994	1977-81	1983-90	1990-91	1992-1994
América Latina y el caribe	29.4	9.6	27.8	61.1	4.5	1.3	2.6	5
Argentina	1.9	1.4	1.1	10.6	2	2.1	0.6	5.1
Chile	2.6	1.5	2.3	3.1	12.7	7	7.3	7.8
México	8.2	0.8	16.3	25.2	5.1	0.2	6.3	8.5

Fuente:CEPAL, América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial, Santiago, abril de 1994, Cap. IX

CUADRO N° 2

**Emisiones Internacionales de deuda de
empresas centro y sudamericanas, en
miles de millones de dólares**

ANO	N° DE EMISIONES	MILES DE MM \$US
90	9	1.0
91	32	3.5
92	102	10.5
93	193	18.0
94	132	14.2
95	92	7.8
96	163	19.0

Fuente: Securities Data Corp.

CUADRO N° 3

**BOLIVIA: 1988-1992: OPERACIONES FISCALES DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO
(En Millones de Bolivianos y como porcentaje del PIB)**

	% PIB	%	TOTAL	%	TOTAL	%	TOTAL	%	TOTAL
	1988	PIB	1989	PIB	1990	PBI	1991	PIB	1992
I. Ingresos totales	27.3	29.2	3543.2	30.9	4415	32.4	5819.6	33.33	68447.7
A. Ingresos corrientes	16.04	27.6	3354.8	29.4	4193.8	30.6	5505.1	30.6	6293.7
B. Ingresos de Capital	0.9	1.6	188.4	1.5	221.2	1.7	314.5	2.7	554.0
II. Egresos Totales	33.5	34.6	4202.2	35	4993	36.2	6502.8	37.8	7777.0
'D. Egreso de Capital	8.3	8.9	1078.3	8.9	1276.5	9.3	1664.4	10.3	2107.1
Superávit (+) Déficit (-) Ctte (A-o)	1.2	1.9	230.9	3.3	477.3	3.7	868.6	3	623.8
Superávit (+) Déficit (-) Global (I-II)	-6.1	-5.4	-658.2	-4.1	578.2	-3.6	-683.3	-4.5	-929.3
A. Financiamiento Global 1/	6.1	5.4	658.9	4.1	578.2	3.8	683.3	4.5	929.3
A.1 Crédito Externo Neto	4.7	2.2	271.9	2.6	377.4	3.5	621.9	4.1	838.6
A.2 Crédito Interno Neto	1.5	3.2	387	1.4	200.8	0.3	61.4	0.4	-95.6
Déficit con Cuasifiscal Incluido	-6.1	-6.9	-211.5	-4.7	-674.4	-4.5	-814.7	-4.5	

Fuente: SAFCO - Banco Central de Bolivia
PIB Nominal, fuente FMI

1988=10.394; 1989=12.136; 1990=14.273; 1991=17.975; 1992=20.557

CUADRO No.4

PRINCIPALES INDICADORES MONETARIOS

PERIODO	EMISION (1)		INFLACION (2)		TIPO DE CAMBIO (3)			M1(1)	M2(1)	M1 (Indice)	M2 (Indice)
			MENSUA	ACUM.	T.C.	EPR. MEN	PR. ACUM.				
DIC.94	1,435.5	100%	0.13	8.52	4.7		4.68%	3,215.90	4,499	100.0	100
ENE. 95	1,204.4	83.8	0.83	0.83	4.74	0.85%	0.85%	3,081.10	4,407.40	95.8	98.0
FEB. 95	1,260.0	87.7	0.56	1.39	4.73	-0.21%	0.64%	3,026.40	4,408.50	94.1	98.0
MAR. 95	1,227.7	85.4	0.93	2.34	4.77	0.85%	1.49%	3,021.30	4,407.60	93.9	98.0
ABR. 95	1,274.7	88.7	1.55	3.92	4.78	-0.21%	1.28%	3,134.10	4,531.90	97.5	100.7
MAY. 95	1,302.3	90.7	0.47	4.41	4.77	0.21%	1.49%	3,210.00	4,591.10	99.8	102.0
JUN. 95	1,400.0	97.5	0.69	5.13	4.8	0.63%	2.13%	3,249.20	4,644.20	101.0	103.2
JUL. 95	1,369.9	95.4	0.39	5.54	4.82	0.42%	2.55%	3,358.70	4,756.10	104.4	105.7
AGO. 95	1,387.6	96.6	0.52	6.09	4.84	0.41%	2.98%	3,380.10	4,742.50	105.1	105.4
SEP. 95	1,409.0	98.1	0.51	6.63	4.86	0.41%	3.40%	3,365.80	4,748.70	104.7	105.6
OCT. 95	1,421.4	98.9	1.88	8.64	4.86	0.00%	3.40%	3,442.30	4,856.20	107.0	107.9
NOV. 95	1,435.2	99.9	1.79	10.58	4.9	0.82%	4.26%	3,502.50	4,946.40	108.9	109.9
DIC. 95	1,734.9	120.8	1.81	12.58	4.94	0.82%	5.11%	3,916.40	5,463.40	121.8	121.4
DIC.95	1,734.9	100.0	1.81	12.58	4.94		5.11%	3,916.40	5,463.40	100.0	100.0
ENE. 96	1,378.6	79.5	1.55	1.55	4.98	0.81%	0.81%	3,600.10	5,238.60	91.9	95.9
FEB. 96	1,351.7	77.9	2.76	4.35	4.99	0.20%	1.01%	3,580.20	5,230.60	91.4	95.7
MAR. 96	1,351.6	77.9	-0.22	4.12	5.01	0.40%	1.42%	3,586.80	5,266.40	91.6	96.4
ABR. 96	1,403.4	80.9	-0.22	3.89	5.05	0.80%	2.23%	3,811.30	5,458.70	97.3	99.9
MAY. 96	1,461.8	84.3	0.39	4.29	5.07	0.40%	2.63%	3,851.50	5,513.30	98.3	100.9
JUN. 96	1,504.9	86.7	0.53	4.84	5.07	0.00%	2.63%	3,907.50	5,633.70	99.8	103.1
JUL. 96	1,499.2	86.4	1.13	6.02	5.11	0.79%	3.44%	4,019.80	5,785.70	102.6	105.9
AGOS. 96	1,542.1	88.9	1.04	7.13	5.13	0.39%	3.85%	4,061.50	5,907.10	103.7	108.1
SEP. 96	1,526.7	88.0	0.16	7.3	5.15	0.39%	4.25%	4,096.50	6,022.50	104.6	110.2
OCT. 96	1,523.7	87.0	-0.07	7.22	5.19	0.78%	5.06%	4,212.00	6,201.00	107.5	113.5
NOV. 96	1,557.3	89.8	0.51	7.77	5.17	-0.39%	4.66%	4,348.20	6,419.50	111.0	117.5
DIC. 96	1,882.8	108.5	0.17	7.95	5.19	-0.39%	5.06%	4,758.60	6,854.80	121.5	125.5

(1) En millones de bolivianos

(2) Variación porcentual anual

(3) Tipo de cambio para la venta, a fin de cada período

M1= Billetes y Moneda en poder público + Total de Depósitos a la Vista

M2= Billetes y Moneda en poder del público + Total de Depósitos a la Vista + el total de Depósitos en Caja de Ahorro

Fuente: Banco Central de Bolivia, Instituto Nacional de Estadística

Elaboración : Muller y Asociados

CUADRO No. 5

BOLIVIA: RESULTADOS DEL PROGRAMA DE CAPITALIZACION

EMPRESA	SECTOR	FECHA	MONTO (millones \$us)	CAPITALIZADOR	PAIS
ENDE:	ENERGIA ELECTRICA	JUN. 95	139.85	Dominion Energy	USA
Empresa Generadora Corani	ENERGIA ELECTRICA	JUN. 96	58.80	Energy Initiatives	USA
Empresa Generadora Guaracachi	ENERGIA ELECTRICA	JUN. 97	47.13	Constellation Energy	USA
Empresa Generadora Valle Hermoso	ENERGIA ELECTRICA	JUN. 98	33.92	STET	ITALIA
ENTEL	TELECOMUNICACIONES	SEP. 95	610.00	VASP	BRASIL
LAB	TRANSPORTES-LINEA AEREA	OCT. 95	47.48	Cruz Blanca	CHILE
ENFE	FERROCARRILES	DEC. 95	39.10		
YPFB:	HIDROCARBUROS	DEC. 96	834.95	YPF- Perez company-Pluspetrol	ARGENTINA
Empresa Petrolera Andina SAM	HIDROCARBUROS	DEC. 97	264.78	Amoco Bolivia	USA
Empresa Petrolera Chaco SAM	HIDROCARBUROS	DEC. 98	306.67	Enron-Shell	USA
Transportadora Boliviana de Hicarcarb.	HIDROCARBUROS	DEC. 99	263.50		
EMV	MINERIA Y FUNDICIONES	MAR. 97(*)			
MONTO TOTAL			1671.38		

Fuente: Varios

Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO Nº 6

BOLIVIA: ESTADO DE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA A MEDIANO Y LARGO PLAZO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1996- MM \$US POR ACREEDOR

ACREEDOR	SALDO	DESEM- BOLSOS	AMORTIZ. EFECTIVA	INTERES Y COMISIO.	AM. REPRO. Y/O CONDO.	ALIVIO	VARIACIÓN	SALDO A #####	PARTICIP SALDO %	MORA		TRANS. NETAS	SALDO POR DESEMB.
										CAPITAL	INTERES		
A. MULTILATERAL	2,674,7	281.6	134.20	114.6	0.0	0	79.0	2,743,1	62.8	0.0	0.0	32.8	1,217,3
BIB	1,439,2	110.8	63.30	65.9	0.0	0	48.4	1,438,3	32.9	0.0	0.0	16.4	256.9
IDA	770.2	98.2	2.80	5.6	0.0	0	19.7	845.9	19.4	0.0	0.0	89.8	366.4
BIRF	94.6	0	17.90	15.3		0	9.4	67.3	1.5	0.0	0.0	32.2	0
CAF	258.7	59.2	40.60	22.0	0.0	0	0.4	276.9	8.3	0.0	0.0	3.4	161.5
FONPLATA	57.2	6.1	5.20	4.2	0.0	0	0.0	58.1	1.3	0.0	0.0	3.3	119.2
FIDA	33.6	5.8	2.80	0.8	0.0	0	0.9	35.7	0.8	0.0	0.0	2.2	18.3
OTROS	21.2	1.7	1.80	0.8	0.0	0	0.2	20.9	0.5	0.0	0.0	0.9	25
B. BILATERAL	1,816,5	68.9	9.80	39.6	628.5	473	129.2	1,590,7	36.4	42.6	13.6	19.5	190.2
JAPON	568.4	5	0.00	11.0	43.0	60.2	67.2	523.4	12.0	30.8	10.3	6.0	19.3
ALEMANIA	448.8	29.8	0.50	8.8	159.9	132.4	34.2	417.4	9.6	0.0	0.1	20.5	124.2
BELGICA	165.3	0	2.50	2.5	120.8	115.1	12.6	144.5	3.3	0.0	0.0	5.0	0
FRANCIA	93.3	1.3	0.00	3.6	63.1	35	5.6	60.7	1.4	0.0	0.0	2.3	74
EE.UU.	97.6	8.6	1.00	2.7	77.5	28	0.0	55.7	1.3	0.0	0.0	4.9	0
AUSTRIA	92.8	0	0.00	0.7	62.8	62.8	7.0	85.8	2.0	0.7	0.3	0.7	0
REINO UNIDO	55.8	0	0.00	1.6	48.3	20.6	0.9	29	0.7	0.0	0.0	1.6	0
ESPAÑA	99.5	16.5	1.80	4.8	0.0	0	0.2	114	2.6	0.0	0.0	9.9	4.9
BRASIL	21.9	0	0.00	0.0	0.0	0	0.0	21.9	0.5	8.4	1.2	0.0	0
OTROS	173.1	7.7	4.00	3.9	54.1	18.9	3.3	138.3	3.2	2.7	1.7	0.2	34.4
C. PRIVADO	32.1	8.3	3.5	0.2	0.0	0	0.1	36.8	0.8	5.0	12.1	46.0	5.9
TOTAL(A+B+C)	4,523,3	358.8	147.5	154.4	628.5	473	208.3	4,370,6	100.0	47.6	25.7	56.9	1,413,4

Incluye: Condonación: Dinamarca, Polonia, Checoslovaquia

Reprogramación: C. Paris V (EE.UU)y C. Paris (Belgica, Australia, Inglaterra, Francia)

Fuente: Banco Central de Bolivia

Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO N° 7
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS AJUSTADAS

PERIODO	RIN	ENCAJE	CD's	LT's	RIN AJUSTADO
1994	502.4	181.0	8.0	15.0	298.4
1995					
ene	475.6	200.0	9.0	10.0	256.6
feb	450.9	200.0	8.0	8.0	234.9
mar	465.3	202.0	48.0	10.0	205.3
abr	411.4	179.0	17.0	10.0	205.4
may	452.9	178.0	33.0	18.0	223.9
jun	457.6	193.0	33.0	45.0	186.6
jul	517	196.0	49.0	63.0	209.0
ago	516.3	188.0	42.0	72.0	214.3
sep	550	183.0	42.0	80.0	245.0
oct	546.8	193.0	67.0	105.0	181.8
nov	563.3	197.0	48.0	139.0	179.3
dic	650.2	211.0	52.0	151.0	236.2
1996					
ene	684.1	219.3	59.5	217.9	187.3
feb	721.6	223.3	46.8	295.7	155.7
mar	732.6	238.5	20.6	314.3	159.2
abr	780.6	237.0	22.3	297.5	223.8
may	823	241.8	23.7	302.0	255.5
jun	850.9	248.1	21.0	319.9	261.9
jul	876.4	255.3	13.1	308.6	299.4
ago	891.4	254.8	14.0	307.4	315.2
sep	909.4	268.0	11.8	320.0	309.7
oct	919.5	280.3	7.0	323.7	308.5
nov	923.6	274.6	8.0	325.6	315.4
dic	950.8	286.7	0.0	323.8	340.3
VARIACIÓN					
DIC 96/DIC/95	300.6	75.7	-52.0	172.8	104.1

Fuente: Banco Central de Bolivia
Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO N° 8

**EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS COMUNES DE VALORES
(En millones de dólares)**

FONDO	ENERO		FEBRERO		MARZO		ABRIL		MAYO		JUNIO		JULIO		AGOSTO		SEPTIEMBRE			
	CARTERA	CLIENTE	CARTERA	CLIENTE	CARTERA	CLIENTE	CARTERA	CLIENTE												
CIV (BHN)	36.2	2,326	38.26	2.382	37.9	2.443	46.71	2.535	48.7	2.599	50.42	2.595	54.43	2.702	55.24	2.766	61.79	2.843		
BISA PREMIER	22.5	940	26.82	859	30.38	912	36.51	966	35.52	1.02	41.56	1.065	42.68	1.08	47.64	1.127	43.33	1.113		
FORTALEZA (CAISA)	3.26	255	3.34	297	3.65	320	4.06	373	4.87	448	5.58	481	6.17	557	7.34	688	9.34	621		
PRODUCE (PROBOLSA)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.08	0	1.19	55	1.31	70	1.75	81		
MERCANTIL FCV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.31	34	2.43	58		
MULTIPLICA (BBA)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.13	10		
TOTALES	61.94	3.621	68.42	3.538	71.93	3.675	87.28	3.874	89.09	97.64	97.64	4.149	104.47	4.394	112.24	4.565	117.78			
REPORTO																		5.23	5.29	
LIQUIDEZ																			1.39	5.24

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores

Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO No. 9
FONDOS COMUNES DE VALORES - RENDIMIENTO ANUAL NOMINAL 1996

FONDO	ENE %	FEB %	MAR %	ABR %	MAY %	JUN %	JUL %	AGOS %	SEP %	OCT %	NOV %	DIC %
DIV (BHN)	12.05%	11.55%	11.20%	11.05%	10.91%	10.70%	10.25%	10.25%	9.90%	9.87%	9.78%	9.25%
BISA PREMIER	11.04%	10.95%	10.85%	10.85%	10.50%	10.25%	10.02%	9.75%	9.65%	9.65%	9.30%	8.75%
FORTALEZA (CAISA)	11.04%	11.07%	11.04%	10.97%	11.00%	10.70%	10.43%	10.22%	10.14%	9.80%	9.69%	9.27%
PRODUCE (PROBOLSA)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.87%	11.59%	11.26%	12.19%	10.14%	11.68%	10.57%
MERCANTIL FCV	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.75%	9.75%	9.75%	9.25%	9.00%
MULTIPLICA (BBA)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.26%	9.74%	10.34%	9.81%

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores

Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO No 10
SISTEMA BANCARIO
LA CLASIFICACION DE CARTERA POR DESTINO DEL CREDITO
(En Miles de Dólares americanos)

ACTIVIDAD	1992	1993	1994	1995
AGRICULTURA, CAZA SILVICULTURA Y PEZCA	337.258	369.145	329.943	362.582
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	38.164	58.975	48.782	51.267
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	383.508	503.291	522.43	558.908
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	4.677	4.472	4.361	10.055
CONSTRUCCION	151.514	227.796	210.893	227.253
COMERCIO AL POR MAYOR Y MENOR, REST. Y HOTELES	536.539	689.623	785.367	902.162
TRANSPORTE,ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	62.882	76.995	68.346	80.534
ESTAB. FINANCIEROS, SEGUROS, SERVI. PRESTADOS	97.369	129.453	171.704	170.386
SERVICIOS COMUNALES, SOCIALES Y PERSONALES	251.702	327.954	394.37	428.709
TOTAL CARTERA BRUTA	1.863.612	2.387.703	2.536.703	2.391.856
(Estructura Porcentual)				
AGRICULTURA , CAZA, SILVICUTURA Y PEZCA	18.1%	15.5%	13.0%	13.0%
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	2.0%	2.5%	1.9%	1.8%
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	20.6%	21.1%	20.6%	20.0%
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	0.3%	0.2%	2.0%	0.4%
CONSTRUCCION	8.1%	9.5%	8.3%	8.1%
COMERCIO AL POR MAYOR Y MENOR, REST. Y HOTELES	28.8%	28.9%	31.0%	32.3%
TRANSPORTE,ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	3.4%	3.2%	2.7%	2.9%
ESTAB. FINANCIEROS, SEGUROS, SERVI. PRESTADOS	5.2%	5.4%	6.8%	6.1%
SERVICIOS COMUNALES, SOCIALES Y PERSONALES	13.5%	13.5%	15.5%	15.4%
TOTAL CARTERA BRUTA	100.0%	100%	100%	100%
(Tasa De Crecimiento)				
AGRICULTURA , CAZA, SILVICUTURA Y PEZCA		9.50%	-10.6%	9.9%
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS		54.5%	-17.3%	5.1%
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS		31.2%	3.8%	7.0%
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA		-4.4%	-2.5%	130.6%
CONSTRUCCION		50.3%	-7.4%	7.8%
COMERCIO AL POR MAYOR Y MENOR, REST. Y HOTELES		28.5%	13.9%	14.9%
TRANSPORTE,ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES		22.4%	-11.2%	17.8%
ESTAB. FINANCIEROS, SEGUROS, SERVI. PRESTADOS		33.0%	32.6%	-0.8%
SERVICIOS COMUNALES, SOCIALES Y PERSONALES		30%	2.3%	8.7%
TOTAL CARTERA BRUTA		28.1%	6.2%	10.1%

Fuente: Superintendencia de Bancos

Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO No 11

**BOLIVIA: IMPORTANCIA RELATIVA DEL MERCADO
DE CAPITALES**

(Porcentaje respecto al PIB)

Años	Oferta Pública				Ahorro Financiero	Crédito	FBKF (1)		PIB
	CD's (2)	Bonos A	Bonos B	Privada			Gobierno	Privada	
1980	0.00	0.00	0.00	0.00	11.09	15.08	7.09	6.88	100.00
1981	0.00	0.00	0.00	0.00	12.09	15.08	6.44	7.21	100.00
1982	0.00	0.00	0.00	0.00	14.83	22.68	9.78	2.93	100.00
1983	0.00	0.00	0.00	0.00	9.66	13.11	7.47	3.43	100.00
1984	0.00	0.00	0.00	0.00	9.80	11.30	8.23	3.39	100.00
1985	0.00	0.00	0.00	0.00	4.06	14.29	8.20	3.33	100.00
1986	0.00	0.00	0.00	0.00	5.91	10.62	5.38	5.37	100.00
1987	0.14	0.00	0.00	0.00	7.63	13.52	5.50	5.74	100.00
1988	1.56	0.69	0.19	0.00	9.91	16.35	6.89	4.60	100.00
1989	2.19	2.62	0.89	0.00	12.56	19.74	6.08	5.39	100.00
1990	2.58	0.36	0.00	0.03	16.66	23.29	5.69	5.27	100.00
1991	2.58	0.39	0.00	0.12	22.13	25.38	6.93	5.05	100.00
1992	1.06	0.00	0.00	0.48	27.04	33.51	8.51	6.96	100.00

Fuente: Banco Central de Bolivia-Superintendencia de Bancos-UDAPE

Elaboración Propia

(1) Formación Bruta del Capital Fijo

(2) Incluye Línea 1925 BO, Seguridad Social y Fonvi

NOTA: Desde 1988 el Ahorro Financiero y el Crédito, incluyen Mutuales y Otras Instituciones.

CUADRO No 13

BOLIVIA: IMPORTANCIA RELATIVA DEL MERCADO PRIMARIO

(En Millones de dólares)

Año	No de Empresas	Emisiones del Gob.(2)		Emisiones Privadas			Total	% Gobierno		% Privadas	
		Deuda Inter. CD's	Empresas (3)	Acciones	Deuda L.P.(4)	Deuda C.P. (5)		no	L.P.	C.P.	
1987		0.00					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1988		81.9					81.90	100.00	0.00	0.00	0.00
1989		120.6	No hay	No hay			120.60	100.00	0.00	0.00	0.00
1990	2	143.1	No hay	No hay	1.50		144.60	98.96	1.04		0.00
1991	5	156.7	No hay	No hay	5.70	1.50	163.90	95.61	3.48		0.92
1992	11	67.5	No hay	No hay	20.30	9.94	97.74	69.06	20.77		10.17
1993(*)	8	107.5	No hay	Nhay	14.50	4.30	126.30	85.11	11.48		3.40

Fuente: Banco Central de Bolivia-Bolsa Boliviana de Valores

Elaboración: Fernando Campero Paz

(1): Emisiones inscritas en la bolsa

(2): Incluye financiación en mercados internacionales

(3): Incluye empresas del sector financiero

(4) Bonos Banc. CVT/ACC, Bonos a Largo Plazo

(5): Bonos a corto Plazo, Pagarés

(*): Cifras provisionales

CUADRO Nº 14

BOLIVIA: COMPOSICION DEL MERCADO SECUNDARIO BURSATIL
(En millones de dólares)

AÑOS	Nº DE EMPRESAS BURSATIL	CAPITALIZ. BURSATIL	TRANSAC.PAP. GOB.		TRANSAC.PAP. PRIV.			TOTAL	%	% PRIVADAS		C.P
			DEUDA	EMPRESAS	ACCIONES	DEUDA A CORTO PLAZO	DEUDA LARGO PLAZO			GOBIERNO	L.P	
1989			29,687,59	No hay	No hay			29,687,59	100.00	0.00	0.00	
1990			518,299,86	No hay	No hay			518,299,86	100.00	0.00	0.00	
1991	5		365,326,21	No hay	No hay	128.47	5,030,85	370,485,53	98.61	0.03	0.00	
1992	11		218,494,32	No hay	No hay	7,491,66	9,059,17	235,045,15	92.96	3.19	0.00	

Fuente: Bolsa Boliviana de Valores

Elaboración: Fernando Campero Paz

CUADRO No 15
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
VOLUMEN DE OPERACIONES EN RUEDA
 (En miles de dólares)

	1994	1995	1996
ENE	6.902	89.969	43.948
FEB	43.132	77.67	55.66
MAR	76.97	124.053	65.069
ABR	62.095	88.087	75.665
MAY	100.196	103.022	77.318
JUN	92.042	119.876	96.384
JUL	98.737	100.739	89.088
AGO	106.328	103.475	85.871
SEP	104.328	103.8	64.288
OCT	106.317	57.702	105.934
NOV	85.78	42.715	66.132
DIC	83.299	41.763	109.69
TOTAL	1,020.13	1,052.77	935.047

CUADRO No 16
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
PARTICIPACION DE INSTRUMENTOS EN OPERACION DE RUEDA
 (En porcentaje)

COMPRA VENTA Y REPORTO	1994	1995	1996
BONOS BANCARIOS	3.36%	1.41%	4.47%
BONOS BANCARIOS OVT/ACC	2.02%		0.17%
BONOS A CORTO PLAZO	0.97%	0.13%	0.01%
BONOS A LARGO PLAZO	3.71%	1.05%	0.46%
BONOS DEL TESORO	0.00%	2.32%	7.35%
CD'S BANCARIOS	1.31%	0.98%	0.63%
CD'A DEL BANCO	3.90%	3.79%	1.89%
CERT. DE DEPOSITO	0.20%	5.91%	0.50%
LETRAS DEL TESORO	1.44%	12.11%	47.68%
DPF'S	83.07%	72.06%	36.72%
PAGARES			
GENOCREN			
CEDEIM			0.12%
TOTAL MONEDA EXTRAJERA	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Gerencia, Bolsa Boliviana de Valores
 Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO No 17
BOLSA BOLIVIANA DE VALORES
TASAS DE RENDIMIENTO PROMEDIO PONDERADAS

1996	ENERO	DICIEMBRE	MAXIMA	MINIMA
COMPRA VENTA				
LETRAS DEL TESORO M/E	13.7	7.16	13.92	6.5
LETRAS DEL TESORO M/N		12.86	23.43	12.05
CD'S BCB M/E			6.13	6.01
CD'S BCB M/N	22.19		22.66	17.1
CD'S BANCARIOS M/E				
CD'S BANCARIOS M/N		8.63	17.8	6
DPF'S M/N			20.99	16.58
REPORTO				
LETRAS DEL TESORO M/E	12.94	6.76	13.99	2.5
LETRAS DEL TESORO M/N		15.57	22.18	10
CD'S DEL BCB M/E	12.55		12.56	5.91
CD'S DEL BCB M/N	20.8		21.13	20.13
CD'S BANCARIOS M/E	13.29		13.67	7.51
CD'S BANCARIOS M/N				
DPF'S M/E	12.85	6.89	14.49	1.5
DPF'S M/N	21.92	16.52	22.68	16.1
GENERAL RENTA FIJA				
MONEDA EXTRANJERA	13.02%	7.60%		
MONEDA NACIONAL	21.40%	15.91%		

Fuente: Gerencia Bolsa Boliviana de valores
 Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO Nº 18
VOLUMEN TRANSADO EN RUEDA POR AGENTES
(En miles de dólares)

AGENTE	POS.	ENE-DIC 95
BOLSA BANCOCRUZ S.A.	1	498.516
VALORES UNIÓN	2	225.244
CREDIBOLSA AGENTE DE BOLSA S.A.	3	200.045
NACIONAL DE VALORES S.A.	4	166.077
BISA AGENTE DE BOLSA S.A.	5	160.014
MERCANTIL INVERSIONES BURSATILES	6	108.675
BHN VALORES S.A.	7	72.446
PROBOLSA S.A.	8	70.595
CORR. BOLSA SUR ANDINA SRL.	9	53.771
CIA. AMERICANA DE INVERSIONES	10	45.15
VALORES BURSATILES LA PAZ	11	30.276
PANAMERICAN SECURITES S.A.	12	18.579
BBA VALORES AGENTES DE BOLSA S.A.	13	11.841
SAXXON CAPITAL S.A.	14	6.208
CONTRAPARTE OPERACIONES DE CRUCE		196.518
TOTAL RENTA FIJA		1,863,955
BISA AGENTE DE BOLSA S.A.	1	2.894
PANAMERICAN SECURITES	2	2.088
AGENCIAS DE BOLSA BANCOCRUZ S.A.	3	934
VALORES UNIÓN S.A.	4	178
BBA VALORES AGENTE DE BOLSA S.A.	5	45
PROBOLSA S.A.	6	5
BHN VALORES S.A.	7	4
TOTAL RENTA VARAIBLE		6.148
TOTAL OPERACIONES		1,870,103

Fuente: Gerencia Bolsa Boliviana de Valores
Elaboración: Muller y Asociados

CUADRO Nº 19
SUBASTA DE ACCIONES NO REGISTRADAS EN BOLSA -DETALLE DE OPERACIONES
(En Bolivianos)

EMISOR	SERIE	MONTO OFRECIDO	MONTO ADJUDICADO	PRECIO PROM. BASE	POND ADJUDIC.
ENERO		174,201,00	121,299,20		
BHN MULTIBANCO S.A.	A	20,240,00		110.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	B	1,760,00		110.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	D	5,940,00		110.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	E	7,260,00		110.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	F	8,140,00		110.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	G	11,440,00		110.00	
CERVECERIA BOLIVIANA NACIONAL S.A.	U	99,556,00	101,434,20	252.68	257.45
CORANI S.A.	B	19,865,00	19,865,00	145.00	145.00
FEBRERO		1,040,208,00	52,152,00		
CERVECERIA BOLIVIANA NACIONAL S.A.	U	935,766,00		258.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	G	10,920,00		105.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	F	7,770,00		105.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	D	5,670,00		105.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	E	6,930,00		105.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	A	19,320,00		105.00	
BHN MULTIBANCO S.A.	B	1,680,00		105.00	
ELFEC S.A.M.	B	52,152,00	52,152,00	424.00	424.00
MARZO		110,780,00	110,780,00		
CORANI S.A.	B	110,780,01	110,780,00	145.00	145.00
ABRIL		370,475,00	370,475,00		
CORANI S.A.	U	362,065,00	362,065,00	145.00	145.00
CORANI S.A.	B	8,410,00	8,410,00	145.00	145.00
MAYO		829,545,00	593,485,00		
CORANI S.A.	U	792,715,00	556,655,00	145.00	145.00
CORANI S.A.	B	36,830,00	36,830,00	145.00	145.00
JUNIO		998,505,90	190,950,00		
ELEFC S.A.M.	B	224,955,90		430.95	
CORANI S.A.	U	705,300,00	168,300,00	150.00	150.00
CORANI S.A.	B	68,250,00	22,650,00	150.00	150.00
JULIO		0.00	0.00		
AGOSTO		1,607,719,00	203,250,00		
CORANI S.A.	U	1,498,800,00	201,300,00	150.00	150.00
CORANI S.A.	B	108,919,00	1,950,00	150.00	150.00
SEPTIEMBRE		0.00	0.00		
OCTUBRE		848,831,00	30,733,00		
CORANI S.A.	U	843,053,00	24,955,00	154.66	155.00
GUARACACHI S.A.	B	5,778,00	5,778,00	107.00	107.00
NOVIEMBRE		2,723,441,00	153,068,90		
CERVECERIA BOLIVIANA NACIONAL S.A.	U	54,000,00	54,000,00	270.00	270.00
CORANI S.A.	U	2,564,505,00	36,050,00	149.47	150.00
ENTEL S.A.	U	59,840,00	59,940,00	340.00	340.57
BHN MULTIBANCO S.A.	varios	42,100,00	0.00	100.00	
VALLE HERMOSO S.A.	U	2,996,00	3,078,90	107.00	109.96
TOTAL		8 703 705 00	1 826 103 10		

EVALUACION DE BANCOS

	BANCOS GRANDES					BANCOS MEDIANOS				
LIQUIDEZ	BSC	BNB	MERCANTIL	BISA	CREDITO	BHN	BBA	BU	BLP	Ganadero
Liquidez para enfrentar depost.	111.19%	87.13%	95.01%	129.12%	77.87%	107.32%	94.43%	109.07%	64.94%	142.82%
potencial de nuevos prestatarios	20.957	4.439	5.949	490	901%	466	5.75	6.291	2.973	301
RENTABILIDAD - TASAS ACTIVAS										
Rentabilidad sobre patrimonio	18.56%	16.64%	19.75%	19.72%	6.75%	-6.69%	8.28%	23.72%	9.02%	9.06%
Tasa nominal pasiva ponderada	8.21%	8.36%	8.39%	8.01%	8.79%	9.43%	9.05%	9.50%	9.57%	9.40%
Créditos de consumo	16.07%	15.50%	NA	NA	20.00%	18.00%	22.00%	21.00%	19.20%	19.00%
Créditos de servicios	16.07%	15.50%	17.00%	16.00%	18.50%	17.00%	20.00%	21.00%	18.37%	18.00%
créditos productivos	16.07%	15.50%	16.00%	16.00%	17.50%	16.00%	18.00%	21.00%	18.57%	18.00%
SOLVENCIA										
Patrim. Neto Ajus/Acti de Ries	7.51%	9.38%	9.49%	10.95%	8.34%	9.49%	10.02%	10.27%	6.91%	14.27%
CALIDAD DE LA CARTERA										
Morosidad	2.06%	1.61%	2.90%	0.69%	2.54%	6.30%	9.61%	0.27%	6.98%	0.69%
CONCENTRACIÓN										
Concentración de la Cartera	72.3	153.2	99.6	1272.5	46.3	644.1	63.5	60.8	72.6	253.4
Concentración de los depositos	23.5	39.8	33.3	108.3	21	121.0	21.6	44.9	16.2	30.4

Fuente, Bolsa Boliviana de Valores

Datos oficiales, Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras

CUADRO No.21

**BOLIVIA: FLUJO DE CAJA DE PENSIONES SIN REFORMA
(Como porcentaje del PIB)**

	1991	1993	1995	2000	2005	2010	2015	2020
INGRESOS (1)	1.93	2.04	2.04	1.93	1.98	2.12	2.3	2.53
GASTOS(2)	2.22	2.46	2.61	2.85	3.37	4.08	4.94	5.9
Superábit, Déficit(-)	-0.29	-0.42	-0.57	-0.92	-1.39	-1.96	-2.64	-3.37
BOLIVIA: FLUJO DE CAJA DE PENSIONES CON REFORMA, 1991-2020								
(como porcentaje del PIB)								
	1991	1993	1995	2000	2005	2010	2015	2020
INGRESOS(1)	1.93	1.67	0.97	0.59	0.45	0.35	0.27	0.21
GASTOS (2)(3)	2.22	2.34	2.52	2.57	2.54	2.51	2.45	2.39
Superábit,Déficit (-)	-0.29	-0.67	-1.54	-1.98	-2.08	-2.15	-2.17	-2.18
(1): Incluye contribuciones de asegurados voluntarios y renta de inversión de los complementarios.								
(2): Incluye gastos administrativos, financieros de capital y aportes de los fondos complementarios al IBSS.								
(3): Incluye pago del subsidio para pensiones mínimas.								
Fuente: Bolivia: Reforma del Sistema de Pensiones Públicas - FMI								
Elaboración: Fernando Campero Paz								

CUADRO No.22

BOLIVIA: INDICADORES FINANCIEROS
(Valores en porcentajes del PIB)

Años	Ahorro Total			Total	Ahorro Financiero			Inversión			Crédito del Sistema	Liquidez Total (2)		
	Fam.	Emp.	Gob.		M/N	M/E	Total	Privada	Pública	Total		M/N	M/E	Total
1980	11.89%	7.27%	-3.60%	15.56%	8.77%	2.31%	11.09%	6.88%	7.09%	13.97%	15.08%	16.47%	2.31%	18.78%
1981	12.70%	3.50%	-1.16%	15.03%	10.00%	2.08%	12.09%	7.21%	6.44%	13.65%	15.08%	17.01%	2.08%	19.09%
1982	14.19%	4.97%	-6.60%	12.56%	14.47%	0.36%	14.83%	2.93%	9.78%	12.70%	22.68%	24.14%	0.36%	24.50%
1983	20.41%	-5.59%	-4.93%	9.89%	9.60%	0.06%	9.66%	3.43%	7.47%	10.91%	13.11%	18.13%	0.06%	18.19%
1984	31.25%	-1.13%	-9.09%	21.04%	4.76%	0.04%	4.80%	3.39%	8.23%	11.63%	11.30%	17.12%	0.04%	17.16%
1985	38.89%	2.43%	-17.12%	24.20%	2.87%	1.20%	4.06%	3.33%	8.20%	11.53%	14.29%	8.93%	1.20%	10.13%
1986	4.72%	14.33%	1.47%	20.52%	2.66%	3.25%	5.91%	5.37%	5.38%	10.75%	10.62%	5.96%	3.25%	9.21%
1987	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.37%	5.26%	7.63%	5.74%	5.50%	11.24%	13.52%	6.28%	5.26%	11.54%
1988	3.97%	8.80%	2.80%	14.85%	2.23%	7.17%	9.40%	4.60%	6.89%	11.49%	15.06%	6.51%	7.17%	13.68%
1989	7.94%	8.88%	2.65%	19.48%	1.80%	10.03%	11.83%	5.39%	6.08%	11.47%	17.83%	5.19%	10.03%	15.22%
1990	3.91%	9.88%	7.80%	17.57%	1.92%	13.47%	15.39%	5.27%	5.69%	10.96%	21.15%	5.57%	13.47%	19.03%
1991	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.05%	18.32%	20.37%	5.05%	6.93%	11.98%	25.28%	5.52%	18.32%	23.84%
1992	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.93%	23.13%	25.06%	6.96%	8.51%	15.47%	32.27%	5.51%	23.13%	28.64%

(1): Cifras referidas sólo al Sistema Bancario

(2): Se refiere a M3

n.d.: No disponible

Nota: - Hasta 1984 las cifras están expresadas en bolivianos

Fuente: UDAPE, INE Y BCB

Elaboración: Fernando Campero Paz