

C.E.M.A.

Virrey del Pino 3210
Belgrano R.
1426 Buenos Aires

TE. 552-3291/9313/7771.

ESTABILIZACION Y MONEDAS MULTIPLES EN BOLIVIA,
ARGENTINA Y URUGUAY.

Roque B. Fernández
Juan Carlos Protasi
Enero 1988

N° 61

Estabilización y Monedas Múltiples en Bolivia, Argentina, y Uruguay

Síntesis

El plan de estabilización de Bolivia se analiza comparando ciertos aspectos con los esfuerzos de estabilización de Argentina y Uruguay. En Bolivia, la estrategia de estabilización enfatiza saneamiento fiscal, reforma monetaria, apertura comercial y financiera dentro de un contexto de plena libertad cambiaria de precios y salarios privados. En contraste, el Plan Austral de Argentina enfatiza el congelamiento generalizado de precios y salarios, control del tipo nominal de cambio conjuntamente con una reforma monetaria y un anuncio de saneamiento fiscal. El esfuerzo de estabilización en Uruguay, que no es reciente y que tiene sus orígenes a mediados de la década del 70, básicamente consistió en una programa de liberalización del mercado doméstico, simultáneamente con liberalización cambiaria y financiera.

Aunque los planes aparentan ser perfectamente definidos, en realidad ninguno de los planes que se analizan han mantenido esquemas rígidos sino que se han ido modificando a través del tiempo. En el caso de Argentina el congelamiento de precios se abandona gradualmente a medida que se va observando su ineficacia; en el caso de Bolivia el ordenamiento fiscal, que presenta dificultades al inicio del programa, finalmente logra controlarse; y en el caso de Uruguay primero se instrumenta un sistema cambiario tipo "crawling-peg" que luego se cambia a un sistema de tipo de cambio preanunciado (Tablita Cambiaria), y finalmente se opta por un sistema de flotación sucia.

La evaluación hasta principios de 1988 de los casos analizados permiten concluir que el Plan Austral de Argentina - que inicialmente arrojó buenos resultados - con posterioridad encontró dificultades muy serias en lograr un saneamiento fiscal adecuado lo que impidió alcanzar con éxito el objetivo de estabilización deseado. En el caso de Bolivia, las dificultades fiscales iniciales encontradas en los primeros meses pudieron sortearse como para asegurar la continuidad del proceso de estabilización. En el caso de Uruguay las serias dificultades encontradas en lograr un saneamiento fiscal permanente han impedido lograr avances significativos en la estabilización del proceso inflacionario.

En el análisis de los casos bajo estudio se trata de brindar, en la medida de lo posible, respuesta a los siguientes interrogantes estrechamente vinculados a la dinámica de las tasas de interés: primero, cómo la apertura comercial y financiera conecta el mercado doméstico con el mercado internacional de capitales. Segundo, cómo los procesos de estabilización afectan la diferencial de tasas de interés y el riesgo país. Tercero, hasta qué punto en una economía abierta las autoridades económicas pueden afectar el nivel de la tasa real de interés.

1. Introducción.

El propósito de este trabajo es analizar tres esfuerzos de estabilización: Argentina, Bolivia y Uruguay. En estos casos hay tanto elementos en común como elementos diferentes de acuerdo a las características de cada país.

El reciente Plan Austral de Argentina enfatiza el congelamiento generalizado de precios y salarios, control del tipo nominal de cambio conjuntamente con una reforma monetaria y un anuncio de saneamiento fiscal. El plan de estabilización de Bolivia enfatiza saneamiento fiscal, reforma monetaria, apertura comercial y financiera dentro de un contexto de plena libertad cambiaria de precios y salarios privados. El esfuerzo de estabilización en Uruguay, que no es reciente y que tiene sus orígenes a mediados de la década del 70, básicamente consistió en un programa de liberalización del mercado doméstico, simultáneamente con liberalización cambiaria y financiera.

Si bien es cierto que lo enunciado anteriormente brinda una idea de planes perfectamente definidos, en realidad ninguno de los planes que se analizan han mantenido esquemas rígidos sino que se han ido modificando a través del tiempo. En el caso de Argentina el congelamiento de precios se abandona gradualmente a medida que se va observando su ineficacia; en el caso de Bolivia el ordenamiento fiscal, que presenta dificultades al inicio del programa, finalmente logra controlarse; y en el caso de Uruguay primero se instrumenta un sistema cambiario tipo "crawling-peg" que luego se cambia a un sistema de tipo de cambio preanunciado (Tablita Cambiaria), finalmente se opta por un sistema de flotación sucia.

La organización del trabajo contempla una sección que describe el sistema financiero boliviano, una sección que brinda un marco conceptual de referencia para el análisis de tasas de interés, una sección que analiza el comportamiento de las tasas de interés en Bolivia, un anexo con detalles del proceso de estabilización de Argentina y un anexo sobre el proceso de estabilización en Uruguay. Por último se presenta una sección de resumen donde se comparan los principales resultados obtenidos para cada uno de los países estudiados.

2. Breve Descripción del Sistema Financiero de Bolivia.

La situación del Sector Financiero de Bolivia y su evolución son el resultado de una dramática experiencia de hiperinflación seguida de un exitoso plan de estabilización que implantara el nuevo gobierno a fines de agosto de 1985. El origen de la hiperinflación - como ha sido comun en los procesos inflacionarios agudos del cono sur - fue el abultado déficit fiscal. Mientras Bolivia crecía a buen ritmo, con precios favorables del estaño y la plata, el crédito externo permitía financiar un Sector Público sobredimensionado sin necesidad de devaluar su moneda ni expandir el crédito doméstico.

La pérdida de credibilidad internacional a partir de 1980 junto al fuerte crecimiento de la deuda externa sumado a la inestabilidad política del gobierno y a las pobres perspectivas para las exportaciones de estaño se reconocen (J. Sachs, "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", 1986) como los principales detonantes del proceso hiperinflacionario. La acumulación de estos factores junto a la imposibilidad de acceder al crédito externo indujo al gobierno Boliviano a recurrir cada vez mas al impuesto inflacionario para financiar el déficit fiscal. Las circunstancias se agravaron cuando el gobierno se rehusa a devaluar y a aumentar los impuestos para mantener niveles aceptables del déficit tanto del Gobierno Central como de las Empresas Públicas. La dinámica del proceso permitió que los mayores niveles de inflación y la sobrevaluación cambiaria erosionaran los ingresos fiscales incrementándose aun mas el déficit hasta llegar a límites inviables con procesos inflacionarios estables. Con un déficit de 1/3 del PBI la inflación se convirtió en hiperinflación alcanzando el nivel de 20.000 % equivalente anual en Agosto de 1985.

La experiencia de la hiperinflación estuvo asociada a otro hecho importante en Bolivia, y que aún hoy continúa gravitando en la confianza de importantes inversores: la desdolarización. Con este nombre se denomina el fenómeno ocurrido en noviembre de 1982 cuando las instituciones financieras fueron obligadas a aceptar el pago de sus préstamos denominados en dólares con el equivalente en pesos al tipo de cambio oficial. Simultáneamente, los depósitos en dólares en el sistema financiero también se convirtieron a pesos, lo cual si bien compensó parte de las pérdidas por desdolarización, ha tornado mas costosa la movilización de depósitos en dólares luego de la liberación de Agosto de 1985, debiendo conformarse a los depositantes con mayores tasas de interés por el riesgo implícito de futuras desdolarizaciones. Los pasivos en dólares de las instituciones financieras con no residentes se cubrieron con depósitos en el Banco Central de Bolivia que, para su cancelación, se obligó a entregar dólares al tipo de cambio oficial. Tal entrega no se materializó (hasta principios de 1988), arriesgando la

solvencia patrimonial de numerosas e importantes instituciones financieras. Hacia fines de 1987 Decreto Supremo de Reactivación estableció un mecanismo de pago a través de bonos sin interés que fué minuciosamente analizado en los bancos pero que de ningún modo restablece la situación patrimonial original.

El resultado de la hiperinflación con desdolarización fue que el volumen real de operaciones del sistema financiero se redujo considerablemente. A mediados de 1985 el total de depósitos en el sistema bancario era menor de la décima parte del nivel de principios de 1980, y por supuesto los depósitos en dólares desaparecieron casi por completo.

El nuevo Gobierno que asume en Agosto de 1985 enfrento una situación verdaderamente crítica, pero respondió rápidamente con un plan de reforma económica y estabilización que, en sus aspectos mas relevantes incluye: liberalización de tasas de interés, autorización a pactar préstamos y depósitos en dólares o con cláusulas de mantenimiento de valor con el dólar, reducción y simplificación de aranceles, devaluación substancial del tipo de cambio oficial y posterior intervención en base a un sistema de flotación sucia con un sistema de licitación denominado BOLSIN, reforma de la legislación laboral con reducción de empleados públicos, y reducción de salarios como parte del programa de reducción de gastos gubernamentales. Posteriormente se legisló una reforma impositiva, empezó a implementarse exitosamente y se negoció un acuerdo con el FMI.

Es importante destacar que el plan de estabilización boliviano difiere substancialmente de los programas denominados "heterodoxos" de Argentina, Brazil y Perú en cuanto a que no se establecieron controles de precios ni se llevó a cabo una reforma monetaria. A pesar de algunos desajustes en la política monetaria al comienzo, el éxito del plan boliviano demostró, una vez mas, que el control del déficit fiscal y el saneamiento de las finanzas públicas es suficiente para lograr una política monetaria razonable que brinde una relativa estabilidad al tipo de cambio y al nivel de precios internos.

El elevado grado de de apertura "de-facto" (debido a la ineffectividad de los controles aduaneros) que caracteriza la economía boliviana ayudó a que la estabilidad del tipo de cambio mantuviera bajo control la estabilidad de los precios domésticos. La liberación de las tasas de interés conjuntamente con la estabilidad del tipo de cambio y los precios estimuló una fuerte entrada de capitales (principalmente de bolivianos) atraídos por el considerable spread respecto a las tasas internacionales, que a su vez contribuyó a mantener la estabilidad cambiaria en una coyuntura internacional adversa para

las exportaciones tradicionales de Bolivia.

La recuperación de al menos parte de los depósitos, que se encontraban en el exterior, pero que estuvieron radicados en Bolivia a comienzos de la década del 80, permitió aumentar gradualmente el volumen de operaciones del sistema financiero, aspecto imprescindible para la reactivación del sector real de la economía.

Existen, empero, a principios de 1988 algunos síntomas que requieren atención, principalmente la falta de reactivación económica y cierta insatisfacción de algunos sectores sociales que puede poner en peligro los logros alcanzados hasta el presente tanto en lo que hace al reordenamiento y estabilización económica como a la estabilidad institucional y democrática.

Si bien se reconoce que sería muy difícil que, con la actual coyuntura internacional desfavorable a los precios de productos bolivianos, pueda lograrse una recuperación económica significativa, se considera que el elevado nivel de las tasas reales de interés es un serio obstáculo a todo intento de reactivación.

El elevado nivel de las tasas reales ex-post, sin embargo, no es un fenómeno característico de la estabilización en Bolivia. Como señalan Dornbusch y Fischer (1986), en la mayoría de las experiencias de estabilización, luego de agudos procesos de hiperinflación, las tasas reales de interés se mantienen elevadas, al menos por algún tiempo.

Existen dos interpretaciones de este fenómeno. Una interpretación sostiene que las elevadas tasas de interés resultan de la escasez monetaria frente al fuerte crecimiento de la demanda por dinero inducida por la credibilidad en el plan que implica menor inflación futura. Según esta interpretación, y para satisfacer la mayor demanda, es recomendable una expansión generosa del crédito luego de poner fin a la hiperinflación a los efectos de reducir las tasas de interés. La otra interpretación argumenta que las elevadas tasas de interés reflejan que no hay plena credibilidad en el plan y anticipan mayor inflación o devaluación en el futuro. Según esta interpretación es necesario mantener una política monetaria restrictiva para no estimular expectativas de inflación futura. La experiencia de Bolivia tiende a confirmar esta última interpretación, ya que el delizamiento monetario de fines de 1985 - aunque no fue con fines experimentales - mostró que un crecimiento fuerte del crédito doméstico para cancelar obligaciones pendientes del gobierno provocó un alza significativa de las tasas de interés en vez de reducirlas.

Simultáneamente también aumentaron el tipo de cambio y los precios internos. La evidencia observada en Argentina y Brazil (1985-1988) también rechaza la interpretación que las tasas de interés son altas porque se emite poco dinero, ya que en ambos casos la estabilidad de precios sólo fue un fenómeno temporario, y no obstante los rígidos controles iniciales de precios, la inflación recuperó su vigor y las tasas de interés crecieron a los pocos meses de instrumentadas las medidas heterodoxas.

Lo esencial para reducir la tasa de interés real es lograr credibilidad, y recién en 1986 es que se puede decir que el programa de estabilización de Bolivia comenzó a aplicarse con consistencia y a ganar confianza. A fines de 1986 se volvió a repetir el mismo episodio que en 1985, pero esta vez el Banco Central de Bolivia había acumulado más reservas y experiencia como para esterilizar la emisión excedente y recuperar la estabilidad de inmediato sin poner presión sobre el tipo de cambio, precios y tasas de interés. Conviene advertir que la credibilidad no se logra sólo con control monetario o del tipo de cambio. Las experiencias de Argentina y Uruguay demuestran que para lograr credibilidad debe existir la fuerte convicción de que el déficit fiscal se encuentra bajo control. Lo notable de la experiencia de Bolivia se debe fundamentalmente a los logros alcanzados - con ciertas limitaciones - en el abatimiento del déficit fiscal, y como se muestra más adelante, la reducción de las tasas de interés acompañó a la estabilidad monetaria y cambiaria.

El nivel de la tasa real de interés es un condicionante para la movilización de depósitos en Bolivia (J. Protasi y R. Vogel, (1986)), pero el mantenimiento de elevadas tasas reales para atraer depósitos implica elevadas tasas reales activas para los tomadores de préstamos. Esto no sólo inhibe la inversión sino que también genera dificultades para el stock de créditos vigentes. Es necesario tener presente además que la tasa activa también incluye el spread de los intermediarios financieros. Bolivia se caracteriza en el período 1986-1988 por tener elevados spreads, resultado de elevados encajes, principalmente en pesos, y de la drástica reducción del volumen operativo para el cual el sistema se encuentra sobredimensionado en activos no rentables de baja calidad y elevadas inmovilizaciones. Asimismo, la potencial insolvencia de algunos bancos comerciales, y el seguro implícito del Estado sobre depósitos bancarios, como lo ha demostrado la reciente quiebra de los bancos Crédito de Oruro, Potosí, y Progreso, estimula a asumir inversiones riesgosas, exponiéndose a riesgos de cambio, incobrabilidad, etc., así como a ofrecer tasas de interés cada vez más elevadas para obtener la liquidez necesaria para cubrir el déficit de caja por los altos costos operativos.

Los depositantes, seguros de que el Estado se hará cargo de sus depósitos en caso de insolvencia de la institución, no se precupan por su riesgo potencial, todo lo cual contribuye a la suba de las tasas de interés. Esta situación se vivió también en Argentina (ver Fernández (1983)) y Uruguay cuando el Estado debió hacerse cargo de las carteras bancarias y de las instituciones insolventes para evitar una crisis mayor del sistema financiero. A principios de 1988 las autoridades monetarias de Bolivia comenzaron a estudiar una modificación del sistema financiero a lo largo de los lineamientos sugeridos por Simons (ver Fernández (1984)).

Recientemente, el gobierno boliviano acaba de dictar un decreto en que se procura actuar sobre las tasas de interés en base a créditos externos, y fijando un tope de LIBOR mas cinco puntos en las tasas activas para créditos cuyo origen son agencias multilaterales, a la vez que se reducen los encajes en pesos, se imponen iguales encajes en dólares, y se remuneran encajes. Las medidas son muy recientes y no pueden ser correctamente evaluadas en el presente trabajo, sin embargo, la sección 3 brinda un marco de referencia general para el análisis de tales medidas.

Si bien es cierto que los resultados obtenidos son notables, conviene guardar cierta cautela y afianzar los aspectos fundamentales que permitan mantener los resultados alcanzados. Todavía no existe en Bolivia una confianza absoluta sobre los resultados de la reforma fiscal; existe una preocupante deuda flotante (atraso de pagos a proveedores); y existe cierto malestar social derivado del congelamiento salarial utilizado como instrumento de contención del déficit público. Esta potencial situación de déficit y de inflación futura no permitirá el crecimiento de la demanda de activos financieros en forma suficiente como para absorber la expansión del crédito que se propone a menores tasas de interés. Si no se presta la atención debida a éstos inconvenientes, y no se ejerce un control estricto sobre el control del déficit y del crédito interno, se arriesga un proceso de drenaje de reservas internacionales a menos que se cuente con un influjo de fondos frescos de las agencias multilaterales.

3. Marco de Referencia para el Análisis de Tasas de Interés.

Hay dos aspectos principales que necesitan analizarse para comprender el comportamiento de tasas de interés y su interrelación cuando se da el caso que coexisten varias monedas en el sistema financiero doméstico. Uno de estos aspectos se refiere al nivel de las diferentes tasas de interés y sus determinantes en vinculación con un proceso de apertura

financiera. El otro aspecto se refiere a la política de encajes del Banco Central con respecto a los depósitos denominados en diferentes monedas. Ambos aspectos se tratan por separado a continuación.

3.1. Apertura Financiera y Movilidad de Capitales.

El esquema mas simple de analizar consiste en suponer la existencia de sólo dos monedas - el peso y el dólar - en un sistema financiero que admite depósitos en ambas monedas en condiciones idénticas, excepto probablemente en su remuneración. De esta manera, una condición de equilibrio en el mercado financiero doméstico indicaría que la tasa de interés por los depósitos en pesos, que denominamos $i(p)$, debe igualar a la tasa de interés por depósitos en moneda extranjera, que denominamos $i(x)$, mas la expectativa de devaluación del peso con respecto al dólar, que denominamos ϵ ; o sea,

$$i(p) = i(x) + \epsilon \quad (1)$$

Por otro lado la tasa de interés doméstica en pesos refleja la inflación esperada en bienes domésticos siguiendo el concepto de lo que se conoce con el nombre de ecuación de Fisher,

$$i(p) = r + \pi \quad (2)$$

donde "r" es la tasa real de interés doméstica.

En el resto del mundo, también se da la ecuación de Fisher de acuerdo a la siguiente expresión,

$$i(u) = r(u) + \pi(u) \quad (3)$$

donde $i(u)$ es la tasa de interés en USA, el "resto del mundo", o tasa LIBOR, como se utiliza en parte empírica de este trabajo. $r(u)$ es la tasa real correspondiente y $\pi(u)$ es la inflación en USA.

En un proceso de apertura financiera corresponde trabajar con dos hipótesis. Una hipótesis consiste en suponer que,

producida la apertura, se logra una perfecta movilidad de capitales; y la otra hipótesis supone que persisten ciertas restricciones que impiden la perfecta movilización de capitales. Bajo la hipótesis de perfecta movilidad de capitales - que empezamos a analizar a continuación - debería esperarse que la tasa real en pesos en la economía doméstica no difiera de la tasa real en el resto del mundo mas los que se denomina "riesgo país", que aqui denominamos con ρ , o sea,

$$r = r(u) + \rho \quad (4)$$

Las relaciones anteriores pueden utilizarse para derivar otras expresiones que permitan ilustrar algunos de los principales aspectos de las tasa de interés. Por ejemplo, podemos expresar el riesgo país a partir de (4) y utilizando (2) y (3) como sigue:

$$\rho = r - r(u) = [i(p) - \pi] - [i(u) - \pi(u)],$$

y luego utilizando (1),

$$\rho = r - r(u) = [i(x) - i(u)] + [\pi(u) + \xi - \pi] \quad (5)$$

La expresión anterior indica que el riesgo país - que bajo la hipótesis de perfecta movilidad de capitales es igual al "spread real" - se puede descomponer en dos elementos. Un elemento, dado por el primer término de (5), es el diferencial de la tasa de interés en dólares por depósitos dentro y fuera del país, mas la depreciación esperada del tipo real de cambio dada por el segundo termino de (5). La definición de tipo real de cambio es

$$e = P(u).E/P \quad (6)$$

donde normalmente $P(u)$ es el nivel de precios internacional, E es tipo de cambio nominal medido en número de pesos por un dólar, y P es el nivel de precios doméstico. La tasa de depreciación del tipo de cambio real se obtiene de (6) como sigue

$$(\partial e / \partial t) / e = \pi(u) + \xi - \pi \quad (7)$$

como en el contexto de este trabajo no distinguimos valores esperados de valores observados (7) es igual al segundo término en lado derecho de la ecuación (5).

El aspecto mas importante a notar de (5) es que únicamente en el caso en que exista perfecta movilidad de capitales y el tipo real de cambio se encuentre en un nivel de equilibrio de largo plazo, la diferencial de tasas en una misma moneda dentro y fuera del país es un correcto indicador de lo que se denomina "riesgo país". Una depreciación real esperada del tipo real de cambio hace que la diferencial de tasas subestime el riesgo país, mientras que un apreciación real esperada hace que el diferencial de tasas sobrestime el riesgo país.

La segunda hipótesis para un proceso de apertura es que no exista perfecta movilidad de capitales lo que significa que existen ciertas restricciones para que las tasas de interés reales corregidas por riesgo país no se igualen en todo momento. Una forma simple de expresar este fenómeno es suponer un proceso de ajuste gradual donde la tasa de interés doméstica cambia en proporción a su diferencia con respecto al nivel en el resto del mundo mas el riesgo país, o sea,

$$\partial r / \partial t = (-1/\alpha) \cdot [r - r(u) - \rho] \quad (8)$$

Utilizando (8) con las relaciones anteriores puede derivarse la siguiente expresión que reemplaza a (7)

$$\rho - \alpha \cdot (\partial r / \partial t) = r - r(u) = [i(x) - i(u)] + [\pi(u) + \epsilon - \pi] \quad (9)$$

Esta relación dice que en el caso en que no hay una variación esperada en el tipo real de cambio el diferencial de tasas $[i(x) - i(u)]$ sobrestima el riesgo país si existe un proceso de influjo de capitales hacia el país y subestima el riesgo país si existe un proceso de huida de capitales desde el país. Esto es así porque (8) significa que dr/dt es negativo si hay influjo de capitales externos y positivo si hay huida de capitales.

3.2. Política de Encajes y Monedas Múltiples.

Supóngase que la intermediación financiera consiste de préstamos y depósito en ambas monedas, y que las empresas financieras son competitivas y no tienen costos operativos. Es decir, el único costo para la empresa financiera es la tasa de interés que debe pagar a sus depositantes. Con estos supuestos - que sólo son necesarios para simplificar la discusión - las condiciones de primer orden para la optimización de la empresa son:

$$i(m).(1 - e(m)) = p(m) \quad (10)$$

$$i(x).(1 - e(x)) = p(x) \quad (11)$$

donde ahora - a diferencia de la sección anterior - $i(m)$ es la tasa de interés nominal activa en moneda doméstica; $i(x)$ es la tasa nominal activa en moneda extranjera; $p(m)$, $p(x)$ es la tasa pasiva en moneda doméstica y extranjera respectivamente; y $e(m)$, $e(x)$ son encajes para depósitos en moneda doméstica y extranjera respectivamente.

Supóngase ahora el caso de un país con un $p(x)$ dado. Para ilustrar, en el caso de Bolivia $p(x)$ puede considerarse como una tasa pasiva internacional en dólares (plaza Miami o New York) mas un premio en concepto de riesgo país. Entonces siendo ξ la tasa de devaluación esperada se obtiene la siguiente ecuación que es similar a (1):

$$p(m) = p(x) + \xi \quad (12)$$

Substituyendo (12) en (11) se obtiene,

$$i(m) = p(x)/(1 - e(m)) + \xi/(1 - e(m)) \quad (13)$$

Usando (11) y (13) se obtiene

$$i(m) = i(x).(1 - e(x))/(1 - e(m)) + \xi/(1 - e(m)) \quad (14)$$

En (14) obsérvese que: a) si $e(x)$ y $e(m) > 0$, y, como ha sido el caso durante algun período en Bolivia, el término $(1 - e(x))/(1 - e(m))$ es mayor que uno, la tasa activa en pesos es mayor que la tasa activa en moneda extranjera, aun en el caso que $\xi = 0$. b) igualizando los encajes haría $(1 - e(x))/(1 - e(m)) = 1$; sin embargo, $i(m)$ será mayor que $i(x)$ si ξ no es igual a cero. Además corresponde observar que si ξ no es igual a cero y $e(m) = e(x) = 0$, la relación (14) queda

$$i(m) = i(x) + \xi \quad (15)$$

Entonces (15) significa que sin encajes para depósitos, tanto en moneda local como en moneda extranjera, la tasa activa en pesos es igual a la tasa activa en dólares mas la devaluación esperada.

El mismo resultado que se obtiene en (15) puede derivarse suponiendo igual encaje y remunerando el encaje para depósitos en moneda doméstica con la tasa esperada de devaluación. Las ecuaciones entonces quedarían,

$$i(m).(1 - e) + \xi.e = p(m) \quad (16)$$

$$i(x).(1 - e) = p(x) \quad (17)$$

$$p(m) = p(x) + \xi \quad (18)$$

substituyendo (18) in (16),

$$i(m).(1 - e) = p(x) + \xi.(1 - e) \quad (19)$$

Utilizando (19) y (17),

$$i(m) = i(x) + \xi \quad (20)$$

La última expresión muestra que el mismo resultado se obtiene remunerando el encaje único para los depósitos en pesos con la tasa esperada de devaluación que haciendo $e(x) = e(m) = 0$. Por lo tanto, si se persigue el objetivo de evitar que el sistema financiero discrimine en contra de los depósitos en pesos, la remuneración del encaje debería ser la alternativa deseable dado que un encaje de cero puede no ser técnicamente factible.

4. Evolución de Tasas Reales, Riesgo País y Tipo Real de Cambio.

El análisis empírico del caso de Bolivia cubre el período Octubre 1985 a Mayo 1987, y se han tomado las siguientes series estadísticas: tasas de interés nominales en pesos y en dólares en sistema financiero doméstico, tipo de cambio nominal en términos de número de pesos Bolivianos por dólar, índice de precios al consumidor en Bolivia y en Estados Unidos.

En primer lugar se computa el spread nominal en dólares restando de la tasa de interés pasiva en dólares la tasa LIBOR. Como se mencionó en la sección anterior, este spread se lo suele utilizar para medir el riesgo país aunque no es la

medida apropiada cuando existe una apreciación o depreciación real del tipo de cambio. El Gráfico 1 muestra la trayectoria de las tasas nominales mostrando un bajo spread inicial que se amplía hasta mediados de 1986 para luego estabilizarse y aun mostrar un ligera tendencia a disminuir a partir de 1987.

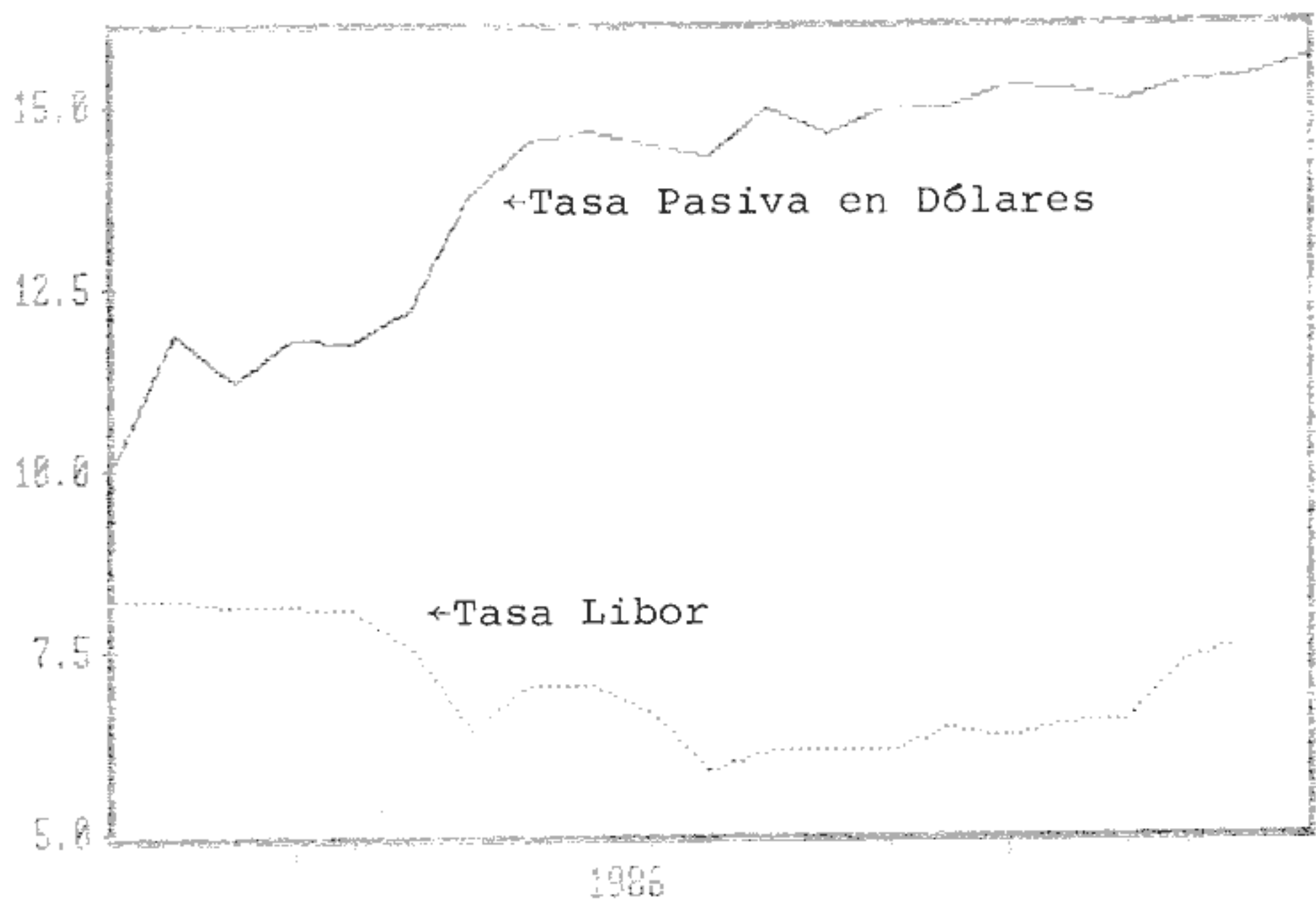
Para contar con una mejor medida del concepto de riesgo país conviene referirse al spread de equilibrio entre tasas reales de interés en lugar de tasas nominales. De esta manera el Gráfico 2 muestra la evolución del spread real en tasas mensuales (tomando en cuenta la variación del tipo real de cambio) que al principio muestra una trayectoria muy errática pero que a partir de 1986 muestra una clara tendencia a estabilizarse en valores cercanos a 2% mensual. Si bien es cierto que esta es una magnitud importante lo que no hay que dejar de destacar es que en los primeros meses de 1986 el spread real era una magnitud varias veces mayor. Por lo tanto la tendencia observada indicaría una trayectoria convergente de la tasa real de interés doméstica a valores de equilibrio de largo plazo. No hay duda que el spread real de Bolivia es alto todavía, y por lo tanto corresponde aquí hacer dos observaciones. Primero, es posible que todavía no se haya completado el proceso de ajuste de las tasas de interés y el spread real podrá continuar su trayectoria descendente. Segundo, si el ajuste ya se completó y el spread real permanece alto, significa que el diferencial de tasas reales sólo representa el nivel del riesgo país.

El concepto de riesgo país es un concepto de largo plazo asociado a factores estructurales de la economía Boliviana tales como estabilidad de la política económica, riesgo de desdolarización, y en general aspectos legales vinculados a la seguridad jurídica del capital en nacional y extranjero en Bolivia. Tampoco es ajeno al concepto de riesgo país la estrategia de negociación de los compromisos externos que determinan la cotización de mercado secundario de la deuda externa. Un error muy común es pensar que una caída en la cotización de mercado secundario de la deuda es favorable para el país cuando en realidad es todo lo contrario. Un valor bajo de mercado secundario significa que la tasa de interés a la cual se pueden obtener nuevos fondos es alta, y en una economía abierta al mercado de capitales el desagio del principal se refleja en la tasa de interés doméstica.

El Gráfico 3 computa el spread real de dos formas alternativas, la línea punteada toma en cuenta la devaluación esperada en base a la diferencial de tasas nominales de interés en pesos y en dólares. La línea entera toma en cuenta la devaluación efectivamente realizada en período $t+1$. Es importante observar que al principio la devaluación esperada es bastante diferente de la que se realizó a posteriori; mientras que al final del período a medida que se gana

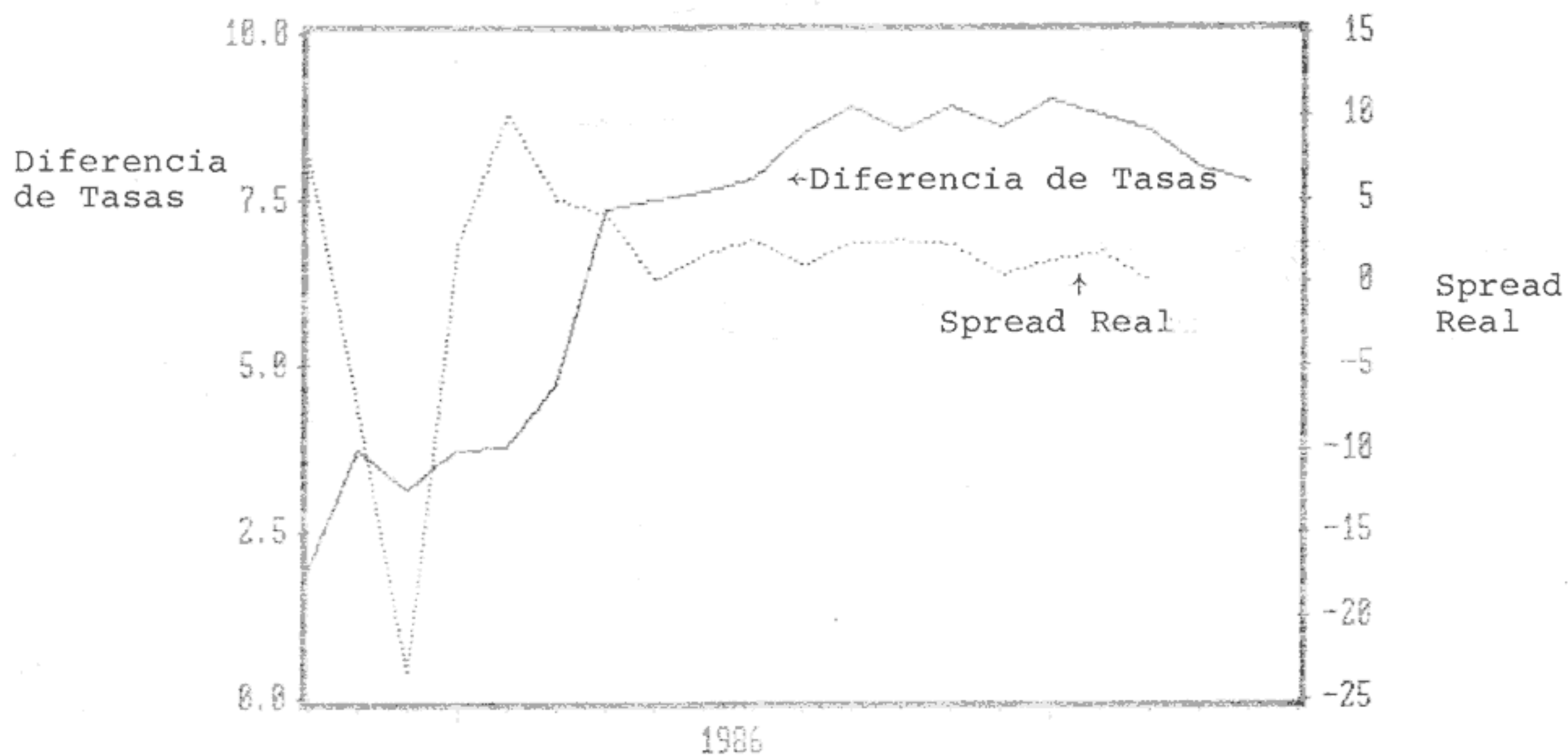
BOLIVIA: GRAFICO 1

Tasa Pasiva en Dólares y Tasa Libor



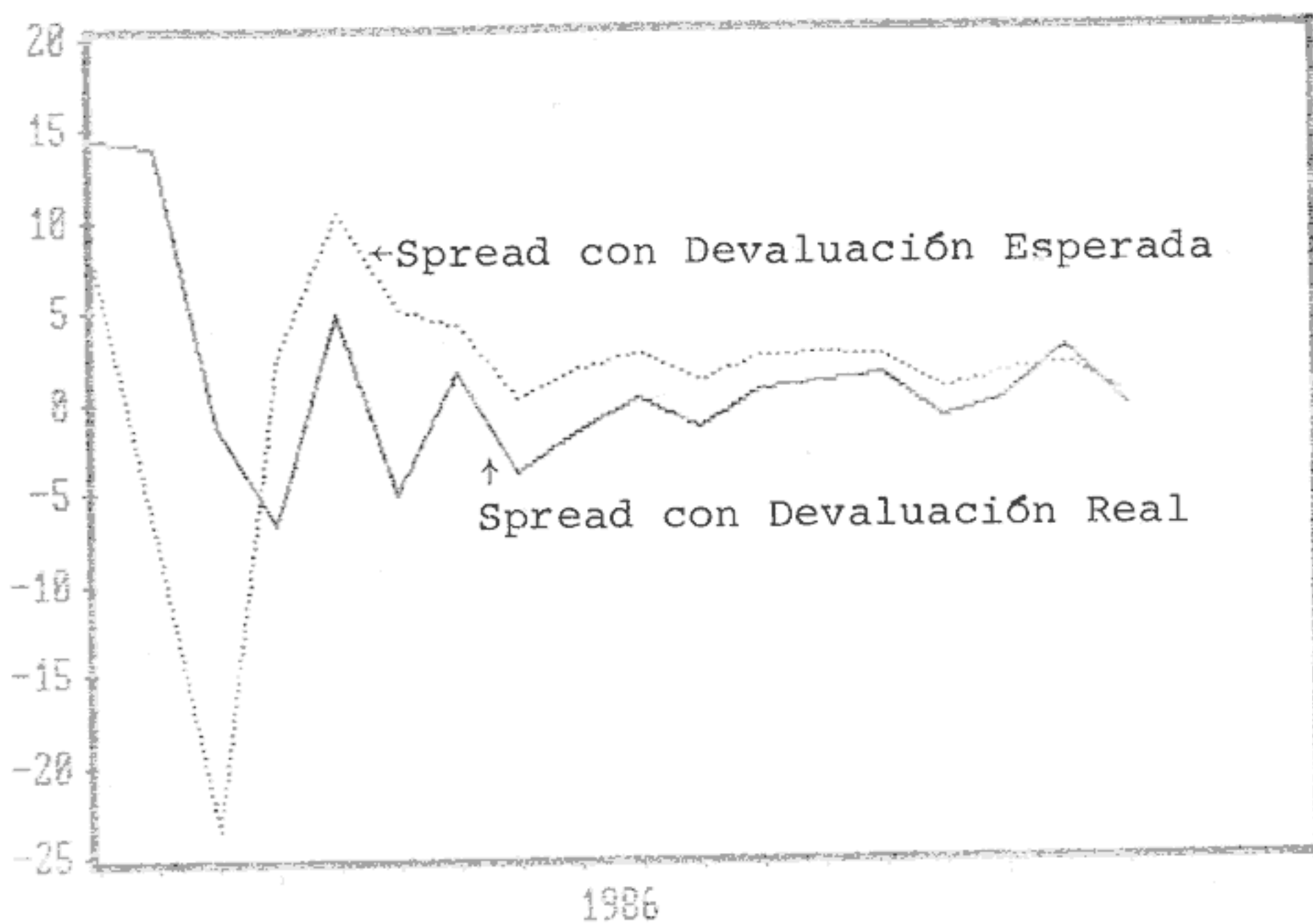
BOLIVIA: GRAFICO 2.

Diferencial de Tasas y Spread Real



BOLIVIA: GRAFICO 3.

Spread Real y Devaluación.



confianza en el plan de estabilización la devaluación esperada converge a la realizada en el período correspondiente.

En el proceso de estabilización boliviano conviene destacar las dos principales etapas por las cuales atravesó. La primera etapa, que va de fines de 1985 hasta principios de 1986, se caracteriza por un fuerte control inicial de la expansión monetaria, con un congelamiento de depósitos para el sector público, por la generación de atrasos en el pago a proveedores, y por una significativa reducción del crédito al sector público. Sin embargo, hacia fin de 1985 se encuentran serias dificultades en contener el gasto de pagos atrasados a proveedores lo que da lugar a una depreciación abrupta del tipo de cambio y una aceleración de la inflación en Diciembre de 1985 y en Enero de 1986. La devaluación del tipo de cambio es relativamente mayor que la inflación lo que da lugar a una devaluación real del tipo de cambio. Consecuentemente con las dificultades de controlar el gasto se generan expectativas adversas al plan de estabilización, y a fines de 1985 las tasas de interés suben significativamente.

La segunda etapa comienza con un cambio de autoridades económicas y se reformula el plan de estabilización sobre la idea de dar señales al sector privado utilizando el tipo nominal de cambio, inclusive manteniendo la cotización de la divisa por debajo de la inflación lo que, en promedio, el tipo de cambio real se atrasara en 1986. En el primer semestre de 1987 la tasa de devaluación y de inflación mantienen un ritmo parejo con una ligera tendencia inicial a una depreciación real del tipo de cambio junto a un aumento de la tasa de interés doméstica para operaciones en dólares. Una vez estabilizado el tipo real de cambio la tasa doméstica en dólares acompaña la evolución de la tasa LIBOR mas un componente de riesgo país presuntamente constante.

5. Resumen.

En la evaluación del proceso de estabilización de Bolivia en comparación con los casos de Argentina y Uruguay se puede concluir que , hasta principios de 1988, ha sido el único plan que mantiene su vigencia con relativo éxito. Lo logrado hasta el momento no ha estado exento de dificultades pero las autoridades económicas han podido manejar los inconvenientes con la suficiente agilidad para evitar un desmoronamiento de los esfuerzos realizados. En el caso de Argentina las medidas heterodoxas utilizadas sólo fueron suficientes para mantener la inflación relativamente bajo control por el período de un año, y la falta de medidas estructurales para contener el gasto público y reducir el déficit fiscal llevaron al fracaso del Plan Austral en la segunda mitad de 1986. En Uruguay, las oscilaciones en las tasas de devaluación e inflación no fueron

tan erráticas como en el caso de Argentina y Bolivia, pero tampoco han sido significantes los logros en el proceso de estabilización.

Independientemente de si el proceso inflacionario logró contenerse o no, las tasas reales de interés fueron altas y permanecen altas en los tres países estudiados. En el caso de Bolivia las tasas nominales de interés de pesos se reducen significativamente con respecto a los valores previos al plan de estabilización pero las tasas para depósitos en dólares, aunque con una ligera tendencia decreciente, permanecen altas reflejando un alto riesgo país. Este, junto con la falta de una recuperación plena de la actividad económica, parece ser el principal problema que preocupa a las autoridades de Bolivia el cual no es de solución simple cuando permanecen los recuerdos de la abrupta desdolarización del sistema financiero con importantes pérdidas para los inversores.

La situación de Argentina y de Uruguay, que no atravesaron un proceso de desdolarización como Bolivia, no es mucho mejor - aunque la estimación de riesgo país o spread real siendo alto no alcanza a la mitad de los valores observados para Bolivia. De cualquier manera, tanto en Argentina como Uruguay, aparte de tasas reales altas se observa un proceso inflacionario que de manera alguna se pueda decir que sido controlado con éxito. El saneamiento de la finanzas públicas todavía es un objetivo a alcanzar. Por otro lado, en el caso de Bolivia, los logros fiscales han sido notables lo que aseguró el éxito del programa de estabilización. Aunque no todos los problemas han sido resueltos existe cierta confianza en el control de la situación por parte de las autoridades que permite esperar el mantenimiento de la estabilidad o de la corrección ágil y eficiente de los acontecimientos imprevistos que a menudo acechan la concreción con éxito

ANEXO A

LAS TASAS DE INTERES Y EL PROCESO DE ESTABILIZACION DE ARGENTINA

El plan de estabilización argentino, conocido con el nombre de Plan Austral en base a la denominación de una nueva moneda de curso legal que se introduce conjuntamente con la estrategia estabilizadora, consiste en congelar precios y salarios, ajustar precios de servicios públicos, control de cambios y control del sistema bancario con un esquema regulatorio de las principales actividades financieras.

Las condiciones previas al lanzamiento del plan eran muy preocupantes con una inflación en franco proceso de aceleración llegando a niveles de 30% mensual y con grandes temores de que el proceso continuara hacia una hiperinflación. Aunque esto fue percibido por la comunidad como un grave riesgo de hiperinflación, en realidad, el aumento de precios de los meses previos fueron mas el motivo de una anticipación de los controles de precios que un desborde fiscal y monetario. Aunque de cualquier manera las finanzas públicas se encontraban en una situación muy comprometida. Gracias a un adecuado manejo publicitario del plan por los medios de comunicación (muchos de ellos directamente controlados por el Estado) se consiguió lograr un efecto favorable sobre las expectativas lo que se tradujo en una abrupta caída en las tasas de interés libres.

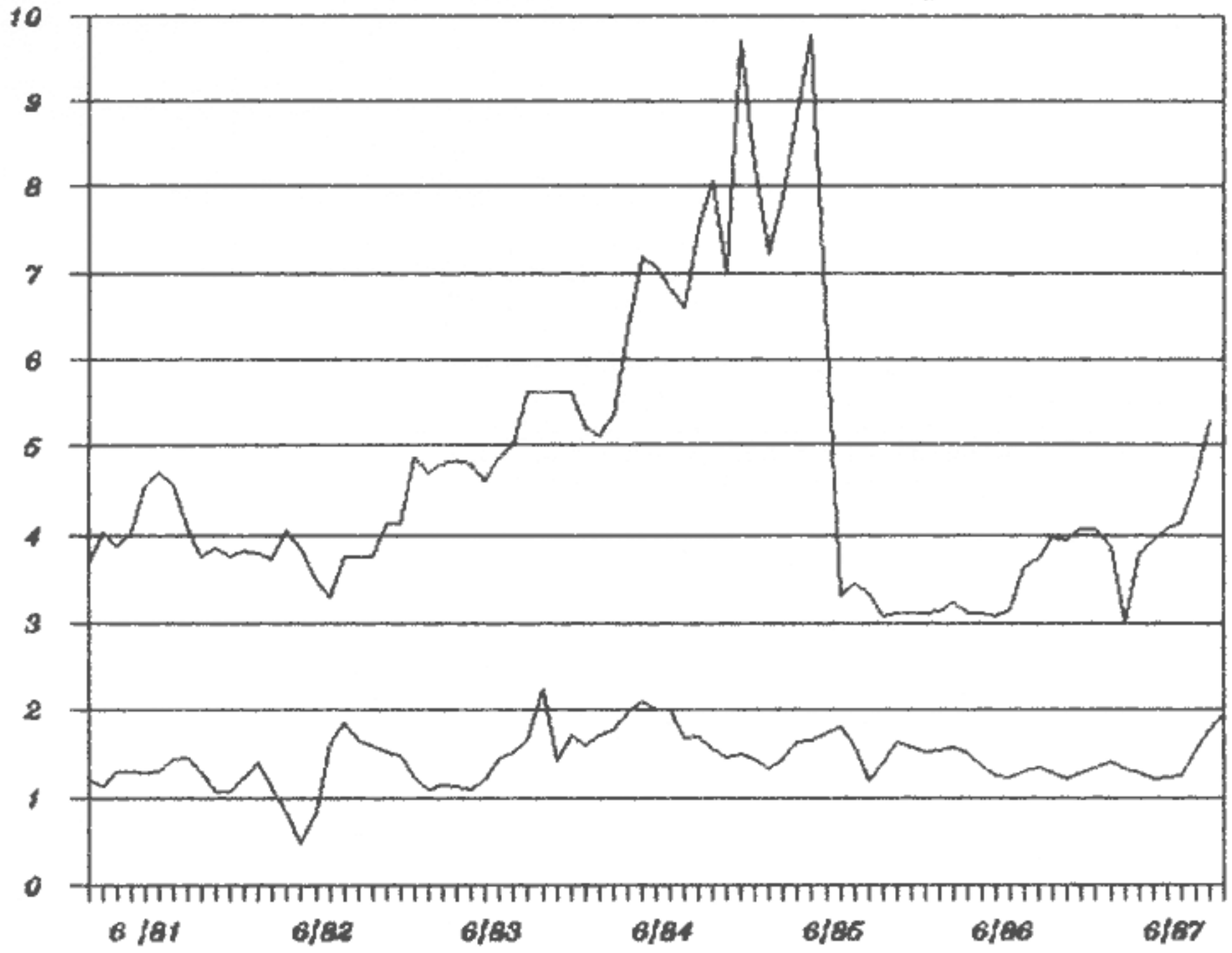
El Gráfico 1 muestra la evolución de la tasa de interés en pesos y las tasas de interés en dólares. Las tasas de interés en pesos corresponden a depósitos a tasa no regulada por el Banco Central de Argentina y se dibuja en la parte superior con una escala diferente de la tasa en dólares. Dado que los depósitos en dólares en Argentina no tienen gran importancia puesto que no tienen garantía del Banco Central y no pueden competir con el BONEX (título del Estado de características muy especiales de gran liquidez y aceptación) se ha tomado como referencia de la tasa de interés en dólares la tasa interna de retorno (TIR) del BONEX serie 1980. Se elige la serie 1980 y no series posteriores para contar con la serie de tiempo mas extensa disponible.

De acuerdo a las relaciones presentadas en la sección 3, la diferencia entre la tasa de iterés en pesos y la tasa doméstica de interés en dólares es una aproximación de la tasa esperada de devaluación. Esta se muestra en el Gráfico 2 donde se puede observar la abrupta caída en las expectativas de devaluación que ocurren a mediados de 1985 con el inicio del plan deestabilización. Estas expectativas favorables continuan durante casi un año hasta que se comienza a hacer aparente las dificultades del gobierno en poner bajo control las finanzas públicas. De esta manera a mediados de 1986 comienza una

ARGENTINA: GRAFICO 1

TASAS DE INTERES EN PESOS Y EN U\$S.

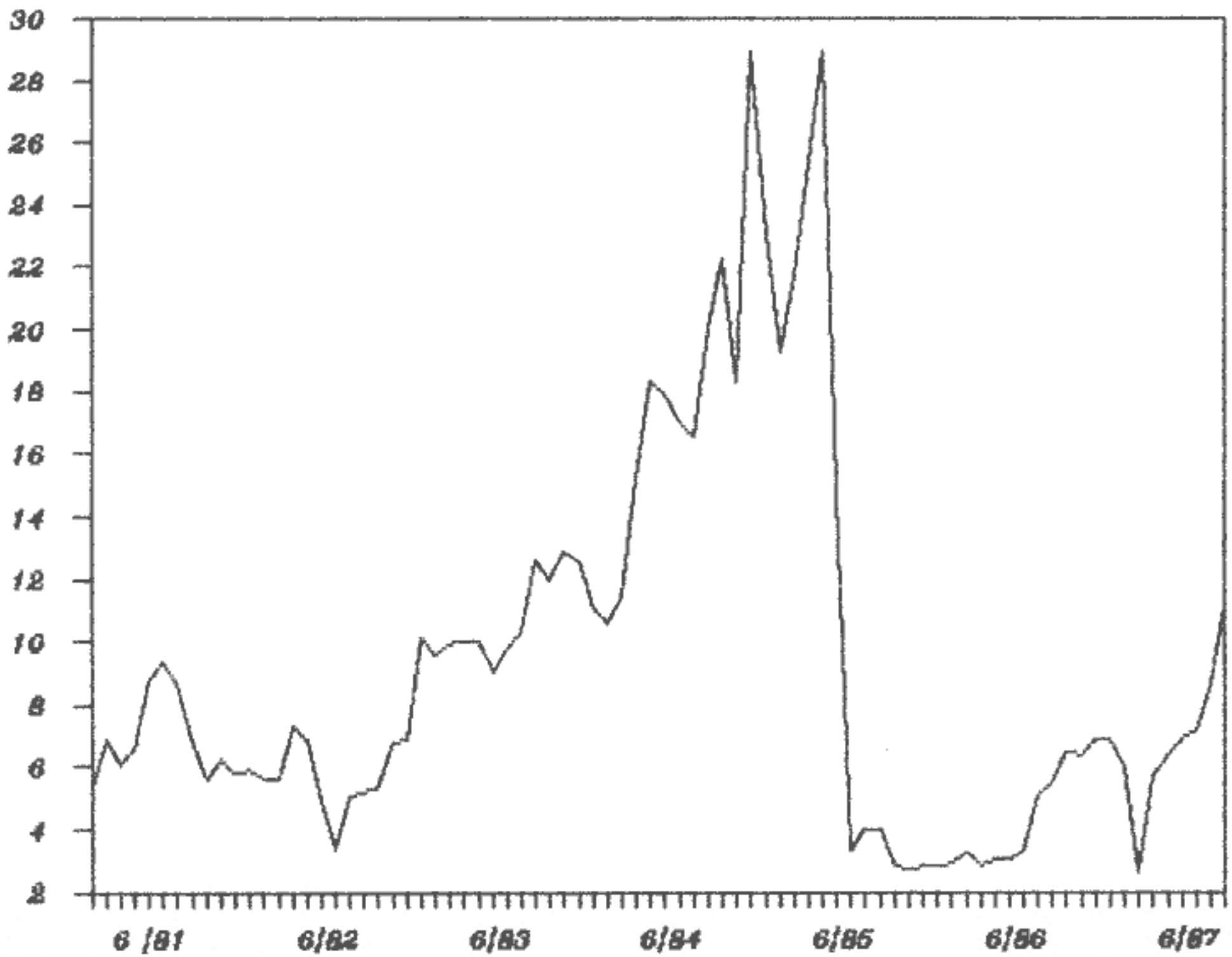
ESCALA PARA TASAS EN U\$S.



ESCALA PARA PESOS: 2 + 1/4.Y

ARGENTINA: GRAFICO 2

DEVALUACION ESPERADA



TASA EN PESOS MENOS TASA EN U\$S

marcada tendencia a deteriorarse el proceso de inflación - aun con controles de precios generalizados - y las expectativas de devaluación del Austral se asientan.

El Gráfico 3 muestra el spread entre la tasa de interés doméstica en dólares (TIR BONEX) y la tasa LIBOR. Es interesante observar como este spread salta significativamente con posterioridad a la guerra de Malvinas y se mantiene en un promedio de 1% mensual desde mediados de 1982 hasta la actualidad (Octubre 1987).

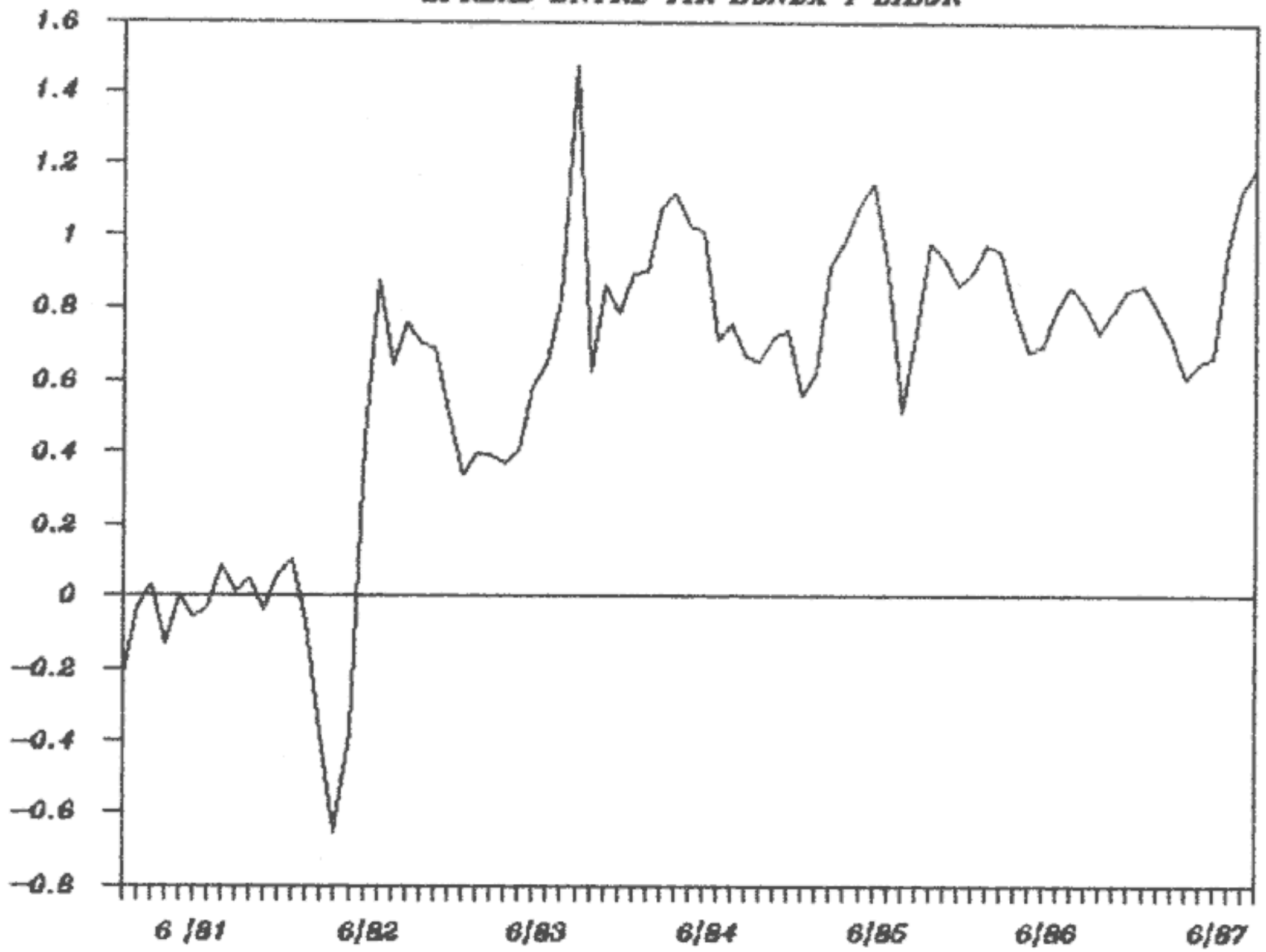
Como se indicara en la sección 3 el spread entre tasas nominales de interés en dólares no necesariamente es un buen indicador del riesgo país y corresponde aproximar el riesgo país mediante el spread entre tasas reales de interés. Este spread a su vez está afectado por las variaciones esperadas en el tipo real de cambio que se muestran en el Gráfico 4 con un promedio negativo para el período analizado. Sumando el Gráfico 3 con el Gráfico 4 se obtiene el Gráfico 5 que muestra la evolución del spread real que muestra una tendencia creciente aunque en promedio el spread real es negativo.

El Gráfico 5 da lugar al siguiente interrogante. Cómo es posible que un país como Argentina con serias dificultades en el servicio de su deuda externa tenga en promedio un "riesgo país" - medido por el spread real - negativo? En realidad, como se mencionó en la sección 3 una correcta medida del riesgo país requiere incluir un término adicional que tome en cuenta el mecanismo de ajuste con imperfecta movilidad de capitales. Conviene recordar que la relación (9) de la sección 3 sugiere que en el caso en que no hay una variación esperada en el tipo real de cambio el diferencial de tasas $[i(x) - i(u)]$ sobrestima el riesgo país si existe un proceso de influjo de capitales hacia el país, y subestima el riesgo país si existe un proceso de huida de capitales desde el país. Esto es así porque (8) significa que dr/dt es negativo si hay influjo de capitales externos y positivo si hay huida de capitales. Es perfectamente posible entonces que el efecto sobre el spread real de la huida de capitales sea mayor al riesgo país dando como resultado un spread real que en promedio es negativo.

Aunque la respuesta anterior es plausible existe otra explicación que puede ser complementaria a la anterior y se refiere a la naturaleza del BONEX como título público. Como se mencionó anteriormente, el BONEX es un título de alta liquidez - se cotiza diariamente en la bolsa de valores lo que marca diferencia con un depósito común a plazo fijo - y con una alta garantía oficial. De los títulos públicos de mayor circulación en Argentina es el único que tiene una cláusula de renuncia de "inmunidad soberana" que significa que en caso de incumplimiento por parte del gobierno argentino un tenedor de BONEX puede utilizar tribunales internacionales para embargar bienes del Estado Argentino en el exterior. Todo esto significa

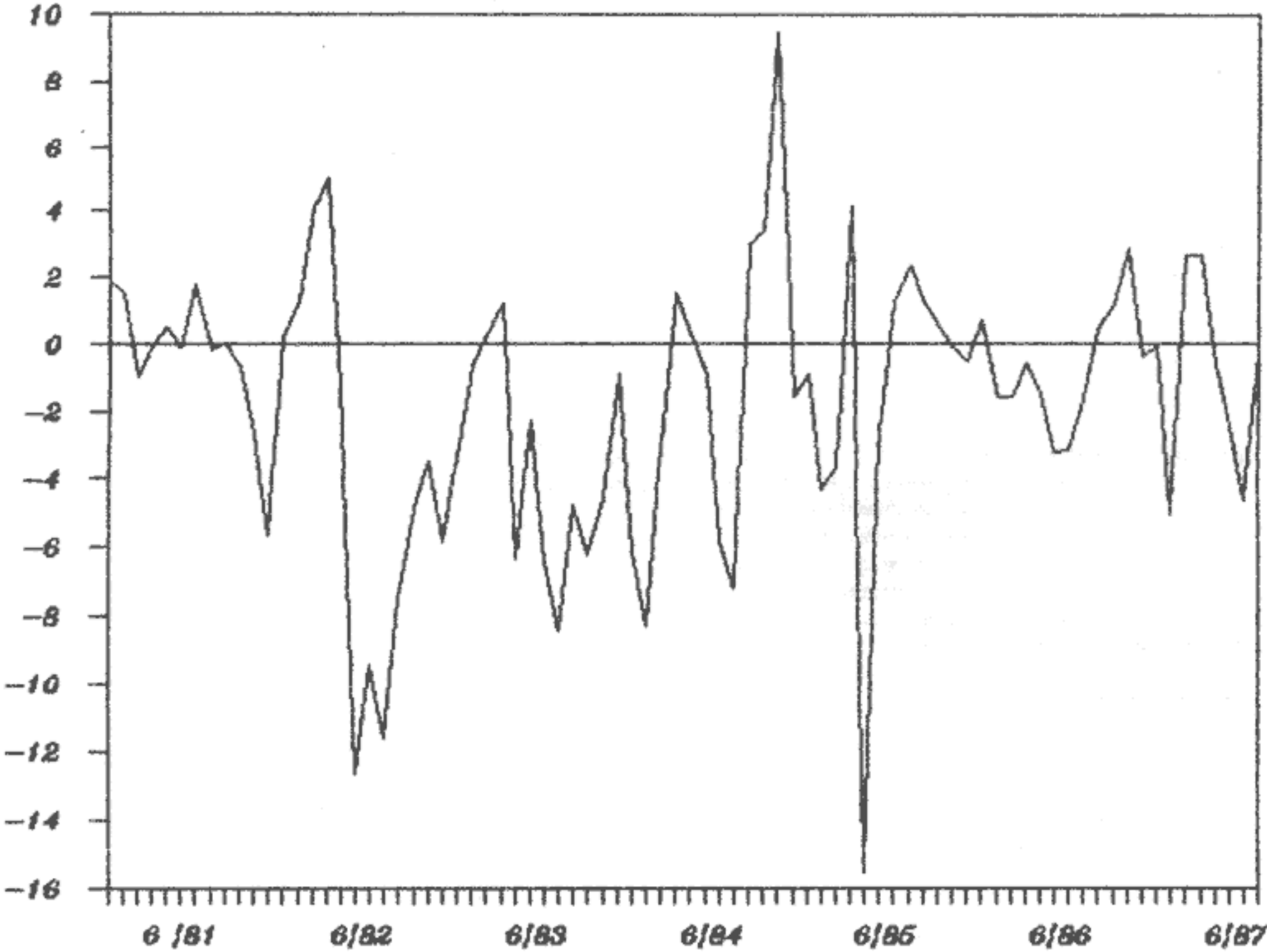
ARGENTINA: GRAFICO 3

SPREAD ENTRE TIR BONEX Y LIBOR



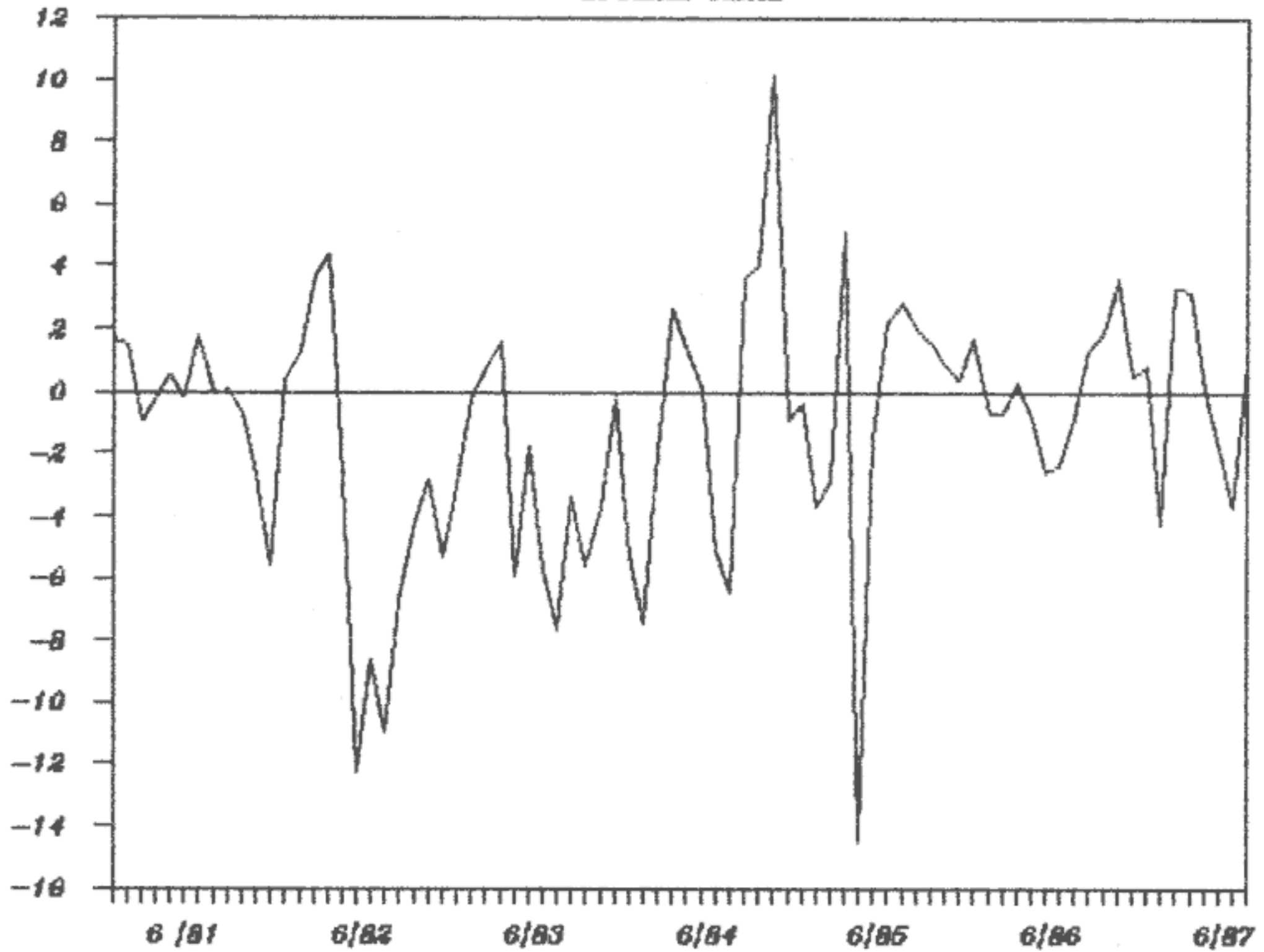
ARGENTINA: GRAFICO 4

CAMBIO ESPERADO EN TIPO R DE C.



ARGENTINA: GRAFICO 5

SPREAD REAL



que puede no resultar el título mas apropiado para computar "riesgo país", y la razón fundamental por la cual se usa esta serie es que es la única que cubre un período suficientemente largo. Si tomamos un título mas reciente como por ejemplo el BAGON, que no tiene las características del BONEX pero de cualquier manera se lo puede considerar un sustituto a los depósitos en dólares cotizados en el mercado libre, es substancialmente superior a la del BONEX. Por ejemplo, en Octubre de 1987 (último dato disponible al elaborar este trabajo) la tasa interna de retorno mensual del BAGON es 2.81% en dólares libres, mientras que la del BONEX es 1.69% en dólares libres. Entonces si en lugar de tasas de BONEX se tomara tasas correspondientes a BAGON el spread real sería superior a medio punto mensual, lo cual sería una estimación mas adecuada del concepto de riesgo país.

ANEXO B.
Stabilización Económica en Uruguay

Uruguay tuvo dos planes de estabilización en los últimos veinte años: uno en 1968 y el otro diez años después en 1978 ya en el marco de un avanzado programa de liberalización de la economía. Es a esta última experiencia que hacemos referencia en virtud de su mayor similitud con el marco actual de liberalización de la economía boliviana, por cuanto el plan de 1968, aunque muy exitoso, se implementó en un período de fuertes controles y elevada protección en la economía.

Luego de más de cuarenta años de mantener cerrada la economía y someterla a severas regulaciones, que no impidieron las severas crisis de balanza de pagos ni que la economía pudiera zafar de su estancamiento, Uruguay decidió abrir y liberalizar su economía aun en una coyuntura internacional desfavorable como fue la crisis petrolera de 1974. En ese entonces se eliminaron los controles de precios casi totalmente, se liberalizaron los mercados financieros y de cambios, y se programó una reforma arancelaria para aplicarse en los subsiguientes.

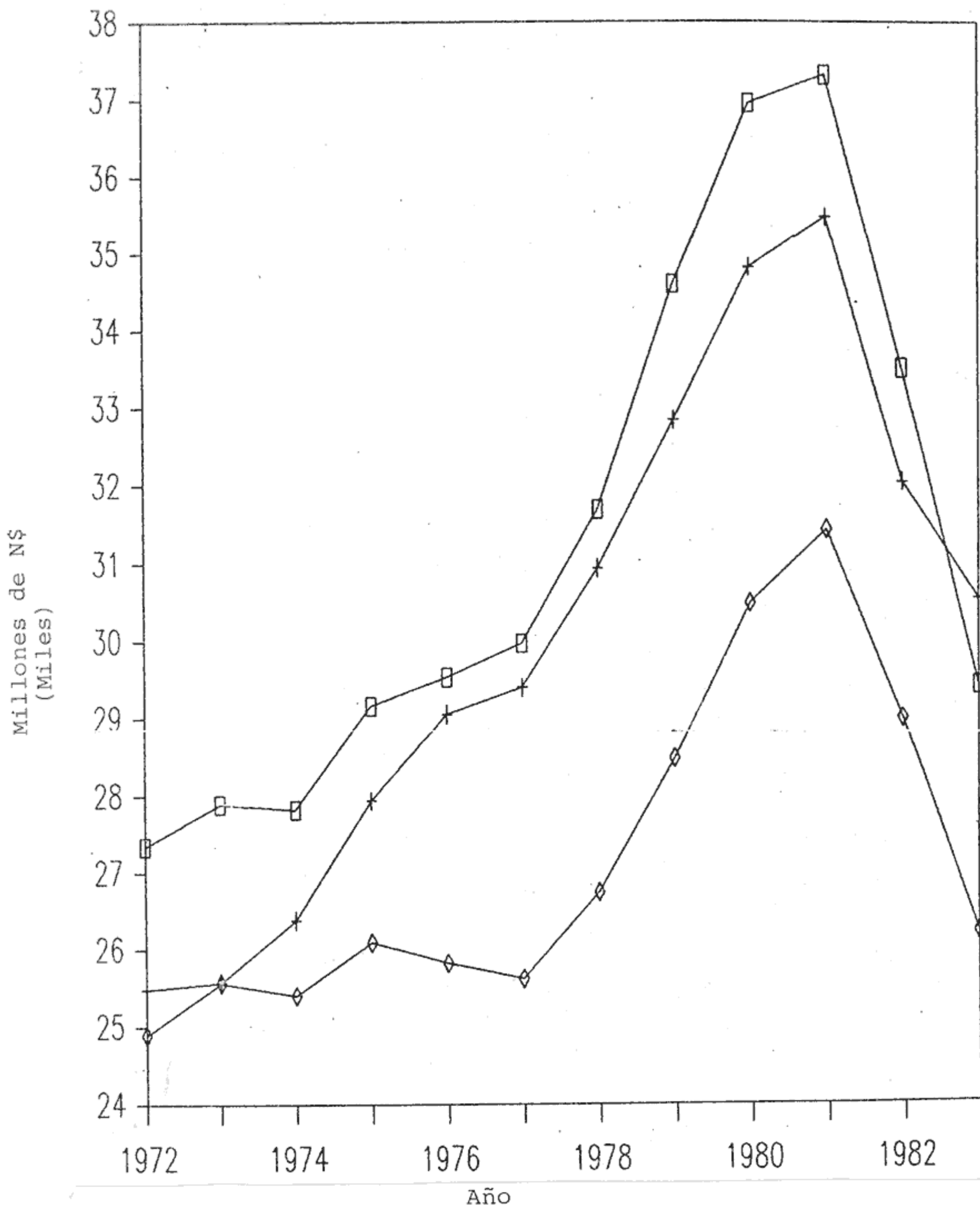
La economía comenzó a recibir un flujo de capitales importante de los propios uruguayos y también extranjeros, principalmente argentinos, y comenzó a crecer fuertemente tanto en exportaciones como en importaciones impulsando un sostenido proceso de expansión del producto no solo del comercio sino también de la industria y de los servicios (Gráfico 1).

El sector financiero, severamente reprimido hasta 1974 y con topes en las tasas de interés, había desestimulado el ahorro doméstico impidiéndose el financiamiento de la inversión. Una vez implementadas las reformas, el total de activos financieros creció en los primeros años a un ritmo del 15% anual en términos reales, duplicándose al cabo de cinco años.

Los resultados de las reformas fueron en general muy buenos durante la primera fase de implementación. La inversión creció junto con el ahorro; el crecimiento de la economía se apoyó en el crecimiento de las exportaciones y de la inversión, se eliminó el déficit fiscal y la balanza comercial comenzó a arrojar superávits. Sin embargo, la inflación doméstica no se alineó con la inflación internacional mas la devaluación, a pesar del control de los agregados monetarios y de una política fiscal ortodoxa de ajuste del déficit del gobierno. El creciente flujo de capitales, principalmente en la forma de depósitos en dólares, ponía presión sobre el tipo de cambio, y para evitar que se apreciara el peso se monetizaba las reservas a una tasa creciente, presionando los precios al alza.

GRAFICO 1.

P.B.I. y Demanda Doméstica
(Millones de N\$ 1978)



□ Demanda Doméstica

+ P.B.I.

◇ Consumo

En Octubre de 1978, fecha en que se considera como el inicio de una segunda fase en el plan de reforma de la economía uruguaya, se cambia de una óptica de economía cerrada en que se creía que una política monetaria restrictiva podría controlar la inflación a una concepción de economía abierta en que la política monetaria no es efectiva para combatir la inflación debido a la apertura de la cuenta de capitales del balance de pagos. En este contexto se creyó que las tasas de interés y los precios domésticos eran independientes de la política monetaria y en cambio seguirían mas de cerca los precios y las tasas de interés internacionales ajustadas por la devaluación.

Las autoridades encararon un nuevo plan de estabilización en base a un sistema de preanuncio del tipo de cambio (Tablita) como principal instrumento para inducir a las expectativas de los agentes económicos considerados como la principal causante de la divergencia entre la inflación doméstica y la internacional. De acuerdo a este plan la inflación y las tasas de interés domésticas deberían converger a las respectivas tasas internacionales.

La convergencia de las tasas de inflación tardó mas de dos años en lograrse luego de ponerse en práctica la nueva política cambiaria. Hanson y de Melo (1985) señalan tres razones fundamentales para explicar la falta de convergencia: primero, los precios de bienes transables continuaron aumentando rápidamente a pesar de que la "tablita" marcaba una tendencia descendente debido tanto a la falta de canales de distribución que eran controlados por las propias empresas industriales sustitutivas de importaciones como a la existencia de protección redundante hasta fines de 1980. Segundo, la creciente sobrevaluación de la moneda argentina provocó un aumento de la demanda agregada de bienes locales mayor que el producto de Uruguay aumentando la presión los precios, especialmente de bienes no comerciables. Sin duda el resultado habría sido diferente si la cuenta comercial se hubiera abierto mas en ese período de modo de permitir una mayor oferta de bienes. Tercero, la tasa real de interés cayó, contribuyendo a una suba especulativa de los precios de la construcción y del ganado. La baja de las tasa reales se debió a la tendencia de las tasas reales internacionales, la eliminación de encajes y al aumento de los precios de los bienes no transables.

El aumento de la inflación doméstica medida en dólares - una aproximación del atraso cambiario - vis vis la inflación mundial, produjo una pérdida de competitividad del país frente al resto del mundo, y en particular frente a sus vecinos que se reflejó en enormes déficits en el comercio exterior. El sector exportador ingresó en una sostenida fase recesiva que recién se recupera en 1986. El mantenimiento de la tablita mientras Argentina devaluaba

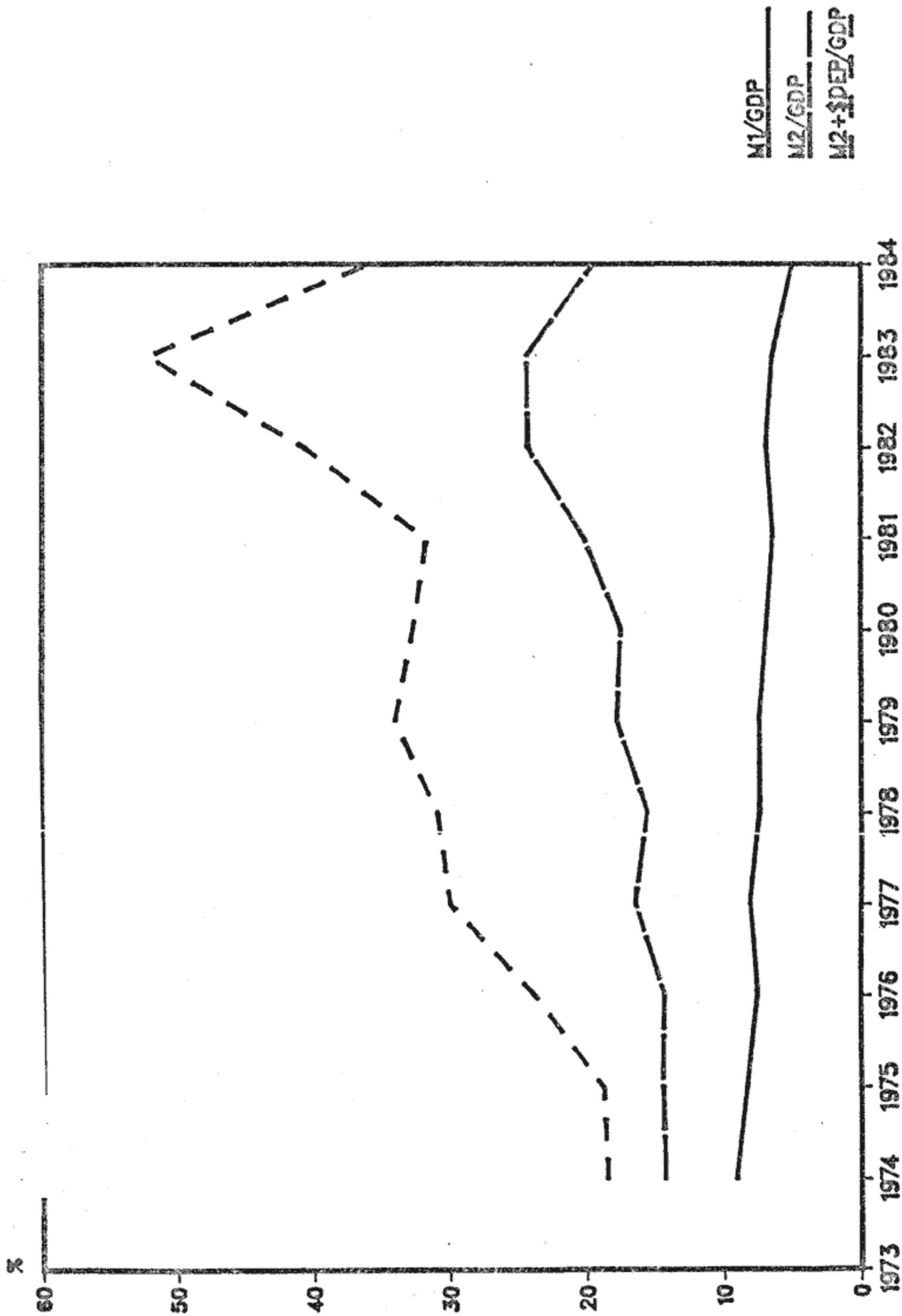
fuertemente su moneda en 1981 exacerbó los desequilibrios externos y acentuó la recesión. Claramente la política anti-inflacionaria trazada se contrapuso con los objetivos de largo plazo de aumentar la competitividad de las exportaciones en base a un mejor nivel del tipo real de cambio (Grafico 3). Al mismo tiempo, que la economía comenzaba a mostrar síntomas recesivos en 1981, el déficit fiscal que hasta ese entonces estuvo bajo control, creció de golpe en 1982 a un 8.7% del PIB como consecuencia del aumento de las transferencias de la seguridad social y la reducción de la base imponible. El financiamiento del déficit con crédito doméstico en el marco de plena movilidad de capitales derivó en una enorme pérdida de reservas y de confianza en la tablita con un colapso final al abandonarla en noviembre de 1982, con una devaluación de 120%. La fuga de capitales entre 1979 y 1983 alcanzó los U\$S 1812 millones y el déficit en cuenta corriente U\$S 2032 millones. Con este episodio finalizó la segunda fase del programa de liberalización y estabilización comenzando un período de incertidumbre y ajuste económico en medio de una fuerte recesión y de la peor crisis financiera que conociera el Uruguay. Recién después que el producto cayera 20% en cuatro años la economía logró zafar de la recesión a fines de 1985.

Luego de este desafortunado final de la experiencia de liberalización y estabilización, y en medio de una profunda crisis social en que el desempleo alcanzó a 18% en relación a su promedio histórico de 8% aproximadamente, el gobierno priorizó la salida política del país, que recupera la democracia en 1985. A partir de entonces el gobierno democrático recobra la confianza perdida, retornan capitales y, favorecidas por la coyuntura externa, las exportaciones aumentan considerablemente. El mantenimiento de la libertad cambiaria y financiera, aun en el período preelectoral con una incertidumbre y desconfianza generalizada, permitió la repatriación de capitales manteniendo la reputación de la plaza financiera uruguaya. Asimismo, algo modificada con respecto a su programa original, ayudó a la reactivación del sector exportador y de la economía en general. Uruguay transita actualmente por una fase expansiva de su economía, aunque comienzan a observarse algunos síntomas de deterioro de las condiciones externas, que tanto contribuyeron a su reactivación en 1986. La suba del precio del petróleo, tasas de interés, y ajuste de las economías de los países vecinos, Argentina y Brasil, ponen en duda el mantenimiento del crecimiento de Uruguay en los próximos dos años. Asimismo la percepción de un nuevo atraso cambiario, comienza a frenar el flujo de capitales y obliga a un ajuste en las tasas de interés y de devaluación que implicarán un aumento de la tasa real de interés y un desmejoramiento en el nivel de actividad económica.

Tal en síntesis fue la evolución reciente de la economía uruguaya y su experiencia de liberalización y estabilización. Sin embargo, dado que el propósito de este trabajo es el de comparar la experiencia uruguaya en el comportamiento de las tasas de

GRAFICO 2.

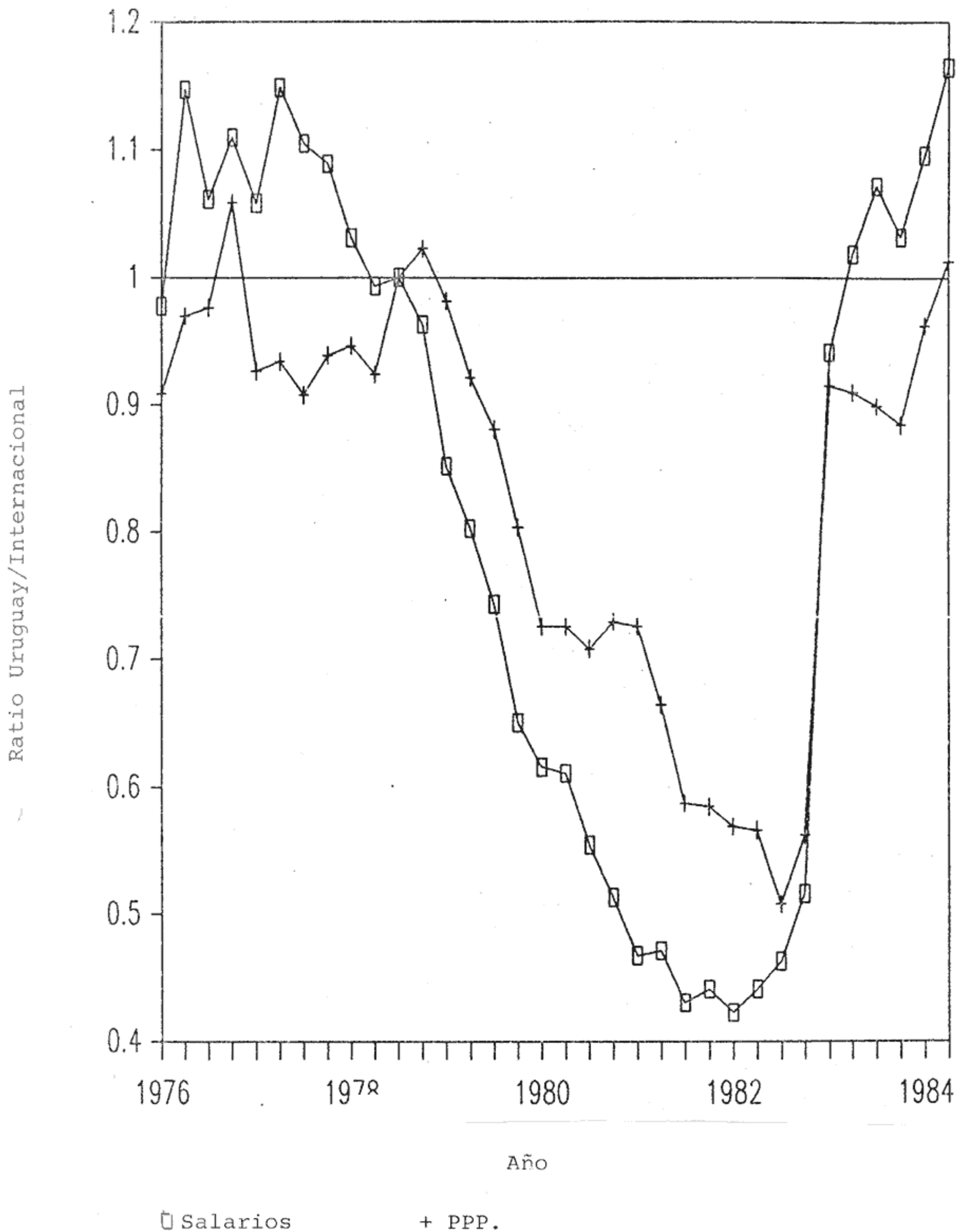
Uruguay: Evolución de los Activos Financieros
s/P.B.I.



FUENTE: Banco Central del Uruguay.

Gráfico 3.

Tipo de Real de Cambio.



interés, pasamos a examinar mas detenidamente este aspecto.

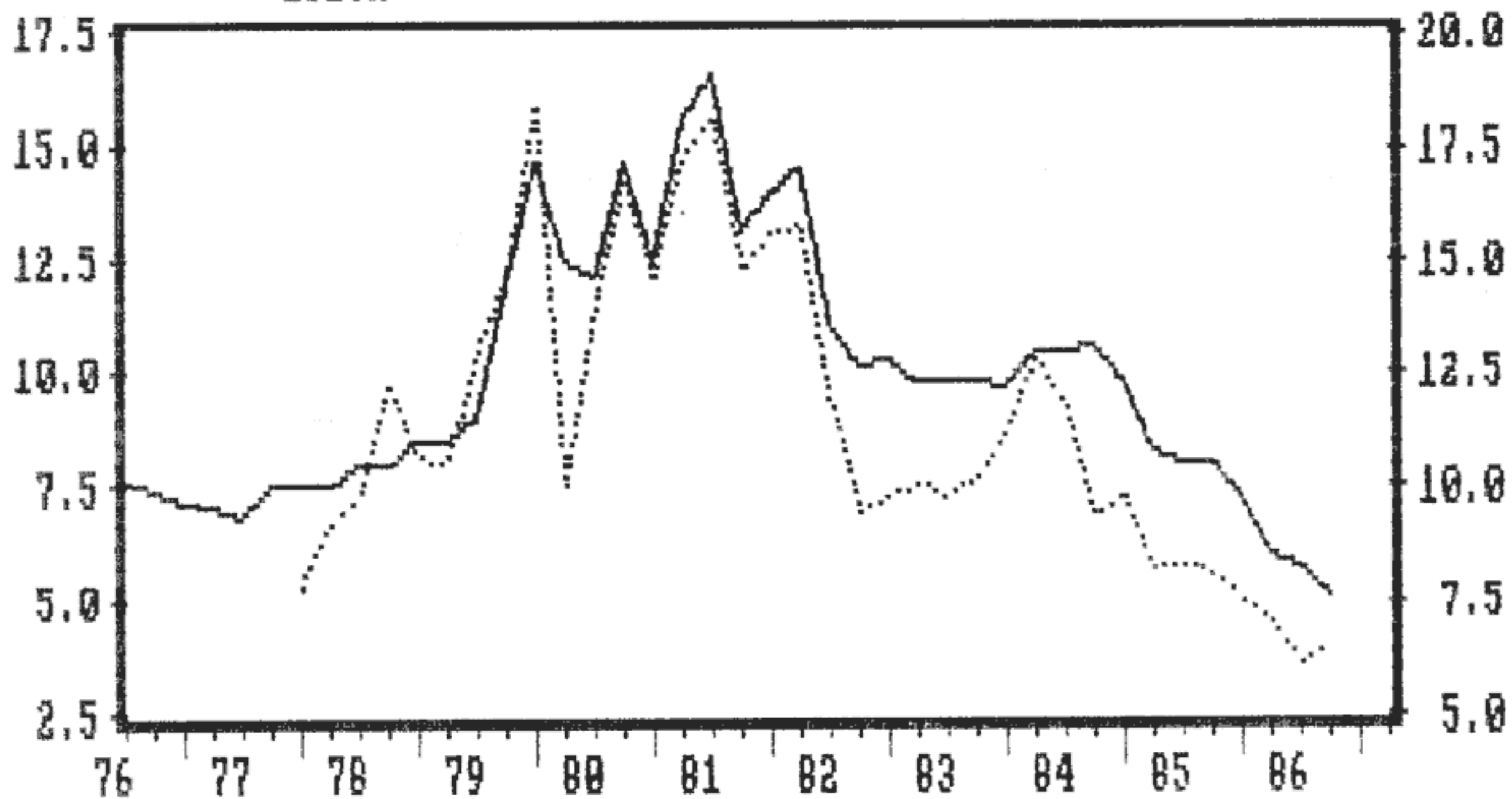
Como hemos desarrollado en la sección 3, el comportamiento de la tasa real de interés está ligado por un lado a la evolución de las tasas internacionales y por otro a la evolución del tipo real de cambio. En términos generales no es difícil explicar la evolución de las tasas reales de interés en Uruguay ya que, por un lado, como se muestra en el Gráfico 4, la tasa pasiva doméstica en dólares siguió aproximadamente la evolución de la tasa LIBOR a lo largo de casi todo el período, y por otro como se observa en el gráfico 2, la tasa real doméstica estuvo todo el tiempo reflejando las mismas oscilaciones que la depreciación esperada del tipo real de cambio. También, como muestra el gráfico 3, la tasa real doméstica siguió bien de cerca la tasa real internacional. Las regresiones simples entre las tasas reales y nominales domésticas e internacionales obviamente no pueden explicar completamente el comportamiento de las primeras, sin embargo corroboran la existencia de una relación estadísticamente significativa (Tabla 4). A este mismo resultado, aunque con un modelo mas completo llegan Blejer y Gil (1983) para explicar comportamiento de las tasas reales en Uruguay.

La apreciación esperada del tipo real de cambio también jugó un rol importante en el nivel de la tasa real de interés (Gráfico 5). En nuestro marco de análisis un aumento esperado del tipo real de cambio induce a un aumento de la tasa real ya que implica menor inflación esperada en dólares, que si no se refleja en una baja de la tasa pasiva en dólares, derivará en un aumento en la tasa real. Este aspecto fue de gran relevancia en Uruguay, debido a que a lo largo de todo el plan de estabilización, las tasas nominales de interés en pesos no se alinearon con la internacional mas la devaluación preanunciada, sino que, como muestran Hanson y de Melo, las tasas en pesos mantuvieron un spread ex-ante constante respecto de las tasas en dólares. Este resultado implica que el público mantenía una expectativa de devaluación constante independiente de la Tablita. Cuando la inflación esperada fue alta - en comparación a la devaluación esperada que resultaba del diferencial de tasas en pesos y en dólares - el tipo real de cambio se reducía, y consecuentemente la tasa real de interés. La baja de la tasa real indujo al fuerte crecimiento de los años 78, 79 y 80. Como la expectativa de devaluación era constante, a medida que la inflación comenzó a bajar, el tipo real esperado aumentó y con el la tasa real de interés que indujo la recesión y crisis posterior.

Un modelo teórico elaborado por Rodriguez (1982) ilustra el ajuste dinámico de una política anti-inflacionaria basada en una desceleración preanunciada de la tasa de devaluación. Inicialmente se produce una disminución del tipo real de cambio y de la tasa real de interés nominal y real, si las expectativas son adaptativas (con expectativas racionales y restricción presupuestaria del sector público vease Fernández(1985)). La

Gráfico 4.

URUGUAY: TASA PASIVA EN US\$
LIBOR



—————IPUS

.....LIBOR

Gráfico 5.

URUGUAY: TASA REAL DOMESTICA EN US\$ (RDUS)
APRECIACION ESPERADA (APRE1)

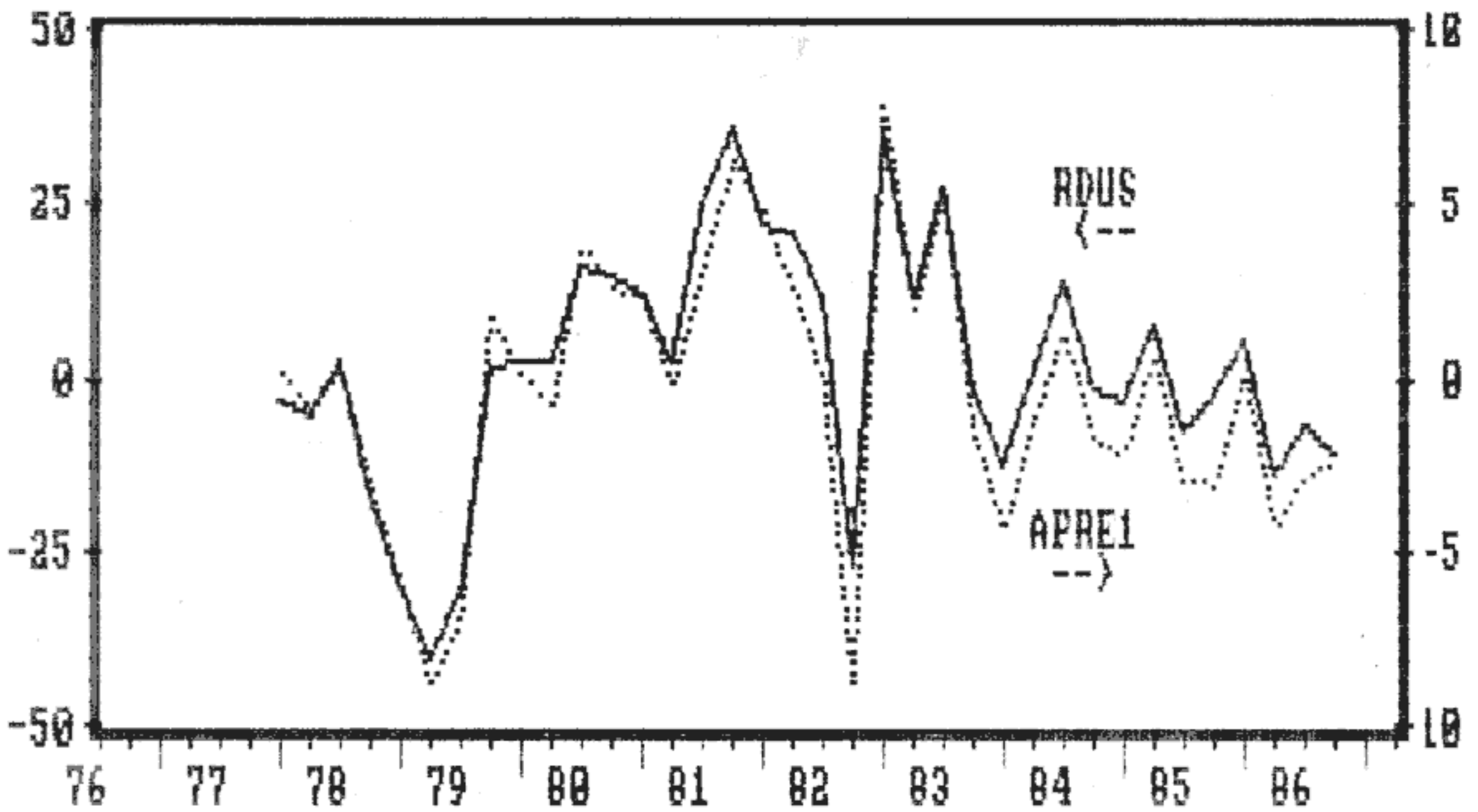
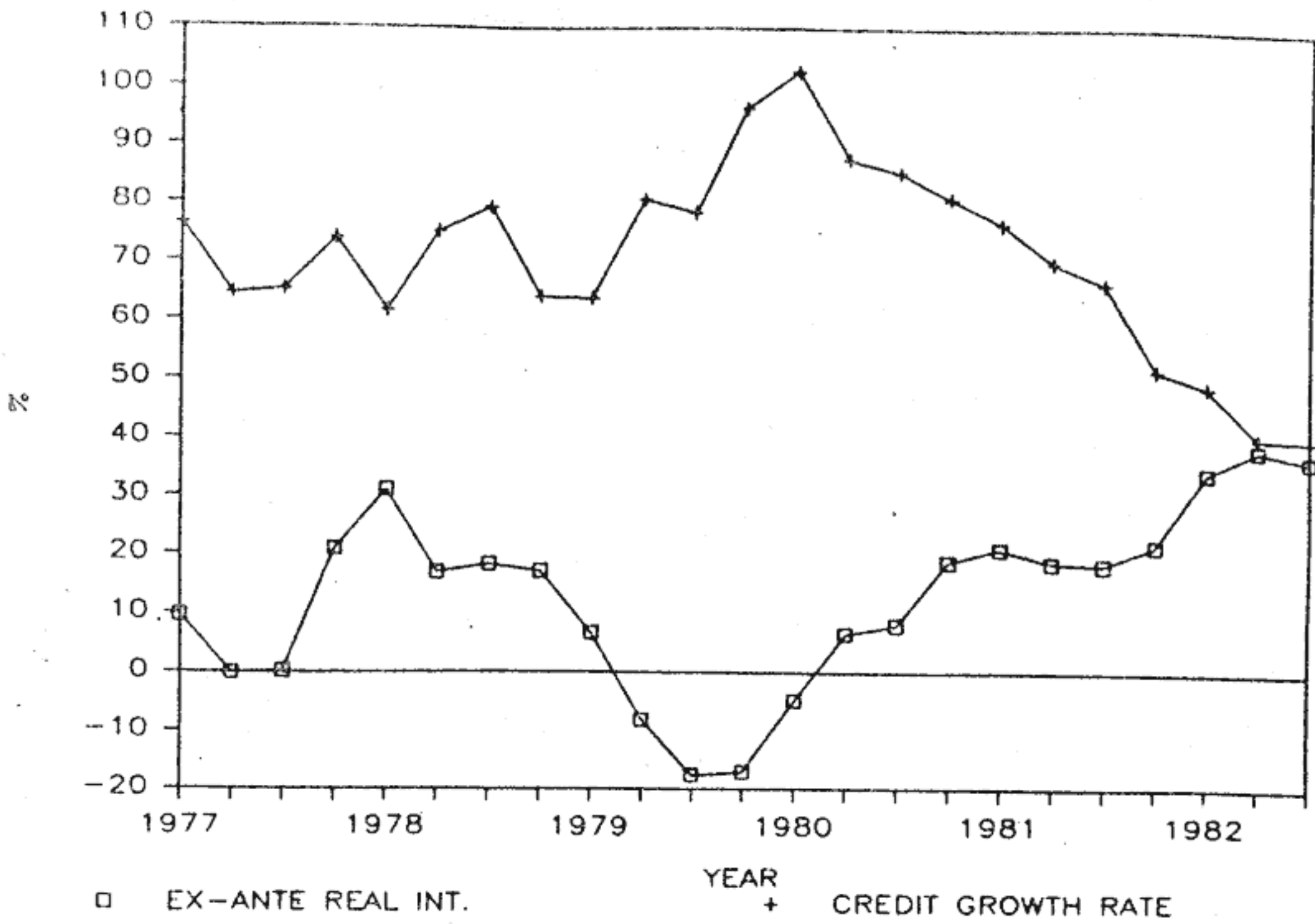


Gráfico 6.

Tasas de Interés y Crecimiento del Crédito.
(Tasa Real y Crédito Nominal)



caída del tipo real de cambio, reduce la competitividad del sector exportador por lo que el inicio de la recesión en el sector transable, presiona a la baja a los precios con lo que el tipo real de cambio y la tasa real de interés aumenta restableciéndose el equilibrio de largo plazo.

El supuesto de arbitraje de las tasas domésticas a las internacionales mas la devaluación preanunciada no se verificó plenamente. Las tasas pasivas en pesos superaron las de arbitraje dando lugar a un spread muy atractivo que se reflejó en un fuerte ingreso de capitales principalmente de argentinos; el Banco Central del Uruguay debió monetizar el aumento de reservas exacerbando los efectos iniciales y finales del plan.

El comportamiento de los activos financieros y del endeudamiento del sector privado guardó una relación muy estrecha con el de las tasas de interés. En la Tabla 2, se observa que las tasas reales de interés (ex-post) fueron negativas tanto en pesos como en dólares durante la primera fase del programa de liberalización. Como las tasas en dólares eran preferibles a las de pesos, los depósitos en dólares crecieron fuertemente hasta fines de 1979, fecha a partir de la cual los depósitos en pesos comenzaron a rendir un elevado spread respecto a las tasas internacionales (Gráfico 2). Al mismo tiempo el peso uruguayo se apreciaba y la fuerte dosis de confianza reinante permitió que los depósitos en pesos, que por supuesto ofrecían un buen rendimiento en dólares comenzaran a crecer mas rápidamente que los depósitos en dólares. El sistema se desdolarizó gradualmente, hasta que la confianza en la tablita se comienza a perder y a pesar de que las tasas en pesos siguieron siendo mas atractivas, comenzó un fuerte proceso de sustitución de monedas de pesos a dólares a fines de 1980 hasta la ruptura de la tablita.

En este proceso de sustitución de monedas el sistema bancario a partir de fines de 1981 comenzó a fortalecer su posición en moneda extranjera anticipándose a una posible devaluación (Tabla 3). Hacia fines de 1982 pero antes de la devaluación la posición neta en dólares alcanzó a representar el 34% de los depósitos en pesos de los bancos privados.

Mientras que el incremento de los depósitos bancarios tuvo su origen en la liberalización financiera, el endeudamiento excesivo del sector privado fue el resultado directo de la política de estabilización. En 1979-1980 la consecuencia, por un lado, de tasas reales negativas, y por otro de la "burbuja especulativa" que produjo la sobrevaluación cambiaria en el precio de los inmuebles y activos en general provocando la ilusión de un aumento de la riqueza personal, crearon fuertes incentivos para aumentar el endeudamiento del sector privado (Gráfico 6). En 1981-82, las tasas reales positivas indujeron a un mayor endeudamiento para evitar la quiebra que implicaba no

Tabla 1.

SMPL 1978.2 - 1986.4

35 Observations

LS // Dependent Variable is IPUS

Convergence achieved after 6 iterations

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-----------|-------------|
| C | 4.5125753 | 1.2111127 | 3.7259746 | 0.001 |
| LIBOR | 0.4935136 | 0.0791070 | 6.2385600 | 0.000 |
| AR(1) | 0.7861074 | 0.1218686 | 6.4504512 | 0.000 |
| R-squared | 0.877782 | Mean of dependent var | 10.35429 | |
| Adjusted R-squared | 0.870144 | S.D. of dependent var | 2.834695 | |
| S.E. of regression | 1.021499 | Sum of squared resid | 33.39076 | |
| Durbin-Watson stat | 2.294059 | F-statistic | 114.9138 | |
| Log likelihood | -48.83914 | | | |

SMPL 1978.1 - 1986.4

36 Observations

LS // Dependent Variable is RDUS

| VARIABLE | COEFFICIENT | STD. ERROR | T-STAT. | 2-TAIL SIG. |
|--------------------|-------------|-----------------------|------------|-------------|
| C | -9.5991538 | 3.6895676 | -2.6017015 | 0.014 |
| RUSA | 2.2119626 | 0.5585240 | 3.9603714 | 0.000 |
| R-squared | 0.315683 | Mean of dependent var | 1.252778 | |
| Adjusted R-squared | 0.295556 | S.D. of dependent var | 17.66267 | |
| S.E. of regression | 14.82449 | Sum of squared resid | 7472.028 | |
| Durbin-Watson stat | 1.621292 | F-statistic | 15.68454 | |
| Log likelihood | -147.1190 | | | |

Tabla 2.

Spread de Tasas de Interés y Arbitraje de Bancos Comerciales.

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) |
|------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------|-------------------------------------|
| | Tasas de Interés para Depósitos en Pesos | Spread Préstamos en Pesos (clientes de Primera Línea) | Spread Préstamos en Pesos (otros clientes) | Tasa Real Promedio de Préstamos. | Retorno Real Ex-Post Sobre Depósitos en Pesos. | Retorno Real Ex-Post Sobre Depósitos en Dólares. | Retorno Real Ex-Post Sobre Arbitraje. | Posición Neta \$ Bancos Comerciales | Reservas Internacionales (Millones US\$). | Préstamos Netos No Residentes (Millones US\$). | Total \$ Depósitos No Residentes %. |
| 1973 | 32.2 | - | - | -30.2 | -31.0 | -26.4 | - | 65.3 | 66.3 | -5.2 | 16.1 |
| 1974 | 30.4 | - | - | -21.9 | -51.3 | -2.2 | - | -31.4 | -29.4 | -8.4 | 16.8 |
| 1975 | 39.2 | - | - | -13.6 | -34.8 | -31.5 | - | 46.2 | 64.8 | -22.1 | 20.9 |
| 1976 | 30.0 | 27.4 | 31.8 | -1.5 | -16.6 | -19.2 | -3.1 | 192.6 | 227.7 | -44.9 | 19.7 |
| 1977 | 33.8 | 15.8 | 28.2 | -8.4 | -10.2 | -5.9 | -1.9 | 420.4 | 444.1 | -59.7 | 15.1 |
| 1978 | 46.3 | 15.3 | 26.5 | 3.6 | -3.3 | -1.7 | -2.9 | 760.1 | 887.4 | -144.1 | 28.3 |
| 1979 | 38.9 | 7.9 | 23.1 | -21.0 | -27.3 | -35.3 | 10.2 | 743.2 | 949.2 | -224.4 | 33.7 |
| 1980 | 52.2 | -0.2 | 16.1 | 4.5 | 9.9 | 0.0 | 12.7 | 650.3 | 999.2 | -395.7 | 45.5 |
| 1981 | 43.3 | 0.8 | 14.1 | 13.3 | 12.3 | 4.7 | 5.7 | 444.7 | 1293.5 | -752.2 | 48.3 |
| 1982 | 47.6 | 0.1 | 7.2 | 19.6 | 12.7 | 360.6 | -48.0 | 180.2 | 661.8 | -563.6 | 49.3 |
| 1983 | 66.6 | 1.3 | 35.4 | -1.5 | 20.0 | 109.5 | 0.4 | -94.6 | 330.1 | -496.2 | 50.0 |

FUENTE: James Hanson, J. De Melo: External Shocks, Financial Reforms and Stabilization Attempts in Uruguay: 1974-83. The World Bank.

Tabla 3.

Indicadores de Actividades de Arbitraje por Bancos
Privados Comerciales.

| | Préstamos Moneda Doméstica | Depósitos Moneda Doméstica (Porcentaje) (1) | Posición Neta en Dólares | Depósito Moneda Doméstica (Porcentaje) (2) | Posición Neta a/ (\$) (3) | Reservas Internacionales (4) | Préstamos Netos | |
|-------|----------------------------|---------------------------------------------|--------------------------|--------------------------------------------|---------------------------|------------------------------|----------------------------------|------------------------------|
| | | | | | | | No Residentes. (Millones \$) (5) | Residentes (Millones \$) (6) |
| 12/78 | 78 | 6.0 | 28.9 | 90.9 | -140.4 | 76.4 | | |
| 12/79 | 91 | 1.4 | 12.9 | 53.9 | -230.8 | 179.6 | | |
| 6/80 | 89 | 3.6 | 49.5 | 24.8 | -311.0 | 279.2 | | |
| 12/80 | 95 | 1.4 | 20.4 | -42.2 | -427.3 | 469.0 | | |
| 6/81 | 103 | 4.5 | 71.4 | 228.6 | -721.7 | 545.5 | | |
| 9/81 | 109 ^{b/} | 0.8 | 13.1 | 232.6 | -745.5 | 515.6 | | |
| 12/81 | 102 | 2.2 | 33.9 | 234.2 | -804.5 | 598.1 | | |
| 3/82 | 102 | 4.4 | 64.1 | 347.0 | -849.4 | 532.2 | | |
| 6/82 | 106. | 6.6 | 87.4 | 525.1 | -997.4 | 553.8 | | |
| 9/82 | 105 | 8.6 | 104.4 | 356.3 | -849.4 | 669.3 | | |
| 12/82 | 96 | 34.5 ^{c/} | 183.9 | 8.3 | -592.3 | 783.0 | | |

FUENTE: J. Hanson, J. De Melo; Op. Cit.

a/ Incluye columnas (4)-6) más neto de otros.

b/ Probablemente refleja refinanciamiento de Septiembre 1981.

c/ Refleja efectos de devaluación y atrasos.

poder pagar las deudas. Finalmente, luego de la devaluación el endeudamiento aumentó a causa de la duplicación del valor de las deudas. Fue particularmente interesante el primer periodo en la fase de estabilización. Paradojalmente a fines de 1979 las tasas reales eran negativa para quienes tomaban préstamos, y altamente positivas en dólares (en función de la tablita) para los depositantes. Esta estructura de incentivos financieros simultáneamente estimuló el endeudamiento excesivo y la provisión de fondos para financiarlos.

Como se muestra en el cuadro 3 el financiamiento del endeudamiento del sector privado se realizó principalmente con fondos de no residentes. La crisis financiera mejicana de 1982, y los temores a una ruptura de la tablita redujo los depósitos de no residentes en U\$S 400 millones entre Junio y Diciembre de 1982, provocando una abrupta escasez de fondos al sistema bancario. Asimismo la suba de las tasas reales impidió el pago de las deudas deteriorándose rápidamente la calidad de las carteras. El pago de las deudas que en parte podía haberse efectuado ejecutando las garantías que las respaldaban no fue posible al resistirse los deudores a perder la riqueza (que ellos habían creído tener cuando se sobrevaluaron sus activos) apoyándose en las franquicias legales de Uruguay, y que aun hoy en día se resisten a pagar a pesar de las generosas quitas que estableció la legislación del nuevo periodo democrático.

La crisis de sobreendeudamiento del sector privado, y la incobrabilidad de las carteras inexorablemente provocó la quiebra de hecho de todo el sistema financiero. El Banco Central tuvo entonces que salir a realizar una operación de salvataje, adquiriendo las carteras de mala calidad de la banca privada, que aun hoy el Banco Central esta realizando esfuerzos para recuperarlas, aunque sin éxito. La compra de carteras significó un aumento del endeudamiento externo del orden de los U\$S 1000 millones, representando aproximadamente la mitad de la fuga de capitales entre 1979 y 1983. Es decir que parte de la fuga de capitales la comunidad la debió financiar con mayor endeudamiento. El endeudamiento total creció en U\$S 3845 millones en el periodo 1979-1983 originado en U\$S 1812 millones por fuga de capitales y U\$S 2033 millones por déficit de cuenta corriente.

Referencias.

- Blejer, M., and Gil Diaz, J., (1984), " On the determination of the real Interest Rate in a Small Open Economy: Domestic vs External Factors", IMF, Staff Papers.
- Fernández, Roque B., "La Crisis Financiera Argentina", *Desarrollo Económico*, Octubre - Diciembre, 1983.
- Fernández, Roque B., "La Propuesta de Simons para Reforma del Sistema Financiero", *Ensayos Económicos*, Banco Central de la República Argentina, Marzo, 1984.
- Fernández, Roque B., " The Expectations Manangement Approach To Stabilization", *World Development*, August 1985.
- Fischer, S., y Dornbusch, R., "Frenando las Hiperinflaciones del Pasado y Presente", XX Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, ADEBA, 1986.
- Hanson, J. and de Melo, J., "Externals Shocks, Financial Reforms and Stabilization attempts in Uruguay", *World Development*, August 1985.
- Protasi, J. C., y Vogel, R. "Movilización de Depósitos en el Sistema Financiero de Bolivia", mimeo, 1986.
- Sachs, Jeffrey, "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", Working Paper, UDAPE, USAID-Bolivia, 1986.
- Rodriguez, Carlos, "The Argentine Stabilization Plan of December 20th", *World Development*, September, 1985.