

MERCADO DE CAPITALES EN UN PAIS EN DESARROLLO

ANALISIS TEORICO

MARIE BEAULNE

Serie Material Didáctico # 1

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACION
ESAN, 1973

MERCADO DE CAPITALES EN UN
PAIS EN DESARROLLO

ANALISIS TEORICO^{1/}

En el estudio del desarrollo económico, el problema del volumen de ahorro en un país en desarrollo ha sido tratado largamente.

Hoy en día lo que se ha llamado el "círculo vicioso del ahorro" ha perdido mucha importancia para explicar las bajas tasas de crecimiento económico de muchos países o el hecho de que el crecimiento no sea autosostenido (tasas anuales de crecimiento crecientes y luego decrecientes).

Este trabajo tiene un propósito fundamentalmente pedagógico. En efecto la mayoría de los libros de textos disponibles en los países en desarrollo son traducciones de libros que tratan sobre países adelantados o libros de texto de países en desarrollo cuyo contenido técnico "no es lo suficientemente adecuado para cursos avanzados".

Trataremos de utilizar los instrumentos técnicos que la ciencia económica pone a nuestra disposición para primero analizar un problema de transferencia de capitales hacia un país en desarrollo y segundo ver los efectos que pueden tener distintas políticas de determinación de tasa de interés máxima y de restricción a la importación de capitales que vienen siendo utilizados por varios países en desarrollo.

El análisis que se hará no pretende ser exhaustivo sino que tiene como objetivo visualizar como se puede entender mejor los distintos aspectos de una economía en desarrollo ayudandose de instrumentos analíticos debidamente comprobados.

^{1/} El autor desea expresar su agradecimiento a Franklin Alarco por su colaboración en la revisión final del texto.

En la primera parte se determinarán los movimientos de capitales en un modelo de competencia perfecta o sea suponiendo libre entrada y salida de recursos financieros en el país en desarrollo.

En la segunda parte se tratarán los efectos de la determinación de una tasa de interés nacional máxima por debajo del equilibrio y al mismo tiempo los efectos de las restricciones a las importaciones de capitales extranjeros.

1. UN MERCADO DE CAPITALES DE COMPETENCIA PERFECTA

1.1. Presentación del Modelo

En la mayoría de los países en desarrollo, los mercados de capitales han sido sumamente vinculados con el mercado mundial hasta la década del 60. A partir de entonces el surgimiento de un nuevo nacionalismo económico ha motivado la toma de decisiones dirigidas a enfrentar el problema de la dependencia económica.

Suponemos aquí la existencia de un mercado mundial de capitales de corto y largo plazo.

En los gráficos siguientes se explica el funcionamiento de tales mercados.

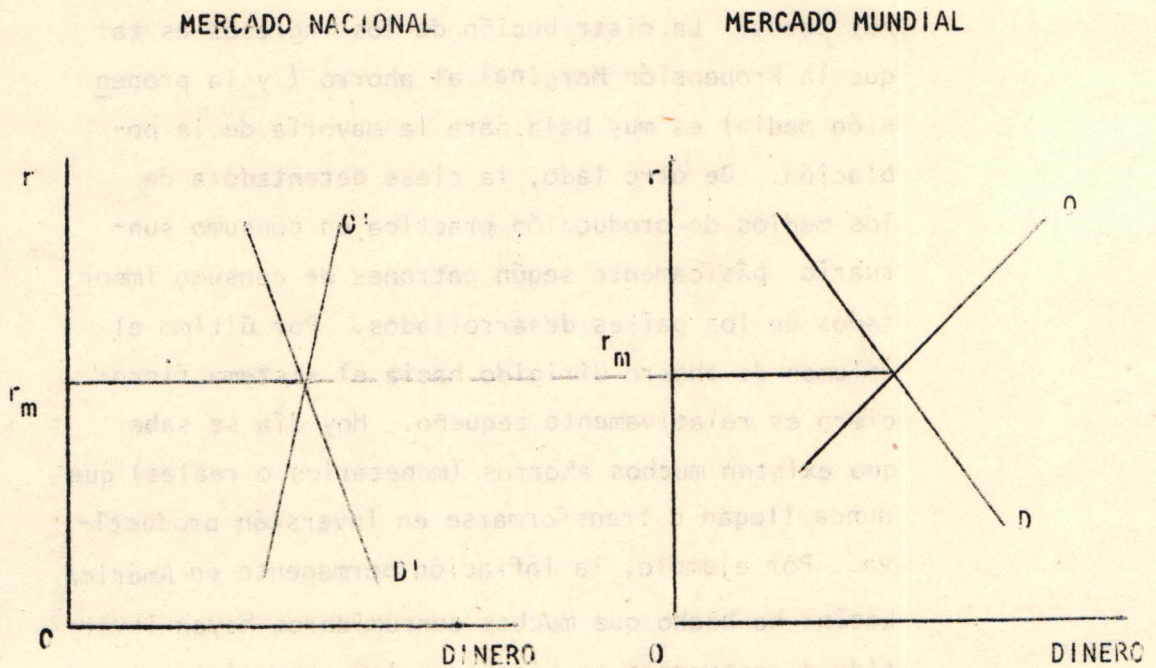


FIGURA 1-A

O = Oferta de créditos en el mercado mundial. Existe un cierto grado de elasticidad con respecto al interés porque existen numerosos sustitutos. Es decir que cuando sube la tasa de interés en el mercado mundial a un nivel más alto que la tasa nacional los prestamistas pueden lanzar al mercado mundial, fondos antes utilizados en los mercados nacionales.

D = Demanda de créditos en el mercado mundial. La demanda es relativamente elástica al interés porque la mayoría de los inversionistas son provenientes de países desarrollados y que para ellos existen fuentes alternativas de financiación.

O' = Oferta de crédito en un país en vías de desarrollo (PVD). El grado de elasticidad - interés de la oferta es sumamente bajo porque los ahorristas son muy pocos. La distribución de los ingresos es tal que la Propensión Marginal al ahorro (y la propensión media) es muy baja para la mayoría de la población. De otro lado, la clase detentadora de los medios de producción practica un consumo suntuario básicamente según patrones de consumo importados de los países desarrollados. Por último el volumen de ahorro dirigido hacia el sistema financiero es relativamente pequeño. Hoy día se sabe que existen muchos ahorros (monetarios o reales) que nunca llegan a transformarse en inversión productiva. Por ejemplo, la inflación permanente en América Latina ha hecho que muchos consumidores hayan invertido directamente en bienes reales, especialmente vivienda, en vez de depositar sus ahorros en el sistema financiero.

D¹ = Demanda de créditos en los países desarrollados. Existen básicamente dos demandas: la demanda de capitales para inversiones (créditos de largo plazo) y la demanda de créditos para financiar déficit de balanza de pagos o de presupuesto gubernamental.

Demanda de Inversión

Siendo la curva de demanda de inversión a nivel nacional la suma de las curvas de eficiencia marginal de cada proyecto de inversión y dado que en los países en desarrollo existen relativamente pocos proyectos de inversión, la elasticidad-interés de la demanda de inversión es bastante baja al mismo tiempo que el volumen de inversiones es también bajo.

Demanda de Créditos de Corto Plazo

Cuando los gobiernos tienen que financiar los déficits de balanza de pago o de presupuestos con capital internacional la tasa de interés no juega un papel importante dado la urgencia de las decisiones a tomar. Esta demanda es entonces casi inelástica al interés y aumenta el grado de inelasticidad de la demanda total.

r_m = Tasa de interés de equilibrio en el mercado mundial, aquí se supone que existe, entre las numerosas tasas de interés en vigencia, una tasa que refleja la situación global del mercado financiero mundial. Se puede utilizar la tasa del mercado de Euro-Dólar^{1/}.

^{1/} Ver Guillermo Garrido Lecca y G. T. O'Mara, Diagnóstico sobre la eficiencia del Mercado de Capitales Peruanos, ESAN y CNV. 1972, pp. 9 - 12.

1.2. Equilibrio en el País en Vías de Desarrollo (PVD)

Estudiaremos tres casos de equilibrio en un País en vías de desarrollo a saber cuando la tasa de interés nacional r_n , es menor, igual o mayor a la tasa mundial r_m .

1.2.1. $r_n < r_m$

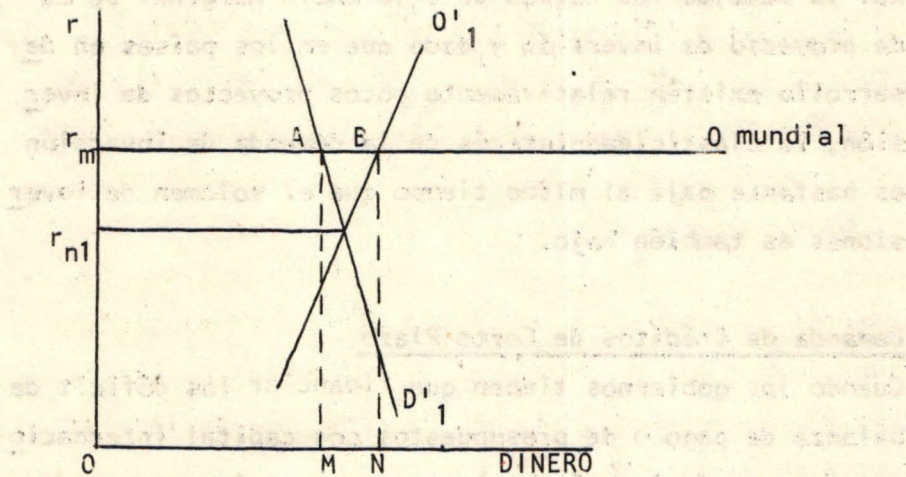


FIGURA 1-B

Quando el equilibrio entre la oferta y la demanda de recursos financieros nacionales determina una tasa de interés menor a la tasa mundial, los ahorristas tende rán a depositar sus ahorros en el extranjero donde con siguen un rendimiento mayor. En la Figura 1-B, vemos que cuando $O'1 = D'1$ entonces la tasa de interés es r_{n1} menor a r_m . Entonces sin cambio en la tasa nacional existiría una exportación de capitales igual a ON .

Pero existen presiones para que r_{n1} aumente a r_m y los inversionistas nacionales demandarán OM a r_m mientras se exportarán MN.

En este caso el país en desarrollo sufre una fuga de capitales debido a que la cantidad de recursos financieros ofrecidos en el Mercado Nacional no puede ser colocada a una tasa igual a la tasa mundial dado que existe un excedente de oferta AB a la tasa mundial (o un déficit de la demanda). Se encontrará esta situación en los países donde, aunque la oferta de recursos financieros sea baja la demanda de inversiones lo es más aún dado un nivel de desarrollo económico insuficiente (Africa por ejemplo) y siendo la distribución de los ingresos tal que las mayorías no ahorran en el sistema financiero y los detentadores de los medios de producción gastan la mayor parte de sus ingresos en importaciones de bienes de consumo.

1.2.2. $r_n = r_m$

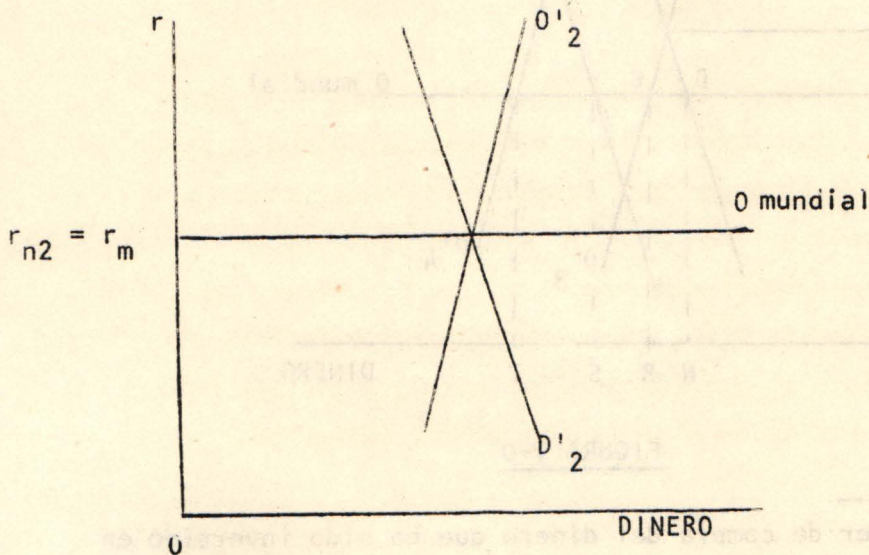


FIGURA I-C

Cuando el equilibrio entre la oferta y la demanda de recursos financieros nacionales determina una tasa de interés igual a la tasa mundial, no existe ningún incentivo para los movimientos internacionales. En la Figura 1-C, cuando $O'_2 = D'_2$ entonces la tasa de interés es $r_{n2} = r_m$. En realidad puede existir un movimiento compensatorio. Si el país en desarrollo y los ahorristas nacionales ofrecen mayormente capitales de corto plazo para protegerse contra la inflación^{1/}, puede ocurrir que el país en desarrollo exporte capitales de corto plazo comprando acciones y obligaciones en los grandes mercados financieros e importe capitales de largo plazo para financiar inversiones productivas. Si, como lo suponemos en la parte 1-A, se puede hablar de un solo mercado de corto y largo plazo, no existiría ningún costo a este movimiento compensatorio.

1.2.3. $r_n > r_m$

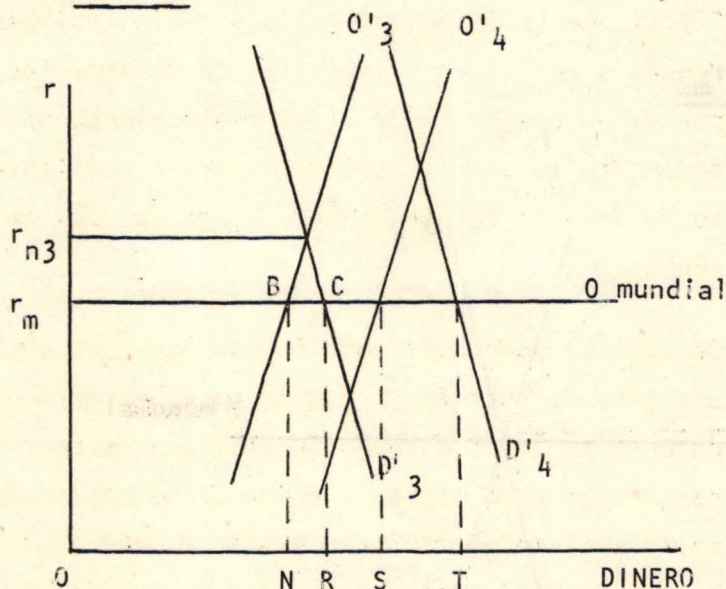


FIGURA 1-D

^{1/} El poder de compra del dinero que ha sido invertido en activos de largo plazo disminuye mucho con la inflación.

Cuando el equilibrio entre la oferta y la demanda de recursos financieros nacionales determina una tasa de interés mayor a la tasa mundial, el país estará en condición de importar capitales. En la Figura 1-D, cuando $O'_3 = D'_3$, entonces la tasa de interés es $r_{n3} > r_m$.

Como en el mercado nacional se paga más que en el mercado mundial, los capitales foráneos entrarán al mercado y habrá una presión a una disminución de la tasa de interés hasta r_m . Como los ahorristas nacionales ofrecen ON a la nueva tasa de interés r_m se importará NR para satisfacer la demanda.

En este caso vemos que la oferta nacional de recursos financieros no puede cubrir la demanda de inversiones a la tasa mundial y existe un déficit de la oferta de BC a la tasa mundial r_m (o un excedente de la demanda).

Efectivamente cuando los planes de inversiones aumentan debido a políticas de sustitución de importaciones o a planes de desarrollo y si al mismo tiempo no cambia básicamente la distribución del ingreso, entonces el amento de demanda tiene que ser financiado por capitales foráneos.

De aquí se puede ver también que cada vez que, suponiendo una tasa de interés constante en el mercado mundial, el aumento de la demanda de inversiones es mayor al aumento de la oferta de recursos financieros nacionales, tendremos que el desplazamiento hacia la derecha de la curva de demanda (D'_3 hacia D'_4) será mayor al desplazamiento de la oferta (O'_3 hacia O'_4) y entonces se necesitará una mayor importación de capitales igual a ST (mayor a NR).

Hasta el momento hemos analizado el mercado de capitales de un país en desarrollo suponiendo libre entrada y salida de capitales. Si es verdad que esta situación ha existido durante muchas décadas y existe actualmente en numerosos países también es verdad que el análisis de la dependencia económica ha generado un nacionalismo económico que se traduce con restricciones a la importación masiva de capitales foráneos.

De otro lado, con motivo de incentivar la inversión hacia sectores considerados prioritarios para el desarrollo económico, muchos gobiernos han aplicado políticas de imposición de una tasa de interés máxima.

En la segunda parte estudiaremos las consecuencias de esas políticas sobre el ahorro nacional y la importación de capitales.

2. POLITICAS RESTRICTIVAS

Como la mayoría de los países en desarrollo necesitan importar capitales para su desarrollo, analizaremos un caso donde se prohíbe la exportación de capitales a través de una política de control de cambio (caso peruano por ejemplo) y al mismo tiempo se aplica una tasa de interés máxima sobre los ahorros y los préstamos. Se supone que la diferencia entre la tasa sobre los ahorros y la tasa sobre los préstamos refleja los costos administrativos del sistema financiero que transforma los ahorros en inversiones.

Analizaremos los tres mismos casos que en la sección 1-B a saber cuando la tasa de interés del mercado libre es menor, igual o mayor a la tasa mundial y en los tres casos supondremos una tasa máxima inferior a la tasa mundial. Analizaremos también un último caso con una tasa máxima en el mercado nacional mayor a la tasa mundial.

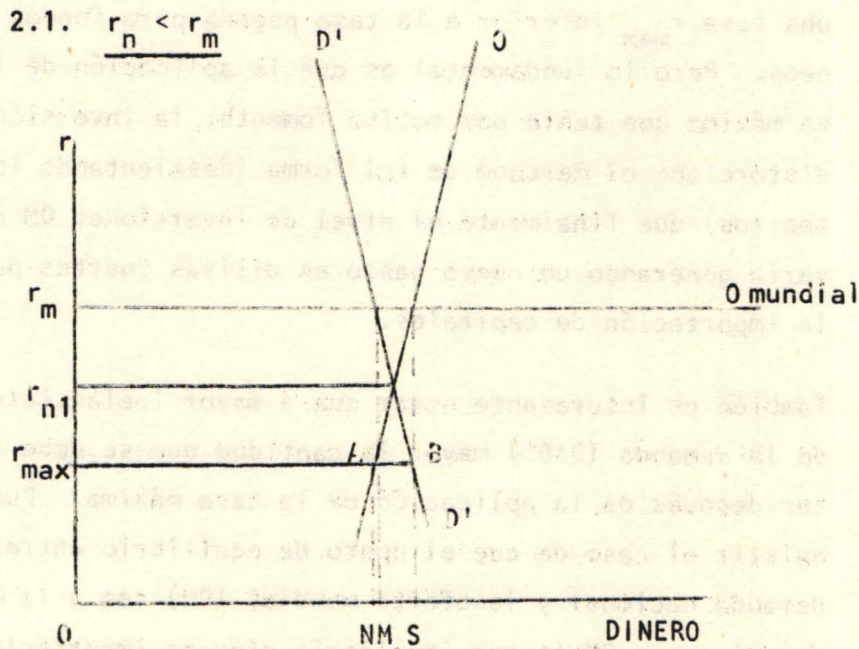


FIGURA 2-A

En la Figura 2-A vemos que si hay restricciones a la exportación de capitales la tasa de interés de equilibrio del mercado nacional es r_{ni} y no existe ninguna presión al aumento de la tasa de interés hacia la tasa mundial. De otro lado si el gobierno determina que r_{max} es la tasa máxima aplicable (inferior a r_{ni}) entonces el ahorro disponible es igual a ON. A esta tasa existe un excedente de demanda igual a AB. Pero para conseguir fondos en el mercado mundial hay que pagar r_m y entonces se importará una cantidad igual a MN. La oferta total de fondos en el país, fondos nacionales ON y fondos foráneos MN es igual a la oferta anterior OM cuando se exportaba MS a la tasa mundial.

De otro lado se esta pagando a los ahorristas nacionales una tasa r_{max} inferior a la tasa pagada para fondos foráneos. Pero lo fundamental es que la aplicación de la tasa máxima que tenia por motivo fomentar la inversión, distorciona el mercado de tal forma (desalentando los ahorros) que finalmente el nivel de inversiones OM no varía generando un nuevo gasto en divisas fuertes para la importación de capitales.

También es interesante notar que a mayor inelasticidad de la demanda ($D'D'$) mayor la cantidad que se debe importar después de la aplicación de la tasa máxima. Puede existir el caso de que el punto de equilibrio entre la demanda nacional y la oferta mundial (OM) sea a la izquierda del punto ON lo que implicaría ninguna importación de capitales. Este caso se encontrará cuando la diferencia entre la tasa mundial y la tasa máxima nacional será pequeña.

2.2. $r_n = r_m$

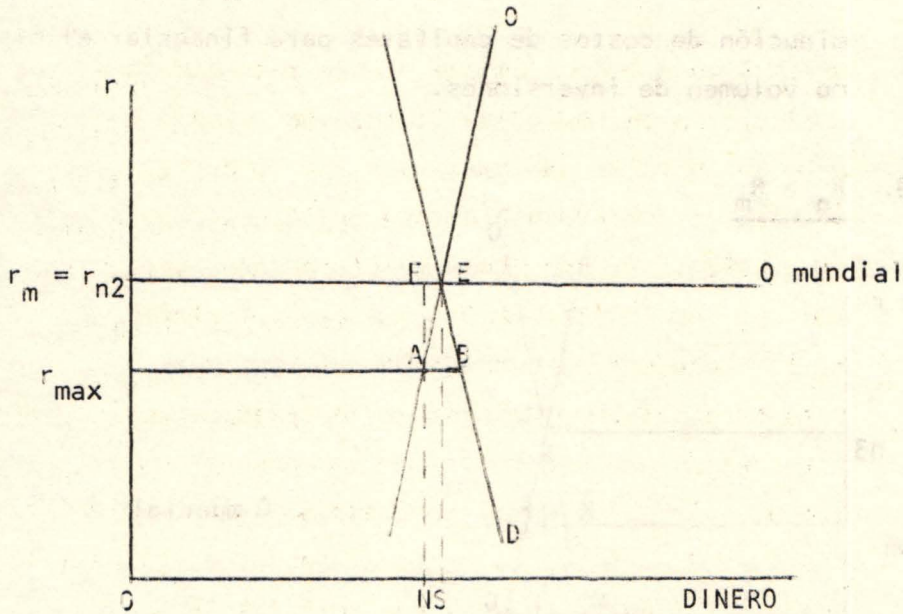


FIGURA 2-B

En la Figura 2-B, vemos que si se aplica una tasa de interés máxima igual a r_{max} , la oferta de fondos disminuye de OS a ON y se crea un excedente de demanda igual a AB. Se necesitará importar NS a la tasa mundial r_m . Vemos en este caso que el costo total del capital es menor y que no varía la cantidad invertida. Al mismo tiempo cambia la estructura del costo. Si antes se pagaba a los ahorristas nacionales OR_mES ahora se les paga $OR_{max}AN$ pagándose al extranjero FESN.

Vemos que es factible que haya disminuido el costo del capital, manteniéndose el nivel de inversiones, porque la elasticidad - interés de la oferta es muy baja. A mayor elasticidad - interés de la oferta, menor la dis-

minución de costos de capitales para financiar el mismo volumen de inversiones.

2.3. $R_n > R_m$

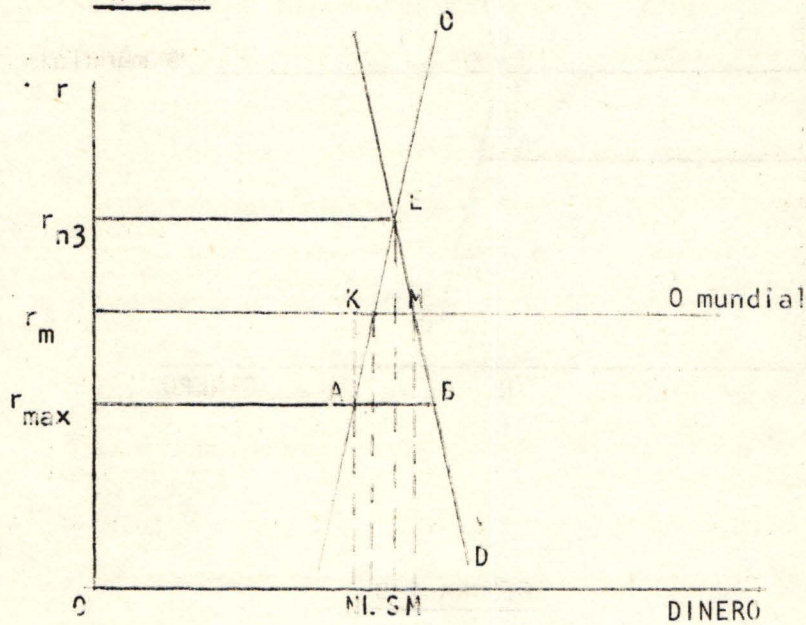


FIGURA 2-C

En la Figura 2-C la tasa de equilibrio del mercado nacional es r_{n3} mayor a r_m . Si se aplica una tasa máxima r_{max} inferior a r_m , la oferta de fondos es ON (No hay posibilidad de exportar fondos). A r_{max} existe un excedente de demanda igual a AB. Se podrá satisfacer una parte del excedente importando MN a la tasa mundial r_m .

Si comparamos con la situación anterior 1.2.3. (Ver página 8), vemos que no cambia el nivel de inversiones. Según este tendríamos una cantidad de fondos nacionales igual a OL y una importación igual a LM. El costo total

del capital sería $OR_m HM$. Ahora con la fijación de una tasa máxima en el mercado nacional, la oferta nacional es ON a un costo $Or_{max} AN$ y la importación MN a un costo $NKHM$. Vemos que cambia la estructura del costo aumentándose la parte del costo que debe efectuarse en divisas. Se puede observar que a menor (mayor) elasticidad de la oferta menor (mayor) el aumento en la importación de capital.

También se puede observar que si hubiese al mismo tiempo restricción a la exportación y la importación de capitales sin la aplicación de una tasa de interés nacional máxima, la inversión sería OS menor a OM y el costo sería $OR_{n3} ES$ mayor a $OR_m HM$ dado la gran inelasticidad de la curva de demanda. Si además de ambas restricciones se aplicara una tasa máxima r_{max} la inversión posible sería únicamente ON creando así mismo un excedente de la demanda AB .

2.4. $r_n > r_m$ y $r_{max} > r_m$

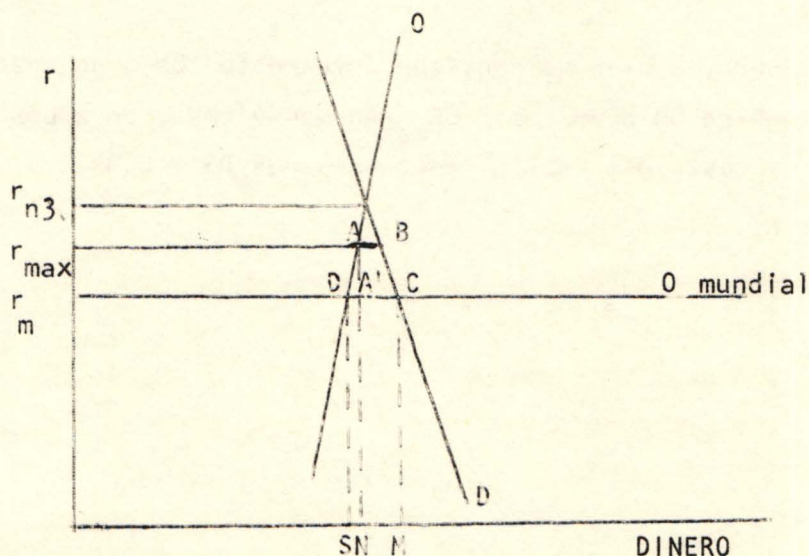


FIGURA 2-D

En la Figura 2-D vemos que si la tasa máxima r_{max} es mayor a la tasa mundial, el país debe aplicar una nueva restricción a saber prohibir la importación de capitales si se quiere evitar que los inversionistas consigan los fondos a una tasa menor en el mercado mundial. A la tasa r_{max} los fondos nacionales son ON pero existe un excedente de demanda igual a AB. Si no hay ninguna importación de capitales posible, el nivel de inversión es ON.

Pero si el gobierno puede conseguir NM en el mercado mundial a la tasa r_m entonces hay una importación de capitales oficiales igual a A'C que satisface una mayor demanda y el volumen de inversiones pasa a OM. Pero si comparamos con la situación anterior 1.2.3. se ve que el volumen de inversiones es el mismo habiendo aumentado el costo del capital. Según la Figura 2-D anteriormente se pagaba $OR_m DS$ a los ahorristas nacionales y DCMS para la importación de capitales.

Ahora, o bien se consigue únicamente ON a un costo $OR_{max} AN$ o bien OM a un costo $OR_{max} AN$ más A'CMN y en ambos casos el costo del capital es mayor a $OR_m DS + DCMS$.

3. CONCLUSIONES

En los tres primeros casos que hemos estudiado, el volumen de inversiones no ha variado pero si la composición de su financiamiento. En los tres casos la imposición de una tasa máxima ha disminuido el ahorro nacional y para mantener el nivel de inversión se ha debido empezar a importar capitales. También en los tres casos disminuye el costo del capital porque se paga al ahorrista nacional una tasa de interes menor a la tasa mundial.

En el último caso, vemos que tres políticas restrictivas, a saber (1) imposición de una tasa de interés máxima, (2) interdicción de exportar capitales y (3) interdicción de importación privada de capitales, hacen aumentar el costo del capital manteniendo constante el volumen de inversiones si sólo el gobierno puede importar.

No es el objetivo de este trabajo determinar cual de los casos estudiados corresponde mejor a tal o cual país en vías de desarrollo ni analizar cualquier otro tipo de distorsión en los mercados de capitales de dichos países. Pero creemos que este análisis puede servir como cuadro analítico a futuros estudios empíricos que recién se están empezando en varios países en vías de desarrollo.

CONCLUSIONS

In the first part of the paper the general situation of the
the industry in the various countries is described. It is
found that in the various countries the industry is in a
state of depression. The reasons for this are given and
it is shown that the industry is in a state of depression
in all the countries. The reasons for this are given and
it is shown that the industry is in a state of depression
in all the countries.

In the second part of the paper the general situation of the
the industry in the various countries is described. It is
found that in the various countries the industry is in a
state of depression. The reasons for this are given and
it is shown that the industry is in a state of depression
in all the countries. The reasons for this are given and
it is shown that the industry is in a state of depression
in all the countries.

In the third part of the paper the general situation of the
the industry in the various countries is described. It is
found that in the various countries the industry is in a
state of depression. The reasons for this are given and
it is shown that the industry is in a state of depression
in all the countries. The reasons for this are given and
it is shown that the industry is in a state of depression
in all the countries.