

PM: ARJ-586



**CEMYB**

---

**Centro de Estudios Monetarios y Bancarios**

**BIBLIOTECA MERCADOS FINANCIEROS**  
Centro de Estudios Monetarios y Bancarios (CEMYB)  
Ohio State University

**CEMYB**

Opinio Alvarez Betancourt  
**Presidente**  
Dennis R. Simó  
**Director Ejecutivo**

**OHIO STATE UNIVERSITY**

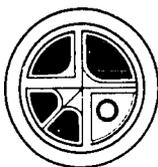
Claudio González Vega  
**Director**  
Jeffrey Poyo  
**Aesor**

**COORDINACION TECNICA**

Adalgisa Adams Suárez  
**Directora del Programa de**  
**Movilización de Ahorros Rurales del**  
**Banco Central de la República Dominicana**

Programa auspiciado por la  
**AGENCIA PARA EL DESARROLLO**  
**INTERNACIONAL (AID)**

*ai*



# **CEMYB**

## **CONSEJO DE DIRECTORES**

**Opinio Alvarez Betancourt**  
**Presidente**

**Gustavo Volmar Alvarez**  
**Vicepresidente**

**Frederich E. Bergés**  
**Secretario**

**Jaime Lambertus**  
**Tesorero**

**Julio C. Libre**  
**Director**

## **DIRECCION**

**Dennis R. Simó**  
**Director Ejecutivo**

**Eddy Enrique Leyba**  
**Director de Investigaciones**

**José Manuel López Valdéz**  
**Director de Seminarios**

**George M. Hazoury**  
**Director de Información**

**Modesto Antonio Angoinás**  
**Coordinador de Adiestramiento**

**Serie Estudios**  
**Derechos Reservados**

**CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS Y BANCARIOS**  
Departamento de Información  
Calle Arzobispo Meriño No. 213  
Santo Domingo, República Dominicana

e'

James Edward Zinser  
Claudio González Vega

# Mercados Financieros y Distribución del Ingreso



**CEMYB**

---

Centro de Estudios Monetarios y Bancarios

*J'*

**Primera Edición  
Octubre 1986**

**Composición y Diagramación  
La Palabra Artes Gráficas  
Calle Arzobispo Meriño No. 213  
Teléfono 688-3062**

**Impresión  
Editora La Palabra  
Calle Arzobispo Meriño No. 266  
Teléfono 682-5151**

21

## PRESENTACION

El Proyecto Movilización de Ahorros Rurales en la República Dominicana ha sido resultado del acuerdo de donación entre la Agencia para el Desarrollo Internacional de los Estados Unidos de América y el Banco Central de la República Dominicana, firmado el 19 de agosto de 1983 (Proyecto de AID número 517-0179), y ha contado con la asistencia técnica de la Universidad del Estado de Ohio (OSU). Su objetivo principal ha sido mejorar la oferta de servicios financieros en las áreas rurales de la República Dominicana, mediante un aumento de la eficiencia de las instituciones que operan en esas áreas y una expansión del acceso de la población rural tanto a los servicios de depósitos como de préstamos. Este propósito se ha intentado lograr con programas piloto de movilización de depósitos por el Banco Agrícola de la República Dominicana y en algunas cooperativas, el mejoramiento del manejo financiero de estas instituciones, investigaciones sobre mercados financieros y reformas de política. Esta colección de ensayos constituye parte de los esfuerzos de disseminación de información sobre mercados financieros patrocinados por el Proyecto.

Este volumen contiene cuatro ensayos. El primer ensayo, "Los Mercados Financieros y Cambiarios Regulados y no Regulados y la Distribución del Ingreso en la República Dominicana", por James Edward Zinser y Claudio González Vega, fue presentado por primera vez en la Segunda Conferencia sobre Liberalización Financiera y Comercial en América Latina, celebrada en Santo Domingo del 21 al 24 de marzo de 1985. Una versión de este trabajo se incluyó en el libro **Economic Reform and Stabilization in Latin America**, editado por Michael Connolly y Claudio González Vega (Praeger, 1986). El trabajo descansa de manera sustancial sobre los resultados del proyecto de investigación del mercado financiero no regulado por parte del Departamento Financiero del Banco Central de la República Dominicana, cuyos resultados detallados se publican en otro volumen en esta colección. Los

autores desean agradecer las sugerencias de Zunilda Paniagua, de Agueda Lumbert de Checo y de Jeffrey Poyo.

El segundo ensayo, "Mercados Financieros no Regulados. Marco Teórico", por James Edward Zinser fue escrito para proporcionar un marco conceptual formal pero simple a la explicación del desarrollo del mercado financiero no regulado. Utilizando un modelo de IS -LM, el Profesor Zinser examina las consecuencias de una expansión fiscal financiada con crédito interno o externo.

El tercer ensayo, "Comportamiento de los Prestamistas Agropecuarios al Racionar el Crédito: la Ley de Hierro de las Restricciones a las Tasas de Interés", por Claudio González Vega, es una traducción textual del capítulo del mismo título en el libro **Undermining Rural Development with Cheap Credit**, editado por Dale W Adams, Douglas H. Graham y J. D. Von Pischke (Boulder, Colorado. Westview Press, 1984). De igual manera, el cuarto ensayo, "Crédito Agropecuario Artificialmente Barato: Redistribución al Revés", de Claudio González Vega, es una traducción del capítulo del mismo título en el libro referido. Estos dos capítulos constituyen una referencia clásica acerca del impacto del crédito subsidiado sobre la distribución del ingreso.

Estos trabajos reflejan las opiniones personales de los autores y no necesariamente las del Banco Central de la República Dominicana, la Agencia para el Desarrollo Internacional o cualquier otra institución participante en el Proyecto.

James E. Zinser es Profesor de Economía en Oberlin College. Posee un doctorado de la Universidad de Oregon y ha sido asesor del Proyecto. Claudio González Vega es Profesor de Economía y de Economía Agrícola en la Universidad del Estado de Ohio. Anteriormente fue Decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Costa Rica. Ha sido el coordinador de la asistencia técnica del Proyecto desde su inicio.

## CONTENIDO

I.	Los Mercados Financieros y Cambiarios Regulados y no Regulados y la Distribución del Ingreso en la República Dominicana . . . . .	1
	● Introducción . . . . .	3
	● Instituciones Financieras Reguladas . . . . .	6
	● Instituciones Financieras no Reguladas . . . . .	13
	● Fuentes y Usos de Fondos de las Instituciones no Reguladas . . . . .	19
	● Desarrollo de los Mercados no Regulados . . . . .	20
	● Oferta y Demanda en los Dos Mercados . . . . .	23
	● Mercados Financieros y la Distribución del Ingreso . . . . .	25
	● Mercados Cambiarios y la Distribución del Ingreso . . . . .	28
	● Tasas de Interés y la Distribución del Ingreso . . . . .	29
	● Solvencia y Liquidez . . . . .	39
	● Segmentación del Mercado . . . . .	44
	● Represión Financiera y Distribución del Ingreso . . . . .	46
	● Bibliografía . . . . .	49
II.	Mercados Financieros no Regulados . . . . .	51
	● Introducción . . . . .	53
	● Factores Macroeconómicos . . . . .	53
	● Precios Controlados . . . . .	58
	● Mercado Cambiario . . . . .	61
	● Diferencias Críticas entre los Mercados Financieros Regulado y no Regulado . . . . .	62
III.	El Comportamiento de los Prestamistas Agropecuarios al Racionar el Crédito: La Ley de Hierro de las Restricciones a las Tasas de Interés . . . . .	65
	● Introducción . . . . .	67

● Impacto de los Límites a las Tasas de Interés . . . . .	68
● Formas de Racionamiento. . . . .	70
● Racionamiento del Crédito por una Vía Diferente al Precio . . . . .	71
● Un Modelo de Comportamiento del Prestamista . . . . .	75
● La Ley de Hierro de las Restricciones a las Tasas de Interés. . . . .	79
● El Racionamiento y la Función de Objetivos de los Prestamistas . . . . .	83
● Conclusiones. . . . .	86
● Apéndice: Racionamiento del Crédito. . . . .	87
● Bibliografía. . . . .	95
IV. Crédito Agropecuario Artificialmente Barato: Redistribución al Revés. . . . .	97
● Introducción. . . . .	99
● Acceso al Crédito . . . . .	99
● Crédito e Ingreso. . . . .	102
● Crédito y Crecimiento. . . . .	105
● Naturaleza de las Políticas de las Tasas de Interés. . . . .	109
● Naturaleza del Subsidio a Través de las Tasas de Interés. . . . .	110
● Impacto Directo del Subsidio . . . . .	112
● Impacto Indirecto del Subsidio. . . . .	114
● Conclusiones. . . . .	115
● Bibliografía. . . . .	117

**LOS MERCADOS FINANCIEROS Y  
CAMBIARIOS REGULADOS Y NO  
REGULADOS Y LA DISTRIBUCION  
DEL INGRESO EN LA  
REPUBLICA DOMINICANA**

James Edward Zinser  
Claudio González Vega

## INTRODUCCION

Durante la década de los años 60 y la primera parte de la de los años 70, los mercados financieros y cambiarios institucionales o regulados sirvieron como un mecanismo importante de crecimiento en la República Dominicana. Es decir, evaluados de acuerdo con medidas tradicionales de desempeño financiero, tales como el número, diversidad y crecimiento de las instituciones financieras, las razones de los agregados monetarios con respecto al ingreso nacional, la proporción del ahorro privado captada por el sistema financiero y la asignación de recursos financieros a inversiones productivas, estos mercados mostraron una evolución muy favorable, comparados con los de otros países latinoamericanos.

La mayoría de los estudiosos no habría tenido dificultad, desde luego, en identificar posibilidades de mejoramiento, especialmente en cuanto a la flexibilidad de las tasas de interés, la ausencia de un mercado secundario viable para instrumentos financieros, el nivel de los costos de transacciones y el fuerte sesgo urbano de la localización institucional, pero en general el desempeño fue bueno.<sup>1</sup>

El clima esencialmente favorable asociado con los mercados financieros y cambiarios regulados ha cambiado considerablemente desde mediados de la década de los años 70. En un ambiente inflacionario, el rápido crecimiento de los déficits de la balanza de pagos y el considerable endeudamiento del sector público, tanto con los mercados financieros nacionales como con el extranjero, combinados con numerosas restricciones cambiarias y a las tasas de interés, con el tiempo han llegado a constituir un obstáculo a las transacciones financieras de las instituciones sujetas al control de las autoridades monetarias (la Junta Monetaria y el Banco Central). En general, al no adoptarse las reformas institucionales y de política necesarias cuando cambiaron las circunstancias, se le impuso una presión financiera severa a la economía dominicana.

1. Véase Claudio González Vega, *Mercados Financieros y Desarrollo*, Biblioteca Mercados Financieros, Santo Domingo: Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Junio de 1986.

Estas restricciones, que sobresalen entre los determinantes del proceso de desintermediación, han llevado a una disminución relativa en el volumen real de recursos captados y eficientemente asignados por los mercados financieros regulados. En presencia de tasas de interés efectivas sustancialmente más elevadas en los mercados financieros no regulados del país, los fondos se han escapado del sistema regulado. Así, los mercados financieros y cambiarios de la República Dominicana han estado caracterizados por un crecimiento sustancial en el número e importancia relativa de las instituciones no reguladas. Los mercados no regulados, que incluyen más de 600 instituciones separadas, han adquirido una participación creciente en las actividades financieras y cambiarias.<sup>2</sup>

El desarrollo de las instituciones no reguladas, primordialmente urbanas, plantea serias preguntas acerca del papel y consecuencias de la regulación y acerca de la eficiencia con que los mercados financieros y cambiarios de la República Dominicana asignan los escasos ahorros y divisas del país. Además, a pesar de la presencia de amplios controles en los mercados regulados, relativos a la disponibilidad y el costo de los fondos para los individuos y empresas pequeñas y medianas, las regulaciones impuestas por las autoridades y el crecimiento de los mercados no regulados a que éstas han dado lugar han tenido consecuencias distributivas importantes. Este es el tema central tratado aquí.

Estamos especialmente interesados en el impacto neto que las espadas gemelas de la represión financiera y la cambiaria tienen sobre la distribución del ingreso. Específicamente, en este ensayo demostramos primero que, consistente con los hallazgos de otros estudios, tomadas en aislamiento la represión financiera y la cambiaria han desplazado efectivamente a los deudores pequeños y medianos de los mercados regulados y, al mismo tiempo han resultado en severas restricciones sobre las oportunidades efectivas para ahorrar financieramente, con un impacto neto considerable sobre la desigualdad en la distribución del ingreso; segundo, que el desarrollo

2. Véase Banco Central de la República Dominicana, Departamento Financiero, "El Mercado Financiero no Regulado en la República Dominicana", Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, 1986.

de los mercados no regulados ha compensado parcialmente estas consecuencias distributivas negativas, en el sentido de proporcionar oportunidades de crédito que de otra manera no hubieran existido, pero le ha impuesto costos severos a los deudores y tercero que, mientras que los mercados no regulados le han ofrecido alternativas a toda clase de ahorrantes y de deudores, estos mercados han estado altamente segmentados, tanto en términos de rendimiento como de riesgo, reenfrendando el impacto distributivo negativo de la represión de los mercados regulados.

Estos resultados tienen implicaciones significativas para el diseño de políticas destinadas a enfrentar los mercados no regulados y enfatizan la necesidad de una reforma de los controles existentes en los mercados regulados. Además, muchas de las conclusiones obtenidas con respecto a la distribución del ingreso no resultarían inmediatamente obvias de una revisión superficial de la intermediación financiera en la República Dominicana. De hecho, encontramos que el efecto de los mercados no regulados sobre la distribución del ingreso es mixto, pero por la mayor parte favorable. Estas conclusiones plantean serias dudas acerca de la deseabilidad de esfuerzos que intenten "regular" a estas instituciones, en ausencia de una reforma financiera más general.

Si bien las características más básicas de estas tendencias son bien conocidas, particularmente con respecto a los mercados financieros y cambiarios regulados, resulta útil explorar en algún detalle la evolución de los mercados no regulados. La siguiente sección ofrece una visión breve del desarrollo financiero de la República Dominicana durante la última década, enfatizando aquellos factores que han contribuido a la represión financiera. Una tercera sección sirve tanto para revisar la literatura existente como para examinar relaciones específicas entre represión, mercados paralelos y distribución. La evidencia acerca de la existencia de estos vínculos se analiza a continuación. Basados, en parte, en información obtenida en un amplio estudio de los mercados no regulados conducido conjuntamente por el Banco Central y Ohio State University, dentro del Proyecto Movilización de Ahorros Rurales, revisamos los diferenciales en las tasas de interés, el

riesgo institucional y la segmentación del mercado. Esta información proporciona varias pistas directas acerca de las consecuencias de la represión y de los mercados paralelos sobre la distribución del ingreso. Finalmente, en una última sección se resumen los impactos sobre la distribución del ingreso para presentar una discusión de las implicaciones para el diseño de política.

### **Instituciones Financieras Reguladas**

Durante las últimas dos décadas, los Mercados Financieros Regulados de la República Dominicana experimentaron un crecimiento y desarrollo considerables. Esto se reflejó tanto en el número de instituciones como en el crecimiento y diversidad de sus operaciones. Por ejemplo, en 1970 este sector consistía de 21 instituciones separadas (8 bancos comerciales, 11 asociaciones de ahorro y préstamo y 2 financieras, hoy día llamadas bancos de desarrollo). A finales de 1984, este número había aumentado a 65 instituciones separadas (16 bancos comerciales, 17 asociaciones de ahorro y préstamo, 19 bancos de desarrollo y 13 bancos hipotecarios).

Igualmente, en 1970 los activos totales del sector sumaban 428,9 millones de pesos. A finales de 1983 estos activos habían aumentado a 1.141,1 millones de pesos a una tasa nominal de crecimiento del 7,8 por ciento al año. La razón del total de fondos del sector privado captados por estas instituciones con respecto al Producto Interno Bruto reflejó este crecimiento, aumentado desde 17,5 por ciento en 1970, hasta 27,9 por ciento a finales de 1983 (Véase los Cuadros 1 y 2).

El crecimiento de la intermediación financiera en la República Dominicana no ha sido uniforme. Hasta 1974, el crecimiento del sector fue rápido y continuado. Los depósitos captados, en términos reales, casi se duplicaron, reflejándose esto en los agregados monetarios tanto en sentido estricto como en sentido amplio, a pesar de la obvia sustitución entre depósitos a la vista, que no perciben intereses, y otros tipos de depósitos (Véase los Cuadros 3 y 4). Después de 1974, sin embargo, la razón de los recursos captados por los Mercados Financieros Regulados con respecto al Produc-

## CUADRO 1

### DEPOSITOS Y OTRAS TENENCIAS DE PASIVOS (VALORES) DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS REGULADAS POR PARTE DEL SECTOR PRIVADO 1977-1984. (Millones de pesos)

Año	Bancos Comerciales	Bancos Hipotecarios	Bancos de Desarrollo	Asociaciones de Ahorro y Préstamo	Total
1977	792.2	26.2	3.5	256.3	1077.1
1978	734.3	51.2	8.2	309.2	1102.7
1979	856.9	86.1	11.3	370.2	1324.5
1980	869.7	124.5	18.3	448.5	1461.0
1981	934.4	176.0	22.5	516.3	1651.2
1982	1099.6	238.4	36.1	602.2	1975.9
1983	1176.5	289.2	51.8	700.8	2218.3
1984(a)	1429.5	335.1	60.6	773.9	2599.1

FUENTE: Banco Central de la República Dominicana, **Boletín Mensual**, varios años

a) Preliminar hasta octubre.

to Interno Bruto virtualmente se estancó en un 25 por ciento, hasta 1983, y disminuyó sustancialmente durante 1984.

Entre 1960 y 1974 los depósitos totales captados crecieron en términos reales, pero desde 1974 han disminuido casi continuamente, con sólo una recuperación parcial en 1979 y en 1982. Su valor en 1984 representaba sólo un 74 por ciento de su monto máximo en 1974. Las instituciones no monetarias (bancos hipotecarios y de desarrollo y las asociaciones de ahorro y préstamo) salieron adelante mejor que los bancos comerciales durante este último período, mostrando un crecimiento de sus pasivos, en términos reales, hasta 1982. Sin embargo, estas instituciones también experimentaron un

## CUADRO 2

DEPOSITOS Y OTRAS TENENCIAS DE PASIVOS DE  
LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS REGULADAS POR PARTE  
DEL SECTOR PRIVADO EN TERMINOS REALES.

1977-1984.

(Millones de pesos a precios constantes de 1966)

Año	Bancos Comerciales	Bancos Hipoteca- rios	Bancos de Desarrollo	Asociaciones de Ahorro y Préstamo	Total	Tasa de Cambio (Porcentajes)
1977	324.5	10.7	1.4	105.0	441.3	—
1978	273.4	19.1	3.1	115.0	410.5	-7.0
1979	284.9	28.6	3.8	123.1	440.3	7.3
1980	241.3	34.5	5.1	124.5	405.5	-7.9
1981	230.6	43.4	5.6	127.4	403.5	-0.5
1982	240.5	52.1	7.8	131.7	432.1	7.1
1983	222.9	54.8	9.8	132.7	420.1	-2.8
1984 a)	210.8	49.4	8.9	114.1	383.3	-8.8

FUENTE: Banco Central de la República Dominicana, **Boletín Mensual** (varios años).

Los valores nominados fueron deflactados usando el deflactor implícito del Producto Interno Bruto, ajustado por Andrés S. Dauhajre.

a) Preliminar hasta octubre.

CUADRO 3

DEPOSITOS TOTALES DEL SECTOR PRIVADO EN EL  
SISTEMA FINANCIERO REGULADO,  
SEGUN TIPO DE INSTITUCION  
1970-1984  
(Millones de pesos)

Año	Bancos Comerciales		Otras Instituciones		Total
	Depósitos a lá vista	Otros Depósitos	Públicas	Privadas	
1970	74.0	132.5	0.1	16.0	222.6
1971	86.3	160.5	0.1	23.3	270.2
1972	104.0	206.9	0.1	31.9	342.9
1973	129.7	269.0	0.2	51.0	449.9
1974	199.1	386.2	0.2	70.3	655.8
1975	181.9	491.0	5.7	87.2	755.8
1976	191.8	514.3	6.6	114.9	327.6
1977	209.5	581.7	6.8	145.3	943.3
1978	212.6	521.7	7.1	185.5	926.9
1979	297.0	559.9	20.2	217.5	1094.6
1980	282.0	587.7	34.1	289.1	1192.9
1981	311.7	622.7	58.6	335.5	1328.5
1982	350.7	748.9	68.1	394.9	1562.6
1983	343.8	832.7	75.7	432.4	1648.6
1984 a)	474.6	954.9	81.2	475.7	1986.4

FUENTE: Banco Central de la República Dominicana, *Boletín Mensual*, (varios años).

a) Preliminar hasta octubre.

proceso de desintermediación considerable durante los últimos años.

Al lado de esta contracción general, se puede observar una sustitución considerable desde los depósitos que no perciben interés o con bajos rendimientos hasta los depósitos de ahorro y a plazo emitidos por las instituciones no monetarias, que ofrecen rendimientos relativamente mejores. Además, con base en la evidencia disponible respecto a los depósitos de los bancos comerciales, el tamaño real prome-

## CUADRO 4

### DEPOSITOS TOTALES DEL SECTOR PRIVADO EN EL SISTEMA FINANCIERO REGULADO EN TERMINOS NOMINALES Y REALES 1970-1984 (Millones de pesos)

Año	Depósitos		Tasa Real de Cambio (Porcentaje)
	Precios Corrientes	Precios Constantes de 1986	
1970	222.6	202.5	—
1971	270.2	234.8	16.0
1972	342.9	274.3	16.8
1973	449.9	306.7	11.8
1974	655.8	388.5	26.7
1975	755.8	384.6	— 1.0
1976	827.6	386.4	0.5
1977	943.3	386.4	0.0
1978	926.9	345.1	—10.7
1979	1094.6	363.9	5.4
1980	1192.9	331.0	— 8.9
1981	1328.5	327.9	— 0.9
1982	1562.6	341.7	4.2
1983	1648.6	319.2	— 6.6
1984	a) 1986.4	293.0	— 8.2

FUENTE: Banco Central de la República Dominicana, **Boletín Mensual** (varios años. Valores nominales deflactados como en el cuadro 2.)

a) Preliminar hasta octubre

dio de cada categoría de depósito disminuyó. Por ejemplo, comparado con 1970, en 1984 el tamaño promedio de un depósito a la vista había aumentado nominalmente en un

86 por ciento, pero en términos de poder adquisitivo constante había disminuido en un 61 por ciento. Los tamaños reales promedio de los depósitos de ahorro y a plazo mostraron una tendencia similar, disminuyendo en un 74 y un 76 por ciento, respectivamente. Sencillamente, a pesar de la necesidad de mantener saldos de operación en la forma de depósitos a la vista los agentes económicos redujeron sus tendencias líquidas y a intereses bajos (Véase Cuadro 5).

CUADRO 5

**MONTO PROMEDIO DE LOS DEPOSITOS EN LOS  
BANCOS COMERCIALES,  
1970-1984  
(Miles de pesos)**

Año	Depósitos a la Vista		Depósitos de Ahorro		Depósitos a Plazo Fijo	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
1970	1.89	1.72	0.39	0.36	n.d.	n.d.
1971	2.14	1.86	0.40	0.34	26.99	23.48
1972	2.54	2.02	0.42	0.33	32.22	25.68
1973	2.77	1.89	0.42	0.28	31.92	21.76
1974	3.36	1.99	0.47	0.28	35.43	26.99
1975	n.d.	n.d.	0.46	0.24	44.02	22.41
1976	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1977	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1978	2.86	1.07	0.40	0.15	32.11	11.95
1979	3.94	1.31	0.45	0.14	29.75	9.89
1980	3.70	1.03	0.41	0.11	28.71	7.97
1981	3.19	0.79	0.40	0.10	25.89	6.34
1982	3.79	0.83	0.48	0.11	32.38	7.08
1983	3.99	0.76	0.48	0.09	29.94	5.67
1984	4.12	0.67	0.53	0.09	31.83	5.19
Razones						
1983/						
1971	1.86	0.41	1.20	0.26	1.11	0.24

FUENTE: Calculado con base en datos del Banco Central de la República Dominicana, Departamento Financiero.

Parte de esta sustitución fue dirigida hacia instrumentos de renta fija: bonos y cédulas hipotecarias así como contratos de participación en hipotecas emitidos por los bancos de desarrollo, hipotecario y por las asociaciones de ahorro y préstamo, respectivamente. Hasta 1984 estos instrumentos se emitieron por plazos de uno a cinco años y ganaron un rendimiento nominal de hasta un 11,5 por ciento anual, se vendieron en denominaciones de 1.000 pesos en adelante en muchos casos con pactos de recompra y con el seguro proporcionado por la institución de Fomento de Hipotecas Aseguradas. Los certificados de depósito permitieron obtener rendimientos mayores, de hasta un 18 por ciento anual. La mayoría, sin embargo, han estado sujetos a requisitos de depósito mínimo muy elevados y por lo tanto han sido accesibles solamente a una fracción reducida de la población.

El saldo real de los valores de renta fija aumentó considerablemente desde 1974, reflejando tanto sus rendimientos relativamente atractivos como exenciones tributarias especiales, y en 1984 representaba aproximadamente un 7 por ciento del Producto Interno Bruto y una cuarta parte de todas las obligaciones de los Mercados Regulados con el sector privado. (Véase Cuadros 6 y 7). Aún así, su venta sufrió por la falta de un mercado secundario organizado y por la inflexibilidad de los rendimientos nominales. Este crecimiento no fue suficiente para impedir el escape real de recursos desde los Mercados Regulados hacia los no Regulados y al Exterior.

Las actividades crediticias de los Mercados Regulados también reflejan el proceso de desintermediación. En términos reales, los saldos totales de crédito disminuyeron por lo menos en un 20 por ciento entre 1977 y 1984 (Véase cuadros 8 y 9). Además, los datos sugieren una mayor contracción del crédito personal y comercial. Así, en 1977 los préstamos personales y comerciales representaban más del 26 por ciento de los saldos de crédito de los bancos comerciales, mientras que a junio de 1984 esta participación había disminuido a un 19 por ciento y el valor real de estos préstamos había disminuido en un 46 por ciento. Es decir, el volumen total del crédito del Mercado Regulado disminuyó y, además, la fracción de la cartera total destinada a clientes personales y

CUADRO 6

INSTRUMENTOS DE AHORRO DE RENDIMIENTO FIJO, VALORES EMITIDOS  
POR LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS REGULADAS.  
1970-1984.  
(Millones de pesos)

Año	Instituciones Públicas	Bancos Hipotecarios	Bancos de Desarrollo	Asociaciones de Ahorro y Crédito	Total	Tasa de Cambio (Porcentaje)
1970	5.0	--	--	10.4	15.4	--
1971	4.8	--	--	10.9	21.7	40.9
1972	5.1	--	--	24.3	29.4	35.5
1973	4.7	--	--	33.3	38.0	29.3
1974	4.7	3.5	--	46.4	54.6	43.7
1975	6.0	8.2	--	63.1	77.3	41.6
1976	9.9	11.0	1.9	77.3	100.0	29.4
1977	15.9	21.4	3.5	90.3	131.0	31.0
1978	21.6	35.1	8.2	141.2	206.1	57.3
1979	22.3	79.9	11.3	158.0	271.5	31.7
1980	30.5	110.0	18.3	174.1	332.9	22.5
1981	31.6	159.6	22.5	197.7	411.4	23.6
1982	31.4	215.0	36.1	230.7	513.2	24.7
1983	32.5	274.0	53.4	283.4	641.7	25.0
1984 a)	37.8	320.9	60.6	312.4	731.7	14.0

FUENTE: Banco Central de la República Dominicana, Boletín Mensual, varios años.

a) Preliminar hasta octubre.

comerciales se redujo. Este último grupo fue expulsado del sistema regulado.

### Instituciones Financieras No Reguladas

A pesar de impedimentos considerables a la intermediación financiera (restricciones a los rendimientos nominales en los Mercados Regulados, aumentos sustanciales en el déficit del sector público, en buena medida monetizados por el Banco Central, y tasas elevadas de inflación), el proceso de desintermediación en esta economía excepcionalmente abierta no llevó exclusivamente a la fuga de capitales. Una

CUADRO 7

INSTRUMENTOS DE AHORRO DE RENDIMIENTO FIJO  
(VALORES) EMITIDOS POR LAS INSTITUCIONES  
FINANCIERAS REGULADAS,  
1970-1984  
(Millones de pesos)

Año	Valores		Tasa Real de Cambio (%)
	Precios corrientes	Precios Constantes de 1966	
1970	15.4	14.0	--
1971	21.7	13.7	2.0
1972	29.4	23.2	70.0
1973	38.0	25.9	11.1
1974	54.6	32.3	24.7
1975	77.3	39.4	22.0
1976	100.0	46.7	18.5
1977	131.0	53.7	15.0
1978	206.1	76.6	42.6
1979	271.5	90.2	17.8
1980	332.9	92.5	2.8
1981	411.2	101.5	9.8
1982	513.2	112.3	10.5
1983	641.7	121.5	8.3
1984 a)	731.7	107.9	-11.2

FUENTE: Cuadro 4 y 6.

a) Preliminar hasta octubre.

posible explicación se encuentra en el desarrollo de los Mercados Financieros no Regulados. En unos pocos años, estas instituciones crecieron desde representar una participación relativamente modesta en la actividad financiera total, enfocada principalmente al financiamiento de los hogares, hasta

## CUADRO 8

### SALDOS TOTALES DE CREDITO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS REGULADAS.

1977-1984

(Millones de pesos)

Año	Bancos Comerciales	Bancos Hipotecarios	Bancos de Desarrollo	Asociaciones Ahorro y Préstamo	Totales
1977	814.7	32.5	78.2	208.0	1132.4
1978	849.6	64.3	104.7	245.8	1264.4
1979	847.6	107.3	119.3	317.8	1392.0
1980	990.1	156.1	149.2	388.8	1684.2
1981	966.8	210.3	157.8	447.3	1782.4
1982	1145.2	278.2	184.0	504.5	2111.9
1983	1176.8	354.5	220.4	565.8	2317.5
1984 a)	1173.5	386.7	238.5	590.6	2389.3

FUENTE: Banco Central de la República Dominicana,  
Departamento Financiero.

a) Preliminar hasta julio.

una posición de importancia considerable. Además, estas instituciones han atraído fondos no sólo de los Mercados Regulados, sino también del extranjero, aliviando la magnitud de la fuga de capitales que de otra manera hubiera tenido lugar.

Resulta difícil, desde luego, proporcionar una visión completa de las compañías que componen los Mercados Financieros no Regulados de la República Dominicana; con frecuencia algunas se acercan a la zona gris de las actividades financieras. A pesar de todo, debido a los esfuerzos de investigación del Proyecto Movilización de Ahorros Rurales, hemos aprendido mucho acerca de las 600 compañías que aproximadamente constituyen el grueso de estos mercados. (Véase cuadro 11). Los Mercados no Regulados pueden ser divididos en cuatro grupos principales: (a) sociedades inmobiliarias, (b) financieras comerciales, (c) casas de préstamos de menor

CUADRO 9

SALDO TOTAL DE CREDITO DE  
LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS REGULADAS.  
1977-1984  
(Millones de pesos)

Año	Préstamos Totales		Tasa Real de Cambio (%)
	Precios Corrientes	Precios Constantes de 1966	
1977	1133.4	464.5	—
1978	1264.4	470.0	1.2
1979	1392.0	462.5	-- 1.6
1980	1684.2	467.3	1.0
1981	1782.4	440.1	-- 5.8
1982	2111.9	558.2	26.8
1983	2317.5	438.9	--- 21.2
1984 a)	2389.3	375.8	-- 14.4

FUENTE: Véase Cuadro 8. Valores Nominales Deflactados como en el cuadro 2.

a) Preliminar hasta julio.

cuantía y (d) otras compañías financieras, incluyendo casas de empeño y compra-ventas, pequeñas oficinas de préstamos personales y otras semejantes. Las primeras tres clases son las más importantes y para las que poseemos una mayor información.

Brevemente, las características de estas compañías son las siguientes:

(a) Las sociedades inmobiliarias representan aproximadamente dos terceras partes de las compañías encontradas en los Mercados no Regulados y casi un 20 por ciento del crédito total en la República Dominicana. Se especializan en cré-

CUADRO 10

TASAS DE INFLACION,  
1967-1975

Año	Indice de Precios al consumidor	Tasa de Inflación (%)	Año	Indice de Precios al consumidor	Tasa de Inflación (%)
1967	1.02	2.0	1976	2.14	9.0
1968	1.03	1.0	1977	2.44	14.0
1969	1.06	2.5	1978	2.69	10.0
1970	1.10	4.1	1979	3.01	12.0
1971	1.15	4.7	1980	3.60	19.8
1972	1.26	9.0	1981	4.05	12.4
1973	1.47	16.9	1982	4.57	12.9
1974	1.69	15.1	1983	5.28	15.4
1975	1.96	16.4	1984	7.12	35.0

FUENTE: Andrés Dauhaje, "Two Decades of Economic Policies", 1984.

dito para vivienda: préstamos para nuevas construcciones, remodelaciones, muebles y aparatos electrodomésticos, hipotecas e incluso la contribución inicial para obtener una hipoteca. En buena medida su crecimiento coincidió con los esfuerzos dominicanos de desarrollo a principios de la década de los años 70, que enfatizaron la construcción.

Muchas de estas compañías se establecieron como afiliadas o subsidiarias de los bancos hipotecarios. Todos estos bancos establecieron relaciones con al menos una sociedad inmobiliaria. Estas relaciones no son, desde luego, circunstanciales. Dadas las restricciones sobre las tasas de interés y el otorgamiento del crédito a que se enfrentan las instituciones reguladas, éstas han escogido canalizar tanto fondos internos (hasta un 30 por ciento permitido de su capital total y reservas) como clientes potenciales hacia sus afiliadas no reguladas.

(b) Particularmente en los últimos cinco años, las **financieras comerciales** se han vuelto cada vez más importantes. En su mayoría están bien organizadas y también han creado vínculos con las instituciones reguladas. Este sector incluye ade-

**CUADRO 11**  
**INSTITUCIONES FINANCIERAS NO REGULADAS REGISTRADAS**  
**CON LA SECRETARIA DE ESTADO DE INDUSTRIA Y COMERCIO:**  
**1967-1983**  
(Millones de pesos)

Año	Casas de Cambio		Casas de Préstamos de Menor Cuantía				Otros	Total
	No.	Capital	No.	Capital	No.	Capital		
1967	--	--	--	--	7	1.8	7	1.8
1968	--	--	--	--	6	2.1	6	2.1
1969	--	--	--	--	12	3.5	12	3.5
1970	--	--	--	--	3	0.2	3	0.2
1971	--	--	1	0.2	10	2.2	11	2.4
1972	1	*	--	--	32	9.0	33	9.0
1973	3	*	3	0.1	26	11.7	32	11.8
1974	--	--	--	--	67	18.5	67	18.5
1975	--	--	4	0.6	3	0.1	7	0.7
1976	--	--	--	--	33	9.5	33	9.5
1977	2	*	1	1.0	16	6.9	19	7.9
1978	2	*	16	1.2	21	10.7	39	11.9
1979	--	--	7	0.7	29	7.4	36	8.1
1980	--	--	7	0.6	26	14.8	33	15.4
1981	--	--	7	0.6	45	10.4	57	11.0
1982	8	1.4	6	0.4	37	9.9	46	11.7
1983	6	0.3	--	--	99	23.8	105	24.1
Totales	22	1.8	52	5.4	472	143.1	546	149.8

FUENTE: Secretaría de Estado de Industria y Comercio, Memoria Anual, varios años

más de varias compañías grandes, que han sido organizadas como segmentos de "grupos" financieros, a la Asociación Dominicana de Empresas Financieras (ADEFI), que incorpora 24 empresas un poco más pequeñas, y a un cierto número de pequeñas compañías independientes. Todas se especializan en préstamos a negocios, usualmente préstamos que no podrían obtenerse en los bancos comerciales o de desarrollo.

Estas compañías han participado en acuerdos de cofinanciamiento con empresas reguladas. Las instituciones no reguladas financian los requerimientos de capital de trabajo,

complementando los préstamos de inversión de los bancos comerciales y de desarrollo. ADEFI ofrece un contraste interesante con otras instituciones no reguladas. Establecida en 1983 como un vehículo para contrarrestar la publicidad negativa que había acompañado al rápido crecimiento de los Mercados no Regulados, ha tomado un papel más amplio, incluyendo la supervisión de un programa de "seguro de depósitos" y como un vehículo para sugerir normas sobre tasas de interés y capitalización mínima a sus miembros. La mayoría de los dueños de estas empresas ha tenido experiencia bancaria, una conexión que sin duda han retenido.

(c) Aproximadamente 100 **casas de préstamos de menor cuantía** están registradas y son reguladas, nominalmente, por las autoridades monetarias. Oficialmente se les permitía hacer préstamos personales por montos de hasta 500 pesos, a tasas de interés no mayores al 3 por ciento mensual. Sus actividades crediticias, sin embargo, se extendieron más allá de su autorización original y la mayoría conducen operaciones tanto en el mercado de pequeños préstamos personales como en el de grandes préstamos comerciales.

## **Fuentes y Usos de Fondos de las Instituciones No Reguladas**

Las compañías no reguladas obtienen el grueso de sus recursos (un 63 por ciento) de depósitos individuales.<sup>3</sup> Un 31 por ciento adicional de sus fondos representa el capital invertido y un 6 por ciento se obtuvo de préstamos bancarios, según una encuesta de 95 instituciones conducida por el Proyecto en 1984. Se estima que los tres grupos principales de empresas no reguladas habían movilizado aproximadamente 800 millones de pesos de fondos, suma que representa un 36 por ciento de los depósitos y valores de renta fija totales de las instituciones reguladas. Estos depósitos pagaban entre un 1 y un 3 por ciento mensual, dependiendo del plazo y del

3 Aunque de hecho los fondos movilizados constituyen "depósitos" y esta terminología se utiliza en este capítulo, por razones legales no son denominados así, ya que solo las instituciones bancarias están autorizadas para movilizar depósitos.

monto, reflejando más elevados costos de información y riesgos de insolvencia. En contraste, las tasas en los Mercados Regulados por los depósitos a la vista y de ahorro van de 0 a 4 por ciento al año y llegan a 12 por ciento en el caso de depósitos a largo plazo.

Los préstamos hechos en los Mercados no Regulados apoyan tanto actividades de consumo como la formación de capital de deudores que han sido excluidos de los Mercados Regulados. Se ha dado, así, una competencia creciente con los Mercados Regulados. Las tasas de interés variaban entre un 2 y un 3 por ciento por mes para los clientes comerciales y alcanzaban hasta un 20 por ciento mensual o más para los deudores individuales, reflejando tanto los costos de transacciones como el más elevado riesgo de falta de pago. Los plazos generalmente son muy cortos, inferiores a un año en la mayoría de los casos, aunque préstamos bien garantizados pueden tener plazos de hasta tres años. Se estima que los saldos de crédito en los Mercados no Regulados eran aproximadamente 730 millones de pesos, como una tercera parte de los saldos de crédito de sus contrapartes reguladas y una cuarta parte del crédito total en la República Dominicana.

## **Desarrollo de los Mercados no Regulados**

Como muchos otros países latinoamericanos, durante la última década la República Dominicana ha experimentado aumentos sustanciales en el gasto público, que han tenido que ser financiados por el Banco Central y por acreedores extranjeros. De hecho, los gastos del gobierno central aumentaron en un 76 por ciento, desde 585 millones de pesos en 1976 hasta 1.029 millones de pesos en 1982. Durante el mismo período, los ingresos tributarios aumentaron sólo en un 26 por ciento, desde 538 millones de pesos hasta 676 millones de pesos. La brecha entre gastos e ingresos tributarios fue cerrada sólo parcialmente con ingresos no tributarios (transferencias y ventas de servicios públicos). El resto fue monetizado, ya sea con préstamos directos del Banco Central o endeudamiento externo.

El rápido crecimiento del gasto público aumentó la demanda por recursos financieros y, en ausencia de perfecta movilidad internacional del capital, hubiera incrementado las tasas de interés internas, provocando el conocido efecto de "desplazamiento" (**crowding out**). La monetización del aumento del gasto por medio del financiamiento del Banco Central buscaría contrarrestar las presiones del mercado sobre las tasas de interés. Igualmente, los controles cambiarios y de precios buscarían aislar a la economía de las consecuencias de la política expansionista. Pero, incluso bajo condiciones de rápido aumento de la asistencia externa, la elasticidad perfecta de la oferta es una imposibilidad; los recursos internos, especialmente la tierra y el capital, no son suficientemente flexibles y la oferta de bienes y servicios extranjeros, además de ser sensible a los precios, está condicionada por la disponibilidad de divisas. Las autoridades podrían intentar mantener temporalmente el equilibrio utilizando para ello las reservas monetarias internacionales; de la misma manera, con controles de precios podrían restringir temporalmente el aumento en el precio de los recursos internos. Ambos enfoques serían, en el mejor de los casos, transitorios. Las presiones de demanda continuarían y el mecanismo de los precios inevitablemente entraría en juego: los costos de producción y el precio de equilibrio de la divisa aumentarían con la demanda.

Si no se permite que las tasas de interés internas fluctúen, el mayor gasto público necesariamente genera un exceso de demanda por bienes y servicios y un exceso de demanda paralelo por recursos financieros. Si no se permite que aumente el tipo de cambio, continuará dándose un exceso de demanda por divisas e importaciones. Ambas políticas implican la necesidad de encontrar alguna forma de racionamiento o asignación de los recursos diferente al mercado, lo que ha caracterizado a las políticas financiera y cambiaria de la República Dominicana a finales de la década de los años 70 y principios de la de los años 80.

4. Para un análisis más formal, véase el segundo ensayo en este volumen.

Considérese el efecto específico sobre los mercados financieros.<sup>4</sup> La oferta de recursos financieros en los Mercados Regulados es una función del volumen del crédito interno, la política monetaria, especialmente los requisitos de encaje, y las tasas de interés relativas. Así, la oferta refleja la política crediticia del Banco Central (incluyendo la monetización de los gastos del sector público, el financiamiento especial de la inversión y el endeudamiento externo), la habilidad de los Mercados Financieros Regulados para atraer ahorros internos hacia el sistema (tasas de interés internas y externas, ajustadas por el riesgo cambiario) y los arreglos institucionales.

La demanda por fondos es una función de las tasas de interés internas, la inflación esperada y la demanda agregada, que refleja los gastos planeados de inversión y consumo. Una expansión de los gastos del gobierno aumenta la demanda por recursos financieros y normalmente llevaría a tasas de interés internas más altas, pero los controles a las tasas de interés eliminan la oportunidad de que las instituciones reguladas atraigan nuevos recursos. Esencialmente, el Banco Central se enfrenta a dos opciones: expandir el crédito del Banco Central al sector privado, aumentando las presiones inflacionarias todavía más, o estimular a las instituciones reguladas a que adopten un racionamiento del crédito más estricto, por métodos diferentes a las tasas de interés. Como el Banco Central de la República Dominicana ha sido conocedor de las implicaciones inflacionarias de un crecimiento monetario más rápido, hasta recientemente había efectivamente adoptado el último camino.

Por supuesto, una de las consecuencias ha sido el desarrollo de los Mercados Financieros no Regulados o paralelos. Como los depósitos bancarios del Mercado Regulado y los títulos valores emitidos por las instituciones no reguladas difícilmente son sustitutos perfectos entre sí, los ahorrantes necesariamente demandan una prima para cubrirse del riesgo en el Mercado Paralelo. El nivel de esta prima depende de la confianza que los ahorrantes tengan en las nuevas instituciones, comparada con la seguridad que les ofrece la supervisión del Banco Central y su garantía implícita para los depositantes en los Mercados Regulados. La tasa mínima a la que se tras-

ladarian recursos al mercado paralelo, por lo tanto, excedería a la tasa regulada en el monto de esa prima por riesgo.

Del lado de la demanda, aquellos individuos desplazados de los Mercados Regulados por el racionamiento buscarán fondos con las instituciones no reguladas. Los términos y condiciones de los préstamos (precios implícitos) y los costos asociados con la búsqueda y adquisición de información acerca de estas instituciones afectan la demanda. Esta demanda, como ocurre en el caso de la oferta, no es simplemente la diferencia entre la oferta y la demanda en el mercado regulado. Las tasas pagadas y cobradas en los Mercados no Regulados, por lo tanto, son más elevadas que las de los Mercados Regulados y también más altas que la tasa que equilibraría el mercado en ausencia de restricciones. Algunos ahorrantes y deudores individuales que son excluidos de los Mercados Regulados por el proceso de racionamiento salen del mercado totalmente.

Esta es la esencia del efecto de “desplazamiento” y necesita ser enfatizado. Aunque el mercado paralelo cumple una función al proporcionar más intermediación financiera que la que existiría en una situación de tasas de interés controladas y de racionamiento, los niveles de ahorro y endeudamiento privado en los mercados regulados y no regulados combinados son necesariamente menores que lo que prevalecería en un mercado libre.

## **Oferta y Demanda en los Dos Mercados**

La oferta en los Mercados Regulados depende de las propensiones a ahorrar y los ingresos de los depositantes y de la sensibilidad a las tasas de interés asociada con las categorías específicas de instrumentos financieros. La oferta en los Mercados no Regulados también depende de estos factores; se compone de ahorrantes quienes, a las tasas de interés controladas, consumirían una fracción mayor de su ingreso o ahorrarían en la forma de activos fijos o de valores extranjeros. Los rendimientos mayores en los Mercados no Regulados los atraen desde estas alternativas. Los riesgos de insolvencia y las incertidumbres legales son mayores en los Mercados no Regu-

lados, por lo que se necesita un rendimiento mayor. Igualmente, la presencia de los Mercados no Regulados en esencia duplica los costos de transacciones y, en la medida en que el tamaño de los préstamos es menor en el mercado no regulado, en que la información es más difícil de obtener y en que las imperfecciones limitan el acceso a las instituciones individuales, los costos de intermediación son considerablemente mayores.

Otras diferencias entre los Mercados Regulados y los no Regulados también son importantes. Por ejemplo, la evidencia sugiere que la estructura de plazos de los fondos colocados en los Mercados no Regulados y de los préstamos que éstos otorgan es considerablemente más corta que en los Mercados Regulados. Los ahorrantes colocan sus fondos por no más de 60 a 90 días. Aunque a menudo se emiten certificados de depósito por el plazo de un año, éstos en efecto están sujetos sólo a penalidades modestas por el retiro anticipado. Igualmente, los préstamos se hacen a plazos muy cortos, como máximo de seis meses a un año. Uno sospecha que también existen diferencias considerables en cuanto a garantías y otros requisitos. Las operaciones crediticias en los Mercados no Regulados podrían requerir una mayor contribución de fondos propios del deudor y la insistencia en más garantías reales. El hecho de que las tasas de interés excedan los límites legales pone en duda la capacidad de acreedores individuales para hacer valer sus demandas judicialmente contra deudores que no paguen.

Diferencias del lado de la demanda también se derivan de este análisis. Una fuente de estas diferencias resulta del proceso de asignación de fondos bajo condiciones en que las tasas de interés no equilibran el mercado. Brevemente, el mecanismo del mercado tendería a asignar los recursos financieros con base en los rendimientos esperados. Este no sería generalmente el caso bajo condiciones de racionamiento no de mercado, a tasas de interés controladas. Más bien, criterios como el patrimonio del deudor potencial (ingreso o activos) se usarían para distinguir entre clientes y estos factores podrían tener poco que ver con el bienestar social. Además, esto implica que los deudores en los Mercados no Regulados tende-

rán a tener ingresos menores, poseer negocios más pequeños y participar en líneas de actividad económica más nuevas y menos tradicionales. Los deudores de los Mercados no Regulados podrían también tener tasas de preferencia temporal mayores, lo que sugiere que la elasticidad interés de la demanda de crédito probablemente difiera en ambos mercados, siendo la elasticidad sustancialmente menor en los Mercados no Regulados.

## **Mercados Financieros y la Distribución del Ingreso**

Estudios previos de la política financiera y cambiaria en países de ingresos bajos han sido enfocados hacia la asignación de recursos y la estabilidad, pero poco énfasis se le ha atribuido a las implicaciones con respecto a la distribución del ingreso. A través de su impacto sobre los términos y condiciones del acceso a los servicios financieros y a las divisas, sin embargo, estas políticas afectan la distribución de la riqueza. En particular, los límites, restricciones y otras distorsiones que resultan de tales políticas dan lugar a redistribuciones del ingreso, favoreciendo a unos grupos a expensas de otros. La magnitud de este impacto depende del monto de las distorsiones, es decir, de la medida en que los precios controlados se desvían de sus valores de equilibrio (el grado del subsidio o impuesto implícito) y de la importancia relativa de los mercados controlados en la economía.

Los mercados financieros afectan la distribución del ingreso a través del acceso que proporcionan a las opciones para ahorrar y a los préstamos. El acceso a facilidades de depósito aumenta las oportunidades de cartera de los dueños de la riqueza, mejorando sus combinaciones de riesgo y rendimiento, mientras que el acceso a los préstamos hace posible que los deudores aprovechen oportunidades de inversión todavía sin explotar. Tanto los depósitos como los préstamos aumentan las tasas de crecimiento de la riqueza.<sup>5</sup> Además, el acceso diferencial proporciona oportunidades diferenciales para el crecimiento del ingreso y así afecta la distribución.

5. Véase el cuarto ensayo en este volumen.

Los costos de transacciones y las imperfecciones del mercado usualmente sesgan estas consecuencias distributivas en contra de los agentes más pequeños, pobres y riesgosos en la economía. Los instrumentos de represión financiera (límites a las tasas de interés, requisitos de encaje, monto mínimo para los depósitos, etc.) acentúan todavía más las implicaciones negativas sobre la distribución del ingreso de mercados no perfectos. Además, la represión financiera puede reducir y sesgar considerablemente el crecimiento económico, llevando a redistribuciones del ingreso adicionales.

Para los ahorrantes, las restricciones a las tasas de interés y los requisitos de depósito mínimo pueden llevar a tasas de rendimiento bajas, incluso sustancialmente negativas en términos reales. Esto es especialmente cierto en la medida en que ahorrantes de ingresos medios y bajos se ven limitados a abrir cuentas de ahorro en los Mercados Regulados, las que rinden tasas de interés bajas (negativas en términos reales). En contraste, ahorrantes más adinerados no sólo tienen acceso a depósitos "asegurados" en los Mercados Regulados con rendimientos mayores, pero también a valores y activos extranjeros. Si bien uno podría anticipar la existencia de algún diferencial entre los rendimientos obtenidos por cada grupo, en vista de los costos de transacciones y diferentes elasticidades de la oferta, como lo indica Wai, algunos autores han sugerido que estos diferenciales podrían ser mucho mayores de lo que podría justificarse razonablemente en función del costo.<sup>6</sup>

Políticas restrictivas de tasas de interés se espera que reduzcan los ahorros financieros, ya que estimulan a los ahorrantes de bajos ingresos a sustituir, en la medida de lo posible, ahorros financieros por compras "apalancadas" de residencias y otros bienes durables. La sustitución por parte de ahorrantes de altos ingresos podría ser mitigada sólo parcialmente por la creación de instrumentos de ahorro especiales, pero ellas también buscarán mecanismos alternativos de ahorro. En ambos casos, la represión habrá incrementado el riesgo de la cartera, disminuido la tasa global de ahorro financie-

6. U Tun Wai, "Interest Rates Outside the Organized Money Markets", IMF Staff Papers 6 (November 1957), pp. 80-125.

ro y provocado una redistribución de la riqueza.

Para los deudores, las restricciones financieras tendrán tanto efectos precio como efectos cantidad (de acceso diferencial al crédito). En primer lugar, tasas de interés por debajo del nivel de equilibrio transfieren un subsidio directo a los que tienen éxito en endeudarse y el tamaño de este subsidio depende directamente del tamaño de los préstamos individuales. Las tasas nominales de préstamo en los Mercados Regulados de la República Dominicana están fijadas al 12 por ciento anual. Esta tasa es complementada por una serie de comisiones y cobros que aumentan el costo efectivo de los fondos, pero estos no son siempre suficientes para generar una tasa de interés real positiva. A las tasas de interés prevalecientes, por debajo de su nivel de equilibrio, el exceso de demanda requiere del uso de un proceso de asignación que no dependa de estas tasas.

Además, aunque las políticas financieras podrían proporcionar incentivos especiales para favorecer a los deudores de bajos y medianos ingresos, efectivamente todos excepto los deudores más grandes o de ingresos más elevados probablemente serán excluidos de los Mercados Regulados. En general, la represión financiera tiende a separar los deudores en tres clases: deudores no racionados, usualmente grandes y bien conocidos, que reciben el monto de crédito que demandan a la tasa de interés prevaleciente; deudores racionados, usualmente productores menos grandes, que reciben préstamos de un tamaño menor al que demandan a esa tasa de interés y deudores excluidos, que están dispuestos a endeudarse, pero no son aceptados.<sup>7</sup>

En consecuencia, sistemas financieros represivos tienden a redistribuir el crédito disponible hacia deudores de mayores en vez de aquellos de menores o medianos ingresos, hacia las empresas más grandes en vez de las más pequeñas y hacia los productores tradicionales en vez de los innovadores. De hecho, nuestras encuestas muestran un endeudamiento creciente en los Mercados Regulados por parte de las compañías grandes, que han aumentado sus líneas de crédito más allá de

7. Véase el tercer ensayo en este volumen.

sus necesidades inmediatas, no sólo para protegerse de la inflación, sino también para mantener su participación en el mercado financiero, en anticipación a una mayor represión mediante un acaparamiento del crédito (**loan hoarding**). Es claro que, a pesar de las buenas intenciones, las restricciones financieras en la República Dominicana han agravado las consecuencias distributivas de la desigual dotación inicial de factores.

Finalmente, la represión financiera reduce el volumen total de recursos asignados a través de los mercados financieros.<sup>8</sup> Esto necesariamente retarda y sesga el proceso de crecimiento económico. En ambos casos, las consecuencias para la distribución del ingreso son perversas. Aumentos en el ingreso global son la fuente principal de alivio de la pobreza en los países de ingresos bajos y en la medida en que los recursos financieros son una restricción al crecimiento, el sesgo es sustancial. Igualmente, la represión financiera sesga el pago a los factores a favor del capital y en contra del trabajo. Las tasas de interés subsidiadas estimulan tecnologías intensivas en uso del capital, aun cuando los recursos financieros de hecho no están disponibles.

## **Mercados Cambiarios y la Distribución del Ingreso**

Un análisis similar puede elaborarse con respecto a los mercados cambiarios. Tipos de cambio fijos que no equilibran el mercado, al igual que las tasas de interés fijas, han generado un exceso de demanda, el racionamiento en el mercado oficial y la creación de instituciones paralelas no reguladas. Aunque estos dos procesos han tenido lugar, en cierta medida, desde mediados de la década de los años 70, el último de estos efectos ha dominado las actividades cambiarias de la República Dominicana durante la década de los años 80. El rápido crecimiento de las casas de cambio y, más recientemente, de los bancos de cambio, ilustra esta evolución.

Aunque una proporción creciente de la actividad cambia-

8. Maxwell J. Fry, "Models of Financially Repressed Developing Economies" *World Development* X, No. 9, (1982), pp. 731-750.

ria del país ha tenido lugar en el mercado paralelo, el sistema dual tiene muchas de las mismas implicaciones discutidas en el caso de los mercados financieros paralelos. En particular, los tipos de cambio han sido más elevados que los que hubieran prevalecido en un mercado libre, el volumen de divisas que pasa por los mercados (reflejando tanto las exportaciones como los movimientos de capital) ha sido más reducido y muchas exportaciones fueron excluidas del mercado por el impuesto cambiario implícito.

La represión cambiaria imita los efectos distributivos de la represión financiera. Es decir, el mercado cambiario oficial, que sobrevalúa el peso, con sus correspondientes controles cambiarios, ha creado sesgos en la economía dominicana que redistribuyen el ingreso adversamente. Las consecuencias de tipos de cambio sobrevaluados han sido discutidas en la literatura ampliamente y aquí resulta necesario enfatizar sólo tres aspectos distributivos.

La sobrevaluación del tipo de cambio claramente discrimina contra los exportadores tradicionales, especialmente los agropecuarios. Esto penaliza directamente los ingresos rurales. Además, en la República Dominicana, las exportaciones tradicionales han tenido que pasar por el mercado oficial, mientras que "subsidios" moderados que incrementan ligeramente los precios efectivos no han estado cerca de una compensación total. La sobrevaluación del tipo de cambio también crea un sesgo urbano a través de la sustitución de producción interna por bienes importados. Esto es particularmente cierto cuando el contenido importado del consumo urbano es mucho mayor que el del consumo rural. Si bien el desarrollo de los mercados paralelos compensa parcialmente estos efectos, el beneficio es asimétrico, modificando los precios y montos de las importaciones mucho más que los ingresos rurales.

## **Tasas de Interés y la Distribución del Ingreso**

Tres características de los mercados regulados y no regulado pueden ser contrastadas, a fin de derivar conclusiones con respecto a la distribución del ingreso: las tasas de

interés, el riesgo institucional y la segmentación del mercado.

La estructura de las tasas de interés pagadas por los fondos atraídos por las instituciones y cobradas en sus actividades de préstamo proporcionan información valiosa acerca de los mercados financieros dominicanos. Nos interesa la estructura relativa de tasas en los mercados regulados y no regulados y su impacto sobre la distribución.

En los Mercados Regulados de la República Dominicana, las tasas de interés nominales pagadas por los fondos atraídos del público iban desde cero, sobre los depósitos a la vista de los bancos comerciales, hasta 15 por ciento para los certificados de depósito a tres años emitidos por los bancos de desarrollo. Había, por supuesto, diferencias institucionales considerables, tanto en términos de la capacidad para usar determinados instrumentos de ahorro y del costo promedio de conseguir los fondos. Por ejemplo, sólo los bancos comerciales pueden emitir depósitos a la vista y sólo estos bancos y las asociaciones de ahorro y préstamo pueden recibir depósitos de ahorro.

A principios de 1984, los depósitos a la vista representaban casi un 40 por ciento de los depósitos de los bancos comerciales. Un 22 por ciento adicional lo constituían depósitos de ahorro que pagan sólo un 5 por ciento anual de interés. Sólo un 2 por ciento del total de depósitos en los bancos comerciales eran en la forma de certificados con tasas elevadas. Así, el costo promedio por intereses para estas instituciones fue sólo de un 4,2 a un 4,5 por ciento. Estos costos aumentaron con la promoción del certificado financiero.

En contraste, los depósitos representaban sólo un 5 por ciento de los pasivos totales de los bancos hipotecarios, mientras que los bancos de desarrollo pueden emitir sólo instrumentos de renta fija. Por eso, ambos tipos de institución tenían un costo por intereses promedio entre 11,5 y 12,0 por ciento, dependiendo de la estructura de plazos de sus pasivos. Las asociaciones de ahorro y préstamo tenían costos por intereses intermedios, de aproximadamente un 10 por ciento, sobre la base de un 60 por ciento de depósitos y un 40 por ciento de instrumentos de renta fija. Ade-

más, todos incurren en costos de manejo de los depósitos.

Los intereses ofrecidos en los Mercados Regulados no son particularmente atractivos para los ahorrantes, especialmente en términos reales. Se estima que en 1984 los precios al consumidor aumentaron al menos en un 35 por ciento. Así, las cuentas de ahorro ganaron aproximadamente -20 por ciento y los certificados de depósito de mayor plazo, con un monto mínimo de 50.000 pesos y una tasa nominal de interés del 15 por ciento, obtuvieron un rendimiento real del -10,5 por ciento. En 1983, con una tasa de inflación más moderada (15,4 por ciento), el mejor rendimiento real que se podía obtener en los Mercados Regulados fue de -0,35 por ciento.

En el caso de pasivos de renta fija diferentes a los depósitos, los bajos rendimientos se combinan con la ausencia de un mercado secundario viable. Los bonos, cédulas hipotecarias y contratos de participación hipotecaria pagan desde 9,0 hasta 12,0 por ciento, según el plazo (de uno a más de cinco años). Estos instrumentos son comprados primordialmente por compañías financieras y no financieras bajo condiciones que les permiten reducir sus obligaciones tributarias de acuerdo con la legislación existente. Sin este incentivo, sin embargo, es poco probable que estos instrumentos pudieran atraer suficiente demanda. Si bien algunos de estos instrumentos se obtienen con pactos de recompra, esta condición refleja acuerdos privados entre la institución y el comprador.

En contraste, las tasas de interés que se pagan para atraer los ahorros privados en los Mercados no Regulados son mucho mayores, obteniéndose rendimientos reales positivos aún después de ajustar por la inflación. Con base en una encuesta de estas instituciones conducida por el Banco Central, los pagos de interés por certificados a un año varían entre 1,5 y 2,5 por ciento mensual (entre 19,6 y 34,5 por ciento anual). Las diferencias entre rendimientos reflejan el tamaño y, en menor medida, el plazo de cada contrato individual. Por ejemplo, una financiera comercial entrevistada contaba con aproximadamente 60 cuentas. El depósito mínimo era por 100 pesos (la cuenta del hijo de un cliente), pero el tamaño promedio era 10.300 pesos y una cuenta sumaba 100.000 pesos. Ade-

más, aunque el interés mínimo era 1,5 por ciento mensual (19,6 por ciento anual), la cuenta promedio ganaba 2,0 por ciento mensual (26,8 por ciento anual). Las cuentas mayores ganaban 3,0 por ciento mensual. Finalmente, todos los certificados fueron emitidos por un año; informalmente, sin embargo, se reconoció que los fondos colocados en depósito podrían ser retirados en cualquier momento, sujetos a una penalidad en el interés del 1,0 por ciento mensual.

Estas comparaciones tienen varias implicaciones obvias. Primero, es claro que los Mercados no Regulados poseen oportunidades sustanciales para atraer fondos, tanto de los Mercados Regulados como del extranjero. Las instituciones de los Mercados no Regulados pagan más del doble por los fondos que sus contrapartes reguladas, para plazos comparables. Segundo, dadas estas diferencias y el hecho de que transferencias masivas no han ocurrido todavía, es claro que muchos ahorrantes potenciales aún tienen reservas acerca de la seguridad de los Mercados no Regulados o se enfrentan a costos de transacciones importantes. Tercero, a pesar de los rendimientos más elevados, las oportunidades para los ahorrantes de ingresos bajos siguen siendo muy restringidas, en vista de los requisitos de depósito mínimo que caracterizan a ambos mercados, así como por los costos de la información y otros costos de transacciones.

Las tasas de interés cobradas en los Mercados Regulados y, nominalmente, por todas las instituciones que otorgan préstamos en la República Dominicana, están limitadas a un máximo de 12 por ciento anual. Las casas de préstamos de menor cuantía están exentas de esta restricción para préstamos menores a los 500 pesos. En este caso la tasa máxima es del 3 por ciento mensual. Además, las instituciones reguladas tienen permitido cobrar comisiones y costos de cierre de hasta un 6 por ciento del monto del préstamo. Así, en el caso de préstamos a un año, la tasa nominal efectiva sería del 18 por ciento. Para préstamos a mayor plazo, la tasa permitida resulta algo inferior al 18 por ciento. Es decir, la comisión del 6 por ciento puede cobrarse por una sola vez y por eso el costo nominal del préstamo disminuye con el plazo. Así, la estructura de tasas de interés contiene un fuerte incentivo

para acortar los plazos. En la práctica, por supuesto, la tasa efectiva puede ser algo mayor, dependiendo del método empleado por la institución para calcular los intereses y la amortización de los préstamos. Si, por ejemplo, el cliente paga primero la comisión de cierre y recibe el 94 por ciento del valor facial del préstamo, la tasa efectiva es del 18,8 por ciento. Si los préstamos son por períodos cortos, de 90 ó 180 días, la comisión puede cobrarse varias veces al año, aumentando sustancialmente el verdadero costo de los fondos. Según el tipo de cliente, las instituciones reguladas pueden imponer costos adicionales a los deudores. Se ha sugerido, por ejemplo, que los depósitos compensatorios requeridos pueden representar del 10 al 15 por ciento del monto del préstamo y que se espera que los clientes compren otros servicios financieros compulsorios (como seguros) suministrados por el grupo financiero.

Los intereses cobrados en los Mercados no Regulados son considerablemente más elevados que los de las instituciones reguladas, aún después de las comisiones. Existe, además, una segmentación sustancial del mercado, que se refleja en el margen entre los intereses por préstamos comerciales y los intereses por préstamos personales. Los préstamos de las financieras comerciales a sus clientes comerciales preferidos parecen ser bastante competitivos con los de los bancos comerciales y otras instituciones reguladas. Las tasas cobradas a los clientes comerciales por los miembros de ADEFI son aproximadamente 3 por ciento mensual. Oficialmente la tasa nominal es del 12 por ciento anual, pero las comisiones van del 12 al 15 por ciento. Si el interés se calcula sobre el saldo insoluto, el costo efectivo mínimo de un préstamo anual para el deudor está entre 34 y 39 por ciento, más o menos. Un préstamo renovado cuatro veces en un año tendría un costo efectivo cercano al 120 por ciento.

Sin embargo, muchos clientes acuden a los Mercados no Regulados porque no encuentran financiamiento disponible en los Mercados Regulados y los costos reflejan esta circunstancia. Muchos clientes comerciales pagan intereses efectivos del 5 por ciento mensual y más. Por otra parte, hay evidencia de complementareidad entre los dos mercados en sus operá-

ciones crediticias. Mientras que las instituciones reguladas financian activos fijos, las no reguladas financian capital de trabajo, como parte de una operación conjunta, pero este tipo de acuerdo hasta ahora parece ocurrir en un ámbito limitado.

Una encuesta de pequeñas empresas en Santiago dió lugar a comparaciones semejantes. El costo promedio por intereses de los préstamos obtenidos en los Mercados Regulados fue aproximadamente del 1,8 por ciento mensual (de 22 a 26 por ciento anual). En contraste, la tasa de interés promedio pagada en los Mercados no Regulados fué del 5,34 por ciento (entre 65 y 70 por ciento anual. Véase el cuadro 12).

Las tasas de interés cobradas sobre préstamos personales por las inmobiliarias y otras compañías de crédito personal pueden ser sustancialmente mayores. En Santo Domingo, préstamos para automóviles requieren un interés nominal del 2 al 6 por ciento mensual y un costo efectivo del 3,6 al 10,5 por ciento mensual. Estos préstamos generalmente usan el automóvil como garantía y pueden evadir las restricciones a las tasas nominales "alquilando" oficialmente el vehículo al deudor, mediante un acuerdo en el que el acreedor retiene el título de propiedad. Los deudores pagan un alquiler mensual igual al interés más la amortización correspondientes y cuando terminan de pagar reciben los papeles de propiedad. Las tasas de interés van del 3,0 al 4,5 por ciento mensual, con un costo efectivo del 5,0 al 8,0 por ciento mensual. Resulta difícil establecer una relación precisa entre plazo e interés con base en la encuesta de instituciones. Virtualmente todos los préstamos en los Mercados no Regulados son por períodos menores a un año. Las diferencias en la tasa de interés para préstamos de 6 meses o a un año parecen no ser sustanciales.

Ejemplos extremos de costos por intereses abundan en los Mercados no Regulados.

(a) Los negocios de compra y venta reciben activos tangibles como muebles, ropa y otros artículos domésticos en garantía por préstamos a corto plazo. Estos negocios descuentan el valor estimado de estos activos a tasas de interés muy elevadas, posiblemente entre el 15 y el 20 por ciento mensual.

(b) Se reporta acerca de acreedores que cobran un uno

**CUADRO 12**  
**TASAS DE INTERES MENSUAL**  
**PAGADAS POR PEQUEÑAS EMPRESAS EN SANTIAGO**  
**1984**  
**(Porcentaje mensual)**

Tasa de Interés	1980	1981	1982	1983	1984	Total
<b>Mercados Regulados</b>						
1% al 2%	4	2	5	9	8	28
3% al 4%	--	--	1	1	--	2
5% al 10%	1	--	--	--	--	1
Total de Préstamos	5	2	6	10	8	31
Tasa de Interés Promedio	2.7	1.7	1.8	1.7	1.5	1.8
<b>Mercados no Regulados</b>						
1% al 2%	--	2	4	1	5	12
2% al 3%	12	5	12	7	4	40
3% al 4%	2	1	3	1	--	7
4% al 5%	3	2	2	4	2	13
5% al 10%	3	7	4	6	4	24
15% al 25%	<u>3</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>1</u>	<u>--</u>	<u>9</u>
Total de Préstamos	23	19	28	20	15	105
Tasa de Interés Promedio	5.8	6.3	5.2	5.3	3.8	5.3

FUENTE: Encuesta.

por ciento diario. El deudor está obligado a depositar un cheque firmado pero sin fecha por el monto del préstamo. Además, cada día debe pagar un uno por ciento de interés y dos por ciento los sábados. Si falla en un solo pago, el cheque es

cambiado. La tasa de interés compuesto anual es del 378 por ciento.

(c) Prestamistas (clubs nocturnos, bares, restaurantes) cerca del puerto descuentan los salarios esperados a una tasa del 20 por ciento diario. Un marinero, por ejemplo, esperando el pago de dos días de trabajo y con prueba de un cheque futuro descuenta la boleta a esa tasa. La tasa anual de interés compuesto es del 791 por ciento. Los casos extremos, reflejando el costo de intereses para quienes son excluidos tanto de los Mercados Regulados como del segmento principal de los Mercados no Regulados, corresponden a los deudores de más bajos ingresos, tanto microempresas como hogares pobres.

Los diferenciales entre las tasas de interés y las condiciones en los Mercados Regulados y los no Regulados son enormes. Por una parte, los Mercados no Regulados son primordialmente mercados de corto plazo, con préstamos de 180 días a un año. Las tasas de interés en este mercado son elevadas, reflejando los costos de obtener los fondos (internamente y en el extranjero), una clientela que ha sido desplazada hacia este mercado por los procesos de racionamiento en los Mercados Regulados y el desequilibrio de tasas de interés y las ineficiencias asociadas con una escala relativamente reducida de operaciones de crédito en los Mercados no Regulados. Por otra parte, los Mercados Regulados nominalmente atienden toda la gama de plazos, pero la estructura de tasas de interés penaliza a las instituciones que prestan a plazos más largos, como los bancos hipotecarios y los de desarrollo, así como las asociaciones de ahorro y crédito. Además, el acceso a este mercado está severamente limitado.

Los diferenciales de tasas de interés entre los dos mercados son muy amplios, mucho más de lo que se observa en relación con los depósitos. Mientras que los Mercados Regulados prestan a tasas de interés de hasta 18+ por ciento, las instituciones no reguladas cobran por lo menos 30 por ciento, en el caso de los acreedores comerciales y más del 100 por ciento en préstamos personales y de vivienda.

En los Mercados Regulados, el margen entre las tasas de interés activas (sobre los préstamos) y las pasivas (para depó-

sitos) es regulado por las autoridades monetarias. Estos márgenes van desde aproximadamente 14 por ciento en el caso de los bancos comerciales (con pago a los depósitos de 4 por ciento y cobro a los préstamos de más del 18 por ciento) hasta aproximadamente 6 por ciento para los bancos hipotecarios y de desarrollo. Estos márgenes deben ser ajustados en función de los requisitos de encaje legal, para determinar el margen neto para estas instituciones. Eso resulta en un margen ajustado de aproximadamente 8 por ciento para los bancos comerciales y de 4 a 5 por ciento para los bancos hipotecarios y de desarrollo.

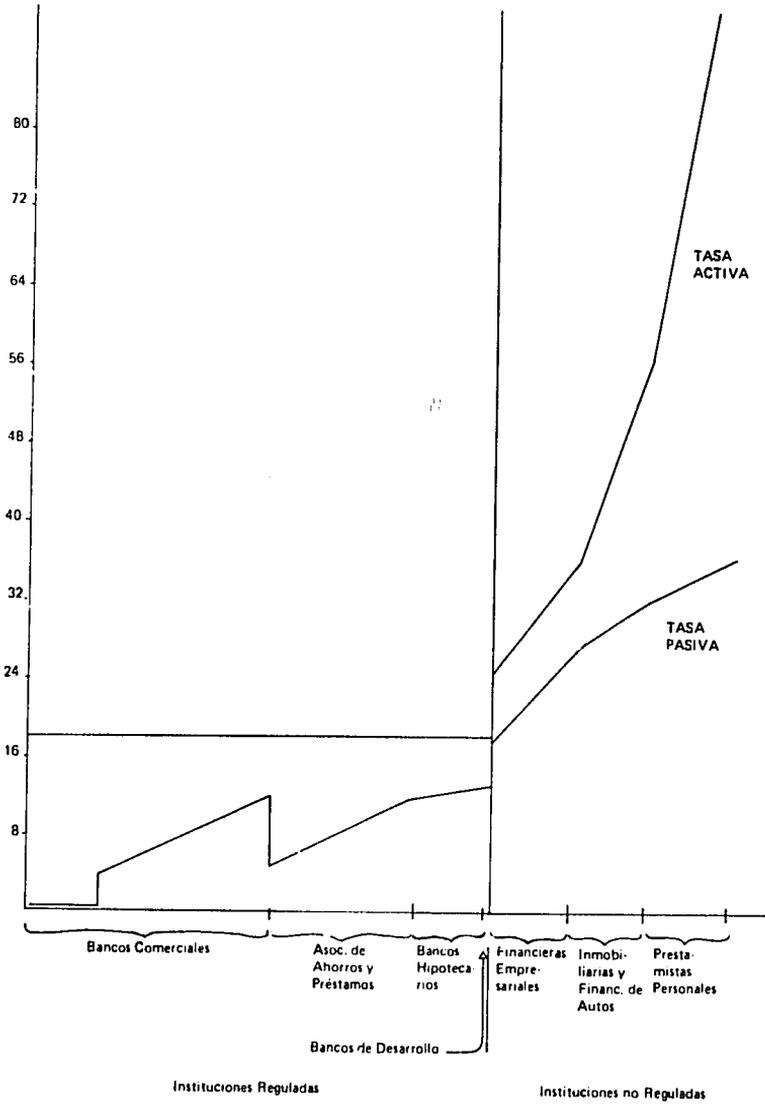
Éstos márgenes de los mercados regulados no son nada en comparación con los observados en los Mercados no Regulados. En estos mercados el margen es de al menos un uno por ciento mensual (12 por ciento anual) para varias de las financieras comerciales y puede ser considerablemente mayor, de hasta 60 y 70 por ciento, en las inmobiliarias y compañías de crédito personal. En el extremo, el margen puede alcanzar 100 puntos porcentuales.

Qué explica estas grandes diferencias en márgenes entre tasas pasivas y activas en los mercados regulados y no regulados y su nivel en términos absolutos? Cinco factores sobresalen: (a) inversiones forzosas y requisitos de reserva en los mercados regulados; (b) imperfecciones generadas por el mecanismo de racionamiento por medio del que las instituciones reguladas deben asignar el crédito disponible; (c) ineficiencias en las operaciones de las instituciones no reguladas; (d) competencia imperfecta y segmentación del mercado no regulado y (e) expectativas de los inversionistas con respecto a los precios internos, las tasas de interés y el tipo de cambio.

En el Gráfico 1 se muestra la estructura de las tasas de interés en ambos mercados. En el Mercado Regulado tasas pasivas comparativamente bajas se le pagan a pequeños ahorrantes, para movilizar fondos que se le entregan a deudores privilegiados a tasas subsidiadas. En el Mercado no Regulado deudores excluidos del Mercado Regulado pagan tasas crecientes que generan márgenes muy elevados para el intermediario, reflejo en parte de riesgos y costos de transacciones.

**REPRESENTACION DE LA ESTRUCTURA  
DE LAS TASAS DE INTERES  
EN LA REPUBLICA DOMINICANA, 1984**

**GRAFICO 1**



## Solvencia y Liquidez

Los gerentes de las instituciones financieras buscan maximizar sus ganancias, en el largo plazo. Otros objetivos intermedios, sin embargo, son necesarios para alcanzar este resultado, incluyendo la seguridad o solvencia de la institución y su liquidez. De acuerdo con Henning, las instituciones deben “permanecer solventes en el largo plazo (el valor realizable de sus activos debe ser igual a sus pasivos legales más el valor de la cuenta de “capital”) y deben estar en capacidad de asegurar la convertibilidad de los depósitos en efectivo en el corto plazo, si sus expectativas de ganancia han de realizarse”. Si no existieran riesgos ni incertidumbre, estos objetivos no le presentarían ningún problema a los gerentes financieros. El comportamiento de los activos sería conocido y manejable y los retiros de fondos depositados con la institución serían predecibles. El control de la solvencia a largo plazo de los bancos comerciales y de desarrollo generalmente se logra por medio de las regulaciones impuestas por las autoridades monetarias. Existen prohibiciones contra inversiones en ciertos activos, límites al grado de exposición y amplios requisitos de encaje.

En qué medida manejan, en la realidad, sus carteras las instituciones de los Mercados Financieros Regulados y no regulados, en contraste con los principios aceptados? Cuatro medidas de solvencia institucional interrelacionadas indican la manera en que las empresas se han apalancado sobre su capital invertido (*leverage*), atrayendo ahorros privados para sus operaciones de crédito: la razón deuda/patrimonio (pasivos con respecto al capital pagado), la razón de los pasivos totales frente a los activos totales, la razón de los activos al capital pagado y la razón de activos al capital total (cuadro 13).

En los Mercados Regulados, los bancos hipotecarios y los de desarrollo tienen razones de deuda/patrimonio de 2,1 a 2,2. Es decir, han recibido depósitos y emitido otros pasivos por dos pesos por cada peso de capital acumulado. Las razones de deuda/patrimonio para los bancos comerciales son mucho mayores, reflejando su habilidad para atraer depósitos a

### CUADRO 13

#### INDICADORES DE SOLVENCIA INSTITUCIONAL EN EL MERCADO REGULADO Y NO REGULADO.

Muestra	Pasivos Capital Pagado	Pasivos Activos	Activos Capital	Activos Capital Pagado
65 Financieras	2.32	0.70	3.32	3.89
Grandes	3.15	0.76	4.15	4.70
Medianas	1.43	0.59	2.44	3.66
Pequeñas	1.71	0.63	2.71	2.64
Inmobiliarias	3.80	0.79	4.82	4.57
Miembros de ADEFI	7.00	0.88	8.00	n.d.
Bancos Comerciales	7.90	0.88	8.33	9.01
Bancos Hipotecarios	7.20	0.66	2.94	3.34
Bancos de Desarrollo	2.10	0.52	2.08	4.03

la vista y otros depósitos de corto plazo. Otros indicadores proporcionan resultados consistentes. Los bancos comerciales tienen razones de activos/capital y de activos/capital pagado de 8,33 a 9,01 comparadas con razones de 3,3 a 4,0 para las otras instituciones.

Las instituciones financieras no reguladas muestran una diversidad similar, aunque más pronunciada. Como grupo, 65 financieras tenían razones de deuda/patrimonio de 2,32 (de 1,7 para las empresas más pequeñas y 3,2 para las mayores), lo que es semejante a las de los bancos hipotecarios y de desarrollo. Esta razón era algo mayor para las instituciones especializadas en vivienda (3,8). La razón activo/patrimonio promedio era 3,32 y los pasivos financiaron aproximadamente un 70 por ciento de los activos totales de las financieras y un 80 por ciento en el caso de las inmobiliarias. Sólo en este último sentido estaban estas instituciones fuera de los límites correspondientes a sus contrapartes reguladas. En contraste, los miembros de ADEFI mostraron una estructura financiera parecida a la de los bancos comerciales, lo que probablemente

refleje la procedencia de los gerentes de ADEFI. Una razón deuda/capital de 7.0 en promedio sugiere que los pasivos financiaron 85 por ciento de los activos totales.

Los valores promedio de estas razones encubren la variabilidad entre instituciones. Entre las financieras más grandes, los pasivos financiaron aproximadamente el 76 por ciento de los activos totales, con valores desde 13,5 por ciento hasta 92 por ciento. Igualmente, para las financieras más pequeñas, la proporción de los activos financiada con depósitos varió entre un uno y casi un 100 por ciento, lo que sugiere que virtualmente no tienen capital invertido. En todo caso, no existe un patrón regular. Con base en la muestra de 65 financieras, los datos no muestran que la compañía promedio esté significativamente descapitalizada, a pesar de su tamaño relativamente pequeño. Sin embargo, existen variaciones considerables y para muchas empresas la proporción de los activos totales financiada con deuda a corto plazo es muy elevada. Esto simultáneamente limita el riesgo de los dueños y aumenta la probabilidad de pérdida de los fondos para los depositantes.

Además del riesgo a que se enfrentan los depositantes por la falta de capitalización y por la proporción de activos totales financiada con depósitos, también debe cuestionarse la calidad de los activos mismos. De nuevo, en los Mercados Regulados hay límites y prohibiciones que mejoran el valor subyacente de los activos individuales en la cartera de la institución. Estas restricciones no se aplican en los Mercados no Regulados. El proceso que ha llevado a la creación del mercado no regulado ha aumentado los riesgos promedio. Los deudores excluidos de los Mercados Regulados por el proceso de racionamiento tienen riesgos de crédito mayores. Igualmente, una gran proporción de los clientes que acuden a los Mercados no Regulados son individuos más bien que empresas, con riesgos de morosidad relativamente mayores. Esta combinación plantea serias dudas acerca de la seguridad global del inversionista típico.

La liquidez adecuada, necesaria para hacerle frente a variaciones de los depósitos en el corto plazo y a las fluctuaciones en la estructura global de la deuda en el largo plazo, es

una precondition para el manejo financiero exitoso. En el extremo, la imposibilidad de honrar una única solicitud de retiro de un cliente podría ser suficiente para destruir la credibilidad de la institución. Todas las instituciones tratan de lograrlo, pero cuán cerca del margen pueden llegar? Cuán líquidos son los activos que mantienen? Cuáles fuentes secundarias de liquidez están disponibles?

En el mercado regulado las necesidades de liquidez son parcialmente satisfechas por el encaje legal. Las instituciones deben mantener entre 10 y 100 por ciento de sus pasivos en encaje, según la clase de pasivo y de institución. En los Mercados no Regulados no existe algo comparable. Cualquier previsión para liquidez descansa en la decisión individual. Por eso debe evaluarse la medida en que estas empresas llenan las expectativas mínimas. Varias razones de desempeño se pueden usar, incluyendo la razón de caja y depósitos bancarios a pasivos de corto plazo y las razones de los activos de corto plazo a los pasivos de corto plazo y a los pasivos totales, respectivamente (cuadro 14).

Una de las comparaciones más dramáticas se refiere a la razón de caja y depósitos bancarios a las obligaciones de corto plazo. Para las instituciones reguladas el promedio de esta razón fue 51 por ciento para los bancos comerciales y 57 por ciento para los de desarrollo y 105 por ciento para los bancos hipotecarios. (Las obligaciones a corto plazo incluyen depósitos a la vista y de ahorro del público, depósitos de otras instituciones reguladas y adelantos y descuentos del Banco Central). Para las instituciones no reguladas esta razón es mucho menor: 5,3 por ciento para toda la muestra total y 6,8 por ciento para los miembros de ADEFI. En el caso de las financieras más grandes fue sólo 1,9 por ciento y en el de las inmobiliarias 1,4 por ciento. Parte de la diferencia se debe a un problema de definición. Todos los pasivos en el Mercado no Regulado se clasificaron como de corto plazo, mientras que los pasivos en el Mercado Regulado excluyen el crédito de largo plazo del Banco Central. Además, los Bancos Hipotecarios y de desarrollo derivan el grueso de sus fondos de la venta de valores que en la práctica tienen plazos cortos. Esto obligaría a una redefinición de sus pasivos de corto plazo. Pe-

## CUADRO 14

### INDICADORES DE LIQUIDEZ INSTITUCIONAL EN LOS MERCADOS FINANCIEROS REGULADOS Y NO REGULADOS 1984

Muestra	Caja y Depósitos	Activos de Corto Plazo	Activos de Corto Plazo
	Pasivos de Corto Plazo	Pasivos	Pasivos de Corto Plazo
Compañías Financieras	5.3%	79.7%	117.7%
Grandes	1.9	67.8	106.9
Medianas	8.4	101.1	134.0
Pequeñas	19.1	119.0	147.2
Inmobiliarias	1.4	43.0	82.6
Miembros	6.8	107.0	107.0
Bancos Comerciales	114.3	37.5	70.7
Bancos Hipotecarios	136.5	8.7	127.7
Bancos de Desarrollo	135.6	27.1	208.1

ro incluso si uno ajustara estas cifras por un factor de tres o cuatro, siempre habría una diferencia significativa: las instituciones no reguladas tienen un grado de liquidez significativamente menor que sus contrapartes reguladas. Además, instituciones individuales del Mercado no Regulado tienen cajas y depósitos a corto plazo casi en cero, lo que sugiere que prácticamente no tienen liquidez.

En promedio, las empresas del Mercado no Regulado tienen una capacidad considerable en sus activos corrientes (a corto plazo) para cubrir sus pasivos corrientes, lo que refleja la estructura de plazos de sus carteras de préstamos. Esta razón varía entre 0,8 y 1,5, siendo mayor para las más pequeñas de las compañías financieras. Para las instituciones reguladas la razón varía de 0,7 para los bancos comerciales hasta 2,1 para los de desarrollo. De nuevo, existe mucha más varia-

bilidad entre las empresas del Mercado no Regulado que entre los dos mercados.

Finalmente, las diferencias entre los Mercados Regulados y los no Regulados con respecto a la razón de los activos de corto plazo a los pasivos totales refleja la estructura de plazos de los préstamos de las distintas instituciones. Los bancos hipotecarios y de desarrollo, con una cartera a largo plazo, mostraron razones mucho menores, del 9 y 21 por ciento respectivamente. Para los bancos comerciales esta razón fue de poco más del 37 por ciento, comparable a la de las inmobiliarias no reguladas. Para las compañías financieras se acercó al 80 por ciento y para los miembros de ADEFI al 107 por ciento. En parte, el corto plazo de los activos en algo compensa la falta de regulación.

En resumen, la información de los balances de situación en los Mercados no Regulados sugiere fuertemente que ha habido un aumento relativo en el riesgo de los depositantes, con respecto a solvencia y liquidez en un sentido amplio.

## **Segmentación del Mercado**

La encuesta de instituciones financieras y cambiarias reguladas y no reguladas en la República Dominicana revela claramente una segmentación significativa del mercado. Es decir, las operaciones de estas compañías parecen estar orientadas hacia distintos grupos de clientes. Una posible taxonomía consideraría cuatro grupos. En los Mercados Regulados los miembros de los "grupos" financieros y otros clientes preferidos tendrían acceso inmediato al crédito subsidiado. Los depósitos a bajo interés del mercado regulado constituyen una fuente limitada de fondos a bajo costo para estos deudores. En los primeros años de la década de los 80, los préstamos fueron otorgados a estos clientes a tasas de interés aproximadamente de 10 a 12 puntos por debajo de lo que razonablemente constituiría una tasa de interés de equilibrio (una tasa real de 5 por ciento, por ejemplo). Además, las entrevistas con estos deudores indicaron un aumento en la demanda de préstamos (retención de líneas de crédito) considerable.

Un grupo menos favorecido de clientes no preferidos tie-

ne acceso a los fondos de los Mercados Regulados, pero a precios implícitos mucho más elevados. La combinación de depósitos compensatorios, pago anticipado de los intereses y venta compulsoria de servicios financieros aumentó sustancialmente el costo efectivo de los fondos, por encima del límite del 18 por ciento anual impuesto por las autoridades. En estos casos los intereses efectivos podrían de hecho aproximarse a la tasa de un mercado libre y sin duda son competitivas con las tasas cobradas en el extremo comercial de los Mercados no Regulados.

Un tercer grupo consiste en los deudores preferidos de los Mercados no Regulados. Estos parecen ser clientes que no pueden lograr acceso al crédito subsidiado de los Mercados Regulados, en vista del exceso de demanda por fondos, pero que son elegibles para préstamos de los miembros de ADEFI y de las financieras comerciales grandes. Las tasas de interés son altas, reflejando tanto el costo de los fondos como ineficiencias del mercado, pero al menos los fondos están disponibles. Hay, sin duda, una pérdida social (**deadweight loss**) debido a las imperfecciones del mercado, pero el efecto neto sobre el bienestar parece ser positivo.

Finalmente, un cuarto grupo consiste en "otros clientes", que se endeudan con las inmobiliarias o compañías financieras especializadas en atender crédito personal y para automóviles y préstamos a pequeñas empresas. Las tasas de interés en este segmento del mercado son muy elevadas, muy por encima de cualquier tasa esperada de equilibrio. Los elevados costos de los fondos para estos deudores sugieren una redistribución del ingreso considerable.

Aunque menos pronunciada, la segmentación del mercado también existe del lado de los ahorrantes. Las restricciones cuantitativas al acceso a los instrumentos de rendimientos elevados en los Mercados Regulados también se repiten en los no Regulados. En el extremo pareciera que los ahorrantes más pequeños proporcionan fondos de bajo costo para los clientes preferidos. Los ahorrantes de ingresos altos, a su vez, proporcionan fondos para los deudores de ingresos bajos, pero a tasas de interés muy elevadas. Ambos esquemas redistribuyen el ingreso de abajo a arriba.

## Represión Financiera y Distribución del Ingreso

Varias tendencias definidas surgen de nuestra revisión de la intermediación financiera y el funcionamiento de los mercados cambiarios en la República Dominicana, que sugieren direcciones posibles para una reforma.

Primero, es claro que, en ausencia de los Mercados no Regulados, la represión financiera impone un costo severo desde la perspectiva de la distribución del ingreso. Este costo tiene lugar en ambas vertientes del proceso de intermediación. La represión financiera implica un sesgo contra el pequeño ahorrante, que no tiene capacidad para transferir sus tenencias de activos financieros hacia depósitos alternativos con rendimientos mayores.

A la vez, a través de los mecanismos de "la ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés", discutidos en el tercer ensayo, los préstamos transfieren un subsidio a deudores preferidos tradicionales, usualmente miembros de los grupos industriales. El acceso al crédito subsidiado lo logran aquellos al extremo superior del espectro de ingresos. Este efecto es magnificado por una demanda precaucionaria adicional por parte de estos deudores. Otros deudores, o son penalizados por costos financieros ocultos y otros costos implícitos, o no obtienen acceso a los mercados regulados del todo. En ambos casos la penalización puede ser severa. Igualmente, en ausencia de un mercado cambiario no regulado, la represión cambiaria también impone un costo distributivo. Aquí el sesgo es contra los exportadores, el empleo del trabajo y, especialmente, el sector rural.

Segundo, el desarrollo de instituciones no reguladas parcialmente alivia este impacto distributivo, tanto en términos de los rendimientos reales para los ahorrantes y del acceso a fondos prestados. Las instituciones no reguladas ofrecen rendimientos sustancialmente mayores por los ahorros y la evidencia definitivamente sugiere un incremento en la tasa global de ahorro financiero y una reversión de la fuga de capitales, además de una transferencia de fondos del sistema regulado.

Los Mercados no Regulados aumentaron las opciones pa-

ra ahorrar en el país, pero estos beneficios no se lograron sin costo. Los requisitos de depósito mínimo se mantienen al "extremo más seguro" de los Mercados no Regulados, lo que sugiere que el acceso a estos instrumentos de mayor rendimiento no es posible para todos. Además, los riesgos y costos de los depósitos aumentan sustancialmente a lo largo del espectro que va desde las grandes financieras comerciales hasta las compañías de préstamos personales.

El acceso a préstamos en los Mercados no Regulados claramente beneficia a los hogares de ingresos bajos y empresas pequeñas, pero el costo de los fondos es considerable. Sólo algunos clientes han obtenido préstamos a un costo relativamente modesto, gracias a la disponibilidad de un volumen de fondos prestables mayor del que de otras maneras hubiera existido o su acceso a "paquetes financieros", con participación tanto de los Mercados Regulados como de los no Regulados. Clientes menos favorecidos pagan tasas de interés sustancialmente mayores, que reflejan costos de transacciones y riesgos más elevados. Los mercados financieros y cambiarios no regulados así afectan positivamente la distribución del ingreso, en comparación con lo que ocurriría con la represión financiera en ausencia de ellos, pero no son un sustituto perfecto de un mercado totalmente integrado.

Tercero, estos descubrimientos contradicen la creencia popular de que una reforma financiera perjudicaría la distribución. Aunque probablemente la liberalización financiera llevaría a un aumento en la estructura de tasas de interés en los Mercados Regulados, esto se vería más que compensado por la reducción de tasas en los Mercados no Regulados. De hecho, estos resultados sugieren que la liberalización disminuiría el costo promedio de los fondos, aumentaría la disponibilidad de recursos para pequeñas empresas y deudores de ingresos bajos y reduciría los riesgos financieros globales. Usualmente se ignora estas tendencias en el análisis de los costos y beneficios de reformas alternativas.

Finalmente, nuestro trabajo sugiere lineamientos para una reforma financiera, enfatiza la deseabilidad de políticas que eliminen las restricciones a los precios y a la asignación de los servicios financieros que actualmente existen en

los Mercados Regulados y que mejoren el acceso a los Mercados no Regulados. Las reformas específicas en los Mercados Financieros Regulados y los no Regulados enfocarían: (a) los requisitos de encaje, sustituyendo la compleja estructura actual por un sistema simple y uniforme, que se aplicara por igual a todas las instituciones financieras; (b) las tasas de interés, eliminando la mayoría de los límites existentes; (c) montos mínimos de depósito, reduciendo las restricciones sobre los certificados financieros y otros instrumentos de ahorro; (d) mercados secundarios, proporcionando un mercado abierto para la reventa de instrumentos de largo plazo, (e) publicidad, haciendo la información acerca de las operaciones, precios y costos de todas las instituciones disponibles al público y (f) riesgo, buscando proporcionar lineamientos operacionales mínimos a las instituciones de ambos mercados.



Alan R. Roe, "Some Theory Concerning the Role and Failings of Financial Intermediation in Less Developed Countries" World Bank Staff Working Paper, No. 39 (1979).

Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973.

Robert C. Vogel, "The Effect of Subsidized Agricultural Credit on Income Distribution in Costa Rica", in Adams, et. al. (1984).

"Savings Mobilization: The Forgotten Half of Rural Finance"  
in Adams, et. al. (1984).

J.D. Von Pischke, Dale W. Adams and Gordon Donald, *Rural Financial Markets in Developing Countries*, EDI Series in Economic Development, Johns Hopkins Press, 1983.

U. Tun Wai, "Interest Rates Outside the Organized Money Markets", *IMF Staff Papers* 6 (November 1957) 80-125.

**MERCADOS FINANCIEROS  
NO REGULADOS. MARCO TEORICO**

James Edward Zinser

## Introducción

Uno de los cambios más significativos en la intermediación financiera en la República Dominicana durante la pasada década ha sido el crecimiento y la importancia del mercado financiero no regulado. Este mercado, consistente en aproximadamente 600 instituciones separadas, ha crecido substancialmente, en gran parte como consecuencia del aumento de los préstamos al sector público por parte de los mercados financieros regulados y de la serie de restricciones que, al ir en aumento con el tiempo, se han convertido en un obstáculo a la intermediación financiera por parte de aquellas instituciones sujetas al control de la Junta Monetaria y del Banco Central.

Estas restricciones, determinantes importantes de la represión financiera y de la desintermediación, han conducido a una relativa disminución en el nivel de los recursos financieros que pueden ser captados y colocados eficientemente por el mercado regulado. Sencillamente, la presencia de tasas de interés efectivas considerablemente más elevadas en los mercados no regulados, combinada con tasas más altas en el extranjero, han atraído fondos del sistema regulado.

A pesar de que los rasgos más generales de este desarrollo son bien conocidos, resulta útil explorar con cierto detalle los factores macroeconómicos que han llevado al desarrollo de estos mercados no regulados. Para conveniencia del análisis adaptamos el conocido marco IS-LM.<sup>1</sup>

## Factores Macroeconómicos

Un punto de partida útil para nuestro análisis es considerar las implicaciones de un aumento sustancial en los desembolsos gubernamentales que es financiado por el Banco Central. De hecho, esto constituye una representación razonable de las actividades del sector público en la República Dominicana desde finales de los años 1970: los gastos del Gobierno

1. John R. Hicks, "Mr. Keynes and the Classics", *Econometrica*, Vol. 5 (April, 1937).

Central aumentaron de 585 millones de pesos en 1976 a 1,029 millones de pesos para 1982, o sea un 76 por ciento de aumento. Durante el mismo período las recaudaciones fiscales aumentaron en sólo un 26 por ciento, de 538 millones a 676 millones de pesos. La brecha entre los gastos y las recaudaciones fue compensada sólo parcialmente por ingresos no procedentes de impuestos (transferencias y ventas de servicios públicos). La diferencia restante principalmente se deriva de una monetización de la deuda pública, ya sea por préstamos directos del Banco Central o internacionales.

El impacto de este rápido crecimiento en la demanda puede verse fácilmente dentro del contexto de un análisis lineal del modelo IS-LM. Formalmente, las condiciones para el nivel de equilibrio del ingreso real en el mercado del producto son definidas por

$$(1) \quad Q = A_0 - kbr$$

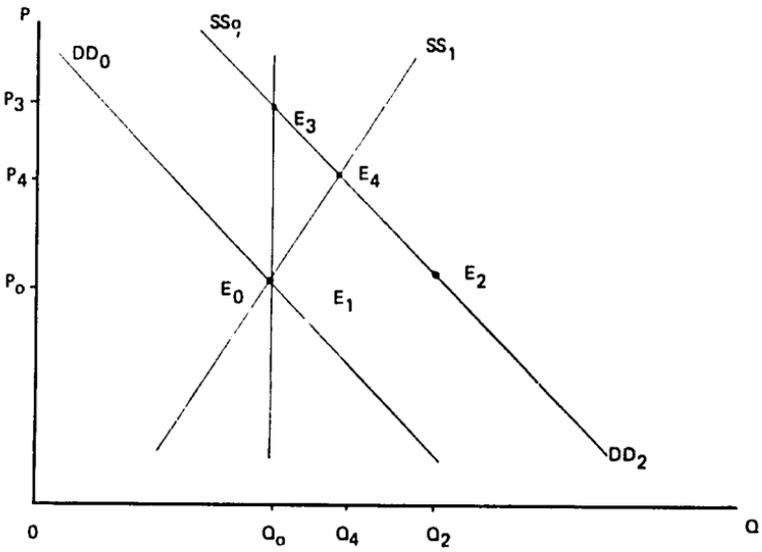
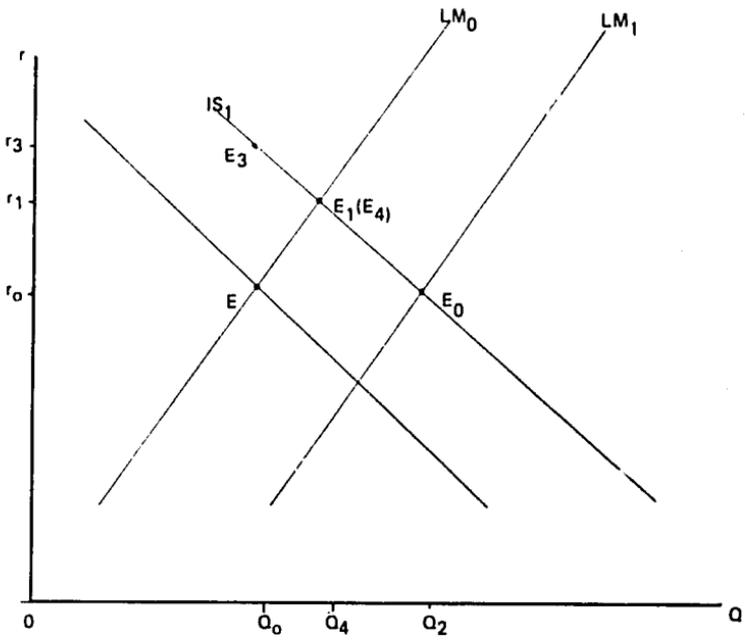
donde  $A_0$  representa la demanda autónoma (incluyendo los sectores tanto privado como público),  $k$  es el multiplicador y  $b$  es la sensibilidad de la demanda a las tasas de interés internas ( $r$ ). De manera semejante las condiciones de equilibrio en el mercado monetario son

$$(2) \quad Q = e(M/P) + efr$$

donde  $e$  es la velocidad de ingreso del dinero,  $f$  es la sensibilidad de la demanda por dinero con respecto a las tasas de interés,  $M$  es la cantidad nominal de dinero, un agregado ampliamente definido, y  $P$  es el nivel de precios. Unidas, IS y LM determinan la demanda agregada en la economía, mostrada como  $DD_0$  en el gráfico 1. Asumamos inicialmente que la economía está de hecho en equilibrio,  $E_0$ ; la tasa de interés, el ingreso real o producto y el nivel de precios se indican mediante  $r_0$ ,  $Q_0$  y  $P_0$  respectivamente.

Ahora, asumamos que un aumento en los gastos gubernamentales aumenta la demanda agregada de bienes y servicios; tanto la curva IS como la DD se moverían hacia la derecha, IS en un monto igual al aumento en los gastos gubernamentales.

GRAFICO 1



mentales multiplicado por el correspondiente multiplicador y DD en ese monto menos el impacto sobre la demanda de cualquier **crowding-out** causado por el aumento de demanda por los recursos monetarios disponibles y tasas de interés del mercado correspondientemente más elevadas.

Gastos gubernamentales mayores necesariamente aumentan la demanda por recursos financieros y, sin una movilidad perfecta de capital, aumentan las tasas de interés internas; con costos financieros más elevados, por lo menos algunos proyectos de inversión o gastos de consumo serán reducidos. La merma en la demanda privada (y demanda pública, asumiendo un análisis efectivo de costo/beneficio en la toma de la decisión) se indica por el movimiento hacia atrás a lo largo de la nueva curva IS hasta el punto  $E_1$ .

Sin embargo, la monetización de los mayores gastos a través de financiamiento del Banco Central mantendría las tasas de interés constantes. Esto se ilustra mediante una variación de LM a  $LM_1$  y el aumento adicional en la demanda agregada a  $DD_2$ . El equilibrio al nivel de precio prevaleciente sería indicado mediante  $E_2$ . Lo que observamos, por supuesto, es el efecto neto sobre la demanda por bienes y servicios causado por una política fiscal expansionaria, complementada por aumentos en la emisión de dinero. Sin aumento ni en las tasas de interés ni en los precios, la mayor demanda se obtendría mediante el simple multiplicador Keynesiano.

Pero  $E_2$  es un equilibrio estable a corto plazo sólo si la oferta agregada de bienes y servicios en la economía es perfectamente elástica con respecto al precio. O sea, si nuevos recursos productivos pudieran ser empleados inmediatamente sin aumento en el costo marginal, o si bienes y servicios extranjeros estuvieran disponibles a la tasa de cambio prevaleciente, la expansión fiscal así monetizada sencillamente aumentaría la producción y el empleo, compensado esto sólo por aumentos en el déficit de comercio exterior del país.

Por supuesto, perfecta elasticidad de la oferta no es una posibilidad probable; los recursos internos, especialmente la tierra y el capital, no son suficientemente flexibles y la oferta de bienes y servicios extranjeros es tan sensitiva a los

precios como lo permita la disponibilidad de divisas. Las autoridades monetarias pueden sostener temporalmente este equilibrio gastando las reservas monetarias internacionales; ésto permitiría que los bienes y servicios extranjeros entren al país a la tasa de cambio prevaleciente. De igual manera, los controles de precios pueden restringir temporalmente los aumentos en los precios de los recursos internos. Pero ambos mecanismos son en el mejor de los casos pasajeros. Las presiones de demanda continúan y el mecanismo de precios inevitablemente entrará en juego. De hecho, es bastante razonable esperar que los costos de producción y el tipo de cambio en el mercado paralelo aumentarán con el cambio en la demanda.

Para ilustrar plenamente las consecuencias de este proceso, consideremos el caso extremo: inelasticidad total con respecto al precio en el corto plazo. O sea, asumamos que la oferta de bienes y servicios no se ajusta en respuesta al exceso de demanda. En este caso, la oferta estaría indicada mediante una línea vertical para  $Q_0$ . El equilibrio requiere que los precios y las tasas de interés aumenten lo suficiente para mover la economía al punto  $E_3$ , con un precio de equilibrio de  $P_3$ . El mecanismo es directo. A medida que los precios respondan al exceso de demanda agregada, la cantidad real de dinero,  $M/P$ , decaerá. Esto, a su vez, crea un exceso de demanda de activos financieros reales y causará que las tasas de interés aumenten. De hecho, las tasas de interés deben aumentar lo suficiente para disminuir la demanda privada por bienes y servicios en una suma igual al cambio inicial en los gastos públicos; debe ocurrir un total **crowding-out**. Note que en este ejemplo la economía vuelve a  $Q_0$ . Los nuevos gastos públicos sustituyen totalmente el gasto privado (u otro público).

La total inelasticidad con respecto al precio es obviamente un caso extremo y no es más probable que la perfecta elasticidad. Pero aún en el caso de que los recursos internos sean relativamente elásticos al precio, el ajuste a los gastos monetizados es similar al proceso que hemos descrito arriba. Los precios internos, las tasas de interés y el tipo de cambio de-

ben aumentar en respuesta a la demanda adicional. Para ilustrar, asumamos que la oferta agregada en el corto plazo se indica mediante  $SS_1$  en el gráfico 1. El equilibrio a corto plazo se indica mediante  $E_4$ ; tanto los precios como las tasas de interés aumentarían para establecer un nuevo nivel de producto a  $Q_4$ . Los gastos del sector público todavía desplazan parcialmente al sector privado y este efecto es indicado mediante la distancia  $Q_2 - Q_4$ .

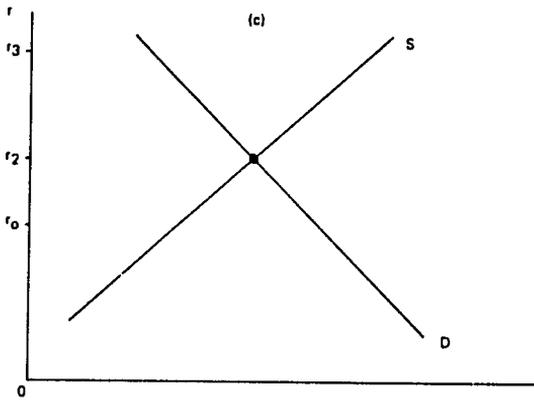
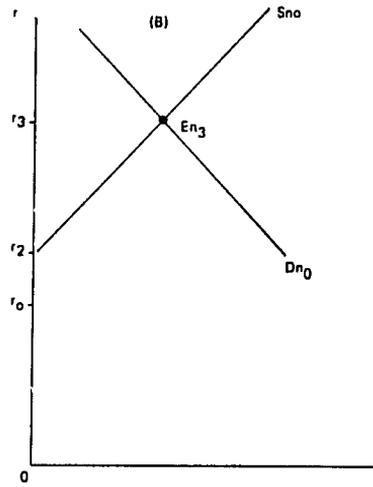
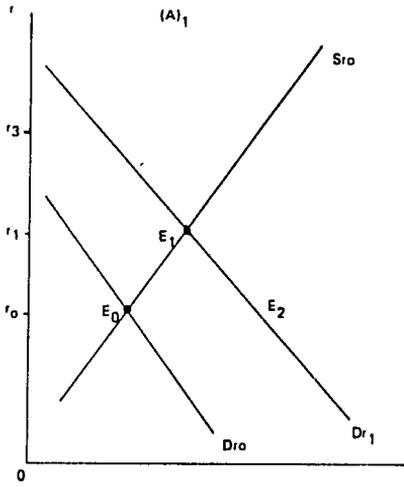
### Precios Controlados

Ahora imponemos una restricción adicional: controles a la tasa de interés y controles de cambio extranjero. Si a las tasas de interés internas no se les permite fluctuar, el gasto público mayor genera, necesariamente, un exceso de demanda privada por bienes y servicios y un exceso de demanda paralelo por recursos financieros. Si al tipo de cambio no se le permite aumentar, permanecerá un exceso de demanda por divisas e importaciones. Ambas políticas implican la necesidad de alguna forma de racionamiento o asignación de recursos fuera del mercado, y caracteriza la política financiera de la República Dominicana a finales de los años 70 y principios de los 80.

La expansión del sector público, unida a un gran aumento de las tenencias de deuda pública, del Banco Central ha aumentado considerablemente la demanda agregada, pero la tasa de interés regulada y los controles de cambio impiden un ajuste en los precios relativos que sería necesario para hacerle frente a la demanda. Esencialmente, en el gráfico 1 la demanda permanece en  $E_2$ , pero los recursos necesarios para producir ese nivel de bienes y servicios no pueden ser suplidos. En el extremo, si los precios domésticos fueren también controlados, entonces la producción permanecería en  $Q_0$ .

Considérese el efecto específico sobre los mercados financieros. Un grupo de consecuencias se ilustra en el gráfico 2. El mercado regulado se muestra en el panel 2a: La oferta de recursos financieros que es función del crédito del Banco Central de los requisitos de encaje, y de las tasas de interés internas, se indica mediante  $S_{RO}$ . De este modo, la oferta re-

GRAFICO 2



fleja las políticas de crédito del Banco Central, (incluyendo la monetización de los gastos públicos, inversiones de financiamiento especial --FIDE e INFRATUR-- y préstamos externos), la habilidad de las instituciones reguladas para atraer ahorros internos hacia el sistema, y los arreglos institucionales que afectan la velocidad de circulación de los recursos financieros.

La demanda, una función de las tasas de interés internas, de la inflación esperada, y de la demanda agregada, se indica mediante  $D_{r0}$ . Por lo tanto, la demanda por recursos financieros refleja los planes de inversión y de gastos de consumo; incorpora las necesidades de capital de trabajo tanto de parte del sector de las familias como de las empresas; asumáse un equilibrio inicial en  $E_0$ . Paralelo al análisis de IS-LM, un aumento en los gastos gubernamentales desvía la demanda por recursos financieros hacia  $D_{r1}$ ; el exceso de demanda por recursos financieros ( $E_2 - E_0$ ) normalmente conduce a tasas de interés internas más elevadas y a equilibrio en  $E_1$ . Pero, en vista de los controles la tasa de interés del mercado no aumenta. Las instituciones reguladas no pueden atraer nuevos recursos para satisfacer el exceso de demanda. Esencialmente, el Banco Central enfrentaría dos opciones: aumentar el crédito del Banco Central al sector privado, aumentando efectivamente todavía más la demanda agregada, o estimular a las instituciones reguladas a adoptar un racionamiento por medios diferentes al mercado. Puesto que el Banco Central ha estado informado de las implicaciones inflacionarias de un crecimiento monetario más rápido, éste efectivamente ha adoptado la última opción.

Una consecuencia, por supuesto, ha sido el desarrollo del mercado financiero paralelo, no regulado. Tal posibilidad se ilustra en el panel 2b. Aquí, la oferta  $S_{n0}$ , se establece restándole a la cantidad de recursos financieros que serían ofrecidos a cada tasa de interés la cantidad realmente suministrada a la tasa regulada y ajustando por una prima de riesgo. O sea, la curva de oferta de recursos financieros en el mercado no regulado, no comienza a la altura de la tasa de interés regulada. Los depósitos y valores emitidos por las instituciones no reguladas no son sustitutos de los instrumentos del mercado regulado.

Más bien, los ahorrantes necesariamente exigen una prima de riesgo, cuyo valor depende de la confianza que tengan en las nuevas instituciones, comparada con la seguridad suministrada por el encaje legal y otras regulaciones del Banco Central.

Específicamente, la diferencia  $r_1 - r_0$  indica la prima que los ahorrantes cobrarían a fin de colocar sus recursos en el mercado paralelo. La demanda,  $D_{n0}$ , se establece de una manera similar. Aquellos individuos que son sacados del mercado regulado mediante el racionamiento buscarán fondos en las instituciones no reguladas. Las condiciones del préstamo y los costos asociados con buscar y obtener información acerca de estas instituciones influyen sobre la demanda. De nuevo,  $D_{n0}$  no es, por lo tanto, simplemente la diferencia horizontal entre la oferta y la demanda en el mercado regulado. El equilibrio en el mercado no regulado se indica mediante  $E_{n3}$ . Finalmente, la demanda y la oferta totales, la suma horizontal de las respectivas curvas de oferta y demanda en el mercado regulado, se muestran en el panel 2c.

El equilibrio en el mercado no regulado se indica mediante el punto  $E_{n3}$ , a una tasa de interés  $r_3$ , en comparación con la tasa prevaleciente en el mercado regulado,  $r_0$ , y la tasa que prevalecería en un mercado abierto,  $r_2$ . Esto es, las tasas cobradas en el mercado no regulado son necesariamente más altas que las del mercado regulado, como es de esperarse, y más altas que la tasa que sería necesaria para equilibrar el mercado. Algunos ahorrantes y prestatarios individuales que son sacados del mercado regulado por el proceso de racionamiento, quedan fuera del mercado completamente. Esta es la esencia del efecto del **crowding out** y necesita ser enfatizada. Aunque el mercado paralelo cumple una función, al proveer más intermediación financiera de la que existiría en una situación de tasas de interés controladas y racionamiento, los niveles de ahorro y de préstamo en los mercados regulado y no regulado combinados son necesariamente menores que los que prevalecerían en un mercado abierto.

## Mercado Cambiario

Un análisis similar puede ser desarrollado para el mercado

de divisas. Un tipo de cambio fijo que no sea de equilibrio, al igual que la tasa de interés fija, genera un exceso de demanda, lo cual requiere algún proceso de racionamiento o la creación de un mercado paralelo. Aunque ambos procesos estuvieron presentes, hasta cierto grado, desde mediados de los años 70, de nuevo, el último ha dominado las actividades cambiarias en la República Dominicana durante los años 80. El rápido crecimiento de las casas de cambio y, más recientemente los bancos de cambio, ejemplifica este desarrollo.

Aunque una gran proporción de las actividades cambiarias del país pasa a través del mercado paralelo, la presencia del sistema de dos tipos tiene muchas de las implicaciones que se encontraron para los mercados financieros paralelos: los tipos de cambio son más elevados que los que prevalecerían en un mercado libre, la cantidad de divisas que entra a los mercados — reflejando tanto las exportaciones como los flujos de capital — es reducida, y las importaciones de consumo y de inversión son valoradas fuera del mercado.

### **Diferencias Críticas entre los Mercados Financieros Regulado y No Regulado**

Considérese, primero la oferta. La oferta en el mercado regulado depende de las tendencias de los ahorros y de los ingresos de las empresas y de las familias y de la tasa de interés asociada con categorías específicas de instrumentos financieros, así como de las políticas de crédito del Banco Central (el encaje legal, las operaciones de descuento y el préstamo externo). La oferta en los mercados no regulados también depende de estos factores; los fondos que fluyen hacia las instituciones no reguladas se reflejan principalmente en la parte superior de la curva combinada de oferta. Estos provienen de aquellos ahorrantes que, a la tasa de interés controlada, o consumirían una porción más grande de sus ingresos, o ahorrarían en forma de activos fijos o de valores en el exterior. Ellos son atraídos hacia estas alternativas por rendimientos más altos.

La diferencia entre  $S_r$  y  $S_n$  surge de algo más que solamente rendimientos. Como se mencionó previamente, el ries-

go por quiebra en el mercado no regulado es mayor, necesitándose una retribución más elevada. Las incertidumbres legales y los costos asociados con las necesidades de procesamiento e información aumentarán el diferencial de precio entre los dos mercados.

Estos factores se reflejan en otras características de la oferta. Por ejemplo, la evidencia indica que la estructura del plazo de los fondos colocados en el mercado no regulado es considerablemente más corta que la de las instituciones más tradicionales. Por una parte, los ahorrantes no colocan sus fondos por más de 60 a 90 días. Aunque los certificados de ahorro a menudo conllevan vencimientos de un año, de hecho son instrumentos a la vista, sujetos sólo a pequeños castigos en el interés. Por otra parte, los préstamos son efectuados por períodos muy cortos.

Existe alguna evidencia de que hay complementación entre los dos mercados en sus operaciones de préstamo, en el hecho de que los activos fijos pueden ser financiados a través de instituciones reguladas, y el capital de trabajo a través del mercado no regulado, como parte de una operación combinada. Pero estos arreglos son limitados en su alcance. El efecto neto simplemente es acortar considerablemente los vencimientos de los instrumentos de ahorro y préstamo.

Se sospecha que hay considerables diferencias con respecto a los requisitos de garantía. Las operaciones de préstamo en el Mercado no Regulado pueden requerir garantías más tangibles, con relación al Mercado Regulado. El hecho de que las tasas de interés exceden los topes legales hace que se cuestione la habilidad de los prestamistas individuales de triunfar en un litigio legal contra prestatarios que incurran en morosidad.

También se desprende de nuestro análisis que hay diferencias del lado de la demanda. Una fuente de estas diferencias proviene del proceso de asignación del crédito cuando las tasas de interés no son de equilibrio. Brevemente, la demanda de fondos proviene de las decisiones de consumo e inversión, basadas en costo, ingreso proyectado y/o utilidad. Aunque pueden existir diferencias entre las tasas de rendimiento privadas y sociales, un mecanismo de mercado colocaría recur-

tos financieros basado en los rendimientos esperados. Generalmente éste no sería el caso si hay racionamiento a las tasas de interés controladas. Más bien, criterios tales como el valor neto del prestatario en perspectiva (ingreso o activos) son usados para distinguir entre clientes y estos factores pueden tener poco que ver con el bienestar social. Además, esto implica que los prestatarios en el mercado no regulado tienden a tener ingresos más bajos, negocios más pequeños y nuevos, en oposición a las líneas más tradicionales de la actividad económica. Uno también sospecha que los prestatarios en el mercado no regulado tienen tasas más altas en cuanto a preferencia de tiempo. De hecho, estos factores sugieren que las elasticidades-interés de la demanda en los dos mercados tienen probabilidad de diferir, siendo la elasticidad del mercado no regulado sustancialmente más baja.

Una segunda fuente de diferencias en la demanda proviene del uso a que se destinen los fondos prestados. En parte esto es dictado por el proceso de asignación unido a los patrones de préstamo del Banco Central. Los préstamos en el mercado regulado debieran financiar pocos productos de consumo y deben cumplir con las provisiones de encaje legal y mecanismos de descuento. En parte las diferencias provienen de la estructura del plazo de los préstamos hechos en estos mercados. Los préstamos no regulados tienden a tener vencimientos más cortos y, por lo tanto, activos financieros con expectativa de vida más corta.

**EL COMPORTAMIENTO DE LOS  
PRESTAMISTAS AGROPECUARIOS  
AL RACIONAR EL CREDITO:  
LA LEY DE HIERRO DE LAS  
RESTRICCIONES A LAS TASAS DE  
INTERES**

Claudio González Vega

## Introducción

Los prestamistas institucionales asignan el crédito entre diferentes clases de deudores de una manera predecible. Los costos de transacciones, los riesgos de pérdidas por falta de pago, las restricciones legales y las políticas financieras afectan el comportamiento de estos prestamistas. Tales circunstancias tienen un impacto importante sobre el acceso al crédito por parte de diferentes clases de deudores y sobre la composición de la cartera de préstamos.

Este ensayo examina el impacto que las restricciones a las tasas de interés tienen sobre el racionamiento del crédito, el acceso a los préstamos y la concentración de la cartera. La conclusión principal, la **ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés**, sostiene que tales restricciones redistribuyen las carteras de crédito a favor de los deudores más grandes, más seguros y mejor establecidos, en vez de los deudores más pequeños, más innovadores, más riesgosos o más nuevos. Esto concentra las carteras de préstamos en menos manos, acentuando las consecuencias distributivas desfavorables del acceso diferencial al crédito.

Durante las últimas tres décadas, las instituciones financieras formales de los países en desarrollo han canalizado sumas cuantiosas de crédito a la agricultura. Al mismo tiempo, por medio de controles legales y financieros, los gobiernos han mantenido a niveles bajos las tasas de interés que estas instituciones pueden cobrar. Las tasas preferenciales que se ha cobrado por los préstamos agropecuarios y, en particular, las que se le ha cobrado a los pequeños agricultores han sido especialmente bajas.

Reformas financieras recientes en algunos países si bien han aumentado la mayoría de las tasas de interés, con frecuencia no han aumentado las tasas preferenciales que se aplican a la agricultura. Como resultado, los diferenciales de tasas de interés entre la agricultura y las actividades no agrícolas han aumentado. Estos diferenciales no han reilejado los costos o los riesgos para las instituciones financieras de prestarle a diferentes clases de deudores. Más bien, los dife-

renciales han reflejado las intenciones políticas de favorecer a ciertos grupos a expensas de otros.

Con frecuencia las tasas preferenciales han sido establecidas con las mejores de las intenciones. Puede que hayan sido adoptadas para promover actividades socialmente deseables o para beneficiar a grupos marginales que habían permanecido desatendidos. Desafortunadamente, con frecuencia estas políticas han traído consecuencias opuestas a las que se buscaban. No sólo han reprimido la movilización de ahorros y la intermediación financiera en general, llevando así a tasas de crecimiento económico más bajas, sino que al reducir el tamaño de los mercados financieros formales nacionales, estas políticas además han aumentado la importancia del endeudamiento externo, como un medio para financiar la formación de capital, y así han incrementado la dependencia externa de estos países. Además, al distorsionar la función de las tasas de interés en la asignación del crédito, estas políticas no han canalizado los ahorros a sus usos socialmente más rentables.

Las instituciones financieras formales toman en cuenta los costos y los riesgos asociados con los préstamos a otorgársele a las diferentes clases de deudores. Si se les obliga a cobrar tasas de interés preferenciales, estas instituciones adoptan mecanismos predecibles de racionamiento, que tienen un impacto considerable sobre la asignación final del crédito. A continuación se exploran los determinantes del comportamiento de los deudores y de los prestamistas bajo restricciones a las tasas de interés, se examinan las consecuencias de tales controles sobre la composición final de las carteras de crédito y se argumenta que el comportamiento de los deudores y de los acreedores lleva a una redistribución de las carteras de préstamos a favor de relativamente pocos deudores grandes, así como a la exclusión de un gran número de pequeños deudores potenciales del acceso a estas carteras.

### **Impacto de los Límites a las Tasas de Interés**

El análisis tradicional del impacto de las restricciones a las tasas de interés postula un mercado de crédito caracteri-

zado por una demanda agregada de préstamos inversamente relacionada con la tasa de interés que se cobra, así como una oferta agregada de depósitos, directamente relacionada con la tasa de interés que se paga por ellos. En tal modelo, la imposición de límites a las tasas de interés que se cobran sobre los préstamos lleva a una disminución de las tasas de interés que se le pagan a los depositantes. Como resultado, menos recursos son movilizados y el volumen total de préstamos disminuye. Además, a la tasa máxima de interés se forma un exceso de demanda de crédito que requiere de mecanismos de racionamiento diferentes al precio para equilibrar el mercado. Las demandas de algunos o de todos los deudores potenciales serán frustradas parcial o totalmente.

Cada día se reconoce más que estos procesos de racionamiento tienen un impacto desfavorable sobre los agricultores pequeños. Esto se debe a los altos riesgos y costos asociados con prestarle a pequeños prestatarios. El análisis convencional, sin embargo, no puede explicar cómo es que estos procesos de racionamiento eventualmente equilibran el mercado.

En particular, aunque el análisis convencional muestra que los depositantes se encuentran peor como consecuencia de la limitación, no puede mostrar si todos los deudores, como grupo, o si clases específicas de deudores se encuentran mejor. En vista de que este modelo no explica cómo es que las nuevas, menores cantidades de crédito van a ser asignadas entre varias clases de deudores, este modelo no puede predecir si la reducción en la tasa que se cobra se ve más que o menos que compensada por la disminución en el tamaño de los préstamos recibidos. Así, el análisis convencional proporciona poca luz acerca del impacto de los límites a las tasas de interés sobre la asignación de los recursos y la distribución del ingreso.

La imposición de un límite efectivo a las tasas de interés tiene por lo menos tres efectos agregados y distributivos sobre las carteras de las instituciones financieras. En primer lugar, la restricción provoca una reducción en el tamaño de la cartera total de activos, ya que la disminución en la tasa pagada por los depósitos reduce la habilidad de estas instituciones para atraer depósitos. La reducción en la tasa de rentabilidad

provocada por la limitación también reduce la habilidad para atraer capital accionario y para tomar prestado.

En segundo lugar, como los límites a las tasas de interés que se cobran reducen la rentabilidad relativa de prestar, la proporción de la cartera total de activos que las instituciones destinan a préstamos, en lugar de a otras inversiones, disminuye. En tercer lugar, se dará un cambio en la composición de la cartera de préstamos. Los límites a las tasas de interés que se pueden cobrar alteran la rentabilidad relativa de prestarle a diferentes clases de deudores. De acuerdo con los mecanismos de racionamiento que se adopten, dichos límites provocan cambios en la participación relativa en las carteras de préstamos por parte de diferentes clases de deudores. Estas redistribuciones usualmente llevan a una mayor concentración de la cartera.

### **Formas de Racionamiento**

Cualquier préstamo tiene tres aspectos: su tamaño, la tasa de interés que se cobra y los términos y condiciones del contrato de préstamo diferentes a la tasa de interés. Por razones que se discutirán, dados los riesgos, costos de transacciones y costos de información que están asociados con prestarle a diferentes clases de deudores, la mayor parte de las instituciones de crédito tratarán de ajustar de una manera óptima estos tres aspectos del préstamo para cada deudor particular.

Cuando los límites a las tasas de interés que se pueden cobrar se vuelven efectivos, sin embargo, los prestamistas se ven forzados a cambiar los términos y condiciones del contrato de préstamo o a reducir su tamaño. El resultado es que el deudor recibe una combinación de estos tres aspectos del préstamo menos atractiva y que las ganancias de las instituciones disminuyen. Tanto el bienestar de los deudores racionados como el de los acreedores podría aumentarse con la eliminación de los límites (óptimo de Pareto).

De las tres maneras de equilibrar un mercado de crédito (por medio de las tasas de interés, por medio de cambios en los otros términos y condiciones del contrato de préstamo y por medio de cambios en el tamaño del préstamo), las dos

primeras son ejemplos de racionamiento por medio del precio, en contraste con el racionamiento por la cantidad. Los otros términos y condiciones de un contrato de préstamo pueden considerarse como parte del vector-precio del préstamo, junto con la tasa de interés cobrada. La tercera manera de equilibrar el mercado, sin embargo, sí es claramente una forma de racionamiento diferente a la que ocurre por medio de los precios.

Cuando los deudores son racionados por la imposición de términos más estrictos y de condiciones menos atractivas a los préstamos, diferentes a la tasa de interés, son los deudores todavía quienes deciden que el precio es demasiado elevado. En el caso del racionamiento por una vía diferente al precio, en cambio, el deudor potencial todavía está dispuesto a pagar el precio completo (incluyendo todos los elementos del vector-precio del préstamo), pero los acreedores no están dispuestos a otorgarle un préstamo del tamaño demandado. En este caso, una demanda insatisfecha de crédito persiste a la tasa de interés cobrada.

En la práctica, cuando se imponen límites a las tasas de interés que se pueden cobrar, el racionamiento va a tener lugar tanto a través de cambios en los otros términos y condiciones del contrato de préstamo como en el tamaño del préstamo. Ambos tipos de racionamiento llevan a una mayor concentración de la cartera de préstamos.

### **Racionamiento del Crédito por una Vía Diferente al Precio**

Para explicar las decisiones de racionamiento se puede recurrir a varios modelos del comportamiento de los prestamistas. La teoría de la cartera proporciona algunos elementos de juicio, en vista de la presencia de incertidumbre y de riesgo, mientras que la teoría de la empresa de múltiples productos es útil, en vista de que los costos de transacciones, la heterogeneidad del producto y la diversificación son importantes. Además, dentro de la teoría de la empresa resulta posible capturar la incertidumbre y el riesgo, incorporando una pri-

ma de riesgo *ex ante* en las funciones de costos de la institución financiera.

La aplicación de las teorías generales sobre control de precios y mercados negros a los mercados financieros ha sido útil para explicar la existencia de racionamiento por una vía diferente al precio. El análisis de los determinantes de las tasas de interés en los mercados informales de crédito de los países en desarrollo y los intentos por medir los costos de transacciones, los riesgos por falta de pago y las ganancias monopolísticas también han ayudado.

Las teorías acerca del racionamiento por una vía diferente al precio, sin embargo, han estado asociadas principalmente con la controversia acerca de la doctrina de la disponibilidad de crédito (**Availability doctrine**). De hecho, la teoría del racionamiento del crédito por una vía diferente al precio se desarrolló para demostrar, a pesar de la afirmación de Samuelson en 1952 en sentido contrario, que el comportamiento asociado con el racionamiento por la cantidad es consistente con una maximización racional de las ganancias, aun en ausencia de restricciones a las tasas de interés. **A fortiori**, este comportamiento es todavía más probable en presencia de tales restricciones.

Hodgman (1960) mostró que, debido a la existencia del riesgo de falta de pago, cualquier deudor alcanzará un tamaño de préstamo más allá del cual no podrá obtener fondos adicionales con la promesa de pagar una tasa de interés más elevada.<sup>1</sup> La oferta de crédito para un deudor individual se vuelve completamente inelástica, porque su riqueza y su capacidad de pago son finitas.

Para demostrar la existencia de un racionamiento por un procedimiento diferente al precio, sin embargo, se debe mostrar que un exceso de demanda de crédito persiste a la tasa de interés que se cobra en equilibrio. Esto requiere considerar tanto la oferta como la demanda. Es decir, el racionamiento por una vía diferente al precio ocurre cuando el prestamista no está dispuesto a otorgar el préstamo demandado por el deudor y le ofrece un monto menor.

1. Donald R. Hodgman, "Credit Risk and Credit Rationing", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. LXXIV, 1960, pp. 258-278.

Jaffee (1971) construyó un modelo de un prestamista que maximiza sus ganancias esperadas, tomando en cuenta la posibilidad de falta de pago del préstamo.<sup>2</sup> Este autor formuló el ingreso esperado del prestamista a partir de cada préstamo como una función explícita de los parámetros de la función de demanda del deudor, la probabilidad de falta de pago y la tasa de interés que se cobra sobre el préstamo. Dentro de este marco de referencia, la prueba de la racionalidad del racionamiento se reducía a demostrar que los acreedores pueden incrementar sus ganancias esperadas racionando a algunos clientes.

Jaffee mostró que el racionamiento del crédito no es rentable cuando el prestamista actúa como un monopolista que discrimina; es decir, para un prestamista que maximiza sus ganancias esperadas con respecto a cada deudor por separado y que está en libertad de cobrarle a cada deudor una tasa de interés diferente. El racionamiento es rentable sólo si hay restricciones a la discriminación por medio de las tasas de interés. Es decir, una diferenciación limitada de las tasas de interés, en el sentido de que las instituciones financieras se ven obligadas a cobrarle tasas idénticas a deudores que no son idénticos, hace rentable proporcionarle a algunos deudores montos de crédito menores de los que ellos demandan a la tasa cobrada.

Además de las restricciones de usura, otras limitaciones legales y morales y consideraciones de buena voluntad pueden hacer difícil cobrarle tasas de interés muy diferentes a diversos deudores. Más bien, las instituciones justifican los diferenciales de tasas de interés en términos de unos pocos criterios objetivos, tales como el sector de actividad económica del deudor. Un esquema clasificatorio de esta naturaleza probablemente lleve a un acuerdo de colusión oligopolística tácito entre los acreedores. La estructura de tasas de interés se ve entonces comprimida dentro de límites estrechos y da lugar al racionamiento por una vía diferente al precio. Las restricciones a la diferenciación de las tasas pueden también re-

2. Dwight M. Jaffee, **Credit Rationing and the Commercial Loan Market**. New York: John Wiley, 1971.

sultar de los costos de información asociados con los intentos por distinguir entre diferentes deudores y sus características de riesgo (los costos de selección o *screening costs*).

Keeton (1979) mostró que el racionamiento por una vía diferente al precio también tiene lugar si el riesgo por falta de pago aumenta con el tamaño del préstamo o si hay un problema de riesgo o azar moral.<sup>3</sup> La responsabilidad limitada puede aumentar el riesgo de un proyecto financiado por la institución financiera. En algunos casos, los acreedores están en capacidad de especificar como parte del contrato de préstamo todas las características que importan de un proyecto de inversión y pueden hacer valer el acuerdo por medio de la supervisión del comportamiento del deudor. Cuando esto no es posible, las instituciones financieras desearán tomar en cuenta el efecto que los términos y condiciones del préstamo tienen sobre la escogencia de proyecto por parte del deudor. Un cambio en la tasa de interés afecta la selección del proyecto de la misma manera que un cambio en la cobertura afecta el nivel de cuidado de un asegurado para evitar un accidente. Este riesgo moral juega esencialmente el mismo papel que las limitaciones a las tasas de interés en generar un racionamiento del crédito por una vía diferente al precio.

El riesgo moral es sólo un ejemplo de toda una clase más amplia de imperfecciones que prevalecen en los mercados de crédito. Otros tipos de imperfección del mercado surgen cuando el resultado del proyecto de inversión depende tanto de un estado de la naturaleza que tendrá lugar en una fecha posterior como del monto de recursos adicionales que el deudor estaría dispuesto a contribuir al proyecto, una vez que ese estado ha ocurrido, pero antes de que el préstamo esté vencido. Como el deudor recibe sólo aquella parte del resultado del proyecto que queda después de pagar el préstamo, para mejorar el resultado el deudor va a contribuir la misma cantidad de recursos nuevos que contribuiría cuando fuera a recibir todos los beneficios del proyecto y en este caso va a pagar el préstamo en su totalidad, pero no va a contribuir con ningún recurso adicional y va a dejar de pagar totalmente el

3. William Keeton, *Equilibrium Credit Rationing*. New York: Garland Publishing, 1979.

préstamo cuando el monto que quede después de pagar el préstamo sea menor que el costo de oportunidad de los recursos nuevos. En este caso, un aumento en la tasa de interés aumentaría la probabilidad de falta de pago.

Para Fried y Howitt (1980), el racionamiento del crédito en condiciones de equilibrio resulta de un acuerdo entre los deudores y los acreedores para compartir el riesgo.<sup>4</sup> Deudores y acreedores se benefician no solamente al formalizar contratos de crédito ahora, sino también de un entendimiento o contrato implícito, en relación con los montos que estarán dispuestos a pactar, a qué precios y en qué condiciones, en el futuro. Este es el viejo concepto de la **relación bancaria** con el cliente. Por medio de estos arreglos, los deudores y los acreedores pueden compartir los riesgos asociados con un futuro incierto. Al reducir la magnitud de los movimientos en las tasas de interés, estos acuerdos abren la posibilidad del racionamiento por una vía distinta al precio.

La mayor parte de las imperfecciones y de los costos que explican el racionamiento por una vía diferente al precio, aun en ausencia de restricciones a las tasas de interés, existen en los mercados crediticios rurales de los países en desarrollo. La incertidumbre, el riesgo de falta de pago y los costos de transacciones, de información y de recuperación son especialmente elevados en estos mercados financieros fragmentados. El riesgo moral y los problemas relacionados con él son particularmente agudos. En estos mercados, las instituciones financieras encuentran muchas razones para practicar una o más formas de racionamiento por vías diferentes al precio.

## **Un Modelo de Comportamiento del Prestamista**

En esta sección se presenta un modelo simple de racionamiento por una vía diferente al precio, a fin de ilustrar el impacto diferencial de los límites a las tasas de interés sobre

4. Joel Fried y Peter Howitt, "Credit Rationing and Implicit Contract Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, XIII, 1980, pp. 471-487.

el acceso al crédito por parte de diversas clases de deudores y la concentración de las carteras resultante.<sup>5</sup>

Supóngase que el prestamista es una empresa que maximiza ganancias, supuesto que se justificará más adelante, y que su única fuente de ingresos son los intereses cobrados sobre los préstamos. Los costos de prestar tienen tres componentes: el costo de oportunidad de los fondos, el costo de administración de los préstamos y las pérdidas por falta de pago.

El costo de oportunidad de los fondos está dado exógenamente para el prestamista, independientemente del tamaño de los préstamos, y es idéntico para todas las clases de deudores. Los costos de administración, por su parte, incluyen los costos de manejo del préstamo y los costos encaminados a reducir el riesgo del préstamo. Los costos de manejo resultan del registro del préstamo y de las actividades del cajero para desembolsar y recibir pagos. Estos costos tienden a ser independientes del tamaño del préstamo y del grado de riesgo del mismo. Así, los costos promedio de manejo disminuyen con el tamaño del préstamo.

Los costos encaminados a reducir el riesgo se dirigen a disminuir la probabilidad de mora en la cartera, a través del uso de información en la selección de los deudores y de los esfuerzos de recuperación. Estos costos no son independientes del tamaño de los préstamos ni de las pérdidas esperadas por falta de pago. Si se destinan más recursos a la evaluación de las solicitudes y a la supervisión, el acreedor puede reducir sus pérdidas. El acreedor no puede, sin embargo, eliminar completamente la incertidumbre acerca del pago. Por lo tanto, siempre debe incluir, entre sus costos *ex ante*, una prima de riesgo.

Las instituciones financieras no saben, *ex ante*, si un deudor particular va a pagar o no el préstamo. Más bien, estas instituciones estiman las pérdidas probables por falta de pago. Esta probabilidad de falta de pago, y la prima por riesgo correspondiente, dependen de la capacidad y de la disposición del deudor para pagar. La capacidad de pago es una función del resultado de la actividad productiva financiada

5. Este modelo es discutido en detalle en el apéndice.

con el préstamo y del valor de las garantías adicionales ofrecidas.

A fin de determinar las pérdidas probables por falta de pago, las instituciones financieras usualmente distinguen entre diferentes clases de deudores y estiman que una cierta proporción de los deudores en una clase determinada no va a pagar. Además, estas instituciones estiman las pérdidas esperadas relacionadas con esta mora. Para esto les resultaría de interés poder distinguir entre la mayor cantidad posible de clases de deudores. Sin embargo, esto requiere de información que es costosa de adquirir y de procesar.

Debido a estos costos, las instituciones financieras establecen un pequeño número de clases de deudores y estiman funciones de costos, incluyendo una prima de riesgo *ex ante*, para cada clase. Los préstamos para deudores de ciertas clases son más riesgosos que los préstamos para otros tipos de deudores, en vista de la naturaleza de sus actividades productivas y de las garantías aportadas. Por lo tanto, mientras que las instituciones de crédito le cobrarán la misma prima por riesgo a una clase dada de deudores, sin embargo querrán cobrarle diferentes primas a deudores en diferentes clases.

Si bien la información adicional reduce el monto de la prima de riesgo requerida, esta información a la vez aumenta los costos de administración. A fin de estimar sus funciones de costos, las instituciones financieras deben determinar la combinación óptima (de menor costo) de estos costos de información y del riesgo residual aceptado. La suma de la prima por riesgo y de los costos de administración encaminados a reducir el riesgo será minimizada cuando el costo marginal de la información adicional se iguale al ingreso marginal del uso de la información adicional utilizada para reducir las pérdidas por mora.

Las restricciones a las tasas de interés y otras regulaciones financieras usualmente tienden a restringir el uso de información por parte de las instituciones de crédito. Si éstas operan con márgenes estrechos, la evaluación de propiedades a ser hipotecadas podría ser la única actividad para reducir riesgos que puedan sufragar. Como resultado, la asigna-

ción de los préstamos se va a ver fuertemente afectada por el tipo de garantía que se ofrezca. Bajo estas condiciones los agricultores pequeños, con pocos activos que ofrecer, se ven penalizados.

Los costos y rendimientos en el uso de la información para la selección de los deudores son una función del grado de homogeneidad entre los mismos. La homogeneidad hace posible establecer un número limitado de clases de deudores. Dada la heterogeneidad de los pequeños agricultores en países en desarrollo, sin embargo, las instituciones de crédito debieran establecer un número relativamente elevado de clases de deudores. Los límites a las tasas de interés, sin embargo, restringen el número de clases que pueden servir.

Como resultado, muchos productores pequeños y deudores potenciales nuevos son colocados en la clase de no-deudores, ya que estas instituciones no pueden sufragar los costos de la información relacionada con su clasificación en alguna de las clases ya establecidas. En vista de que la prima por riesgo para esta clase residual de deudores potenciales es demasiado elevada, comparada con los límites a las tasas de interés, estos productores quedan excluidos de las carteras de crédito de las instituciones.

Para una clase dada de deudores, la prima por riesgo aumenta con el tamaño del préstamo, en el tanto en que el proyecto financiado sea de tamaño fijo; el proyecto financiado, aunque de tamaño variable, muestre rendimientos marginales decrecientes; la variancia de los rendimientos marginales aumente con el tamaño del préstamo; o el valor de la garantía ofrecida no aumente tan rápidamente como el tamaño del préstamo. Dados rendimientos marginales decrecientes en el uso de la información, esto implica que la suma (óptima) de los costos para reducir los riesgos y de la prima para riesgo aumenta al aumentar el tamaño del préstamo. Como resultado, el costo marginal de prestar es una función creciente del tamaño de cada préstamo.

Como se indicó anteriormente, los contratos de préstamo tienen muchas dimensiones. Así, los préstamos son considerados como productos no homogéneos por los acreedores. En particular, los préstamos a diferentes clases de deudores

son tratados como productos diferentes si el prestamista distingue entre ellos y estima funciones de costos diferentes para cada clase de deudores. Resulta apropiado, por lo tanto, emplear la teoría de la empresa de múltiples productos para examinar el comportamiento de los prestamistas.

Esto se intenta en el modelo presentado en el Apéndice, en el que se muestra que cuando un prestamista se comporta como un monopolista que puede practicar discriminación perfecta, le cobrará diferentes tasas de interés a diversos deudores, las que reflejarán las diferentes elasticidades de las demandas de crédito, así como los diferentes costos marginales de prestarle a clases de deudores alternativas. Si, por otro lado, las tasas que se cobran están restringidas, la maximización de las ganancias puede requerir un racionamiento del crédito por una vía diferente al precio.

En efecto, si el límite a la tasa que se puede cobrar es mayor que el costo marginal de prestar, para el tamaño de préstamo demandado, el deudor no será racionado; pero si el límite a la tasa es más bajo que dicho costo marginal, el acreedor limitará el tamaño del préstamo que está dispuesto a otorgar. Un préstamo más grande simplemente implicaría una adición a los costos mayor que la adición a los ingresos del acreedor y por lo tanto una reducción de sus ganancias esperadas. Dependiendo, por lo tanto, del nivel relativo de los límites a las tasas, con respecto a las diferentes curvas de costo marginal de prestar, algunas o todas las clases de deudores pueden ser sometidas al racionamiento por una vía diferente al precio y algunos deudores recibirán préstamos menores que los demandados.

### **La Ley de Hierro de las Restricciones a las Tasas de Interés**

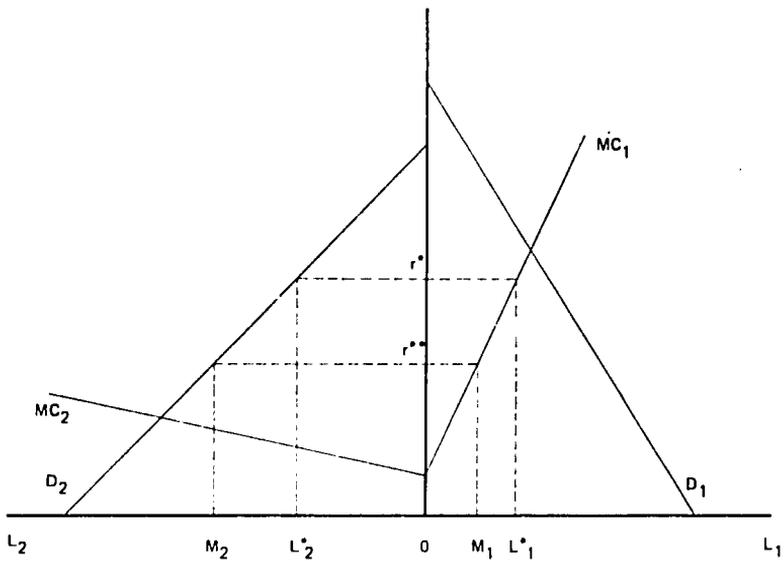
El racionamiento del crédito por vías diferentes al precio es ampliamente practicado por las instituciones financieras formales de los países en desarrollo. Los acreedores emplean muchos instrumentos para restringir el tamaño de los préstamos otorgados a ciertas clases de deudores. Uno de los más populares mecanismos para racionar el crédito consiste en especificar, para cada cultivo, el monto máximo que se otorga-

rá por unidad de tierra cultivada. Frecuentemente, la proporción de los costos totales representada por esta cantidad varía significativamente de cultivo a cultivo. Estas diferencias tienden a reflejar las percepciones de las instituciones financieras acerca de los riesgos y de los costos asociados con préstamos para la producción de diferentes cultivos. Usualmente, la proporción financiada es mayor en el caso de los cultivos de exportación, más seguros y rentables, que en el caso de los cultivos de subsistencia, típicos de los agricultores pequeños. El establecimiento de estos límites ha sido muy vulnerable a las presiones de las asociaciones de productores, particularmente en el caso de los intermediarios públicos, y cuando el subsidio implícito en las tasas de interés ha sido sustancial. Los deudores racionados se ven, de esta manera, obligados a complementar los préstamos que reciben de las instituciones formales con préstamos obtenidos en los mercados crediticios informales, a tasas de interés más elevadas. Esto ha sido muy frecuente en la República Dominicana. La magnitud de este financiamiento adicional refleja sólo parcialmente la magnitud del exceso de demanda por el crédito de las instituciones formales, en vista de su mayor costo.

En los países en desarrollo, las carteras de crédito de las instituciones formales usualmente incluyen tanto clases de deudores racionados como clase de deudores no racionados. Cuando las limitaciones a las tasas de interés se vuelven más restrictivas, el tamaño de los préstamos otorgados a las clases de deudores no racionados aumenta, mientras que el tamaño de los préstamos otorgados a las clases de deudores racionados disminuye. Esta es la **ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés**.

El caso de dos deudores se muestra en el Gráfico 1. En este Gráfico se miden montos positivos de préstamos ( $L_1$  y  $L_2$ ) en ambas direcciones desde el origen. Las curvas de demanda de crédito para cada deudor ( $D_1$  y  $D_2$ ) están inversamente relacionadas con la tasa de interés real que se les cobra ( $R$ ). Las curvas del costo marginal de prestarles para el acreedor ( $CM_1$  y  $CM_2$ ) aumentan con el tamaño del préstamo. Para un límite a la tasa de interés dado,  $r^*$ , el deudor racionado,

Gráfico No. 1. Deudores Racionados y Deudores No Racionados



representado en el cuadrante de la derecha, recibe un préstamo de tamaño  $L^*_1$  que iguala la tasa de interés cobrada con el costo marginal de prestarle y deja al deudor con una demanda de crédito insatisfecha. El deudor no racionado, representado en el cuadrante izquierdo, recibe el tamaño de préstamo que demanda,  $L^*_2$ . Conforme el límite a la tasa de interés se baja desde  $r^*$  hasta  $r^{**}$ , el tamaño del préstamo otorgado al deudor no racionado aumenta, desde  $L^*_2$  hasta  $M_2$ , ya que este deudor demanda un préstamo mayor. Al mismo tiempo, el tamaño del préstamo otorgado al deudor racionado disminuye, desde  $L^*_1$  hasta  $M_1$  (según un movimiento a lo largo de la curva de costo marginal del acreedor, no a lo largo de la curva de demanda del deudor), a pesar de que este deudor también demanda un préstamo más grande a la tasa más baja.

Los cambios en el tamaño de los préstamos, implícitos en la ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés, provocan una redistribución de la cartera de préstamos, confor-

me los deudores no racionados obtienen participaciones mayores en dichas carteras, mientras que los deudores racionados reciben participaciones menores. Finalmente, cuando los límites a las tasas de interés se vuelven demasiado bajos, algunas clases de deudores son excluidas del todo del acceso a los préstamos formales. Una gran proporción de los productores rurales de los países en desarrollo están en este grupo de excluidos.

En vista de que los deudores no racionados tienden a ser los productores grandes, ricos e influyentes, quienes ya están recibiendo los préstamos más grandes, el comportamiento de las instituciones financieras implícito en la **ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés** lleva a una concentración aún mayor de la distribución por tamaño de los préstamos. Este proceso de creciente concentración se ve acelerado por la exclusión del acceso a las carteras de crédito de clases de deudores potenciales, conforme a las instituciones de crédito se les impide cubrir sus costos variables promedio de prestar. Esta concentración progresiva de las carteras de préstamos y la exclusión de productores marginales del acceso al crédito institucional desmejora significativamente la distribución de la riqueza.

Costos de transacciones elevados, tanto para el deudor como para el acreedor, limitan el tamaño de los mercados financieros rurales en los países en desarrollo. Cuando se le imponen límites a las tasas de interés, las instituciones financieras podrían encontrarse incapacitadas para cubrir estos costos. Por esta razón, practicarán el racionamiento del crédito por vías diferentes al precio, así como restringirán aquellos términos de los contratos de préstamo diferentes a la tasa de interés. Estos términos más restrictivos de los contratos transfieren algunos de los costos de transacciones desde las instituciones financieras hacia los deudores. Esta transferencia no afecta a todas las clases de deudores uniformemente. Más bien, tiende a restringirle más que proporcionalmente el acceso al crédito institucional a los deudores marginales, a la manera de la **ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés**, y contribuye a aumentar aún más la concentración de las carteras de crédito.

## El Racionamiento y la Función de Objetivos de los Prestamistas

Los modelos de comportamiento de los acreedores presentados en este ensayo se basan en el supuesto de que el objetivo del prestamista es maximizar sus ganancias. Este supuesto, sin embargo, no es necesario y los resultados que se han obtenido no dependen del mismo. La composición de las carteras de crédito de las instituciones financieras, desde luego, no es un resultado aleatorio o no deliberado; más bien es la consecuencia de los intentos de los acreedores por maximizar una función de objetivos dada, dentro de las restricciones a las que estos se enfrentan. Es decir, las instituciones financieras pueden ser vistas como optimizadores racionales que poseen una función de objetivos definida explícita o implícitamente y que intentan alcanzar un resultado óptimo con sus operaciones.

Diferentes tipos de institución, por supuesto, tienen distintas funciones de objetivos. Algunas son pequeños bancos privados que maximizan ganancias, mientras que otras son grandes bancos que intentan maximizar su grado de participación en el mercado; algunas son bancos de desarrollo públicos que intentan maximizar su influencia política, mientras que otras son instituciones públicas o privadas que maximizan los gastos en personal, las remuneraciones de los ejecutivos o las ganancias discrecionales, bajo diferentes conjuntos de restricciones. Dadas estas restricciones, todas intentan maximizar alguna función de utilidad, en términos del conjunto de preferencias de sus gerentes, a través de estrategias, de maximización o no de ganancias, o alguna combinación de ambos tipos de estrategia. Si bien es cierto que el impacto efectivo que tienen las restricciones a las tasas de interés sobre su comportamiento depende de la naturaleza de cada función de objetivos particular, se pueden hacer algunas consideraciones de carácter general.

Para nuestros propósitos, las instituciones financieras se pueden agrupar en dos clases: aquellas cuya función de objetivos incluye entre las metas perseguidas la viabilidad financiera y la supervivencia institucional y aquellas cuya función

de objetivos no incluyen la viabilidad financiera. Esta segunda clase de prestamistas agrupa los proyectos piloto no interesados en una presencia permanente como acreedores en las áreas rurales o las agencias establecidas para desembolsar temporalmente préstamos de ayuda especial. El primer grupo incluye a todas las instituciones que, independientemente del tipo de objetivos que estén tratando de alcanzar, lo hacen bajo la restricción de que deben permanecer financieramente viables.

Para que una institución permanezca financieramente viable debe ser capaz de preservar, y posiblemente de incrementar, su cartera de préstamos en términos reales. Es decir, debe mantener el poder de compra de sus activos. Para lograrlo, sus ingresos deben cubrir una porción significativa de sus costos de prestar, si no todos. Para permanecer financieramente viable, por lo tanto, las instituciones financieras, deben tomar en cuenta sus ingresos y sus costos; es decir, deben tener una estrategia de ganancias. Si no lo hacen, no sobreviven.

Para sobrevivir y mantener su importancia relativa dentro del sistema financiero, las instituciones de crédito deben preservar el poder de compra de los recursos que movilizan. De otra manera, estarán en menor capacidad de servir a sus clientelas, su participación en el mercado disminuirá y el apoyo político que necesitan para su supervivencia se reducirá. Estas instituciones serán capaces de preservar el tamaño real de su cartera de crédito en la medida en que la protejan del impacto erosionante de la inflación, en la medida en que recuperen los préstamos que otorgan y en la medida en que sean capaces de generar ganancias suficientemente elevadas.

Considérese, por ejemplo, dos instituciones idénticas, cada una de ellas sirviendo un 50 por ciento del mercado local de crédito. Una de ellas genera ganancias del dos por ciento al año, mientras que la otra genera ganancias anuales del doce por ciento. Después de diez años, *ceteris paribus*, la institución más rentable estará sirviendo el 72 por ciento de este mercado, mientras que la institución menos rentable estará sirviendo solamente el 28 por ciento.

Algunas instituciones pueden tener acceso al presupuesto del Gobierno Central, al redescuento del Banco Central o al

crédito barato de las agencias internacionales, lo que les permite permanecer temporalmente viables, a pesar de sus pérdidas. Sin embargo, en la evaluación del desempeño de estas instituciones siempre se incluye algún indicador de rentabilidad. Las agencias internacionales y las fuentes fiscales usualmente están dispuestas a continuar con su apoyo sólo en la medida en que las pérdidas sean modestas y temporales.

Las agencias internacionales también son juzgadas por el éxito y la solidez financiera de las instituciones a las que apoyan. Si las pérdidas de la institución son elevadas, las agencias internacionales exigirán un cambio de los ejecutivos o solicitarán reformas institucionales y la reorientación de los programas, antes de continuar con su apoyo. Cuando las pérdidas son elevadas, por otra parte, podría ser que las fuentes fiscales no cuenten con recursos suficientes para continuar proporcionando las transferencias que se necesitan. Esto es especialmente cierto en el caso de los gobiernos de los países en desarrollo, que en estos días se enfrentan a problemas presupuestarios severos. Si bien es cierto que el financiamiento inflacionario por parte del Banco Central podría hacer estas transferencias posibles, en términos nominales, la inflación que así se genera erosionaría el valor real de las carteras de crédito más rápidamente todavía.

Aun más, las instituciones que reciben grandes transferencias fiscales pierden su independencia y se ven forzadas a aceptar la guía política en la asignación del crédito. Cuando los criterios bancarios y económicos se sustituyen por decisiones administrativas y políticas, el proceso de racionamiento del crédito se hace más vulnerable a las presiones de grupos de deudores específicos y las carteras de crédito se concentran aún más.

Además, la poca disposición de los políticos a tomar en cuenta la capacidad de pago y a poner en práctica políticas vigorosas de recuperación llevan a tasas de morosidad elevadas. Estas instituciones se convierten en mecanismos arbitrarios y costosos para llevar a cabo transferencias de ingreso políticamente atractivas, que benefician a relativamente pocos deudores y que, a menos de que enormes transferencias fis-

cales sean posibles, no pueden mantenerse por mucho tiempo.

## Conclusiones

En la mayoría de los países en desarrollo, las tasas de interés que las instituciones financieras formales cobran por los préstamos agropecuarios han sido establecidas administrativamente o se encuentran restringidas por diferentes regulaciones. Como consecuencia, en términos nominales estas tasas han sido demasiado rígidas y en términos reales han sido demasiado erráticas e impredecibles. Además, desde diferentes perspectivas estas tasas han sido demasiado bajas así como demasiado diferenciadas, usualmente en un sentido inverso al razonable. Es decir, las instituciones de crédito se han visto forzadas a cobrar las tasas más bajas cuando hubieran deseado cobrar las tasas más altas. Esta estructura invertida de las tasas de interés ha acentuado el impacto diferencial de los costos de prestar sobre la rentabilidad relativa de préstamos a diferentes clases de deudores y ha distorsionado la asignación de las carteras de crédito entre diferentes clases de deudores.

El modelo convencional, sobre la base de una demanda y oferta de crédito agregadas, no puede explicar las consecuencias distributivas de las restricciones a las tasas de interés. Este trabajo ha explorado modelos de racionamiento del crédito por vías diferentes a las del precio y el racionamiento por medio de los otros términos y condiciones de los contratos de préstamo, diferentes a las tasas de interés, para mostrar cómo las limitaciones a las tasas de interés restringen el acceso de los agricultores pequeños al crédito institucional y cómo esto resulta en un alto grado de concentración de las carteras de crédito.

En particular, este trabajo ha mostrado que, de acuerdo con la **ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés**, conforme los límites a las tasas de interés se vuelven más restrictivos, el tamaño de los préstamos otorgados a los deudores no racionados aumenta, mientras que el tamaño de los préstamos otorgados a los deudores racionado disminuye.

Este comportamiento de los acreedores lleva a una redistribución de las carteras de crédito a favor de los deudores más grandes. A través de este mecanismo, por lo tanto, los límites a las tasas de interés establecidos en la mayoría de los países en desarrollo han sido un determinante importante del acceso limitado al crédito institucional y del alto grado de concentración de las carteras de préstamos que caracterizan a los mercados financieros rurales.

## APENDICE

### RACIONAMIENTO DEL CREDITO

Con relación a una clase dada de deudores, los costos para el prestamista, como una función del tamaño del préstamo, se pueden definir como

$$C = dL + H + xL \quad (1)$$

donde: C: es el costo total de otorgar el préstamo,  
 d: es el costo de oportunidad promedio constante de los fondos,  
 L: es el tamaño del préstamo,  
 H: es el costo fijo de manejo del préstamo y  
 x: es la suma óptima de los costos promedio de reducir los riesgos y de la prima por riesgo.

A su vez, la función de ganancias del prestamista se puede definir como

$$\pi = \sum^n R_i - \sum^n C_i \quad (2)$$

Donde:  $R_i = r_i L_i$ ,

$\pi$ : son las ganancias totales del prestamista,  
 $R_i$ : son los ingresos de un préstamo al deudor (o clase de deudores) i,  
 $r_i$ : es la tasa de interés cobrada al deudor (o clase de deudores) i,

$L_i$ : es el tamaño de préstamo otorgado al deudor (o clase de deudores)  $i$  y

$C_i$ : es el costo total del préstamo otorgado al deudor (o clase de deudores)  $i$ .

Si el prestamista es un monopolista que practica discriminación perfecta, le cobrará tasas de interés diferentes por un préstamo del mismo tamaño a deudores en clases diferentes, así como tasas de interés diferentes por préstamos de diferente tamaño a deudores dentro de una clase dada. En este caso, las condiciones de primer orden para la maximización de ganancias son:

$$\frac{\partial \pi}{\partial L_i} = \frac{\partial R_i}{\partial L_i} - \frac{\partial C_i}{\partial L_i} = 0. \quad (3)$$

Es decir, la maximización de ganancias requiere que el ingreso marginal y el costo marginal del préstamo se igualen para el tamaño de préstamo otorgado a cada deudor particular. En estas circunstancias, las tasas de interés que se le cobran a deudores diferentes serán distintas, reflejando tanto las diferentes elasticidades de la demanda por crédito por parte de diferentes deudores, como los diferentes costos marginales de prestarles. Obviamente, un racionamiento por vía diferente al precio no tendrá lugar en este caso. Esta situación se representa, para el caso de dos deudores, en el Gráfico 2.

En el Gráfico 2, montos positivos del préstamo ( $L_1$  y  $L_2$ ) se miden en ambas direcciones desde el origen. Las funciones de demanda para cada deudor ( $D_1$  y  $D_2$ ) están inversamente relacionadas con la tasa de interés real que se cobra, ( $r$ ). Las funciones de ingreso marginal para el acreedor ( $MR_1$  y  $MR_2$ ) están asociadas con esas funciones de demanda. Las funciones de costo marginal para el acreedor ( $MC_1$  y  $MC_2$ ) aumentan con el tamaño del préstamo. La maximización de ganancias requiere que el ingreso marginal se iguale con el costo marginal para cada deudor. Así, el prestamista debe otorgar préstamos de tamaño  $M_1$  y  $M_2$  y cobrarle tasas de interés diferentes ( $r_1$  y  $r_2$ ) a ambos deudores.

La restricción más simple que se le puede imponer a las



rés uniforme que se cobra. Si hay racionamiento, la restricción de desigualdad opera y existirá un exceso de demanda de crédito. El ejercicio de programación consiste en maximizar las ganancias del prestamista, dada la tasa de interés uniforme que se cobra y el tamaño de los préstamos otorgados a los diferentes deudores, sujetas a las restricciones de que la tasa cobrada sea la misma para todos los deudores y que el tamaño de cada préstamo sea igual o menor al monto demandado a la tasa que maximiza las ganancias.

Las ganancias totales del prestamista se pueden definir como

$$\pi = r \sum^n L_i - \sum^n C_i \quad (4)$$

Estas ganancias deben ser maximizadas, sujetas a

$$\begin{aligned} L_i - D_i &\leq 0 \\ 0 &\leq r \\ 0 &\leq L_i \end{aligned} \quad (5)$$

La función de Lagrange correspondiente (k) es

$$K = r \sum^n L_i - \sum^n C_i - \sum^n \lambda_i (L_i - D_i) \quad (6)$$

Las condiciones de Kuhn-Tucker para la maximización de ganancias son

$$\frac{\partial K}{\partial r} = \sum^n L_i + \sum^n \lambda_i \frac{\partial D_i}{\partial r} \leq 0 \quad (7)$$

$$\frac{\partial K}{\partial L_i} = r - \frac{\partial C_i}{\partial L_i} - \lambda_i \leq 0$$

$$r \sum^n [L_i + \lambda_i \frac{\partial D_i}{\partial r}] + \sum^n L_i [r - \frac{\partial C_i}{\partial L_i} - \lambda_i] = 0$$

$$\begin{aligned} L_i - D_i &\leq 0 \\ \lambda_i (L_i - D_i) &\leq 0 \\ \sum^n \lambda_i (L_i - D_i) &= 0 \\ 0 &\leq L_i \\ 0 &\leq r \\ \lambda_i &\leq 0 \end{aligned}$$

Estas condiciones implican que cuando no tiene lugar el racionamiento del crédito, el multiplicador de Lagrange debe ser estrictamente positivo. Es decir, si un deudor recibe el monto demandado del préstamo,  $L_i = D_i$  y  $\lambda_i > 0$ . En el otro caso, el racionamiento del crédito ocurre cuando  $L_i < D_i$ . En este caso, el multiplicador de Lagrange debe ser igual a cero, es decir,  $\lambda_i = 0$ . Por lo tanto, cuando en el ejercicio de programación uno de los multiplicadores de Lagrange se vuelve cero, el deudor (o clase) correspondiente es racionado.

Las condiciones de Kuhn- Tucker implican que, para que los multiplicadores de Lagrange sean iguales a cero y tenga lugar el racionamiento, la tasa de interés que se cobra debe ser igual al costo marginal de otorgar el préstamo. Si no hay racionamiento, la tasa de interés que se cobra será mayor que el costo marginal correspondiente.

Por lo tanto, cuando se impone una tasa de interés uniforme pero libre, si la tasa que maximiza ganancias es menor que el costo marginal de prestarle a un deudor particular, el prestamista limitará el tamaño del préstamo otorgado y un exceso de demanda de crédito ( $D^*_j - L^*_j$ ) prevalecerá a la tasa que se cobre. Si, en estas circunstancias, el deudor otorgara un préstamo más grande, tal como se demanda, la adición a sus costos sería mayor que la adición a sus ingresos y sus ganancias esperadas disminuirían. La tasa uniforme óptima debe estar acotada por las tasas que un monopolista que discrimina le cobraría a los distintos deudores, por lo que al menos una clase de deudores no serán racionados.

Como se indicó, el Gráfico 2, muestra la situación de dos deudores, en la que  $M_1$  y  $M_2$  representan el tamaño de los préstamos otorgados para maximizar sus ganancias por un monopolista que discrimina sin restricciones, mientras que  $r_1$  y  $r_2$  son las tasas de interés que cobra. La tasa de interés que un prestamista obligado a cobrarle una tasa uniforme a todos los deudores fijaría para maximizar sus ganancias es  $r^*$ , mientras que  $L^*_1$  y  $L^*_2$  representarían el tamaño de los préstamos otorgados en este caso. Dado el nivel de las curvas de costo marginal y la tasa de interés uniforme, uno de los deudores es racionado ( $L^*_1 > D^*_1$ ) mientras que el otro no ( $L^*_2 = D^*_2$ ).

El racionamiento por vía distinta al precio se practicará, **a fortiori**, cuando se establezca un límite efectivo a las tasas de interés. Supongamos que se fija un límite  $r^*$  a las tasas de interés que se pueden cobrar por toda clase de préstamos. En este caso, la función de ganancias del prestamista será

$$\pi = r^* \sum^n L_i - \sum^n C_i \quad (8)$$

Esta función tiene que ser maximizada sujeta a

$$\begin{aligned} L_i - D_i &\leq 0 \\ 0 &\leq L_i \\ 0 &\leq r^* < r_i; \end{aligned} \quad (9)$$

Es decir, el límite es efectivo (**Biding**) para todos los deudores. La función de Lagrange correspondiente es

$$K = r^* \sum^n L_i - \sum^n C_i - \sum^n \lambda_i (L_i - D_i) \quad (10)$$

Las condiciones de Kuhn-Tucker para ganancias máximas son

$$\begin{aligned} \frac{\partial K}{\partial L_i} = r^* - \frac{\partial C_i}{\partial L_i} - \lambda_i &\leq 0 \\ \sum^n (r^* - \frac{\partial C_i}{\partial L_i} - \lambda_i) L_i &= 0 \\ \lambda_i (L_i - D_i) &\leq 0 \\ L_i - D_i &\leq 0 \\ 0 &\leq L_i \\ \lambda_i &\leq 0 \end{aligned} \quad (11)$$

De nuevo, estas condiciones implican que, en ausencia de racionamiento, los multiplicadores de Lagrange serán estrictamente positivos. Esto implica que el costo marginal es más bajo que el límite a las tasas de interés dado. Por otro lado, el racionamiento implica que  $\lambda_i = 0$ . Así, cuando tiene lugar el racionamiento, el costo marginal del préstamo está siendo igualado al límite a la tasa de interés. Dependiendo del nivel

relativo del límite, algunos o todos de los deudores podría verse afectado por un racionamiento por vía distinta al precio.

## BIBLIOGRAFIA

- Baltensperger, Ernst. "Credit Rationing: Issues and Questions". **Journal of Money, Credit, and Banking** 10 (1978): 170-183
- Eckaus, Richard. "Monopoly Power, Credit Rationing, and the Variegation of Financial Structure". Tercera Reunión Anual, Programa de Desarrollo de los Mercados de Capital. Washington D.C.: Organización de los Estados Americanos, 1974.
- Fried, Joel y Howitt, Peter. "Credit Rationing and Implicit Contract Theory". **Journal of Money, Credit, and Banking** 13 (1980): 471-487.
- González Vega, Claudio "Interest Rates Policies and Small Farmer Credit Programs in LDCs". En **AID Spring Review of Small Farmer Credit**, vol. 1º, editado y publicado por la Agencia para el Desarrollo Internacional. Washington D.C.: June 1973.
- . "On the Iron Law of Interest Rate Restrictions: Agricultural Credit Policies in Costa Rica and in Other Less Developed Countries". PH.D. dissertation, Stanford University, 1976.
- "Interest Rate Restrictions and Income Distribution". **American Journal of Agricultura Economics** 59 (1977): 973-976.
- Hodgman, Donald R. "Credit Risk and Credit Rationing". **Quarterly Journal of Economics** 74 (1960): 258-278.
- Jaffee, Dwight M. **Credit Rationing and the Commercial Loan Market**. New York: John Wiley, 1971.
- Kane, Edward J. "Good Intentions and Unintended Evil: The Case Against Selective Credit Allocation". **Journal of Money, Credit, and Banking** 9 (1977): 55-69.
- Keeton, William. **Equilibrium Credit Rationing**. New York: Garland Publishing, 1979.
- Shull, Bernard. "Commercial Banks and Multiproduct Price Discriminating Firms": En **Banking and Money Studies**, editado por Deane Carson. Homewood, 111.: Richard D. Irwin, 1963.

**CREDITO AGROPECUARIO  
ARTIFICIALMENTE BARATO:  
REDISTRIBUCION AL REVES**

Claudio González Vega

Revisión Jorge Ballester

- 97 -

## **Introducción**

Dos de las principales características de los mercados financieros rurales en los países en desarrollo son el acceso limitado al crédito institucional y un alto grado de concentración de la cartera de préstamos de las instituciones financieras formales. Es decir, sólo una pequeña proporción del número total de productores rurales recibe préstamos formales y, entre aquellos con acceso a los préstamos institucionales, un grupo muy pequeño captura una proporción muy elevada del monto total de crédito desembolsado. Se ha estimado que, en promedio, sólo cerca de un 15 por ciento de los agricultores de Asia y de América Latina y no más del 5 por ciento de los agricultores de África ha tenido acceso al crédito institucional. Además, usualmente menos del 20 por ciento del número total de deudores formales ha recibido el 80 por ciento de los montos totales de crédito agropecuario desembolsados. Esto significa que el tres por ciento del número total de productores agropecuarios han sido los beneficiarios de por lo menos el 80 por ciento del crédito desembolsado por las instituciones financieras formales.

Como resultado de su participación en los mercados financieros formales, estos pocos deudores privilegiados han aumentado sus ingresos en más de una de las siguientes maneras: por medio de las ganancias obtenidas como consecuencia del mayor control sobre los recursos productivos que han logrado con los préstamos, por medio de la transferencia gratuita de ingresos implícita en préstamos otorgados a precios por debajo de su verdadero valor y por medio de la transferencia de recursos implícita en la falta de pago total o parcial de los préstamos. Como no todos los productores rurales han disfrutado de estos "beneficios" y no todos los deudores los han recibido en el mismo grado, este acceso diferencial al crédito agropecuario artificialmente barato ha tenido un impacto significativo sobre la distribución del ingreso. Este ensayo explora algunas de las razones por las que este impacto ha sido sustancial y poco deseable.

## **Acceso al Crédito**

El acceso limitado al crédito y la elevada concentración

de la cartera de préstamos de las instituciones financieras caracterizan la evolución de los mercados formales de crédito en los países en desarrollo. Estos problemas son particularmente agudos en el caso de los mercados financieros rurales. Como la mayoría de la población de estos países vive y trabaja en las áreas rurales, estos fenómenos tienen implicaciones del ingreso.

Circunstancias asociadas tanto con la demanda como con la oferta de crédito explican el acceso limitado y el alto grado de concentración de las carteras de préstamos. Los bajos rendimientos promedio y los elevados riesgos asociados con muchas actividades agropecuarias explican en parte una limitada demanda por crédito agropecuario. Costos de transacciones elevados, tanto para los deudores como para los acreedores, reducen aún más el tamaño de estos mercados y restringen el acceso a los préstamos para muchos productores rurales. El alto grado de concentración de las carteras de préstamos se explica con frecuencia en función de la concentración de la riqueza y del poder político subyacentes. Si unos pocos productores adinerados poseen una porción significativa de los activos totales de la comunidad, no debe sorprender que ellos también reciban una porción importante del crédito. Hay evidencia creciente, sin embargo, de que la distribución por tamaño de los préstamos en las carteras de crédito es más concentrada que la distribución del ingreso, la distribución del valor de la producción agropecuaria o la distribución de la tierra. La concentración del crédito, por lo tanto, requiere una explicación adicional.

Aun cuando la riqueza inicial es un determinante importante del acceso diferenciado a los préstamos, en mercados de capital fragmentados el acceso altamente restringido al crédito explica una parte significativa de las diferencias en las tasas de crecimiento de la riqueza a través del tiempo. El acceso diferencial al crédito es no sólo una consecuencia sino también una causa de las diferencias en la riqueza. Autoridades y políticos preocupados con la desigualdad de los ingresos han enfatizado la redistribución de la tierra como una solución a estos problemas de concentración. A pesar de que el acceso al crédito es tan crucial como el acceso a la tierra, a

fin de proporcionarle a los agricultores un control adecuado sobre los recursos, la reforma financiera ha sido mucho menos popular. En realidad, las políticas financieras, en particular la imposición de límites a las tasas de interés, han restringido aún más este acceso limitado al crédito y han agravado el problema de distribuciones de la riqueza desiguales.

Por medio de diferentes tipos de controles la mayor parte de los países en desarrollo han mantenido fijas las tasas de interés nominales durante períodos largos. En términos reales estas tasas han sido con frecuencia negativas, erráticas e impredecibles. Además, se han establecido tasas preferenciales para favorecer a la agricultura y a otros sectores prioritarios. Este ensayo propone que estas políticas de tasas de interés han contribuido significativamente a la concentración de la cartera de préstamos de las instituciones formales y han acentuado las restricciones al acceso al crédito institucional. La modificación de estas políticas es una condición necesaria, aunque no suficiente, para una mayor equidad en las áreas rurales.

Las tasas de interés afectan la distribución del ingreso de varias maneras. Como el precio relativo del presente en términos del futuro, las tasas de interés afectan los flujos de ahorro y de inversión y, por lo tanto, afectan la distribución intertemporal del ingreso entre las generaciones presentes y futuras. En cuanto a precio de los activos financieros, las tasas de interés afectan la composición de las carteras de riqueza y la distribución del ingreso entre tenedores de activos. Como componente de los costos de tomar prestado, las tasas de interés también afectan la distribución del ingreso entre deudores y acreedores y entre aquellos con acceso y aquellos sin acceso al crédito. Las tasas de interés además afectan la distribución funcional del ingreso.

Este ensayo examina el impacto que las restricciones a las tasas de interés cobradas por sus préstamos por las instituciones formales de crédito tienen sobre la distribución del ingreso entre diferentes clases de deudores y de no-deudores. Para estos propósitos se puede clasificar a los productores rurales en grupos, de acuerdo con su tamaño (grandes y pequeños), su riqueza (ricos y pobres), la duración de su relación

bancaria (clientes nuevos y viejos), o la incertidumbre asociada con sus actividades productivas (seguros o riesgosos). Cualquiera de estas clasificaciones tiene sentido para el análisis sólo en el tanto en que represente una clasificación relacionada con el comportamiento al racionar el crédito de los acreedores o en el tanto en que esté altamente correlacionada con una de dichas clasificaciones.

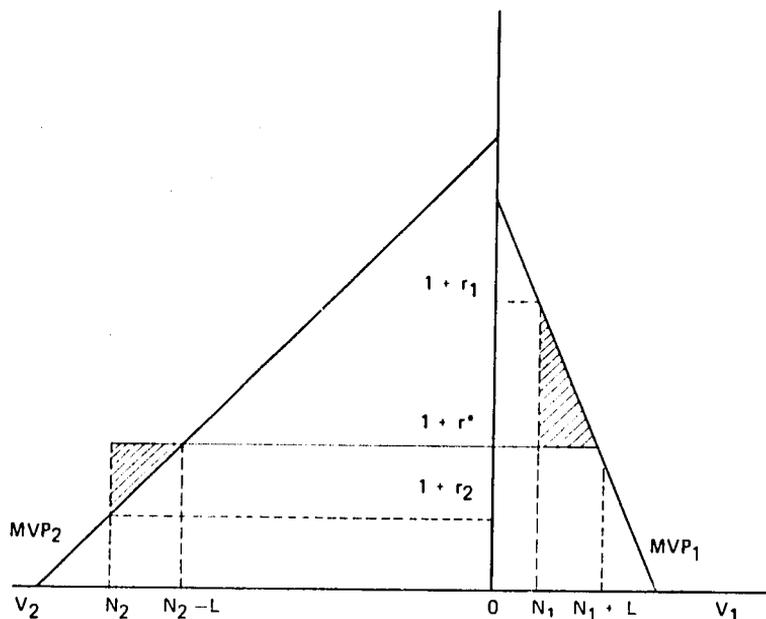
## Crédito e Ingreso

El ingreso de cualquier productor está determinado por sus oportunidades productivas y por su control sobre los recursos que le permiten aprovechar esas oportunidades. El control sobre los insumos requeridos depende de la disponibilidad inicial de recursos propios del productor, que ha sido el resultado de sus esfuerzos previos de ahorro, y de su acceso a recursos externos a su empresa, por medio del crédito.

En mercados de capital fragmentados, las oportunidades productivas potenciales están pobremente correlacionadas con el control sobre los recursos. Dada la heterogeneidad de los agricultores, diversas oportunidades de inversión surgen de las circunstancias individuales únicas de cada productor. Dadas indivisibilidades de la inversión y bajos niveles de ingreso, los ahorros pasados son frecuentemente insuficientes para poder aprovechar estas oportunidades. Por lo tanto, muchos productores con oportunidades de inversión atractivas no pueden financiarlas. El acceso al crédito resulta una precondition crucial para que muchos productores puedan aprovechar sus oportunidades de inversión. La fragmentación implica, a su vez, que otros productores con recursos más abundantes se ven forzados a invertirlos en actividades de bajos rendimientos, a veces incluso a tasas de rendimiento negativas en términos reales.

Cuando los productores carecen de acceso a los mercados de crédito se ven forzados al autofinanciamiento. Este, a su vez, lleva a una amplia dispersión de las tasas marginales de rendimiento y a graves ineficiencias sociales. Esta situación se representa en el Gráfico 1 para el caso de dos productores. En este gráfico, montos positivos de insumos variables ( $V_1$  y

Gráfico 1. Autofinanciamiento y el Impacto de un Préstamo



$V_2$ ) se miden en ambas direcciones desde el origen ( $0$ ). La oportunidad productiva de cada productor se representa por la correspondiente curva del valor del producto marginal de los insumos variables empleados ( $VPM_1$  y  $VPM_2$ ), la que a su vez se refleja en una tasa marginal de rendimiento medida en eje vertical. Se supone que rendimientos marginales decrecientes se presentan todo el tiempo.

Dadas sus disponibilidades iniciales de insumos variables ( $N_1$  y  $N_2$ ), el ingreso bruto de cada productor se representa por el área bajo la curva. Las diferencias en sus ingresos se explica en términos de sus diferentes oportunidades productivas y de sus diferentes disponibilidades iniciales ( $N_2 > N_1$ ). Para un mismo monto de insumos variables, la tasa marginal de rendimiento es mayor para el productor grande (representa-

tado en el cuadrante izquierdo), quien posee una mejor oportunidad productiva que el productor pequeño. La superioridad del productor grande, sin embargo, se supone que es relativamente mayor en lo que se refiere a su disponibilidad inicial de recursos que en términos de su oportunidad productiva. En consecuencia, bajo condiciones de autofinanciamiento la tasa marginal de rendimiento del productor grande será menor que la tasa marginal de rendimiento del productor pequeño (es decir, bajo autofinanciamiento  $r_2 < r_1$ ). Esta situación se da frecuentemente en las áreas rurales de los países en desarrollo.

Dadas estas diferencias en sus tasas marginales de rendimiento, ambos productores pueden aumentar su ingreso por medio de un préstamo directo, de tamaño  $L$ , desde el productor grande al pequeño, a una tasa de interés  $r^*$ . Luego de pagar el principal más el interés sobre el préstamo  $(1 + r^*)L$ , el productor pequeño habría aumentado su ingreso por el equivalente del área sombreada en el cuadrante derecho del Gráfico 1. Al mismo tiempo, el productor grande incrementaría su ingreso, por encima del que ganaba antes con su propia actividad productiva, por el equivalente del área sombreada en el cuadrante izquierdo del Gráfico 1. La dispersión en las tasas marginales de rendimiento, reflejo de una mala asignación social de los recursos, desaparece.

Si bien el ingreso de ambos productores aumenta con el préstamo, como resultado de la mejor asignación de los recursos, el ingreso del productor pequeño aumentará más si los rendimientos marginales de los insumos variables empleados por este productor disminuyen más rápidamente que los rendimientos marginales de los insumos variables usados por el productor grande. El supuesto de que los rendimientos marginales decrecientes se presentan más pronunciadamente en el caso de los pequeños que en el caso de los grandes productores es razonable, en vista de la menor disponibilidad de factores fijos y el acceso posiblemente menos favorable a la tecnología en el caso de los pequeños. Si este es el caso, el crédito no solamente mejora la asignación de los recursos, sino que también mejora la distribución del ingreso. Es decir, la ganancia neta para el productor pequeño será mayor que la

ganancia neta para el productor grande, tal y como se representa por las áreas sombreadas del Gráfico 1.

En resumen, diferencias en el ingreso entre productores se deben a diferencias en oportunidades productivas y a diferencias en disponibilidades iniciales de recursos. El acceso al crédito para la adquisición de insumos variables reduce las diferencias que se deben a la diversidad de las disponibilidades iniciales. El acceso al crédito para la inversión en capital físico y humano, a su vez, puede también ayudar a eliminar las diferencias en los ingresos que se deben a diferencias en las oportunidades productivas. En este contexto estático, por lo tanto, el acceso al crédito es crucial para generar ingresos mayores.

### Crédito y Crecimiento

En un contexto dinámico, el acceso al crédito aumenta la tasa de crecimiento a través del tiempo de la disponibilidad inicial de recursos del productor, o sea, de su riqueza. En cualquier período, el ingreso neto del productor ( $Y$ ) está dado por:

$$(1) Y = a(N + L) = iL$$

donde:

$a$ : tasa promedio de rendimiento de los insumos variables empleados,

$N$ : disponibilidad inicial del productor (su riqueza),

$L$ : tamaño de préstamo recibido,

$i$ : tasa de interés pagada por el préstamo.

Bajo el supuesto de que en cada período todo el ingreso neto se le agrega a la riqueza del productor, la tasa de creci-

miento ( $g$ ) de esta disponibilidad inicial a través del tiempo está dada por:

$$(2) \quad g = \frac{Y}{N} = \frac{a(N + L) - iL}{N} = a + R(a - i)$$

donde  $R = \frac{L}{N}$  es la razón de apalancamiento.<sup>1</sup>

Es decir, la tasa de crecimiento de la riqueza está directamente asociada con la tasa promedio y la tasa marginal de rendimiento de los insumos variables usados por el productor y con la razón de apalancamiento y está inversamente relacionada con la tasa de interés pagada por el préstamo. Estas tres variables, sin embargo, no son independientes. Aun cuando la tasa de interés pagada esté dada, la tasa promedio de rendimiento estará inversamente relacionada con la razón de apalancamiento cuando se den rendimientos marginales decrecientes. En cualquier caso, la tasa de crecimiento de la riqueza del productor aumentará conforme su acceso al crédito aumenta (es decir, el tamaño del préstamo  $L$  aumente), siempre y cuando la tasa marginal de rendimiento de los insumos variables empleados sea mayor que la tasa de interés pagada.<sup>2</sup>

1. Es decir, la medida en que se acumula deuda con respecto a la riqueza propia inicial de cada período (**leverage ratio**).

2. Si se toma el diferencial total de la expresión (2), el impacto sobre la tasa de crecimiento de la riqueza de un préstamo mayor estaría dado por:

$$\frac{dg}{dL} = \frac{\partial a}{\partial L} + R \frac{\partial a}{\partial L} + \frac{R}{N} (a - i) = \frac{N + L}{N} \frac{\partial a}{\partial L} + \frac{a - i}{N}$$

Sin embargo, la tasa marginal de rendimiento,  $r$ , es igual a:  
 $r = (N + L) \frac{\partial a}{\partial L} + a$

Por lo tanto:

$$\frac{dg}{dL} = \frac{r - i}{N}$$

El impacto que el acceso diferencial al crédito tiene sobre las tasas de crecimiento de la riqueza puede llevar a diferencias dramáticas en las disponibilidades futuras de recursos y, por lo tanto, en los niveles de ingreso que diferentes productores obtienen a través del tiempo. Supóngase que inicialmente dos productores, X y Z, poseen oportunidades productivas así como disponibilidades iniciales idénticas. Es decir:

(3)  $a_x = a_z = a(V)$ , para cualquier nivel dado de insumos variables que se usen, y

$N_x = N_z = N_0$ , en el período inicial 0.

Supóngase que durante cada período cada uno de estos dos productores le agrega a su disponibilidad inicial todo su ingreso neto. Supóngase que, mientras que el productor Z tiene acceso al crédito, el productor X no lo tiene. Las tasas de crecimiento de sus disponibilidades de recursos serán:

(4)  $g_x = a_x$

$g_z = a_z + R(a_z - i)$

Después de  $n$  períodos, la riqueza de estos dos productores será:

(5)  $N_x = (1 + g_x)^n N_0 = (1 + a_x)^n N_0$

$N_z = (1 + g_z)^n N_0 = [1 + a_z + R(a_z - i)]^n N_0$

Por lo tanto, después de  $n$  períodos, el tamaño relativo de sus disponibilidades de recursos ( $W$ ) será:

(6)  $W = \frac{[1 + a_z + R(a_z - i)]^n}{(1 + a_x)^n}$

Es decir,  $W$  indica cuántas veces la riqueza del productor

con acceso al crédito será mayor que la riqueza del productor sin acceso al crédito. Si en el período inicial  $W = 1$ , las diferencias que se presenten después de algún tiempo estarán directamente relacionadas con el número de períodos que hayan transcurrido ( $n$ ), con la diferencia entre las tasas de rendimiento promedio,  $a_x$  y  $a_z$ , con la razón de apalancamiento ( $R$ ), y con la tasa de interés pagada ( $i$ ). El Cuadro 1 ilustra el impacto de estas variables en  $W$ , bajo el supuesto de que la tasa de rendimiento promedio es constante.

Por ejemplo, dada una tasa de rendimiento promedio constante ( $a$ ) de 25 por ciento en términos reales, si cada año sólo uno de estos dos productores recibe un préstamo igual a

**Aumentos hipotéticos de la riqueza relativa de una empresa a través del tiempo bajo varios supuestos acerca de la tasa real de rendimiento, tasas de interés y razones de apalancamiento.**

a	r	R	W		
			n = 5	n = 10	n = 20
.25	.20	1	1.2	1.5	2.2
.25	.05	1	2.1	4.4	19.5
.25	.05	3	7.1	50.4	2,542.3
.25	-.10	3	21.1	444.8	197,859.3
.10	-.30	4	89.1	7,938.0	63,011,755.0

a: Tasa promedio de rendimiento, en términos reales.

r: Tasa de interés, en términos reales.

R: Razón de apalancamiento.

W: Riqueza relativa (Razón de la riqueza del deudor con respecto a la riqueza del no deudor).

n: Número de períodos.

tres veces su disponibilidad inicial de recursos, a una tasa de interés negativa ( $r$ ), de menos 10 por ciento en términos reales, mientras que el otro productor no tiene acceso al crédito, después de cinco años ( $n = 5$ ), la riqueza del primero será más de 21 veces mayor que la riqueza del último. Después de 20 años, la riqueza del que tuvo acceso al crédito sería casi 200,000 veces mayor que la riqueza del que no tuvo ese acceso.

Esta simulación ilustra la magnitud del impacto que el acceso diferenciado al crédito tiene sobre las tasas de crecimiento de la riqueza y sobre la distribución del ingreso. Diferencias en las tasas de crecimiento de la riqueza entre productores dependen de diferencias entre sus tasas promedio de rendimiento y las tasas de interés que pagan. Las diferencias más dramáticas, sin embargo, están directamente relacionadas con la razón de apalancamiento ( $R$ ). Es decir, el acceso al crédito, en comparación con la disponibilidad inicial de recursos del productor, es el determinante más importante de su nivel relativo de riqueza y de ingreso en el futuro. Por lo tanto, el acceso al crédito es un mecanismo clave para influir sobre la distribución de la riqueza a través del tiempo.

## **Naturaleza de las Políticas de Tasas de Interés**

Las tasas de interés que cobran las instituciones financieras formales han sido fijadas administrativamente, o limitadas por restricciones de usura en la mayoría de los países en desarrollo. Aun en presencia de tasas de inflación elevadas, estas tasas de interés han sido mantenidas a niveles nominales bajos. Como resultado, en términos reales muchas de estas tasas han sido negativas. Además, estas tasas no han reflejado los costos de oportunidad del poder de compra sobre recursos que se le han transferido a los deudores, no han igualado la oferta y la demanda de préstamos institucionales y no han cubierto los costos y riesgos asociados con prestarle a ciertas clases de deudores. Más importante aún, estas bajas tasas de interés han implicado la transferencia de un subsidio sustan-

cial a los relativamente pocos, y no tan pobres, beneficiarios de los préstamos.

No sólo se ha mantenido las tasas de interés a niveles bajos, sino que con frecuencia se ha establecido una estructura de tasas diferenciada e invertida. Es decir, los diferenciales entre las tasas de interés no han reflejado los costos y los riesgos asociados con prestarle a diferentes clases de deudores. Más bien, estos diferenciales han sido el resultado de los esfuerzos de los políticos para favorecer a ciertos sectores y actividades a expensas de otros. Típicamente, las clases de deudores que han sido favorecidas con tasas de interés preferenciales, como en el caso de los pequeños agricultores, están asociadas con los costos y los riesgos más elevados para los acreedores. De esta manera, estos han sido forzados a cobrar las tasas más bajas precisamente a aquellas clases de deudores a las que hubieran deseado cobrarle las tasas más altas. Como resultado de estas discrepancias, las clases de deudores que las autoridades deseaban favorecer han sido más bien perjudicadas.

Reformas financieras recientes en varios países han aumentado todas las tasas de interés menos las preferenciales, con lo que se ha ampliado todavía más los diferenciales existentes dentro de esta estructura invertida de tasas de interés y de esta manera se ha acentuado el racionamiento del crédito y la concentración de las carteras de préstamos. Por ejemplo, a mediados de la década de los años 70, mientras que las tasas de interés comerciales así como las que se pagaban sobre los bonos del gobierno alcanzaron 50 por ciento y más en Brasil, las tasas de interés que se podían cobrar sobre los préstamos agropecuarios se mantuvieron en 15 y 17 por ciento al año. De esta política resultaron ineficiencias en la asignación del crédito e inequidades en la distribución del ingreso sustanciales.

### **Naturaleza del Subsidio a Través de las Tasas de Interés**

Cuando las tasas de interés que se cobran sobre los préstamos no reflejan el costo de oportunidad social del poder de compra sobre recursos transferidos ni los costos sociales de

su desembolso, en tal transacción de crédito hay un subsidio implícito. Esto afecta la distribución del ingreso de dos maneras: directamente, debido al subsidio implícito, e indirectamente, debido a la influencia diferencial que las restricciones tienen sobre el acceso al crédito.

Supóngase, muy conservadoramente, que los costos sociales del préstamo representan, en términos reales, 10 por ciento al año. Si la tasa nominal de interés que se cobra es un 15 por ciento al año, pero la tasa de inflación es del 65 por ciento al año, entonces la tasa de interés cobrada, en términos reales es negativa e igual a menos 30 por ciento al año.<sup>3</sup> Si se debió haber cobrado una tasa positiva del 10 por ciento, mientras que se cobró efectivamente una tasa negativa del 30 por ciento, en esa transacción crediticia hay una tasa implícita de subsidio del 40 por ciento. Es decir, 40 céntimos de cada peso prestado representan una transferencia directa y gratuita de recursos, un regalo.

La magnitud de este subsidio puede ser sustancial. Supóngase que el volumen total de crédito agropecuario desembolsado por las instituciones formales de crédito represente un 60 por ciento del valor bruto del producto interno del sector agropecuario. En este caso, el monto total del subsidio, es decir, la transferencia efectuada sería equivalente al 24 por ciento del valor de este producto. Esta es una transferencia de recursos muy cuantiosa y tiene un fuerte impacto sobre la distribución del ingreso. En vista de que el subsidio implícito en el crédito otorgado por menos de su verdadero valor puede ser tan sustancial, no es sorprendente que las autoridades lo aprecien como un instrumento poderoso para redistribuir el ingreso. Desafortunadamente, este subsidio pocas veces llega a los pobres. Más bien, los intereses creados de los grupos que eventualmente capturan el subsidio originan

$$3. R = \frac{i - p}{i + p}$$

donde: r: tasa de interés en términos reales  
 i: tasa nominal de interés y  
 p: tasa de inflación

serios obstáculos políticos contra una reforma de las tasas de interés en los programas de crédito agropecuario.

La tesis principal de este ensayo es que el crédito, en general, y los subsidios a través de las tasas de interés, en particular, son un instrumento muy pobre para redistribuir el ingreso. El mecanismo es ineficiente, porque los mismos objetivos redistributivos se podrían lograr por otros medios con costos sociales mucho menores. Incluso como una solución sub-óptima el subsidio no se justifica, ya que es ineficaz; es decir, es intrínsecamente incapaz de lograr las metas redistributivas deseadas.<sup>4</sup> Además, para la mayor parte de las circunstancias que tienen algún significado empírico, es un instrumento perverso, ya que lleva a una redistribución "al revés", acentuando más bien la concentración de la riqueza, en vez de reducirla. Esto es así en vista de que, mientras que el impacto directo del subsidio es regresivo, su impacto indirecto restringe aun más el acceso al crédito institucional y concentra aún más las carteras de crédito de las instituciones reguladas en las manos de unos pocos grandes prestatarios.

### Impacto Directo del Subsidio

Para llegar a ser un beneficiario del subsidio a través de las tasas de interés, un productor debe primero convertirse en deudor institucional. El acceso al crédito barato, sin embargo, es muy restringido. Como consecuencia, una gran proporción del número total de productores queda excluido, **ad portas**, del subsidio. Aún más, el monto de esta transferencia gratuita es directamente proporcional al tamaño del préstamo recibido. Es decir:

$$(7) G = [r^* - r] L(W)$$

4. Se refiere a una medida (**second best**) que no logra el cumplimiento de todas las condiciones para un óptimo de Pareto.

donde: G: monto de la transferencia gratuita;  
L: tamaño del préstamo;  
W: riqueza del prestatario;  
 $r^*$ : costo de oportunidad social del poder de compra sobre recursos que se presta;  
r: la tasa de interés cobrada sobre el préstamo.

Es decir, entre más grande sea el préstamo, mayor es la transferencia gratuita. Además, como existe una elevada correlación entre la riqueza previa y el tamaño del préstamo recibido, entre más rico el deudor, mayor el regalo. Como resultado, los productores grandes tienen acceso a préstamos grandes y a los subsidios grandes que los acompañan. Los productores medianos tienen acceso a préstamos pequeños y a los subsidios pequeños asociados con ellos. Los productores pequeños han recibido pocos o ningún préstamo y así pocas o ninguna transferencia. Un resultado similar se da con respecto a la transferencia de ingreso implícita en la falta de pago del préstamo. Un deudor grande que no paga su préstamo recibe un regalo implícito mayor que un deudor pequeño que no paga. Usualmente los deudores grandes representan una proporción pequeña del número de clientes con problemas de pago, pero una proporción muy elevada de la cartera morosa.

Además, cuando la tasa de subsidio ( $r^* - r$ ) aumenta, los deudores grandes no racionados tienen acceso a préstamos más grandes que antes y la magnitud de sus transferencias aumenta más que proporcionalmente.<sup>5</sup> El tamaño de los préstamos otorgados a los deudores racionados, por otra parte, disminuye, mientras que la magnitud de sus transferencias gratuitas podría aumentar o disminuir, según la posición relativa de la curva de costo marginal para el intermediario cuando les presta a ellos.

Hay una manera adicional de como el crédito barato tiene un impacto desfavorable sobre la distribución del ingreso. Los recursos que se transfieren gratuitamente a los deudores privi-

5. Los deudores no racionados reciben préstamos del tamaño que demandan, mientras que los deudores racionados reciben préstamos más pequeños que los demandados. Véase González Vega en el tercer ensayo de este volumen.

legiados son recaudados a través de la explotación de los ahorrantes y, en particular, de los tenedores de activos financieros, por medio del impuesto inflacionario, que reduce el poder de compra de dichos activos. En la mayoría de los países en desarrollo, la distribución por tamaño de los deudores de las instituciones financieras es mucho más concentrada que la distribución por tamaño de los tenedores de títulos del sistema financiero. Como resultado, la mayoría de la población ha estado pagando un impuesto sustancial que, a su vez, ha sido empleado para financiar un subsidio del que disfrutaban unos pocos deudores privilegiados.

### **Impacto Indirecto del Subsidio**

Las restricciones a las tasas de interés también afectan la distribución del ingreso a través de su impacto diferencial sobre el acceso al crédito. La naturaleza de este impacto depende del comportamiento que las instituciones financieras adopten para racionar el crédito cuando se le impone límites a las tasas que pueden cobrar. La mayoría de los mecanismos de racionamiento probables que estas instituciones pueden adoptar tienden a redistribuir la cartera de préstamos en favor de ciertas clases de deudores (por ejemplo, los grandes, seguros y bien conocidos).

Para estos propósitos se puede clasificar a los productores en tres grupos, de acuerdo con la naturaleza de su acceso al crédito institucional: los deudores no racionados, es decir, aquellos productores que reciben todo el crédito que demandan a la tasa de interés que les cobran; los deudores racionados, es decir, aquellos productores a quienes les otorgan préstamos más pequeños de los que ellos demandan a la tasa de interés cobrada, de manera que quedan con un exceso de demanda por crédito institucional insatisfecho; y los deudores excluidos, es decir, aquellos deudores potenciales o clientes previos a quienes las instituciones ya no desean prestarle en vista de las restricciones a las tasas de interés.

En general, en el caso de las instituciones que tienen una estrategia de beneficios, si la tasa de interés máxima que se puede cobrar cubre los costos marginales de prestarle a un

deudor determinado, su demanda de crédito será satisfecha. Si, por otra parte, la tasa máxima de interés no cubre el costo marginal de prestarle, la institución reducirá el tamaño del préstamo otorgado, por debajo del tamaño del préstamo demandado, hasta que la tasa de interés y el costo marginal se igualen. Finalmente, si la tasa de interés máxima no cubre los costos variables promedio de otorgar el préstamo, las instituciones excluyen al deudor de su cartera.

Los costos de prestar tienden a ser particularmente elevados en los mercados financieros rurales. Hay una gran diversidad de productores rurales y la información requerida para seleccionar a los deudores, relacionada con su habilidad empresarial, su oportunidad productiva y su acceso a los recursos, tiene altos costos de recolección. Los riesgos son también particularmente altos, debido a la importancia de factores exógenos en la determinación del resultado de los esfuerzos de inversión y la capacidad de pago de un deudor es difícil de determinar. Aun si, *ex post*, los productores pequeños tienden a ser menos morosos que algunos de los productores grandes, es difícil para los acreedores escogerlos de entre esa masa heterogénea de campesinos.

Una de las consecuencias de estos elevados costos y riesgos de prestar es que los productores rurales, en general, y los pequeños agricultores, en particular, están entre las clases de deudores racionados. Cuando se imponen límites a las tasas de interés o los existentes son reducidos, los montos de crédito demandados por todas las clases de deudores aumenta. Sin embargo, de acuerdo con la **ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés**, sólo el tamaño de los préstamos otorgados a los deudores no racionados aumenta. En el caso de los deudores racionados, el tamaño de los préstamos disminuye, mientras que en determinadas circunstancias estos deudores son excluidos totalmente de las carteras de préstamos.

## Conclusiones

La conclusión más importante de este ensayo es que los límites a las tasas de interés redistribuyen las carteras de crédito de las instituciones financieras formales a favor de los

deudores no racionados y modifican el acceso que diferentes clases de deudores tienen al crédito. En vista de que el acceso al crédito es un determinante crucial de las diferencias en el crecimiento de la riqueza a través del tiempo, estos cambios en el tamaño de los préstamos tienen una influencia fuerte sobre la distribución del ingreso. Los deudores no racionados tienden a ser los productores más grandes e influyentes, mientras que las restricciones a las tasas de interés llevan a una concentración de las carteras de crédito en su favor.

Para un productor rural, uno de los aspectos más importantes de los mercados financieros es su grado de acceso al crédito. Irónicamente, las políticas que han intentado mantener el precio del crédito bajo de una manera artificial, al mismo tiempo han modificado el acceso de maneras no deseadas: estas políticas han mejorado el acceso de los productores grandes e influyentes, a la vez que han limitado, o completamente eliminado el acceso a las carteras de crédito por parte de los productores pequeños. Estas políticas no solamente han reducido la eficiencia con que se asignan los recursos en la economía, sino que también han reducido la viabilidad financiera de las instituciones de crédito y han contribuido a distribuciones de la riqueza y del ingreso más concentradas en las áreas rurales de los países en desarrollo. Es decir, han resultado en lo contrario de lo que la mayoría de los políticos y autoridades dicen que desean hacer.

## BIBLIOGRAFIA

- Adams, Dale W, Harlan Davis y Lee Bettis. "Is Inexpensive Credit a Bargain for Small Farmers? The Recent Brazilian Experience". **Inter-American Economic Affairs**. 26 (1972): 47-58.
- Araujo, Paulo F. Cidade de y Richard L. Meyer. "Política de Crédito Agrícola no Brasil: Objetivos e Resultados". **En Ensaio Sobre Política Agrícola Brasileira**. Editado por Alberto Veiga. Sao Paulo: Secretaría de Agricultura, 1979.
- González Vega, Claudio. "Small Farmer Credit in Costa Rica: the Juntas Rurales". In A.I.D. **Spring Review of Small Farmer Credit**. Vol. 2. Editado y publicado por la Agencia para el Desarrollo Internacional. Washington, D.C. 1973.
- . "On the Iron Law of Interest Rate Restrictions: Agricultural Credit Policies in Costa Rica and in other Less Developed Countries". Ph.D. Dissertation. Stanford University, 1976.
- . "Interest Rate Restrictions and Income Distribution". **American Journal of Agricultural Economics**. 59 (1977): 973-76.
- . "Interest Rate Restrictions and the Socially Optimum Allocation of Credit". **Savings and Development**. 4 (1980): 5-28.
- Ladman, Jerry R. y Ronald L. Tinnermeier. "A Model of the Political Economy of Agricultural Credit. The Case of Bolivia". **American Journal of Agricultural Economics**. 63 (1981): 66-72.
- McKinnon, Ronald I. **Money and Capital in Economic Development**. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1973. Publicado en Español por CEMLA.
- Shaw, Edward S. **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University Press, 1973.

**BIBLIOTECA MERCADOS FINANCIEROS**  
Centro de Estudios Monetarios y Bancarios (CEMYB)  
Ohio State University

1. GONZALEZ VEGA, Claudio. **Mercados Financieros y Desarrollo**. Primera edición, Junio 1986.
2. POYO, Jeffrey. **Los Bancos Agropecuarios y la Captación de Depósitos**. Primera edición, Junio 1986.
3. GONZALEZ VEGA, Claudio. **Mercados Financieros Rurales en América Latina**. Primera edición, Julio 1986.
4. DAUHAIJE, HIJO, Andrés. **Reforma Financiera en Pequeñas Economías Abiertas**. Primera edición, Julio 1986.
5. ZINSER, James Edward y GONZALEZ VEGA, Claudio. **Mercados Financieros y Distribución del Ingreso**. Primera edición, Octubre 1986.
6. MARTINEZ, Adriana; LEMBERT, Agueda; ZINSER, James; MARMOL, Nieves; PANIAGUA, Zunilda. **Mercados Financieros no Regulados**. Primera edición, Octubre 1986.

## COLECCION DE PUBLICACIONES DEL CEMYB

### **Serie Seminarios**

Las Instituciones Financieras y el Mercado de Valores en la República Dominicana. OPINIO ALVAREZ BETANCOURT, JULIO LLIBRE, GUSTAVO VOLMAR, JOSE MANUEL LOPEZ VALDES, ANTONIO RODRIGUEZ GOMEZ Y TEOFILO BARREIRO. Primera edición, Julio 1982.

La Banca Hipotecaria y La Banca de Desarrollo en la República Dominicana. ROBERTO E. LIZ CASTELLANO. Primera edición, Enero 1986.

La Reforma Financiera en la República Dominicana. OPINIO ALVAREZ BETANCOURT. Primera edición, Enero 1986.

### **Serie Conferencias**

Nuevos Mecanismos Financieros para Movilizar Recursos Internos por la Banca de Fomento: Experiencias y Perspectivas en la República Dominicana. FREDERICH E. BERGES. Primera edición, Noviembre 1979.

Políticas de Encaje Legal: La Experiencia de la República Dominicana. FERNANDO PERICHE VIDAL. Primera edición, Junio 1982.

Los Fondos de Desarrollo en la República Dominicana. RAFAEL BLANCO CANTO. Primera edición, Enero 1984.

Mercados de Capital: Desarrollo y Legislación en la República Dominicana. FREDERICH E. BERGES. Primera edición, Marzo 1984.

### **Serie Legal**

Las Sociedades Financieras de Desarrollo: Base legal y Normas Operativas en la República Dominicana. CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS Y BANCARIOS (CEMYB). Primera edición, Abril 1980.

Legislación Económica 1979. RAMON A. PIANTINI. Primera edición, Junio 1980.

Legislación Económica 1980. RAMON A. PIANTINI. Primera edición, Junio 1981.

Legislación Económica 1981. RAMON A. PIANTINI. Primera edición, Junio 1982.

Los Bancos de Desarrollo: Base Legal y Normas Operativas en la República Dominicana. CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS Y BANCARIOS (CEMYB). Segunda edición, Abril 1983.

Legislación Económica 1982. RAMON A. PIANTINI. Primera edición, Junio 1983.

Los Bancos Comerciales: Base Legal y Normas Operativas en la República Dominicana. CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS Y BANCARIOS (CEMYB). Primera edición, Agosto 1983.

Legislación Económica 1983. RAMON A. PIANTINI. Primera edición, Octubre 1984.

Legislación Económica 1984. RAMON A. PIANTINI. Primera edición, Octubre 1985.

Regimen de Encaje Legal de los Bancos Comerciales. CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS Y BANCARIOS. Primera edición. Octubre 1986.

Legislación Económica 1985. RAMON A. PIANTINI. Primera edición, Octubre 1986.

### **Serie Estudios**

Las Sociedades Financieras de Desarrollo en la República Dominicana. JULIO LLIBRE Y RAFAEL BLANCO CANTO. Primera edición, Abril 1980.

El Encaje Legal y el Redescuento como Instrumentos de Política Crediticia en América Latina. JULIO LLIBRE. Primera edición, Octubre 1981.

Incentivos Monetarios, Cambiarios y Fiscales en las Exportaciones no Tradicionales en la República Dominicana. JOSE MANUEL LOPEZ VALDES. Primera edición, Septiembre 1982.

La Depreciación del Peso Dominicano en el Mercado Paralelo de Divisas. JOSE ADALBERTO ARIAS. Primera edición, Febrero 1985.

Mercados Financieros y Desarrollo. CLAUDIO GONZALEZ VEGA. Primera edición, Junio 1986.

Los Bancos Agropecuarios y la Captación de Depósitos. JEFFREY POYO. Primera edición, Junio 1986.

Reforma Financiera en Pequeñas Economías Abiertas. ANDRES DAUHJRE. Primera edición, Julio 1986.

Mercados Financieros Rurales en América Latina. CLAUDIO GONZALEZ VEGA. Primera edición, Julio 1986.

Crédito y Seguro Agrícola, Incidencia en el Desarrollo Económico de la República Dominicana. FRANK A. TEJADA C. Primera edición, Agosto 1986.

Mercados Financieros y Distribución del Ingreso. JAMES EDWARD ZINSER Y CLAUDIO GONZALEZ VEGA. Primera edición, Octubre 1986.

Mercados Financieros no Regulados. ADRIANA MARTINEZ; AGUEDA LEMBERT; JAMES ZINSER; NIEVES MARMOL; ZUNILDA PANIAGUA. Primera edición, Octubre 1986.

#### **Serie General**

Conciencia. FREDERICH E. BERGES. Primera edición, Diciembre 1982.

Relaciones Bancarias. FREDERICH E. BERGES. Primera edición, Febrero 1983.

La Situación del Empleo en Samaná. DENNIS R. SIMO. Primera edición, Mayo 1983.

Comentarios Económicos. Tomo I. S. SALVADOR ORTIZ. Primera edición, Octubre 1984.

Comentarios Económicos. Tomo II. S. SALVADOR ORTIZ. Primera edición, Marzo 1985.

El Sector Privado y la Economía Dominicana. EDDY ENRIQUE LEYBA. Primera edición, Julio 1985.

Comentarios Económicos. Tomo III. S. SALVADOR ORTIZ. Primera edición, Julio 1985.

Manual — Programa de Visitas a los Clientes de un Banco. DENNIS R. SIMO. Primera edición, Octubre 1985.

El Sector Externo y la Economía Dominicana. EDUARDO GARCIA MICHEL. Primera edición, Octubre 1985.

Estas publicaciones pueden ser adquiridas mediante suscripción con el CEMYB, en la calle Arzobispo Meriño No. 213 (entre la calle El Conde y la calle Luperón), a los precios especiales establecidos en el Catálogo de Publicaciones del CEMYB o directamente en la Editora La Palabra en la calle Arzobispo Meriño No. 266.