

VERSION PRELIMINAR
MARZO DE 1984

F
RD
0241
e.2

EL PROGRAMA DE ESTABILIZACION DEL FMI
Y LA REFORMA FINANCIERA: EL CASO DOMINICANO*

ARTURO MARTINEZ MOYA
Director del Departamento de
Estudios Económicos del
Banco Central de la República Dominicana



(*) Las opiniones contenidas en el trabajo, son de la exclusiva responsabilidad del autor, las cuales no comprometen al Banco Central de la República Dominicana.

EL PROGRAMA DE ESTABILIZACION DEL FMI Y LA REFORMA
FINANCIERA: EL CASO DOMINICANO

* * *

I

La República Dominicana inició un proceso de ajuste en su economía a fines de 1982. Previo a ese período, y a pesar de las alzas en los precios del petróleo que afectaron severamente a las economías en desarrollo no exportadoras del combustible, la afluencia de crédito externo al país, así como la bonanza en los precios de varios de los productos principales de exportación experimentada durante esos años (azúcar en 1975 y 1981, café en 1977, 1978 y 1979, cacao en 1978 y 1979, oro en 1980 y 1981) hizo posible que se sostuvieran el crecimiento económico y las importaciones, así como la acumulación de déficits públicos, a niveles elevados. Por tanto, pocos fueron los ajustes emprendidos para orientar la demanda hacia la producción interna, para estimular la diversificación estabilizadora del sector exportador y para adecuar las tasas de interés, la tasa de cambio y los precios internos a la realidad del desequilibrio crónico de pago en nuestro sector externo.

Por el contrario, se siguió una política de fuertes controles de precio, de estímulos a un sector de sustitución de importaciones artificialmente sostenido a base de éstos,

...//

y una política fiscal y monetaria que favorecía al consumo. Algunos de los pocos pasos tomados en el camino hacia un reajuste económico en ese período fueron el de elevar la tarifa de energía eléctrica y el precio de la gasolina en consonancia con los precios del petróleo (1980-1981), la promulgación de la Ley de Incentivo a las Exportaciones no Tradicionales (1979), y la implantación de un sistema de cuotas para pagos de diversas importaciones con divisas del sistema oficial en 1980-1982 y de prohibiciones para otras.

En 1983, y como resultado de las nuevas cargas impositivas principalmente, los ingresos tributarios del Gobierno Central aumentaron en un 18% con respecto al año anterior, determinando que la carga tributaria (ingresos tributarios/PIB) aumentara a 9.1%, de 3.6% en 1982, tras de haber ido en descenso por varios años.

En ese año (1983) el sector externo registró un déficit en cuenta corriente similar al de 1982, de unos US\$ 449.0 millones, al mantenerse las exportaciones a los mismos niveles, en tanto las importaciones crecieron en 3.5%. De los productos exportados, sólo el ferróníquel mostró una gran expansión, del orden de 234% en su valor con respecto a 1982. Las demás partidas de exportación tra

... //

dicionales experimentaron descenso o se mantuvieron a los mismos niveles de 1982.

Pese a los esfuerzos de incentivo y dinamización de las exportaciones no tradicionales, como parte del plan de estabilización, estas disminuyeron en valor absoluto en 1983, continuando con tendencia a la baja iniciada en 1981. Se explica este fenómeno por los problemas de competitividad internacional que han enfrentado las exportaciones no tradicionales debido a que el elevado costo de los fletes desde el país, así como el costo del empaquetado de los principales productos agroindustriales dentro de este renglón, eliminan el beneficio a los exportadores, no obstante la tasa de cambio más favorable que el gobierno empezó a otorgarles bajo la Ley de Incentivo a las exportaciones.

Por su parte, el flujo de inversión extranjera al país fue positivo en 1983, en unos US\$33.6 millones, tras dos años en que se registrara una salida neta de capital extranjero privado. La deuda externa creció en 31.3% como consecuencia de la conversión en deuda de mediano plazo de los compromisos comerciales cuyo pago estaban en atraso por parte del Banco Central, lograda a través de la renegociación con la banca privada internacional.

... //

El déficit registrado en la balanza de pagos fue del orden de US\$154.2 millones, similar al año 1982, financiado básicamente con el crédito del FMI. El déficit acumulado de 1978 a 1983 asciende a US\$208.3 millones.

Los trasposos de importaciones realizado al mercado libre han determinado que en 1983 se estime en aproximadamente un 30% el monto transado a la tasa de cambio de este mercado, que en octubre de 1983 subió a RD\$1.7513/US\$, en diciembre de 1983 se cotizo en RD\$2.0000/US\$, de un valor promedio de RD\$1.4636/US\$ en 1982.

La previsión por parte del público de que la prima del dólar en el mercado libre seguiría subiendo paulatinamente a medida que continuaran los trasposos de mercancías sugeridos por el Fondo Monetario Internacional, dió origen a que en los meses de noviembre y diciembre la fuga de capitales se intensificara a niveles desproporcionados, empujando la prima del dólar a un valor injustificado, por lo que las autoridades monetarias anunciaron que intervenirían el mercado para "corregir esta distorsión producto de especulaciones desestabilizadoras". Se decidió crear una comisión de cotizaciones que fijaría semanalmente el precio de la divisa, aparte de que se estableció que sólo se concederían las divisas de este mercado

...//

para pagos de importaciones. El resultado de esta medida fue la formación de un mercado negro de divisas, con cotizaciones superiores a la del mercado paralelo regulado por el Banco Central, y que en este último mercado menguara la oferta de dólares considerablemente.

En el mes de enero de 1984 la situación se hizo insostenible, cotizándose el dólar en el mercado negro a más de RD\$3.60/US\$, en tanto las operaciones en el mercado libre se redujeron a un mínimo dada la escasez de oferta, hasta que a principios de febrero la Junta Monetaria decidió re^uversar la medida de regular la tasa del mercado libre, disponiendo la flotación del peso, y decidiendo que el Banco de Reservas, propiedad del Estado, interviniera en dicho mercado, inyectando divisas a fin de forzar el peso a re^ucobrar un menor valor estable.

Desde entonces, la tasa de cambio ha empezado a descender lentamente, desde RD\$3.60/US\$ a principios de febrero a RD\$2.73 el 1^a de marzo de 1984. Sin embargo es obvio, por el valor que presenta aún la tasa de cambio, que continúa la especulación masiva contra el peso y la gente prefiere los activos internacionales, líquido o en mercadería, o invierte su riqueza en bienes raíces.

Sin embargo, el alza experimentada en la tasa de cambio tuvo escasa repercusión sobre el comportamiento del índice de precios al consumidor, cerrando éste el año con un

incremento de 7.0% con respecto al cierre del año anterior, debido a la composición de la canasta familiar base, de bajo contenido importado, y debido a que la depreciación del peso en el mercado oficial empezó a acelerarse en los últimos dos meses del año transcurrido.

II

El Acuerdo de Facilidad Ampliada con el FMI tiene como objetivo cerrar las brechas del sector público, aumentando los ingresos y reduciendo los gastos corrientes, de la balanza de pagos, mejorando las exportaciones principalmente, los renglones no tradicionales, y mejorar la intermediación financiera propiciando aumento del ahorro. Los resultados del primer año, algunos de los cuales se comentaron, no presentan avance con relación a la situación que se desea corregir, quizás porque requería de esfuerzos superiores a los desplegados. Se puede apreciar que los datos finales de la economía en 1983, principalmente los relativos al crédito del Banco Central, los gastos corrientes del gobierno y las reservas internacionales, fueron muy diferentes a los topes fijados por el organismo internacional.

El incumplimiento y el aumento del tipo de cambio, debido este último a los efectos de la política económica y a la magnitud de las expectativas creadas, deben ser estudiados

...//

cuidadosamente. En lo que sigue, sin embargo, nos concentraremos en la búsqueda de una explicación rigurosa del movimiento de la prima en el mercado libre a fin de analizar su implicación en el mercado financiero, que también deberá ser objeto de reforma en los próximos meses.

Como no todos los bienes dominicanos están relacionados con el comercio internacional, al menos así lo suponemos, se puede decir que existen las siguientes dos categorías de bienes:

- 1.- Los que son comerciables internacionalmente, y
- 2.- Los que por su características no pueden ser comercializados en el exterior, tales como servicios de viviendas, por ejemplo.

Se asume también que el precio de estos últimos bienes es determinado por la interacción de la oferta y la demanda, y que el exceso de oferta o demanda es el desequilibrio que separa el precio pagado del que existiera en presencia de equilibrio de las dos fuerzas. El precio de los bienes comercializados internacionalmente lo define su cotización FOB, la tasa de cambio, los aranceles, los impuestos directos e indirectos y demás distorsiones.

Los bienes con capacidad para comercializarse en el exterior los vamos a clasificar a su vez en exportaciones (X), e importaciones (I). Los precios de las exportaciones re

lativos a los precios de las importaciones tanto a nivel internacional como local es el punto de partida que vamos a utilizar para derivar expresiones que sirvan de base a las explicaciones teóricas del fenómeno planteado más arriba. Con tal finalidad, procederemos con las siguientes definiciones:

P^* = Precio Internacional (en dólares) de las exportaciones.

P_I^* = Precio Internacional (en dólares) de las importaciones.

P_X = Precio doméstico (en pesos) de las exportaciones.

P_I = Precio doméstico (en pesos) de las importaciones.

P_N = Precio doméstico (en pesos) de los bienes no comerciales.

Los términos de intercambio definidos como el precio internacional de las exportaciones relativo al precio de las importaciones también a nivel internacional, pueden expresarse como sigue:

$$1. T^* = P_X^* / P_I^*$$

La diferencia entre esta expresión y la que se refiere a los términos de intercambio o precios relativos computados en moneda nacional (pesos), sería la tarifa, la tasa, los impuestos y los subsidios, existentes y que afectan las transacciones externas. Tomando en cuenta estos ajustes, definiremos los precios relativos en moneda local de la

siguiente manera:

$$2. T = T^* (1 - t_x) / (1 + t_I)$$

El precio, en pesos dominicanos, que recibe el exportador cuando vende azúcar, café, cacao, en el mercado internacional, por ejemplo, es el FOB menos los impuestos que paga, más el subsidio que recibe, de modo que t_x representa un promedio de los impuestos, tasa y aranceles que paga el exportador y el subsidio fiscal, cambiario y monetario que recibe. Se espera que el valor de t_x sea negativo pues en la economía dominicana ha existido un sesgo anti-exportador, aunque debe reconocerse que en los últimos meses los incentivos cambiarios han reducido esa distorsión. El precio que paga el importador, por su parte, es el CIF más los impuestos, tasas, aranceles, y otros cargos que afectan a los productos importados.

Por otra parte, la inflación doméstica (P), medida como un promedio ponderado de los bienes que genera la economía y los que importa, contenidos en una canasta rigurosamente seleccionada e investigado diariamente en los mercados, comedios, tiendas, y carnicerías, podría expresarse como sigue:

$$3. P = a P_x + b P_I + cPN$$

Se espera que las ponderaciones a, b y c sumen la unidad, correspondiendo el mayor valor al bien más importante (en términos relativos) en la canasta familiar. Esta defini-

ción permitiría entonces señalar que la tasa real de cambio de la economía dominicana depende de tres categorías de bienes (P_X , P_I y P_N), cuyos precios relativos están sujetos a variaciones por efecto de la política económica. De modo que una correcta definición de la tasa real de cambio sería aquella que tome en cuenta estos tres precios relativos, razón por la cual procederemos con la siguiente posibilidad:

$$4. e = P_I/P$$

La cual indica que la tasa real de cambio (e) en la economía dominicana es igual al precio de las importaciones relativo a la inflación doméstica.

Mientras mayor sea la participación del precio de las importaciones en el índice general, también lo será la tasa real de cambio. Aunque las variaciones de precio de los bienes importados no han sido captados en el índice de precio, por razones muestral, no cabe dudas de que por su condición de país pequeño y muy abierto al comercio exterior, esta definición de la tasa real de cambio es representativa.

Tomando en cuenta las definiciones en (3) y (4), se deriva la siguiente expresión para la tasa real de cambio (pesos/dólares) en la economía dominicana:

...//

$$e = \frac{P_I}{ap_x + bp_I + cPN}$$

de modo que, en conclusión:

$$5. e = \frac{1}{aT + b + cPn/P_I}$$

La tasa real de cambio está en función (inversa) de los precios (relativos) internos y de los precios de los bienes no comerciables con respecto al precio de los bienes importable. El peso (relativo) de ambas variables en la determinación de la tasa real de cambio depende de las ponderaciones que tengan en la canasta familiar los precios de los bienes exportables, importables y los que no se comercializan en el exterior. Si las autoridades aumentan los aranceles, los impuestos o las tasas que inciden sobre los bienes importables, y mantienen inalterables los impuestos y subsidios que afectan los bienes que se exportan, los términos de intercambio locales (T), esto es los precios relativos internos, se reducen, se deprecian, disminuyendo el poder de compra de los consumidores y su efecto global sería una reducción del precio relativo de los bienes no comerciables con respecto al precio de los bienes importados, debido al aumento en los aranceles, impuestos o tasas que afectan a estos últimos.

La reducción en los términos de intercambios locales origina un aumento en el valor de e, que no es otra cosa que

...//

una depreciación en la tasa real de cambio, indicativo de que se requieren más pesos para la adquisición de un dólar. Los precios relativos de los bienes no comerciables tienden a caer cuando T se reduce por efecto de la reducción en el poder de compra; la tasa real de cambio queda afectada por las variaciones en los precios relativos internos.

Bajo el argumento de que la presión fiscal (recaudación impositiva como un porcentaje del producto) en la economía dominicana era baja y no comparable con el promedio de los demás países latinoamericanos, fueron creados múltiples impuestos y cargas directas e indirectas, se prohibieron y se sometieron a cuotas importaciones de bienes. Al mismo tiempo se otorgaron incentivos fiscales y cambiarios a las exportaciones, principalmente a las no tradicionales, pero estos últimos no fueron suficientes para contrarrestar el aumento de las distorsiones por el lado de la demanda (las importaciones). El aumento de t_i fue mayor que el de t_x , y el resultado fue un deterioro en los términos de intercambios locales (T), y una fuerte reducción en la demanda de bienes en la clase media, la más numerosa e importante del país, como consecuencia de la reducción en el poder de compra.

La depreciación en la tasa real de cambio (aumento en el valor de e) en la economía dominicana, principalmente la

de enero de 1984, queda explicada en parte por el deterioro en los precios relativos locales, que es permanente mientras no se modifique la política comercial. Existe pues una depreciación real del peso dominicano. La parte no explicada que por la variabilidad de la tasa real de cambio en los meses de noviembre, diciembre, 1983, y el brinco de enero 1984, parece muy importante, podría ser el resultado de las expectativas creadas por el cambio de la política económica, de la incertidumbre en el mercado libre de divisa, todo lo cual se tradujo en una fuerte especulación.

III

Todas estas variables tienen implicaciones muy importantes en la reforma financiera que se deberá realizar y deben ser consideradas detenidamente, si es que efectivamente se desea mejorar la intermediación financiera y aumentar el ahorro doméstico. Se debe puntualizar que en la economía dominicana existe un mercado financiero segmentado, estimándose que el 50% de las operaciones se realizan en el mercado no organizado, que opera a la vista de las autoridades pero no está organizado.

La política comercial reciente, la que devaluó en términos reales el peso dominicano, tuvo sus efectos desfavorables para el proceso de intermediación financiera debido a que las tasas de interés en el mercado organizado

(activa y pasiva) se han mantenido fijas por muchos años, a diferencia de lo que ha pasado en el mercado informal donde se negocian ambas tasas. Durante noviembre, diciembre, 1983, y enero 1984, se retiraron grandes cantidades de depósitos de la banca comercial, principalmente, para transferirlos a las financieras no controladas y al mercado cambiario. En lo que sigue, estableceremos un vínculo entre la tasa de cambio real y las tasas de interés, a fin de derivar una expresión teórica que nos señala el sentido de la política financiera aconsejable en presencia de una alteración de los precios relativos internos.

Como se ha señalado anteriormente, en la economía dominicana la movilidad de capitales no tiene restricciones importantes por parte de las autoridades monetarias (el público puede cambiar, con relativa facilidad, dólar por peso y viceversa). Esto significa que la reforma financiera que se desea realizar, como parte integral del Plan de Estabilización, y que tiene como objetivo incentivar el ahorro nacional, debería garantizar un retorno real positivo para los inversionistas, tomando en cuenta la tasa de interés "Prime Rate" de los Estados Unidos o la Tasa Libor de Inglaterra, la tasa de devaluación del peso en el mercado libre de divisas y el costo de pasar de un activo a otro, si es el caso. La tasa de interés nominal esperada

sería, en consecuencia, la siguiente:

$$6. \quad i^e = i^* + d^e + C$$

donde:

i^e = Tasa de interés nominal (pasiva) esperada.

i^* = La tasa Prime de los Estados Unidos o el Libor de Inglaterra.

d^e = Tasa de devaluación esperada del peso en el mercado paralelo de divisas.

C = Costo de pasar pesos a dólares y viceversa.

La tasa de devaluación esperada en el mercado paralelo de divisas podría aproximarse con la tasa de devaluación actual (d) y el riesgo cambiario (k) que se percibe, de modo que la expresión (6) podría re-escribirse de la siguiente manera:

$$7. \quad i^e = i^* + d + k + C$$

El valor del coeficiente sería positivo si el inversionista (ahorrador) no tiene un buen conocimiento del sentido de las medidas de política económica, si en el país no existiera estabilidad política y consistencia entre los objetivos de la política económica, y si el sistema bancario no demostrara solidez. Sería indispensable, en consecuencia, que estas condiciones se cumplan para que el valor del coeficiente sea cero.

...//

En más de una investigación se ha demostrado que entre la variable k y la inflación interna existe una buena asociación. Mientras mayor es la inflación también lo es la variable k , propiciando aumento de la tasa de interés doméstica. Los hechos recientes en la economía dominicana parecen confirmar esta asociación, aunque la inflación computada no refleja mucho esta relación, por las razones expuestas más arriba, el público siente que la incertidumbre en el mercado cambiario ha provocado un aumento de precio muy superior a lo que afirman los números oficiales.

Sin embargo, esta estrecha relación podría crear problemas para las actividades económicas, porque podría afectar negativamente el flujo financiero de las empresas; en todo caso, al inversionista le interesa la tasa de interés real, la que se define como la tasa de interés nominal menos la inflación interna. Desde el punto de vista económico, la tasa de interés real verdaderamente importante es le ex-ante, que se define como la diferencia entre la tasa de interés nominal actual y la inflación esperada por el público; los agentes, cuando toman decisiones, consideran la inflación esperada y no la actual.

Por ejemplo, si el público espera que se produzca una fuerte devaluación o depreciación del peso en las semanas o meses por venir, con su actitud o intervención en el

...//

mercado provocaría en el corto plazo aumentos de la prima que se paga por el riesgo de pasar activos nacionales a activos internacionales, lo que a su vez haría subir también la tasa de interés nominal de corto plazo. Pero si transcurridas las semanas o meses para las cuales se crearon expectativas de devaluación monetaria, y contrariamente a lo esperado, no se produce la pérdida de valor del peso, es muy probable que la inflación resultante no sea tan alta como se esperaba debido, entre otras cosas, a que los precios de los insumos importados no se elevan en la magnitud pronosticada, por lo que se podría esperar un proceso de reducción de las tasas de interés nominal.

Con una relación tan estrecha entre el mercado financiero y el mercado cambiario, se debe pensar con mucho cuidado la política de tasa de interés aconsejable. No podría coexistir estable una tasa de cambio flotante con una tasa de interés controlada, independientemente del nivel en que esta última sea prefijada. La liberación de la tasa de interés, mientras se mantenga una tasa de cambio flotante, parecería lo más adecuado, porque el país sería más atractivo para los extranjeros y nacionales residentes en el exterior, como receptáculo de sus activos financieros; crearía un flujo de fondos que se cambiaría primero por pesos y, luego, por depósitos en el sistema bancario nacional. En presencia de un mayor flujo de fondos,

las tasas de interés tenderían a reducirse conduciendo probablemente a un aumento de la demanda agregada.

Mientras la tasa de cambio no sea fijada y controlada, en un nivel que sea representativa de la magnitud del mercado cambiario, las tasas de interés deberían reflejar los ajustes diarios que se producen en el mercado cambiario y la escasez real de recursos financieros.

Cuando se fije la tasa de cambio, también el nivel de las tasas de interés debería ser fijado y controlado.

Las tasas de interés (activos y pasivos) tienen límites (superior e inferior) que definen el arbitraje de capital. La tasa activa de interés nominal sería el costo de oportunidad, y la presencia del riesgo cambiario (k) con su adecuada compensación, es lo que verdaderamente define al inversionista a realizar o no el arbitraje.

Si el riesgo cambiario no existiera ($k = 0$), caso éste hipotético, el límite superior de la tasa activa sería la tasa de interés en el mercado internacional, la tasa de devaluación esperada y el costo de pasar pesos a dólares y viceversa. Si este límite supera la tasa de interés activa en el mercado internacional, la empresa o el individuo estarían en condiciones de endeudarse en el exterior para convertirlo en peso y depositarlo en el país. Esto último se lograría precisamente si el riesgo cambiario (k) es positivo, ya que la tasa de interés

nominal superaría al límite superior de la tasa de interés.

Un caso interesante de arbitraje es el de un inversionista que convierte pesos a dólares para depositarlo en el exterior con miras a que en un futuro, cuando considere que han desaparecido algunas circunstancias negativas, pasar nuevamente a pesos. La comparación la haría el inversionista con el límite inferior de la tasa de interés pasiva, que estaría representada por la tasa de interés pasiva en el mercado internacional, la tasa de devaluación actual del peso en el mercado libre de divisas y el costo de pasar de una moneda a otra. Si la tasa de interés pasiva doméstica está por debajo del límite inferior, el ahorrista no tendría incentivo para mantener sus activos en moneda nacional; en presencia del riesgo cambiario, la tasa de interés pasiva podría superar el límite inferior de la tasa de interés y el arbitraje no se produciría si el inversionista es compensado adecuadamente por la presencia de esa variable.

IV

El Plan de Estabilización que se aplica requiere que las tasas mínimas a fijarse, las cuales afectarían los depósitos de ahorros, a plazos y otros pasivos de las instituciones financieras nacionales, tomen en cuenta como se afirmó más arriba la inflación interna esperada por el ahorrista-inversionista, las tasas de interés en el ex-

terior y el ritmo de depreciación del peso dominicano frente al dólar de los Estados Unidos de Norte América en el mercado libre de divisas. Esta última variable definiría, con su variabilidad, el nivel de la tasa de interés, lo que posibilitaría que una buena parte de la presión recibida por el mercado cambiario sea compartida con el sector financiero.

Por otra parte, los mercados financieros dominicanos deberían ser integrados mediante una estructura homogénea de tasas de interés con el fin de evitar discrepancias no justificadas por razones de riesgo y de liquidez. La estructura que afecte los depósitos en el sector financiero debería también aplicarse a los adelantos y redescuentos del Banco Central, de modo que éstas deberían ser por lo menos igual a las tasas sobre los depósitos del sistema financiero a fin de reducir la excesiva presión existente sobre los recursos del Banco Central. Al mismo tiempo, se debería reducir el encaje requerido y evitar una expansión de la liquidez haciendo uso de los mecanismos de regulación de cartera, evitando la política selectiva del crédito.

Se sugiere, para flexibilizar las tasas de interés, relacionar la estructura completa (incluyendo las del Banco Central y las tasas preferenciales existentes en el FIDE

e INFRATUR) a una tasa básica que podría definirse como una tasa de corto plazo representativa. Aplicando el modelo comentado más arriba se podría llegar a esa tasa básica que tendría como característica principal su asociación con variables dinámicas tanto externas como internas. A continuación, se presenta una simulación de la tasa de interés nominal resultante (tasa básica), utilizando los datos mensuales de las variables del modelo correspondientes al 1983.



TASA DE INTERES NOMINAL
EN LA REPUBLICA DOMINICANA

Año-meses	Tasa de los certificados de depósito 180 días (E.E.U.U.)	Tasa de los Certificados de depósito en Euro-dóla- res 180 días	Tasa de devaluación del peso*	Riesgo financiero cambiario (Tasa de inflación como pro- xy)	Tasa interés nominal resultante	
					Certificados E.E.U.U.	Certificados Euro-dólares
1983						
Enero	8.44	9.26	3.8	7.61	19.85	20.67
Febrero	8.75	9.48	2.6	7.44	18.79	19.52
Marzo	8.79	9.45	1.1	6.99	16.88	17.54
Abril	8.70	9.48	0.9	6.79	16.33	17.17
Mayo	8.68	9.28	2.2	6.34	17.22	17.82
Junio	9.46	10.12	1.5	5.88	16.84	17.50
Julio	10.00	10.58	1.6	5.63	17.23	17.81
Agosto	10.10	10.84	2.4	5.43	17.93	18.67
Septiembre	9.54	10.13	1.8	5.22	16.56	17.15
Octubre	9.26	9.78	3.4	4.91	17.57	18.09
Noviembre	9.44	9.96	4.8	6.00	20.24	20.76
Diciembre	<u>9.82</u>	<u>10.44</u>	<u>1.6</u>	<u>7.00</u>	<u>18.42</u>	<u>19.04</u>
Promedio anual	<u>9.25</u>	<u>9.90</u>	<u>2.3</u>	<u>6.27</u>	<u>17.82</u>	<u>18.48</u>

* Definida como la tasa de crecimiento medio anual (12 meses) de la tasa de cambio en el mercado paralelo de divisas.

La reforma debería preservar el diferencial promedio existente entre las tasa activas y pasiva de modo que se garantice una ganancia suficiente para los intermediarios financieros, pero especificándose la diferencia entre la tasa de préstamos y la tasa básica. Los préstamos hipotecarios, por su parte, deberían ser garantizados con tasas de interés variables, y al mismo tiempo, acompañado de un programa para reforzar la posición de las instituciones financieras que tienen una cartera con tasas de interés fijas sobre préstamos a largo plazo.



INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR EN LOS E.E.U.U.

Meses	Base 1975 = 100		Base 1980 = 100	
	1980	1982	1982	1983
Enero	144.7	175.2	121.1	118.8
Febrero	146.7	175.8	119.8	118.8
Marzo	148.8	175.6	118.0	118.9
Abril	150.4	176.4	117.3	119.7
Mayo	151.9	178.1	117.2	120.4
Junio	153.6	180.3	117.4	120.8
Julio	153.7	181.3	118.0	121.3
Agosto	154.7	181.6	117.4	121.7
Septiembre	156.1	183.7	117.7	122.3
Octubre	157.5	184.0	116.8	122.6
Noviembre	158.9	184.5	116.1	123.2*
Diciembre	160.3	185.1	115.5	124.1*
Promedio E-D	<u>153.1</u>	<u>180.1</u>	<u>117.7</u>	<u>121.1</u>

FUENTE: Estadísticas Financieras Internacionales, 1982, 1983, 1984, F.M.I.

* Estimado

NOTA: El año 1982 con base 1975=100, se cambió a base 1980, para mantener la igualdad (base) con el año 1983.

TASA REAL DE INTERÉS SOBRE LOS CERTIFICADOS DE E.E.U.U. Y EURO-DOLARES

A 180 días

(ENERO-DICIEMBRE 1983)

1983	Tasa de interés nominal		Indice de precios		Tasa de crecimiento 1982-1983	Tasa de interés real certificados E.E.U.U.	Tasa de interés rea certificados Euro-dólares
	Certificados E.E.U.U.	Certificados Euro-dólares	al consumidor ^{1/} 1990=100 1982	1983			
Enero	19.85	20.67	121.1	118.8	-1.9	21.75	22.57
Febrero	18.79	19.52	119.8	118.8	-0.8	19.59	20.32
Marzo	16.88	17.54	118.0	113.9	0.8	16.08	16.74
Abril	16.33	17.17	117.3	119.7	2.0	14.33	15.17
Mayo	17.22	17.82	117.2	120.4	2.7	14.52	15.12
Junio	16.84	17.50	117.4	120.8	3.0	13.84	14.50
Julio	17.23	17.81	118.0	121.3	3.0	14.23	14.81
Agosto	17.93	18.67	117.4	121.7	3.7	14.23	14.97
Septiembre	16.56	17.15	117.7	122.3	3.9	12.66	13.25
Octubre	17.57	18.09	116.8	122.6	5.0	12.57	13.09
Noviembre	20.24	20.76	116.1	123.2*	6.1	14.14	14.66
Diciembre	18.42	19.04	115.5	124.1*	7.4	11.02	11.64
Promedio E-D	<u>17.81</u>	<u>18.47</u>	<u>117.7</u>	<u>121.1</u>	<u>2.9</u>	<u>14.91</u>	<u>15.57</u>

^{1/} FUENTE: Estadísticas Financieras Internacionales, 1982, 1983, 1984.

* Estimado

BHAGWATI, JAGDISH, The Theory and Practice of Commercial Policy; departures from unified exchange rates. (Princeton University, 1968).

BHAGWATI, JAGDISH, Non-Economic Objectives and The Efficiency Property of Trade, "Journal of Political Economy, 1968.

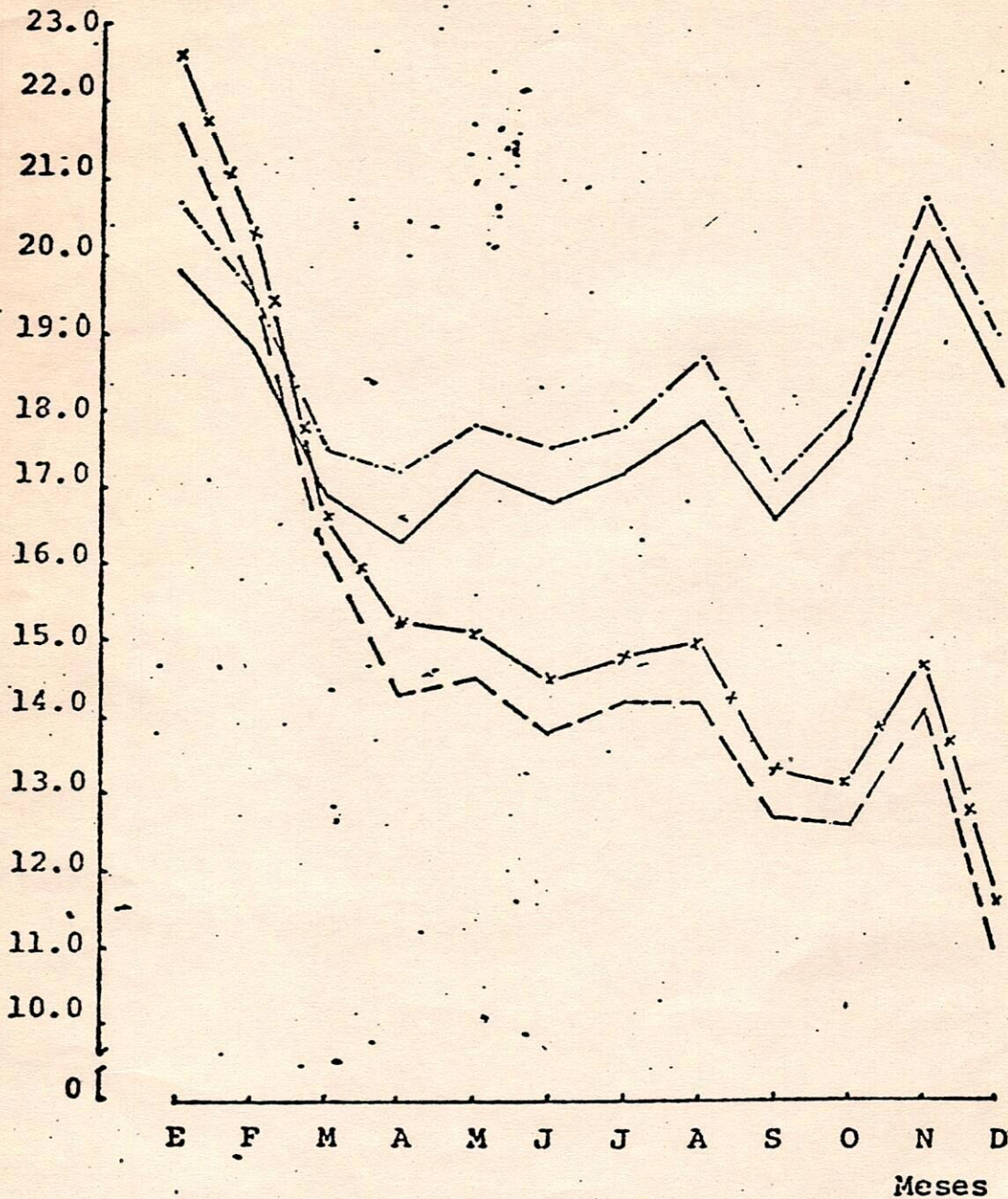
BRAGWATI, JAGDISH, and Rawaswani, Vangal K. "Domestic Distortions, Tariffs and The Theory of Optimum Subsidy" Journal of Political Economy, Vol. 71 (February 1963), P.P 44-50.

Graham Frank D. Protective Tariffs (New York. Harper & Brothers, 1934).



TASA DE INTERES NOMINAL Y REAL SOBRE LOS
 CERTIFICADOS DE DEPOSITOS EN LOS E.E.U.U. Y
 EURO-DOLARES

Tasa de
 interés
 (%)



1. Tasa de interés nominal Certificados en E.E.U.U. —————
2. Tasa de interés nominal Certificados Euro-dólares - - - - -
3. Tasa de interés real Certificados en E.E.U.U. ————
4. Tasa de interés real Certificados en Euro-dólares -x-x-x-