

## STOCKS Y MERCADO DE CAPITALES

Enrique Goldfarb S.

## 1. INTRODUCCION

Este trabajo pretende indagar sobre la incidencia del mercado de capitales en la formación de stocks.

Respondió a una inquietud suscitada en el acontecer económico de Chile durante 1974, en que en un marco inflacionario de fuertes proporciones, se observó una caída en la demanda por productos industriales y una tendencia a la acumulación de stocks. Paralelamente, predominó por parte del Banco Central la fijación de una tasa de interés máxima del crédito bancario inferior a las expectativas inflacionarias, a la vez que el mercado de capitales no bancario, en creciente desarrollo, ofrecía alternativas de tasas de interés positivas en términos reales, tanto para los ahorros como para los créditos.

La primera parte del trabajo es de contenido general, e ilustra el análisis de costo-beneficio implícito en la formación de stocks.

La segunda parte analiza la situación chilena, donde se descarta el subsidio de la tasa de interés bancario como factor de incentivo en la formación de stocks, dado que el desarrollo del mercado de capitales permite imputar con propiedad, un costo de oportunidad del crédito superior al costo contable y más cercano al precio sombra del capital.

Parece conveniente exponer de antemano una nota aclaratoria. La formación de stocks es pertinente en la planificación de producción de las empresas, que por propia naturaleza, tiende a abarcar períodos de mediano y largo más que de corto plazo. Así, las empresas ajustan sus factores de producción, trabajo, insumos y tamaño de planta a un horizonte de tiempo relativamente amplio y en función de un cierto mercado.

De esta manera, los stocks cumplen la función de acomodar la disponibilidad de bienes a oscilaciones de la demanda en torno al promedio esperado.

Vale decir, en el corto plazo, los factores de producción tienden a ser fijos, el volumen de producción a estar dado y la decisión que debe tomarse es cuando vender, más bien que cuanto producir.

Si se presenta una contracción de la demanda, ésta pasa a ser un factor para acumular stocks, pero no es el único que contribuye a su determinación.

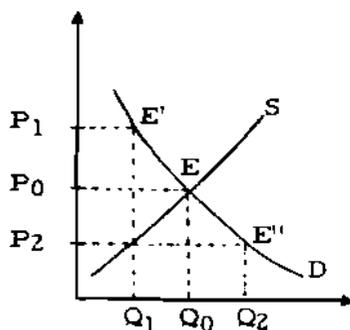
El bajar los precios (o reajustarlos a una tasa inferior a la histórica), puede inducir una cierta rentabilidad que puesta en el mercado de capitales, reditúa un beneficio superior a mantener los precios altos y esperar una nueva expansión de la demanda.

Este último tipo de relaciones es el que pasa a ser desarrollado a continuación.

## 2. CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS STOCKS

### 2.1. Acumulación de stocks y tasa de interés

El funcionamiento de una economía de mercado, con estabilidad de precios o expectativas inflacionarias constantes, se ajusta en forma más fidedigna a lo que se espera de los análisis tradicionales de oferta y demanda.



Si los productores en algún momento estuvieran pidiendo precios superiores al de equilibrio, ello se reflejaría en el mercado, de dos maneras, con las consiguientes medidas correctivas:

Podría ser que la producción efectiva a nivel de firmas fuera la correspondiente a la que se manifiesta en el mercado como  $Q_1$ . Los productores estarían percibiendo ganancias monopólicas, vale decir, precios superiores a su costo marginal. De existir libre competencia, todas y cada una de las firmas se verían inducidas a producir más, lo que se manifestaría en el mercado en una caída en el precio, acercándolo a  $P_0$ .

La segunda posibilidad, es que las firmas produzcan el equivalente a  $Q_2$ , resultando la formación indeseada de stocks. Con estabilidad de precios, tanto absolutos como relativos, el mantener stocks impone un costo de capital, por lo menos igual a la tasa de interés, sin ninguna contrapartida en el deseo de demandarlos efectivamente. Nuevamente, se tendería al precio de equilibrio.

Distinto es el caso de productos almacenables para los cuales se prevé una escasez en un período cercano, ya sea por razones de oferta o demanda. Un productor racional (o indirectamente, los especuladores) contraerá la oferta para poder vender posteriormente a un precio más alto. Si esto es propio de un productor aislado, contraerá sus ventas y ganará la diferencia entre el aumento de precios y la tasa de interés por unidad de producto almacenado.

Si existiese una percepción ampliamente difundida de lo que acontecerá en el futuro, ya sea entre los diferentes productores o especuladores, esta acción se notará en el mercado, la oferta del período presente se contraerá, por el incremento de los stocks, subiendo el precio y la oferta futura aumentará, reversando la tendencia de los precios. Este proceso encontrará su equilibrio cuando el aumento esperado de precios se iguale a la tasa de interés y reflejará una asignación eficiente de recursos, en la medida que la tasa de interés no esté distorsionada.<sup>1</sup>

Esta es una decisión eficiente por cuanto, si la tasa de interés no está distorsionada, junto con reflejar la productividad marginal del capital, señala la razón marginal de sustitución entre bienes futuros y bienes presentes de la comunidad, vale decir, cuanto se está dispuesto a pagar por consumir hoy en vez de mañana.

Piénsese en el caso de alzas de precios anticipadas por escasez del producto; si estas expectativas fueran del 30 por ciento en circunstancias de tener una tasa de interés real del 10 por ciento, implicaría que la comunidad tendría que pagar por un mayor consumo presente más de lo que sus preferencias indican.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Esto es poco frecuente. Falta de competencia, controles institucionales e impuestos tienden a distanciar la tasa de interés de mercado del precio sombra de los recursos prestables.

<sup>2</sup> Por consumir 1 escudo hoy y no mañana, la gente está dispuesta a pagar 10 centésimos. En el producto en cuestión, se debe pagar 30 centésimos por ese mayor consumo presente.

Esto se manifiesta en el mercado a través de expectativas de ganancias especulativas; sustraer de las ventas de hoy para vender más en el futuro, dará una ganancia equivalente a la diferencial de precios menos la tasa de interés que hay que pagar, ya sea para conseguir el crédito para financiar los gastos de operación o de adquisición, o como costo de oportunidad de fondos propios si los gastos anteriores fueran financiados sin recurrir al crédito.

Sin embargo, estas decisiones tienden a acomodar el consumo en una forma socialmente óptima, por cuanto la valoración del consumidor de las primeras unidades sustraídas hoy es menor que la valoración de las unidades añadidas al consumo de mañana.

Si se lograra el ajuste completamente, y este no es otro que el igualar el alza de precios a la tasa de interés, implicará que el mayor precio que los consumidores paguen mañana por el producto es igual al que están dispuestos a pagar por consumir hoy en vez de mañana.

El punto crucial del análisis anterior, reside en la representatividad de la tasa de interés como indicador real de preferencias intertemporales.

## 2.2. La evaluación costo-beneficio de mantener stocks

Un análisis de esta naturaleza tiende a separar las decisiones de producción con las decisiones de venta en un período determinado. Refleja fielmente las decisiones de vender o almacenar un bien ya producido y es una parte de un problema más complejo cuando las decisiones de nivel de producción mismas son una variable.

Sin embargo, en este último caso, también es lícito separar producción por período y ventas por período. Supóngase el caso de un productor que anticipa un aumento en la demanda de corto plazo de un bien almacenable; si se acomodara

separadamente a cada período, la producción debería incurrir en costos marginales altos en el futuro y relativamente bajos en el presente; si acomoda su producción a un ritmo intermedio y acumula hoy para vender mañana, ahorrará en costos de producción y, en consecuencia, la equivalencia entre producción y ventas se logrará en un plazo mediano más bien que en plazos cortos.

Cuando la decisión que se está considerando es la de acumular stocks, dado un nivel de producción,<sup>3</sup> el análisis de los costos pierde relevancia por cuanto se transforma en un costo histórico. Se trata simplemente de conseguir el mejor precio posible o de obtener la máxima cuasi renta.

Si el vender hoy "u" unidades a un precio  $P_t$  permite obtener en el mercado de capitales  $P_t \cdot u (1+r)$ ,<sup>4</sup> la renta que se obtendría almacenando el bien y vendiéndolo en el futuro depararía ingresos de  $P_t u (1+F)$ , donde  $F$  es el alza porcentual de precios esperada en el producto.

Luego, si el bien ya producido se almacenara o vendiera, depende de si  $P_t \cdot u (1+F)$  es mayor o menor que  $P_t \cdot u (1+r)$ . Dado que tanto el precio presente como las unidades de producción

<sup>3</sup>Supuesto que es más relevante en la medida que menor sea el plazo considerado. Tal como se mencionara en la introducción, en el corto plazo todos los factores tienden a ser fijos.

<sup>4</sup>O el capital e intereses del crédito para financiar los gastos de producción. El primero es un costo de oportunidad y el segundo un costo efectivo, pero ambos de igual magnitud. En efecto, la conclusión es similar si se toma un costo de operación promedio  $ct$  que es financiado a través del mercado de capitales. Cabría ver si la ganancia de acumular stocks, medida como

$$P_t (1+F) - ct (1+r),$$

es superior a las utilidades de hoy multiplicadas a través del mercado de capitales

$$(P_t - ct) (1+r).$$

En este caso también, la decisión de acumular o no stocks depende si

$$F \geq r.$$

son elementos comunes en ambas alternativas, la decisión de almacenar stocks sólo dependerá de si  $F > r$ , o si el alza esperada de los precios es mayor que la tasa de interés.

Si se trata de un productor individual, esto significa que no venderá nada en el presente y todo en el futuro.

Si esto es percibido por un monopolista o por el conjunto de oferentes, la decisión de acumular stocks se notará en el mercado ya que el precio presente irá subiendo, y la mayor oferta futura implicará un precio futuro menor.

En este caso, el alza del precio presente y la caída del futuro irá llevando  $F$  a igualarse a la tasa de interés.

En el caso del monopolista, el nivel de stocks a alcanzar será residual más que premeditado. En equilibrio, el precio presente a que estará dispuesto a vender deberá igualar el precio futuro descontado a la tasa de interés; en este caso el exceso de oferta a ese determinado precio constituye el nivel de stocks del período.

Esta relación del precio presente y futuro se desprende de la misma condición de equilibrio.

Si  $F = r$  , implica que

$$\frac{P'(t+1) - P'(t)}{P'(t)} = r$$

$$\frac{P'(t+1)}{1+r} = P'(t)$$

### 2.3. Expectativas de inflación y tasa de interés

Si existe un desequilibrio persistente en el sector monetario, que llevara a inflaciones anticipadas, es necesario considerar el rol que juegan las expectativas inflacionarias en la decisión relativa a los stocks.

El alza esperada de precios se puede descomponer en dos factores: uno, de tendencia general de los precios, o tendencia inflacionaria y otro de cambios relativos en los precios, vale decir,  $F = F_1 + F_2$ , donde  $F_1$  es la tasa de inflación anticipada entre los dos períodos y  $F_2$ , el cambio relativo del precio del bien en relación al promedio.  $F_2$  puede ser positivo o negativo y dependerá no sólo de cambios en las condiciones de oferta y demanda sino que también de la flexibilidad de ajuste de la actividad respecto de la inflación.

En estos términos, la decisión de acumular stocks lleva a comparar  $F_1 + F_2$  con la tasa de interés nominal ( $i$ ), o  $F_1 + F_2 > i$ .

Si la tasa de interés incorpora las expectativas inflacionarias y si éstas coinciden con las del productor, la distorsión inflacionaria se corrige por sí misma y se acumularán stocks sólo en la medida que los cambios en los precios relativos superen a la tasa de interés real.

$$F_1 + F_2 > r + F_1$$

$$\text{ó} \quad F_2 > r$$

#### 2.4. Posibilidad de tasas reales negativas

Si el mercado de capitales es suficientemente libre y no distorsionado, la tasa de interés tenderá a reflejar la composición del gasto en el tiempo deseado por la comunidad, como asimismo la productividad marginal del capital.

Esto deja fuera de consideración la posibilidad de tasas reales de interés negativas, aquéllas cuyo interés nominal se sitúa por debajo de la inflación esperada. Tasas reales de interés negativas pueden existir aun en mercados libres, pero es un caso muy particular y más bien "raro" de la teoría económica.

Para que esto fuera posible, la producción nacional debiera ser estrictamente perecible, es decir, no almacenable. Si a los ahorrantes se les pagara un interés negativo, ello indicaría que en términos reales no se le devuelve ni siquiera el capital, y, en consecuencia, consumirán en el futuro menos que el consumo presente sacrificado. Sin embargo, y a no ser que el producto sea perecible, ellos pueden transar por sí mismos, al menos en relación de una unidad de hoy a una unidad mañana, simplemente almacenando el producto; vale decir, la mínima tasa de interés por los ahorros sería cero.<sup>5</sup>

Si el producto (nacional) es perecible, tampoco es una condición suficiente. Si existiera, por ejemplo, un flujo de producción constante en el tiempo, las preferencias medias de consumo intertemporal pueden ser tales que a una tasa de interés cero o positiva, se induzca a consumir toda la producción.

Si, por el contrario, las preferencias de consumo de la comunidad se inclinaran hacia el futuro y el flujo de producción (nacional y perecible) no pudiera satisfacer estos anhelos, la tasa de interés debe bajar (e incluso ser negativa) para desalentar el consumo futuro y motivar el consumo presente, ajustando así las posibilidades productivas a los deseos intertemporales de consumo.

Si se supone que las preferencias de consumo se inclinan hacia el presente o, a lo más, son neutrales, entonces el producto nacional no sólo debe ser perecible sino que además debe anticiparse una disminución del stock de factores o una regresión tecnológica para que sea posible la existencia de una tasa real de interés negativa.

---

<sup>5</sup>En la medida que los costos de almacenamiento tiendan a cero.

### 3. ALGUNAS CONSIDERACIONES ESPECIFICAS AL CASO CHILENO

#### 3. 1. El sistema bancario como único agente del mercado de capitales formal

En el caso de Chile, ninguna de las condiciones que harían posible un interés real negativo se ha hecho presente, y sin embargo es cita común que "la tasa de interés se ha mantenido en múltiples períodos, negativa en términos reales".

Lo que se ha querido decir es que la tasa máxima de interés por los créditos bancarios, fijada por el Banco Central, ha estado por debajo de las expectativas inflacionarias.

A esto se han sumado factores institucionales que no han permitido el establecimiento de un mercado de capitales amplio, por lo que se mantuvo casi cerrado un importante canal de ahorros y créditos.

Vale decir, lo que ha sucedido es que con una tasa de interés (real) positiva, la tasa de interés bancaria (real) ha sido negativa. Las tasas bancarias negativas se hacen posibles por el mecanismo redistributivo de ingresos de los demandantes de saldos monetarios en forma de cuentas corrientes a los usuarios del crédito, el que se facilita por el control legal de la tasa de interés.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Además de la redistribución de ingresos hacia las entidades bancarias facilitada por la prohibición de pagar intereses sobre depósitos a la vista. Si se supone una tasa de encaje de 60 por ciento, por ejemplo, y un costo de operación de 5 por ciento por saldo de depósito a la vista, un banco ganará utilidades cobrando un interés por sus créditos superiores a 12,5 por ciento. Si la tasa de interés máxima fuera de 18 por ciento, con una inflación de 24 por ciento, la transferencia de ingresos por cada 100 escudos de depósitos anuales sería de 24 escudos menos los gastos de operación (supuestamente, el costo de la cuenta corriente), es decir, 19 escudos. De estos 19 escudos, 14,4 son transferidos al fisco (a través del encaje), 2,2 escudos al banco y 2,4 escudos a los usuarios del crédito.

La captación de depósitos a plazos también ha estado regida por tasas máximas de interés que no han logrado incorporar adecuadamente las expectativas inflacionarias y han constituido otro factor de redistribución de ingresos.

Sin embargo, si los canales bancarios no premian adecuadamente el ahorro, los ahorrantes buscarán otras fuentes a que destinar sus fondos.

Estos usos pueden ser compras en el mercado negro de divisas, si el mercado bancario no estuviera liberalizado, no usar intermediarios en el proceso de ahorro-inversión, vale decir, ahorrar en bienes durables y facilitar el proceso a través de cooperativas, o directamente aumentar el consumo.

El retorno de estos ahorros, medido aproximadamente debe ser a lo menos cero en términos reales.

Pero dado que los saldos monetarios prestan utilidad por sí mismos, como medio de cambio, la gente los demandará aun cuando el nivel real demandado disminuirá en presencia de inflación en la medida que estos recursos deban sobrellevar el costo de oportunidad de mantenerlos sin otro tipo de compensaciones adicionales.

Así, tiende a reducirse la base de los créditos susceptibles de ser concedidos por los bancos, a la vez que se expanden las peticiones de los mismos dado que tan sólo almacenando un bien, se ganaría la diferencial de la inflación y el costo del crédito. De este modo, se crea un exceso de demanda por crédito que debe ser racionado y aquel que lo consigue pasa a ser un "afortunado".

Si el mercado de capitales permanece reducido solamente a un sistema bancario incapacitado para captar significativos volúmenes de ahorro, parece adecuado suponer como la alternativa abierta más próxima la adquisición de un bien que se valorice en términos de la inflación.

En este caso, el costo de formar stocks se puede representar como la capitalización del dinero si vende hoy, a través de adquirir un bien que se valorice en términos de la inflación, o bien, el costo del crédito bancario para financiar los stocks más el sobreprecio que obtendría si destinara el crédito a la compra de bienes con valorización acorde a la inflación, menos la tasa de interés bancaria.

Dichas alternativas significan en el primer caso:

$$\frac{Pt(1+F)}{\text{beneficio del stock}} > \frac{Pt(1+F_1)}{\text{costo del stock}}, \quad \text{ó} \quad F > F_1,$$

donde  $F$ , es el alza de precios esperada por el producto y  $F_1$  la tasa de inflación; y, en el segundo caso,

$$\frac{Pt(1+F)}{\text{beneficio del stock}} > \frac{Pt(1+i_b) + Pt \cdot (F_1 - i_b)}{\text{costo del stock}},^7$$

donde  $i_b$  = tasa de interés bancaria

o sea,  $Pt(1+F) > Pt(1+F_1)$

ó  $F > F_1$

Es decir, la decisión de acumular stocks de un determinado producto es independiente de la tasa de interés bancaria,

<sup>7</sup> El costo de acumular stocks puede ser analizado también de la siguiente manera:

- a) el costo de financiar por crédito los atocks =  $ct(1+i_b)$
  - b) la diferencial de intereses sobre el crédito =  $ct(F_1 - i_b)$
  - c) la capitalización de las utilidades a través de la inflación =  $(Pt - ct)(1+F_1)$
- Todo este factor se reduce a  $Pt(1+F_1)$

en los tramos que ésta es negativa en términos reales.<sup>8</sup>

Lo particular de esta situación es que cuando la valorización esperada del producto es menor que la tasa esperada de inflación y, en consecuencia, no convenga acumular stocks del bien, puede inducir a orientar el crédito a acumular stocks de otros bienes.

Cuando el crédito se orienta a financiar stocks de bienes con valorización igual a la tasa de inflación, la comunidad no recibe retorno neto alguno (a diferencia de la situación en que se acumula stocks de bienes en los que se espera alzas superiores a la tasa de inflación).

Dado que deben haber otras actividades con algún retorno positivo, los fondos no fluyen hacia ellas por problemas de comunicación, y el eliminar este defecto es la principal virtud de un mercado de capitales, tal como se verá en la sección siguiente.

### 3.2. El sistema bancario y otras instituciones financieras como agentes del mercado de capitales formal

Desde 1973 comenzó a desarrollarse el mercado de capitales en Chile, de tal forma que junto al sistema bancario se amplió el SINAP y se crearon otras instituciones financieras con relativa flexibilidad para determinar condiciones financieras de los ahorros y los créditos.

Este es, aparentemente, un caso intermedio entre mercado de capitales con inflación y tasas libres de interés, y

<sup>8</sup> La tasa de interés bancaria puede afectar la demanda de créditos y a través de ello la expansión monetaria y por ende la inflación, en la medida que moviera valores reales positivos pues así solamente se puede discriminar en contra de actividades que sólo persiguen almacenar bienes sin incorporar valor agregado real alguno.

aquel recién considerado de un mercado de capitales consistente solamente en el sistema bancario.

En mayo de 1974, se fijó una tasa máxima de interés por los créditos de 200 por ciento anual, en circunstancias que el acontecer inflacionario indicaba expectativas inflacionarias no inferiores, en ningún caso, al 300 por ciento.

Prácticamente, durante la mayor parte del año la principal fuente de recursos del sistema bancario consistió en recursos a la vista ya que un sector importante del mercado de capitales ofrecía tasas de interés reales positivas (el SINAP) y el resto de las financieras no bancarias comenzó a elevar gradualmente las tasas nominales para acercarlas a las de las asociaciones de ahorro y préstamo, de tal manera que estas últimas instituciones captaron el grueso de los depósitos de mayor plazo.

Aun cuando se presenta un sistema bancario otorgando créditos más baratos que el resto del mercado de capitales, esto es suficiente como para mejorar la asignación de recursos de la economía, elevando el costo de oportunidad de mantener stocks e incentivando el flujo de créditos hacia aquellos sectores que aseguran retornos reales positivos.

La condición necesaria para que esto signifique un mejoramiento en la asignación de recursos es que las tasas prevalentes en el resto del mercado de capitales sean de equilibrio, en el sentido de que el financiamiento de los intereses a los ahorrantes esté siendo llevado a cabo efectivamente por inversionistas.

Si el financiamiento fuera sobrellevado por el Estado, por ejemplo, a través de una tasa de interés de sustentación tal que la demanda de fondos sea inferior a la oferta de ahorros, se presentarán ineficiencias por cuanto una porción de los intereses de los ahorros no encontrarán financiamiento por el lado de la inversión y deberán ser cubiertos con impuestos.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> El caso de los "excesos de caja" del SINAP.

La evaluación de costo-beneficio llevada a cabo por un productor con acceso al crédito bancario, sería como se expone a continuación.

La ganancia de acumular stocks está dada por la diferencia entre la valorización esperada del precio en el futuro con los costos de mantener los stocks.

Dado que a tasas reales bancarias negativas se crean excesos de demanda por crédito bancario, lo más probable es que el costo de mantener stocks sólo pueda ser financiado en parte por la vía de los bancos y, en consecuencia, el tener una tasa bancaria real negativa sólo significa abaratar el costo promedio de fondos.<sup>10</sup>

La diferencia entre retorno prevaleciente en el mercado de capitales y el costo promedio de fondos, daría un retorno excedente o costo de oportunidad del crédito que se suma al costo financiero de mantener los stocks.

En consecuencia, se acumularán stocks en la medida que la valorización en el futuro del producto =  $P_t(1+F)$ , sea superior al costo de mantener los stocks, que se compone de:

- a) el costo financiero =  $P_t(1+ip)$  con  $ip$ =costo promedio de fondos
- + b) el costo de oportunidad =  $P_t(i-ip)$  con  $i$ =tasa de interés en el mercado de capitales

Esto es:  $P_t(1+i)$

<sup>10</sup>

Si hay exceso de demanda de crédito en los bancos, una inversión de 100 escudos es probable que sólo pueda ser financiada por esta vía en una cierta fracción "f". El costo promedio de fondos sería entonces  $ib.f + i(1-f)$ , donde  $ib$  es la tasa de interés bancaria e  $i$ , la tasa de interés imperante en el resto del mercado de capitales.

Esto lleva a considerar que la acumulación de stocks se llevará a cabo si  $F > i$ , que es justamente la posición de comparar cambios relativos de precios con tasas reales de interés.

Aparte del subsidio, o "ganancia especulativa posible" del usuario del crédito bancario, no hay ningún efecto en la asignación de recursos al mantener una tasa bancaria negativa, en la medida que ello no impida la formación y desarrollo de un mercado de capitales libre.

El defecto de una política de subsidio a la tasa de interés, es que no se traduce necesariamente en retornos productivos del usuario y si lo hace, ello es independiente de la magnitud del subsidio. En consecuencia, éste no cumple ningún objetivo económico y, con toda seguridad, tampoco social.

#### 4. CONCLUSIONES

El nivel intertemporal de producción de una firma o industria está relacionado con las expectativas de demanda en períodos que van más allá del estricto corto plazo y atentan a minimizar los costos marginales de producción en plazos relativamente amplios.

Sin embargo, las decisiones de venta en un período se relacionan con la demanda de ese período y, en cierta forma, las decisiones de producción tienden a separarse de las decisiones de venta.

La formación de stocks, una vez determinada la producción, se afecta marginalmente por la tasa de interés en el mercado cuando el mercado de capitales es relativamente libre y los subsidios otorgados a través del sistema bancario no afectan la asignación de los recursos.

Cuando el mercado de capitales se reduce al sistema bancario y las normas no permiten cobrar intereses superiores a una tasa bancaria fijada negativamente, en términos reales, la tasa de interés bancaria también pierde relevancia y es la tasa de inflación el costo pertinente de mantener stocks de un determinado producto, aun cuando eso signifique mantener stocks de otros bienes.

El efecto negativo en la asignación de recursos es claro en esta última situación, y se produce no por el hecho de fijar la tasa bancaria negativa sino que por impedir que otras instituciones puedan pactar libremente sus intereses.

En consecuencia, desde el punto de vista de la formación de stocks, la política de tasas de interés opera en mayor grado por la vía institucional que a través de fijar arbitrariamente una tasa de interés.

Esta última situación puede ser particularmente indeseable en períodos recesivos, cuando se esperaría un ajuste por vía de mayores ventas a precios menores, en lugar de formación de stocks y precios mayores.

Una aproximación de ese óptimo puede ser lograda, al menos en lo que a políticas de mercado de capitales se refiere, con una liberalización del mercado de capitales, aun cuando coexista con tasas de interés bancarias subsidiadas.<sup>11</sup>

Sin embargo, en este caso, el subsidio de tasas de interés no tiende a reflejarse en la asignación de recursos,<sup>12</sup> ni a favorecer a los más pobres.

Por consiguiente, nada justifica esta discriminación.

<sup>11</sup> Es justamente lo que sucedió en Chile, al menos en el segundo semestre de 1974. A mi juicio, la acumulación de stocks observada en ese período debe ser atribuida a causas distintas de distorsiones en la tasa de interés, definidas estas distorsiones como fijar tasas bancarias inferiores a la del resto del mercado de capitales.

<sup>12</sup> Y si lo hiciera, podría favorecer a actividades menos rentables.