

AHORRO Y ASIGNACION DE RECURSOS FINANCIEROS

Experiencias latinoamericanas

**Bolivia
Colombia
Ecuador
Perú
Uruguay
Venezuela**

Edición preparada por
**Günther Held
Raquel Szalachman**

**Proyecto Regional Financiamiento del Desarrollo
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA
Y EL CARIBE
PROGRAMA DE LAS NACIONES UNIDAS PARA
EL DESARROLLO (PNUD)**

**Grupo Editor Latinoamericano
Colección Estudios Políticos y Sociales**

Los puntos de vista expresados en este documento son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen a las instituciones a las que están vinculados.

Colección Estudios Políticos y Sociales

212.218 - 1ª edición

ISBN 950-694-110-6

© 1990 by Grupo Editor Latinoamericano S.R.L., Laprida 1183, 1er. Piso,
(1425) Buenos Aires, Argentina, Tel.: 961-9135.

Queda hecho el depósito que dispone la ley 11723.

Impreso y hecho en Argentina. Printed and made in Argentina.

Colaboraron en la preparación de este libro:

Diseño de tapa: Pablo Barragán. Encuadernación: Proa S.R.L. Se utilizó papel Obra Editorial de 70 gs. para el interior y cartulina Grano Fino de 240 gs. para las tapas.

INDICE GENERAL

INTRODUCCION 11

I. TRABAJOS SOBRE AHORRO

DETERMINANTES DEL AHORRO
EN COLOMBIA, 1970-87 23 ✓

DETERMINANTES MACROECONOMICOS
DEL AHORRO EN EL ECUADOR (71)

AHORRO, DESEQUILIBRIOS FISCALES
Y EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO:
PERU 1961-89 (121)

EL AHORRO EN VENEZUELA (163)

II. TRABAJOS SOBRE BANCA Y ASIGNACION DE
RECURSOS

DESINTERMEDIACION Y LIBERALIZACION
FINANCIERA EN BOLIVIA, 1980-88 (213)

EL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO
EN LOS OCHENTA (289)

REGULACION BANCARIA, CRISIS
FINANCIERA Y POLITICAS CONSECUENTES:
EL CASO URUGUAYO (319)

NOTAS ACERCA DE LOS AUTORES 359



INTRODUCCION

Günther Held

Raquel Szalachman

INTRODUCCION

A partir de 1983 la significación de la formación bruta de capital en América Latina y el Caribe ha sido de apenas 17 por ciento del producto (PIB), lo que se compara con un coeficiente medio de casi 23 por ciento en la década del setenta. Los principales factores que han contribuido a esta caída son los cuantiosos desembolsos derivados del servicio de la deuda externa; la importante caída del ahorro externo, estrechamente vinculada también al sobreendeudamiento con el exterior; y el efecto negativo que el deterioro de la relación de precios del intercambio de la región ha suscitado sobre el ahorro nacional. En promedio, cada uno de estos factores ha erosionado en unos dos puntos adicionales del PIB la significación del ahorro interno, con el desfavorable impacto consiguiente sobre la inversión.

La sustancial caída del coeficiente de inversión ha comprometido el potencial de crecimiento de los países de América Latina y el Caribe y ha contribuido al deterioro de su acervo de capital. Ello explica en parte el hecho de que a fines de los ochenta el PIB por habitante de los países de la región haya sido alrededor de 9 por ciento inferior al de comienzos de esa década.

En consecuencia, la búsqueda de soluciones efectivas al problema de la deuda externa, y así como el incremento y eficiente asignación del ahorro interno, se cuentan entre los requisitos imprescindibles para recuperar el ritmo de crecimiento de los países de la región.

El módulo "Financiamiento del Desarrollo", del proyecto conjunto CEPAL/PNUD RLA/87/003, se ha propuesto contribuir a la comprensión de los factores y políticas que promueven el ahorro interno y la eficiencia en la intermediación de fondos hacia la formación de capital, a través del estudio de casos y del análisis comparativo de experiencias nacionales. Para este efecto, ha coordinado y supervisado los estudios de consultores nacionales sobre determinantes del ahorro y sobre la asignación de recursos financieros en diversos países de la región. Versiones preliminares de estos estudios fueron analizadas en seminarios realizados en enero y noviembre de 1989 en Santiago de Chile.

Las versiones finales de los estudios presentados al primero de esos seminarios dieron forma a los libros *Ahorro y formación de capital y Sistema financiero y asignación de recursos*, que el proyecto difundió en la primera mitad de 1990. En este nuevo libro se ha optado por publicar conjuntamente tanto las versiones finales de los trabajos sobre ahorro como aquellas referidas a la asignación de recursos financieros presentados en el segundo de los seminarios ya mencionados. Los estudios sobre ahorro abordan las experiencias de Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela, en tanto que los trabajos sobre banca y asignación de recursos cubren los casos de Bolivia, Ecuador y Uruguay.

Los estudios que contiene el presente libro se iniciaron bajo la supervisión sustantiva de Carlos Massad, entonces experto principal del módulo "Financiamiento del Desarrollo". Por su parte, Nicolás Eyzaguirre, a la sazón experto en política monetaria, coordinó los estudios sobre ahorro en tanto que Günther Held, experto en asuntos financieros, hizo otro tanto con los estudios sobre banca y asignación de recursos financieros. La experta Raquel Szalachman coordinó todo el proceso de producción. La revisión editorial estuvo a cargo de Raúl Gutiérrez; y la composición electrónica de páginas, de Hugo Salinas.

Las conclusiones preliminares que se derivan de los trabajos concernientes al ahorro, confirman, y sirven de complemento a las que se obtuvieron en los dos volúmenes anteriores.

En cuanto a los determinantes del ahorro, la hipótesis del ingreso permanente, según la cual el ahorro es principalmente una consecuencia de diferencias entre planes de consumo relativamente estables e ingresos que fluctúan a través del tiempo, encuentra cierto respaldo tanto en el sector privado como en el público. En el caso de este último, la explicación se encontraría en su elevada propensión marginal a ahorrar ingresos extraordinarios. Adicionalmente, parecería existir una relación inversa entre la distribución del ingreso y el ahorro, lo que respaldaría los planteamientos de tipo keynesiano en cuanto a la generación del ahorro interno.

La tasa de interés real tiene poca o ninguna influencia sobre la formación de ahorro real, aunque afecta el nivel del *stock* de depósitos a plazo y otras formas de modalidades de mantención de recursos financieros.

Los trabajos no han encontrado evidencia de una elevada sustitución entre el ahorro privado y público, por lo que cabe concluir que aumentos en este último pueden contribuir a un incremento del ahorro nacional global. Parece necesario poner de relieve aquí la conveniencia de no recurrir a financiamientos inflacionarios de los déficit fiscales.

Habría por otro lado, una relación de sustituibilidad entre ahorro externo e interno, en particular en lo tocante al ahorro público. En algunos casos esto se explicaría por los excesivos gastos en que incurre el sector público cuando, a consecuencia de incrementos esporádicos en los precios de algún producto clave de exportación, aumenta su disponibilidad de recursos financieros.

Las transferencias de recursos al exterior generadas por la deuda externa consumen una elevada proporción del ahorro interno. De esta forma, la inversión se reduce por debajo de los límites imprescindibles para asegurar un crecimiento económico estable y sostenido. Estos efectos resultan agudizados en presencia de un deterioro de la relación de precios del intercambio. Tal como se señaló en el volumen *Ahorro y formación de capital*, la condición denominada "austeridad inútil" refleja una restricción externa o de divisas tan agudas que torna estéril los esfuerzos de ahorro interno.

Por último, queda de nuevo de manifiesto la importancia del marco macroeconómico, tanto para la generación de ahorro como para la utilización eficiente de los fondos. Las señales contradictorias y la incertidumbre que generan los desequilibrios macroeconómicos desalientan el ahorro, promoviendo la especulación y la fuga de capital.

Entre las principales conclusiones que fluyen de los estudios referidos a la banca y la asignación de recursos financieros destacan las concernientes al proceso de desregulación. Este ha de efectuarse, de manera gradual cuidando de asegurar la existencia de mecanismos de supervisión prudencial que sean capaces de evaluar los riesgos de la cartera de las instituciones financieras, incluyendo la concentración del crédito. Lo que importa en los regímenes de regulación y supervisión es la calidad, y no la cantidad. El exceso de controles conduce a la represión financiera; al desarrollo de sistemas informales paralelos que acumulan operaciones de alto riesgo; a una exagerada segmentación del mercado de crédito, y a la fuga de capitales. La carencia de regulaciones apropiadas en materia de riesgos y de requisitos de provisiones y de capital favorece la inestabilidad de las instituciones financieras.

En presencia de una garantía estatal a los depósitos resulta esencial establecer una eficaz regulación y supervisión. Aun en ausencia de tal garantía, el control preventivo es necesario ya que el Estado no podría menos que involucrarse en el caso de crisis financieras que pusieran en peligro la estabilidad del sistema financiero.

La transparencia de la situación patrimonial de las instituciones financieras es un componente esencial de un eficaz régimen de regulación y de supervisión de la solvencia de aquéllas. La transparencia permite a los depositantes tener en cuenta el riesgo en que incurren al decidir acerca del destino de sus ahorros e incentiva la administración de las respectivas instituciones a adoptar oportunas medidas en resguardo de su situación patrimonial.

Los ensayos en comento dejaron en evidencia, de otro lado, que el manejo y el comportamiento de las tasas de interés en el curso de la liberalización financiera abren una serie de interrogantes. Es importante establecer los factores que condicionan o determinan las tasas de interés, así como esclarecer en qué contexto pasan a ser predominantes sean las tasas activas o las pasivas, así como en qué contexto ellas se determinan en forma simultánea. En algunos países la rigidez de la tasas nominales anuales de interés ha ocasionado tasas reales acentuadamente negativas al acelerarse la inflación y tasas reales positivas de gran magnitud en presencia de una inflación en rápido descenso.

También se señaló la importancia de efectuar un seguimiento sistemático de las tasas pasivas de interés, ya que el logro de tasas reales positivas, pero moderadas de interés constituye una importante señal de buen funcionamiento del sistema financiero. En este contexto, adquiere importancia el procedimiento de desregulación de las tasas de interés con el objeto de evitar que éstas experimenten alzas desmesuradas.

Por último, cuando la inflación es muy elevada el sistema financiero se aparta de sus funciones propias de intermediación de fondos y queda sujeto a importantes desintermediaciones de fondos a menos que se introduzcan fórmulas que compensen el riesgo inflacionario.

I. TRABAJOS SOBRE AHORRO

A. Determinantes del ahorro en Colombia, 1970-87, *José Antonio Ocampo, Stefano Farne y Catalina Crane*

El trabajo se inicia con una breve reseña de la literatura teórica sobre los determinantes del ahorro, que incluye las hipótesis del ingreso permanente, la teoría de la equivalencia ricardiana, el impacto de la tasa de interés, el ahorro externo

y la distribución del ingreso. Seguidamente se ofrece un resumen de los principales resultados que se encuentran en la literatura sobre el ahorro en Colombia. Ellos coinciden en mostrar una relación inversa entre (mejor) distribución de ingreso y ahorro, una alta propensión del sector público al ahorro de sus ingresos extraordinarios, y una nula relación entre ahorro y tasa de interés. En cuanto a la hipótesis del ingreso permanente, la evidencia acerca de la conducta del sector privado, no es concluyente; en cambio, pareciera encontrar mayor respaldo en el comportamiento del sector público. La evidencia tampoco es concluyente en la relación entre ahorro externo y ahorro interno, dado que la complementariedad y la sustitución se suceden en el transcurso del tiempo.

El trabajo suministra información acerca del ahorro de los distintos agentes, esto es, los hogares, las empresas, las instituciones financieras, la administración pública y las empresas públicas. Cabe destacar que es muy difícil encontrar este nivel de desagregación en estudios de este tipo, dado los habituales problemas de información estadística que presentan los países. Seguidamente se procede a efectuar nuevas estimaciones del ahorro por agentes, lo que permite allegar nueva evidencia a la reportada en la primera sección.

Las principales conclusiones de este estudio son: i) La distribución del ingreso ejerce influencia en la determinación del ahorro privado, lo que pone de manifiesto la importancia de generar mecanismos institucionales para captar ahorros, sobre todo de la masa laboral. ii) El comportamiento tanto del sector privado como del sector público proporciona evidencia en favor de la hipótesis del ingreso permanente. iii) La tributación produce un impacto negativo sobre el ahorro privado y positivo sobre el sector público. Sin embargo el ahorro privado no parece responder a cambios en el déficit del sector público. v) La tasa de interés no ejerce influencia sobre la formación de ahorro, aunque condiciona la demanda de activos que afectan la intermediación financiera. 5) El ahorro externo tiende a sustituir ahorro interno, particularmente al nivel de las entidades públicas.

Finalmente, el trabajo efectúa un análisis de la evolución de los flujos de recursos entre los sectores superavitarios y deficitarios de la economía colombiana. Allí se encuentra que los hogares han dejado de transferir sus excedentes a las empresas mediante la adquisición de derechos de propiedad, lo que introduce un nuevo desafío al sistema financiero en términos de su capacidad para movilizar ahorro.

B. Determinantes macroeconómicos del ahorro en Ecuador, Luis Ignacio Jácome y Alfredo Arízaga

El estudio, de carácter más bien macro que microeconómico, pone de relieve las dificultades estadísticas con que tropieza la cuantificación agregada del ahorro.

Describe posteriormente la evolución reciente de la economía ecuatoriana, destacando el impacto que sobre ella han ejercido el errático precio del petróleo y las catástrofes naturales.

La sección tercera se aboca al estudio de la relación entre el ahorro interno y el ahorro externo, intentando establecer si ella es de carácter sustitutivo o complementario. La cuarta sección examina la vinculación imperante entre el ahorro del sector público y el ahorro del sector privado, a objeto de someter a prueba la teoría de equivalencia ricardiana.

En la quinta sección del trabajo, se intenta elucidar la influencia de la tasa de interés sobre la formación de ahorro en el Ecuador. Se enfatizan las dificultades estadísticas para la realización de pruebas más concluyentes.

Finalmente se reúnen todas las consideraciones anteriores y se verifican las distintas hipótesis a través de aplicaciones de regresión múltiples. Las principales conclusiones son que: i) Es posible aumentar el ahorro global de la economía incrementando el ahorro del sector público. ii) No es posible, a la luz del actual estado de conocimiento, sugerir políticas capaces de generar con algún grado de certeza una elevación del ahorro privado. En tal sentido se sustentó la hipótesis de que más bien serían deseables políticas que estimulen la inversión privada. iii) Es fundamental restaurar los equilibrios macroeconómicos, dado el adverso efecto que la inflación ejerce sobre el ahorro y la inversión. iv) Es preciso adoptar políticas, tanto de naturaleza sociopolítica como de índole económica, que generen un ambiente propicio al despliegue de la inversión.

C. Ahorro, desequilibrios fiscales y el endeudamiento externo: Perú 1968-88, Héctor Neyra, Renzo Rossini y Oscar Hendrick

Tras una breve descripción de la evolución reciente de la economía peruana, este trabajo introduce un modelo contable simple que pone en evidencia las tres principales fuentes de financiamiento de la inversión, a saber, el ahorro privado,

el ahorro del sector público y el ahorro externo. Se proporciona evidencia empírica acerca de la evolución de dichas magnitudes en las dos últimas décadas. Se efectúa también una discusión metodológica respecto del modo en que deben computarse los atrasos en el pago de intereses de la deuda externa y los costos del servicio impago de dicha deuda.

Posteriormente el trabajo se aboca al estudio de los determinantes del ahorro privado, en términos del ciclo económico, de la estructura de edades y del déficit del sector público. El déficit del sector público es observado en términos de su influencia sobre el ahorro total. El trabajo concluye con un análisis del ahorro externo y del proceso de endeudamiento de la economía peruana.

Una de las principales conclusiones es que el ahorro externo ha cumplido un rol fuertemente sustitutivo del ahorro del sector público. Dicha relación sustituta parece también extenderse al ahorro del sector privado. La segunda observación sugerente tiene que ver con el efecto del déficit fiscal sobre el ahorro privado; la información disponible no permite validar la hipótesis de equivalencia ricardiana, sino que lleva a concluir más bien que la deuda pública no es neutral en la formación de ahorro. Por último, el análisis del destino de la deuda pública externa revela que estos recursos fueron utilizados mayoritariamente para financiar gastos corrientes y de consumo, dificultando la generación de divisas necesarias para pagar la deuda que los originó.

D. El ahorro en Venezuela (1970-88), *Cristina Rodríguez*

Al describir la evolución reciente de la economía venezolana, este trabajo destaca la dinámica desatada por la enorme variabilidad del precio del petróleo. Rasgos distintivos de este período son el lento crecimiento del producto, la elevada tasa de inversión y la también alta, pero fuertemente inestable, tasa de ahorro. Un problema característico de esta economía es la fuga de capitales, es decir, la incapacidad de mantener dentro del país el ahorro generado internamente.

Con el objeto de identificar los determinantes del ahorro interno durante el período, se efectúan aplicaciones econométricas sobre el ingreso, las tasas de interés, la vinculación entre el ahorro privado y el ahorro público y la influencia del ahorro externo en la generación de ahorro interno.

Los resultados apuntan hacia la hipótesis de la existencia de una estrecha relación entre el ahorro y el ingreso para el período 1969-88. En segundo término, la tasa de interés no se muestra como una variable determinante del ahorro interno. Hay indicios, además, de que una redistribución del ingreso en favor del sector laboral suscita un efecto negativo sobre el ahorro total. Por último, se observa una relación de complementariedad, aunque de escasa significación, entre el ahorro público y privado así como una fuerte relación negativa entre el ahorro interno y el externo.

II. TRABAJOS SOBRE BANCA Y ASIGNACION DE RECURSOS

E. Desintermediación y liberalización financiera en Bolivia, 1980-88, *Gonzalo Afcha de la Parra*

La desdolarización de 1982 y la hiperinflación de 1984-85 redujeron sustancialmente el tamaño del sistema financiero. Sin embargo, los elevados márgenes financieros y los efectos de la inflación incentivaron a la banca a ampliar su red de oficinas y a invertir en activos fijos. El consiguiente incremento de los gastos de administración y de los activos no rentables ha ocasionado graves dificultades a la banca en años recientes, ante las inflexibilidades con que tropieza el intento de readecuar su tamaño.

A partir de agosto de 1985 se desregularon las tasas de interés y se redujeron las tasas de encaje. Estos cambios, sin embargo, no estuvieron acompañados por una adecuación del régimen de regulación y supervisión de la solvencia de las instituciones financieras. La desregulación condujo a elevadas tasas reales de interés, las cuales deterioran la calidad de la cartera. Por otra parte, la reducción de los encajes facilitó la remonetización de la economía, aunque los niveles respectivos siguieron por debajo de los anotados a comienzos de los ochenta. La práctica de efectuar una importante proporción de transacciones en dólares ha limitado la demanda de fondos denominados en moneda nacional.

El surgimiento de problemas de solvencia en varios bancos en 1987 condujo a reformas en el sistema de regulación y supervisión del sector. Estas restituyeron la función fiscalizadora a la Superintendencia de Bancos, introdujeron

normas más estrictas en materia de cartera en mora y devengo de intereses, reformularon los requisitos de provisiones y de capital mínimo, y se proponen limitar la concentración de cartera y facilitar el acceso del público a la información acerca de la situación patrimonial de las instituciones financieras.

**F. El sistema financiero ecuatoriano en los ochenta,
*Santiago Bayas y Alfredo Arizaga***

Los siguientes factores contribuirían, según este trabajo, a disminuir el margen financiero con el que opera el sistema financiero: reducción de las tasas de encaje legal y de las inversiones obligatorias, mayor flexibilidad en la fijación de las tarifas que cobran los bancos por la prestación de servicios, y limitación del uso de recursos captados del público en activos no directamente relacionados con el giro.

La liberalización financiera que se implantó a partir de 1984 redundó en un sensible deterioro de la solvencia de los bancos privados, al no ir acompañada de la necesaria adecuación del régimen de regulación y supervisión de la banca. En la actualidad la tendencia apunta hacia un sistema de banca controlada, en el que el Estado garantiza los depósitos hasta un determinado monto (a través de un fondo de garantía) y dicta normas que vinculan el riesgo con las provisiones y los requerimientos de capital. En todo caso, la introducción de un fondo de garantía debería posponerse hasta que se haya saneado el sistema financiero, ya que de lo contrario sus recursos podrían agotarse en el recuperación de determinadas instituciones financieras.

El número de bancos que operan en el Ecuador parece excesivo y muchos de ellos funcionan con costos operativos muy elevados. Por esta razón, convendría incrementar el monto de los capitales mínimos y propender a la fusión de las instituciones financieras demasiado pequeñas.

El régimen de determinación de tasas anuales de interés ha conducido a tasas nominales poco flexibles, y en consecuencia, a tasas reales que han variado en forma inversa a la inflación. La introducción de tasas nominales de interés de corto plazo, directamente vinculadas al plazo al cual se realizan las operaciones, facilitaría el ajuste de aquellas nominales al ritmo de inflación, favoreciendo el logro de tasas reales estables y moderadas de interés.

G. Regulación bancaria, crisis financiera y políticas consecuentes: el caso uruguayo, *Ariel Banda*

El sistema financiero ha sufrido crisis en contextos tanto de economía cerrada como de economía abierta, y bajo regímenes tanto de elevada regulación como de banca sin controles. En condiciones de economía abierta, la consistencia de las variables macroeconómicas debe ser mayor, ya que los choques de precio y de cantidad pueden ser de una magnitud mucho más considerable. La apertura de la economía implica cambios en las reglas de juego que no siempre son adecuadamente internalizados por los agentes económicos. En particular, muchos empresarios siguen aplicando esquemas de endeudamiento que ya no son válidos en presencia de tasas reales positivas de interés. En materia de regulación, se postula que lo determinante es su calidad en cuanto a la prevención y control de los riesgos de las instituciones financieras.

El establecimiento reciente de una nueva normativa constituye un reconocimiento de la necesidad de regulación del sistema, pero ésta debe ser selectiva, en el sentido de tender a minimizar los riesgos principales, sin entorpecer la operativa. El fomento de la transparencia del mercado, adecuadamente reglamentado, ofrece una alternativa a los seguros de depósitos. El seguro podría quedar limitado así a los depósitos a la vista y a los pequeños ahorristas, que tienen costos de información más elevados.

En el caso de Uruguay, las restricciones que dificultan el ajuste de la plantilla de personal han prolongado las crisis financieras, al restar flexibilidad al redimensionamiento de las instituciones del sector. Por otra parte, tales experiencias han puesto de relieve que el Banco Central carece de las atribuciones legales para enfrentar las crisis financieras sin generar efectos no deseados sobre el sistema de pagos.

**DETERMINANTES
DEL AHORRO EN
COLOMBIA**

José Antonio Ocampo

Catalina Crane y

Stefano Farne

INDICE

I. LA EVIDENCIA ACUMULADA	28
1. Breve reseña de la literatura teórica	28
<i>a) Ahorro y variables macroeconómicas domésticas</i>	<i>28</i>
<i>b) Ahorro y sector externo</i>	<i>30</i>
<i>c) Ahorro y distribución del ingreso</i>	<i>30</i>
2. Determinantes del ahorro en Colombia	31
II. LA EXPERIENCIA RECIENTE	36
1. El comportamiento de los distintos agentes institucionales	36
2. Estimación de funciones de ahorro	42
<i>a) Ahorro privado</i>	<i>44</i>
<i>b) Ahorro público</i>	<i>48</i>
<i>c) Tasa de ahorro total</i>	<i>51</i>
III. EL AHORRO Y LA INTERMEDIACION FINANCIERA	52
1. Relación entre el ahorro y el "ahorro financiero"	52
2. Transferencias financieras entre agentes superavitarios y deficitarios	54
IV. CONCLUSIONES	66
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	68

DETERMINANTES DEL AHORRO EN COLOMBIA, 1970-87

*José Antonio Ocampo
Catalina Crane y ^{de Duman}
Stefano Farné**

A diferencia de la inversión, cuyos determinantes han sido ampliamente estudiados para Colombia, hasta hace poco eran escasos los trabajos sobre el ahorro. En los últimos años se ha observado, sin embargo, una reorientación gradual de las investigaciones hacia este tema. Tal hecho se encuentra relacionado, sin duda, con el interés por evaluar en qué medida el proceso de crecimiento que se inició en 1986 puede transformarse en una nueva fase de expansión sostenida de la economía colombiana. En efecto, dadas las limitaciones en la disponibilidad de crédito externo, el ahorro interno se ha convertido en una de las condiciones básicas para el crecimiento estable de la economía. Este trabajo recoge las principales conclusiones de los estudios realizados e intenta avanzar en el análisis del tema, con base en un estudio de las tendencias del ahorro y de las operaciones financieras de los distintos agentes y en nuevas estimaciones econométricas sobre los determinantes de uno y otras.

El trabajo está dividido en cuatro secciones. En la primera se hace una breve revisión teórica acerca de los determinantes del ahorro y se exponen los resultados de los principales trabajos sobre el tema para el caso colombiano. En la segunda se efectúan estimaciones de funciones de ahorro para los diferentes agentes económicos, así como para los agregados de ahorro privado, público y total. Como introducción a estos ejercicios se presenta, además, una breve descripción de la trayectoria de los diferentes tipos de ahorro entre 1970 y 1987. La tercera se concentra en las relaciones entre el ahorro y la intermediación financiera. El trabajo termina con una breve sección de conclusiones.

* Asesor del Gobierno de Colombia en Asuntos Cafeteros e investigadores de FEDESARROLLO, respectivamente.

I. LA EVIDENCIA ACUMULADA

1. Breve reseña de la literatura teórica

No es fácil clasificar las múltiples teorías que existen sobre los determinantes del ahorro. Sin embargo, a título meramente ilustrativo, podríamos clasificarlas en tres grandes categorías.

a) *Ahorro y variables macroeconómicas domésticas*

La primera comprende todas aquellas teorías que relacionan el ahorro con variables macroeconómicas de carácter doméstico. La mayoría encuentra algún asidero en la tradición keynesiana de pensamiento, aunque han sido objeto también de formulaciones más o menos elaboradas por parte de economistas neoclásicos. Tal vez la más conocida sea la llamada "hipótesis del ingreso permanente", según la cual el consumo depende del ingreso que los agentes económicos perciben como estable, existiendo por lo tanto una tendencia a ahorrar una alta proporción de aquellas rentas consideradas "transitorias". De acuerdo con este tipo de análisis, el ahorro tiende a aumentar en períodos de auge y a disminuir durante las recesiones cíclicas de la economía.

El efecto de los déficit públicos y de la financiación de los mismos sobre el ahorro -o la demanda agregada- ha configurado, por su parte, uno de los temas favoritos de la literatura macroeconómica en las dos últimas décadas. Cabe recordar que el análisis keynesiano básico establece que la política fiscal afecta la demanda agregada a través, únicamente, de su impacto sobre el ingreso disponible. Este supuesto resulta bastante extremo, ya que es ampliamente aceptado que el impacto que un estímulo fiscal suscita sobre la demanda está limitado por una serie de factores que pueden generar un "efecto desplazamiento" (*crowding out*) *ex post*. Una corriente de pensamiento que lleve hasta sus últimas consecuencias la racionalidad del consumidor implícita en la "hipótesis del ingreso permanente" torna incluso irrelevantes estos argumentos, toda vez que plantea de entrada la impotencia del manejo fiscal para afectar la demanda agregada, lo que equivale a postular la existencia de un "desplazamiento" *ex ante*.

Esta última teoría, formulada por Barro (1974) y otros, sostiene que una reducción de los impuestos o, de forma similar, un cambio en el déficit fiscal que se financie con

deuda pública, carece de efecto sobre la demanda agregada o el ahorro total. Según este razonamiento, una merma de impuestos y del ahorro gubernamental que tenga como contrapartida deuda pública generará un aumento de la misma magnitud en el ahorro privado, ya que las familias anticipan que en el futuro habrán de pagar mayores impuestos con el fin de saldar la deuda. Como se sabe, este tipo de autolimitación sólo se materializa si existe alguna suerte de "altruismo intergeneracional". Por el contrario, no se cumple si las expectativas de elevación de ingresos asociadas al proceso de crecimiento inclinan a las generaciones presentes a consumir por encima de sus ingresos. Conviene tener presente además que una de las principales modalidades de transferencia intergeneracional son las contribuciones que los padres hacen a sus hijos en educación y otras formas de capital humano. Estas "herencias en especie" implican que el efecto de un recorte de impuestos constituye un gasto adicional, en vez de un mayor ahorro para aumentar la herencia.

En cualquier caso, la forma como la política fiscal afecta el consumo y ahorro privados depende de las expectativas sobre los impuestos y el gasto público futuros, así como de su efecto sobre el ingreso disponible actual y sobre el servicio futuro de la deuda. A su turno, estas expectativas dependen, entre otros factores, de la evolución histórica de las cuentas fiscales, de la naturaleza de la controversia pública y de las condiciones económicas vigentes. Por último, cabe recordar que la hipótesis de "la equivalencia ricardiana", al igual que la del ingreso permanente, supone que los agentes privados no enfrentan restricciones de liquidez y existen mercados de capitales eficientes. La validez de estos supuestos es controvertible, máxime en las economías en desarrollo.

Otra teoría, ampliamente difundida en estos últimos países, es aquella que establece una relación entre ahorro e inflación. Este tipo de análisis tiene, a su vez, dos variantes. La primera se concentra en el efecto de la inflación sobre las tenencias de saldos reales de los agentes privados, o sea en el llamado "impuesto inflacionario". Según tal hipótesis, la inflación elevará el ahorro *privado*, aunque no necesariamente el total; esto último sólo acontecerá si la propensión a ahorrar del gobierno, que es el receptor de tal impuesto, es superior a la del sector privado. La segunda variante postula que la inflación genera un mayor nivel de ahorro, como consecuencia de la redistribución del ingreso que provoca entre agentes privados, desde los asalariados, con bajas propensiones a ahorrar, hacia los receptores de rentas de capital. Nótese que,

sea cual fuere la variante que se adopte, sus mecanismos particulares tienen gran afinidad con aquellos que proponen el tercer conjunto de teorías que analizaremos más adelante.

En esta primera agrupación podemos incluir, finalmente, aquellas teorías que establecen una relación positiva entre el ahorro y la tasa de interés real. A diferencia de las dos anteriores, esta última tiene su sustento principal en el análisis neoclásico e incluso choca abiertamente con elementos fundamentales de la teoría keynesiana.

b) Ahorro y sector externo

El segundo conjunto de teorías postula una serie de conexiones entre el ahorro y el sector externo. La más conocida es aquella que establece una relación inversa entre el ahorro externo o, mejor, el financiamiento externo y el ahorro doméstico. La relación se funda en la apreciación de que la disponibilidad de divisas constituye una de las restricciones básicas al crecimiento de las economías en desarrollo. Una interpretación alternativa se deriva de la economía política de la tributación. De acuerdo con este tipo de análisis, el acceso al financiamiento público externo permite que el gobierno relaje sus esfuerzos, políticamente costosos, por mantener los niveles de recaudos impositivos necesarios para financiar los gastos de consumo e inversión del sector público.

Una teoría también muy difundida y que ha recibido mucho apoyo en los estudios empíricos concernientes a países en desarrollo sostiene que el ahorro depende de las exportaciones. Sin embargo, las distintas formas de interpretación de esta hipótesis indican que, en realidad, el mecanismo específico a través del cual ella opera en la práctica coincide con el propuesto por otras teorías. Así, por ejemplo, la alta propensión a ahorrar ingresos de exportación puede deberse a que se percibe que ellos son, en buena medida, transitorios; a que representan un sustituto del financiamiento externo, o a que los agentes que los reciben tienen una alta propensión a ahorrar.

c) Ahorro y distribución del ingreso

El tercer conjunto incluye aquellas teorías que establecen una relación estrecha entre el ahorro y la distribución del ingreso. De acuerdo con esta hipótesis, la clave de las fluctua-

ciones en las tasas globales de ahorro es la diferencia sustancial entre las propensiones a hacerlo por parte de distintos agentes económicos, mayor generalmente para el gobierno y los receptores de rentas de capital que para los que perciben remuneraciones provenientes del trabajo.

Nótese que esta hipótesis no es necesariamente antagónica con las anteriores. Además, para un tipo determinado de agente, su ahorro puede estar explicado por alguna de las teorías mencionadas previamente. Así, por ejemplo, el ahorro de los asalariados, como el de los capitalistas o el del propio gobierno, podría obedecer a la hipótesis del ingreso permanente, pudiendo todos ellos estar afectados por la inflación, la tasa de interés o el financiamiento externo recibido. No obstante, este último tipo de enfoque resalta la necesidad de estimar funciones diferentes de comportamiento para distintos agentes o, lo que es equivalente, de incluir variables distributivas en las funciones globales de ahorro.

2. Determinantes del ahorro en Colombia

Una de las conclusiones principales que fluye del examen de la literatura existente es la importancia que tienen los factores distributivos en cuanto determinantes del ahorro. En lo tocante al ahorro privado, el estudio de Rodado y Villodres (1969) mostró la alta propensión a ahorrar de las empresas en las décadas del cincuenta y del sesenta. El trabajo más reciente de Bourguignon y Leibovich (1984) indica que existe una relación positiva entre el consumo y los salarios reales, lo cual refleja una baja propensión a ahorrar ingresos laborales. Ambos resultados son consistentes con las estimaciones de Londoño (1985), según las cuales la mayor propensión a ahorrar en el sector privado es la de las empresas (49%), seguida por la de los terratenientes (25,5%) y los hogares urbanos que reciben mayoritariamente rentas de capital (14,6%). Las propensiones más bajas son, por el contrario, las de los asalariados urbanos (2,1%) y los campesinos (2,8%), ubicándose los jornaleros rurales en una situación intermedia (9,1%). En ejercicios de series de tiempo, el trabajo de Ocampo, Londoño y Villar (1985) encontró, por su parte, una fuerte asociación entre la tasa de ahorro privado y la participación de los "excedentes urbanos" (que incluyen las ganancias de las empresas) en el ingreso total. Esta asociación fue corroborada también por Ocampo (1988b) y Ocampo y Crane (1988).

estimaciones utilizando métodos de series de tiempo para descomponer los componentes transitorio y permanente del ingreso, detectan que la propensión media a consumir el ingreso transitorio es significativamente diferente y menor que la del ingreso permanente. Además, los resultados obtenidos con este método indican que tales variables son suficientes para explicar el comportamiento del consumo privado.

El efecto de la política fiscal sobre el ahorro ha sido poco explorado. En esta materia, el tema que concita mayor atención es el impacto de la tributación sobre el ahorro público. La alta propensión a ahorrar del sector público que corroboran algunos estudios ha sido mencionada con anterioridad. Cuddington (1986) sostiene que, en contraste con la evidencia de sobreconsumo del sector privado, en el caso del sector público el consumo depende únicamente del PIB permanente. Ocampo y Cárdenas (1986) encontraron que un modelo simple de ingreso permanente y transitorio describe en forma bastante apropiada el comportamiento del ahorro público y que la propensión marginal a ahorrar ingresos tributarios es sumamente elevada, llegando a 66 por ciento para el conjunto del sector público en el periodo 1950-80.¹ El resultado, en conjunto con los del trabajo anterior, indica que los gastos corrientes del gobierno tienen una inercia de largo plazo y son insensibles pues a los cambios coyunturales en los niveles de tributación. En tales condiciones, estos últimos determinan el ahorro público en el corto plazo. El trabajo de Ocampo y Crane (1988) confirma igualmente la asociación entre el ahorro de las administraciones públicas y la tributación.

El efecto de la tributación sobre el ahorro privado sólo ha sido explorado por Fernández (1989). Este autor encuentra que los impuestos directos -no así los indirectos- provocan un efecto negativo muy fuerte sobre el ahorro privado, que sobrepasa el efecto positivo de la tributación sobre el ahorro público y genera de este modo un efecto neto desfavorable sobre el ahorro total. El mismo autor reconoce, sin embargo, que la respuesta del ahorro privado a los impuestos es "excesiva" y anota que posiblemente se estén captando a través de ella efectos de la redistribución del ingreso generada por la tributación directa.

Las hipótesis concernientes al impacto del sector externo sobre el ahorro tienen mucho más apoyo en los estudios

1. Los principales resultados de este trabajo en materia de ahorro público se reproducen también en Perry y Cárdenas (1986).

existentes que aquellas que correlacionan esta variable con indicadores macroeconómicos domésticos. Gersovitz (1982), Ocampo, Londoño y Villar (1985) y Clavijo y Fernández (1989) han hallado una relación positiva entre ahorro y exportaciones. Sin embargo, según vimos en la sección anterior, este resultado no es fácil de justificar en sí mismo y depende de la relación que existe entre las exportaciones y otras variables que afectan directamente el ahorro. Por otra parte, es interesante anotar que los primeros estudios internacionales sobre la relación entre los ahorros doméstico y externo (Griffin y Enos, 1970; Griffin, 1970) señalaron que Colombia era precisamente uno de los ejemplos más claros de países en desarrollo donde existía una sustitución marcada entre ambos tipos de ahorro. Por el contrario, los trabajos de Perry, Junguito y de Junguito (1981) y Londoño y Perry (1985) concluyeron que el financiamiento externo es un complemento y no un sustituto del ahorro público. Aunque criticando la metodología utilizada en estos dos ensayos, Gómez y Thoumi (1986) llegaron a un resultado similar para algunos periodos históricos.

El análisis más general de este último tema es el ensayo de Ocampo (1988). Sostiene que la relación negativa entre ahorro interno y externo está asociada en gran medida al comportamiento de las finanzas cafeteras, que tienden a empeorar, como es obvio, en los periodos de baja en los precios internacionales del grano y, por ende, de deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos (aumento del ahorro externo). Este hecho, conjuntamente con la asociación bastante débil que existe en varios periodos entre ahorro y financiamiento externos, indica que el análisis debe centrarse en la relación entre el ahorro doméstico y este tipo de financiamiento. Para las dos décadas que abarcan de 1950 a 1969 hay evidencia de una sustitución muy fuerte entre ahorro privado y financiamiento externo, la cual desaparece durante el periodo 1970-1985. No obstante, tal relación parece estar asociada nuevamente al comportamiento del sector cafetero. Por este motivo, el resultado más importante lo constituye la relación inversa que existe entre financiamiento externo y ahorro público. Ella es estadísticamente significativa, tanto en 1950-1969 como en 1970-1985, pero es cuantitativamente más elevada a partir de 1970. Difícilmente este último periodo es caracterizable como de "escasez de divisas" (excepto en los últimos años), por lo que la explicación básica de esta relación se halla asociada a la economía política de la tributación.

En el trabajo de Ocampo y Crane (1988) se incluye también este efecto del financiamiento externo, encontrándose

para el período más reciente (1970-86) que complementa y no sustituye el ahorro de las empresas privadas, pero que, en cambio, resulta un sustituto mucho más marcado del ahorro de las administraciones públicas de lo que fue típico en el período 1950-80.

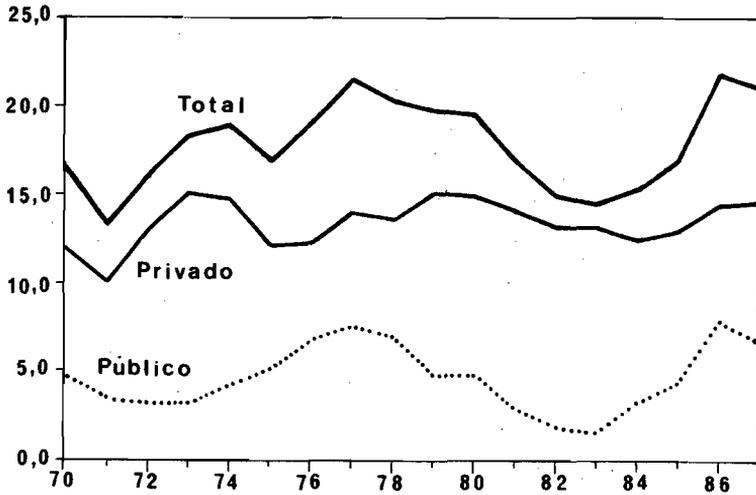
II. LA EXPERIENCIA RECIENTE

1. El comportamiento de los distintos agentes institucionales

La importancia de los distintos determinantes del ahorro debe evaluarse, por supuesto, en función de la incidencia que tienen los distintos tipos de ahorro y su variabilidad a lo largo del tiempo. La tasa de ahorro total acusa una tendencia ligeramente creciente en el período 1970-86, alcanzando un máximo de 21 por ciento en 1986 (gráficos 1 y 2). En la primera mitad de la década de los setenta sus fluctuaciones estuvieron determinadas por las variaciones del ahorro privado, pero con posterioridad han fluctuado fundamentalmente con el ahorro público. Debido a la alta participación del ahorro de los hogares en el Producto Interno Bruto y a la inestabilidad de aquel que realizan las administraciones públicas, son estos agentes económicos quienes explican la mayor parte de las fluctuaciones del ahorro de la economía durante el período analizado.

En términos más precisos, entre 1970 y 1977 la tasa de ahorro total experimentó un rápido crecimiento, asociado al incremento del ahorro de los hogares durante los primeros años de la década y, a partir de 1974, al aumento del ahorro de las administraciones públicas. Este último se generó, primero, como consecuencia de la reforma tributaria adoptada en 1974 y, posteriormente, del plan de estabilización puesto en marcha durante la bonanza cafetera que se inició en 1975. En 1978 la tasa de ahorro total empezó a descender, proceso que se agudiza entre 1980 y 1983, debido, principalmente, al deterioro del ahorro público. A partir de 1984 se recupera de manera vigorosa, alcanzando en 1986 los niveles más altos de todo el período bajo análisis, lo que obedece al aumento del ahorro de las administraciones públicas y del sector empresarial, tanto público como privado. Ambos fenómenos reflejan el ajuste macroeconómico que se llevó a cabo en Colombia desde 1984, cuyo objetivo central fue reducir los desequilibrios

Gráfico 1
TASAS DE AHORRO TOTAL 1970-87
 (pesos corrientes, como porcentaje del PIB)



Fuente: Cuentas Nacionales, DANE

Gráfico 2
TASAS DE AHORRO
POR AGENTES INSTITUCIONALES, 1970-87
 (pesos corrientes, como porcentaje del PIB)

A. Privados

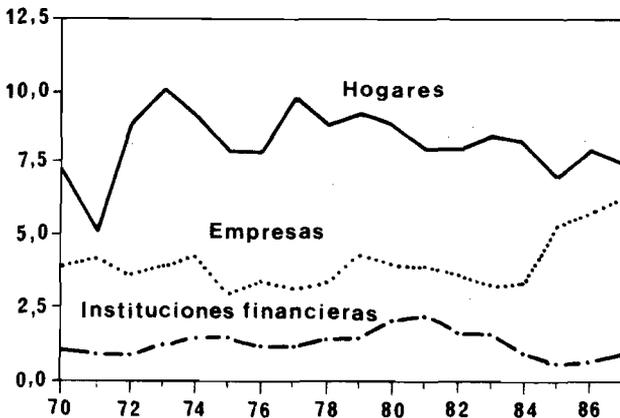
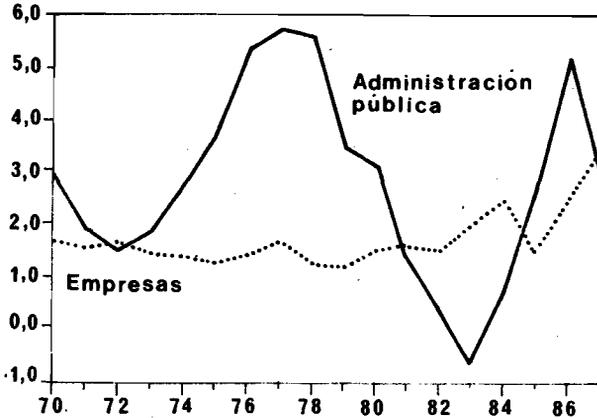
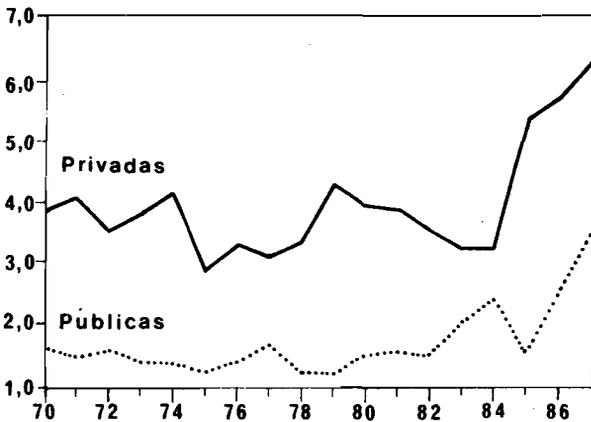


Gráfico 2 (continuación)

B. Públicos



C. Empresas

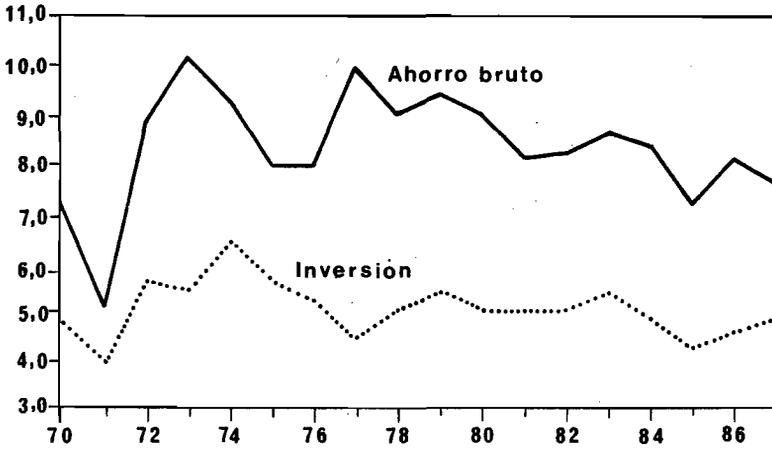


Fuente: Cuentas Nacionales, DANE.

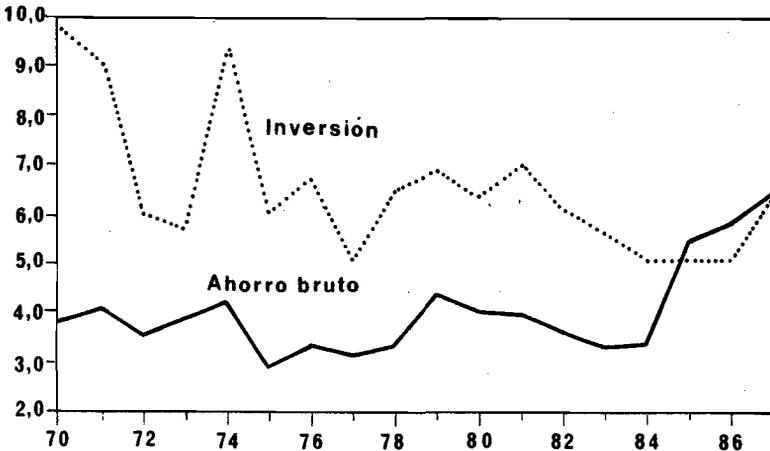
acumulados, tanto en las finanzas públicas como en la balanza de pagos. Nótese que este aumento del ahorro global en los últimos años se presentó pese a la tendencia declinante del

Gráfico 3
ACUMULACION DE CAPITAL
Y AHORRO POR SECTORES INSTITUCIONALES
(pesos corrientes, como porcentaje del PIB)

A. Hogares



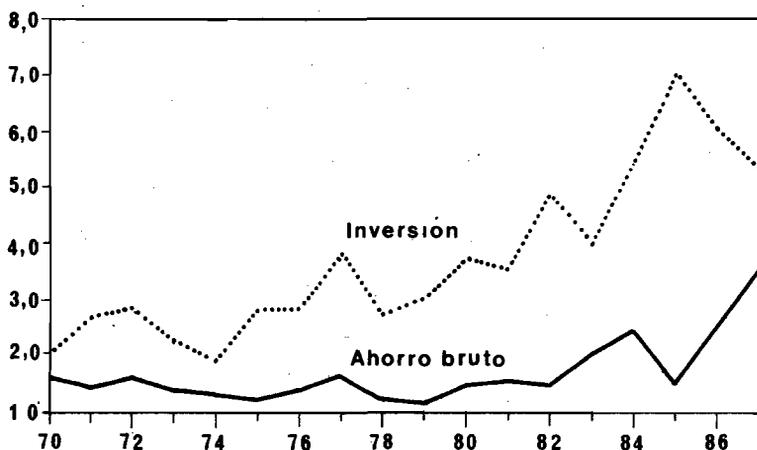
B. Empresas privadas



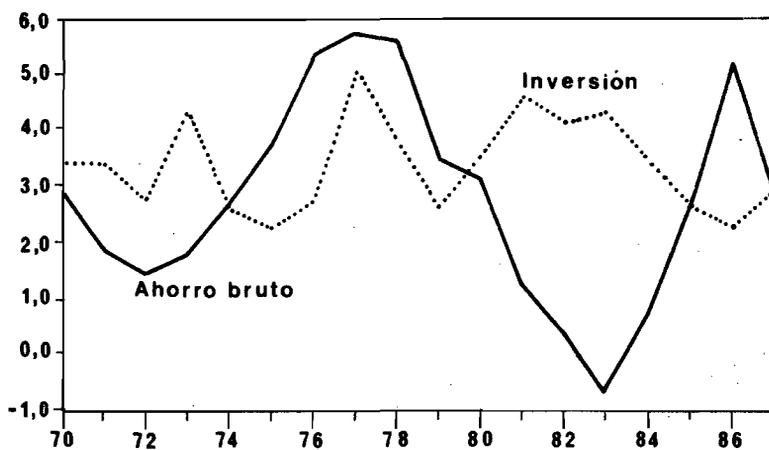
ahorro de los hogares y de las instituciones financieras, en este último caso como consecuencia de la crisis sufrida por dicho sector a partir de 1982.

Gráfico 3 (continuación)

C. Empresas públicas



D. Administración pública



Fuente: Cuentas Nacionales, DANE

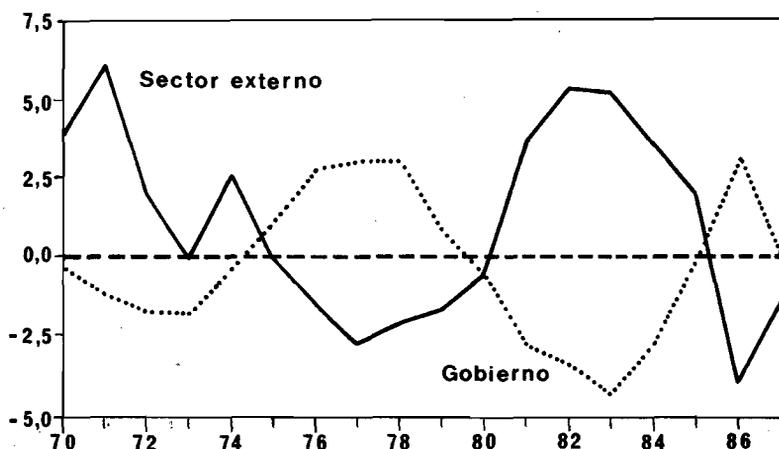
Por último, el análisis conjunto de las tasas de ahorro e inversión de los diferentes agentes arroja luces acerca de la forma en que se distribuyeron el esfuerzo de financiación de

la inversión, así como de la dirección de las transferencias de ahorro entre los sectores superavitarios y deficitarios. Todos los agentes exhibieron desequilibrios financieros importantes entre 1970 y 1987 (gráfico 3). Los hogares mantuvieron durante todo el periodo un superávit financiero considerable. Como la formación de capital de estos agentes fue bastante estable, su oferta neta de fondos estuvo supeditada fundamentalmente a los cambios operados en sus tasas de ahorro (gráfico 3A).

Por el contrario, las fluctuaciones de la demanda de fondos de las empresas fueron mucho más dependientes de los cambios en su esfuerzo de inversión que de sus niveles de ahorro (gráficos 3B y 3C). En efecto, las empresas públicas y privadas ahorraron un porcentaje muy estable del PIB, salvo en el quinquenio 1983-87. Por consiguiente, los cambios en la tasa de inversión se reflejaron directamente en mayores o menores déficit financieros. Debe anotarse, por último, que la recomposición de la inversión entre las empresas públicas y privadas a lo largo del período significó que las transferencias de ahorro de los hogares se dirigieron en una proporción creciente hacia las primeras. Más aún, las empresas privadas terminaron convirtiéndose en agentes superavitarios.

Por otra parte, la economía colombiana registró entre 1970 y 1983 desequilibrios importantes en las cuentas del gobierno y del resto del mundo, cuya incidencia macroeconómica resultó, en gran medida, compensatoria. En efecto, en la evolución conjunta de estos dos agregados macroeconómicos pueden distinguirse cinco fases diferentes (gráfico 4). Entre 1970 y 1974, el déficit externo fue atenuado por un déficit en las finanzas de las administraciones públicas. La generación de ahorro neto apreciable por parte del sector público constituyó, a su vez, un elemento clave de la política de estabilización adoptada durante la bonanza cafetera que se presentó entre 1975 y 1979. Por su parte, entre 1980 y 1983 el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos estuvo acompañado de un déficit fiscal creciente, reflejo de la política económica compensatoria característica de esos años. A partir de 1983, la disminución del déficit del sector público estuvo acompañada de una merma similar del ahorro externo. En los dos últimos años para los cuales se tienen estadísticas se observa nuevamente un comportamiento compensatorio entre estos dos agentes.

Gráfico 4
**BALANCES AHORRO-INVERSION
 GOBIERNO Y SECTOR PUBLICO**
 (pesos corrientes, como porcentaje del PIB)



Fuente: Cuentas Nacionales, DANE

2. Estimación de funciones de ahorro

Para analizar los determinantes del ahorro, en esta sección se estiman funciones de comportamiento de dicha variable en el período 1970-87 para cada uno de los agentes económicos que contemplan las Cuentas Nacionales del DANE. En ellas se incorporan las diferentes hipótesis que fueron mencionadas en la sección I. En las funciones más agregadas (para ahorro público, privado y total) se incluyen solamente aquellas variables que resultaron de importancia para la explicación de sus componentes individuales. Las estimaciones se hacen en todos los casos para las *tasas* de ahorro, medidas en pesos corrientes y en función del PIB. Todas las variables explicativas están expresadas de la misma forma, salvo, como es obvio, las que representan las desviaciones del PIB o el ingreso bruto real frente a sus tendencias y la tasa de inflación. Esta especificación particular supone que el ahorro tiende a moverse en forma paralela a la producción o al ingreso, o sea que existe una estrecha relación de tipo keynesiano entre el ahorro y la actividad económica.

Para evaluar la hipótesis del ingreso transitorio se utilizan alternativamente dos variables: la desviación del PIB real respecto a su tendencia (DESPIB), y la desviación del ingreso bruto real frente también a su tendencia (DESINA). Se hicieron además estimaciones con el PIB transitorio estimado por Clavijo (1989) mediante la metodología de series de tiempo, pero no se lograron resultados significativamente distintos de los obtenidos con el cálculo más simple de dicha variable. Para no complicar excesivamente la presentación de resultados, se los ha excluido, por lo tanto, del análisis.

Al analizar el impacto de la tributación sobre el ahorro privado, se intentó separar el efecto de los impuestos directos de los indirectos. Sin embargo, tal distinción produjo resultados poco satisfactorios. Para el sector privado se obtuvo un coeficiente con signo positivo respecto de la tasa de tributación indirecta, lo cual contradice las presunciones teóricas. Por su parte, en el caso del ahorro público se obtuvo para la tasa de tributación indirecta un coeficiente significativamente superior a uno, que resulta de igual modo inaceptable. Los resultados que se presentan entonces son únicamente aquellos que contemplan los efectos de la tributación total (TIMPTOT). En las estimaciones iniciales se incluyó, asimismo, el déficit fiscal como determinante del ahorro privado. Sin embargo, en todos los casos el signo obtenido fue contradictorio con lo postulado por el análisis de "la equivalencia ricardiana". Por tal motivo, también dicha variable fue excluida del análisis.

Para tratar de medir los efectos de la distribución del ingreso sobre el ahorro se recurrió a la participación de los ingresos no salariales -excedente bruto de explotación- en el producto, distinguiendo entre los rurales (agropecuarios) y los urbanos. Asimismo, se incluyó de manera alternativa la participación del excedente total en el PIB. Los mejores resultados se obtuvieron en todos los casos al considerarse únicamente el excedente urbano (EXURB). Por este motivo, se presentan sólo los resultados en los cuales se incluye esta variable.

En las estimaciones iniciales se incorporó también la tasa de interés real. Esta variable no resultó significativa en ningún caso e incluso la mayoría de las veces presentó signo opuesto al esperado. Ello confirma la escasa significación de la tasa de interés como determinante del ahorro en Colombia, resultado común en investigaciones anteriores. Más adelante en este trabajo se incorpora, sin embargo, la tasa de interés como determinante del "ahorro financiero".

Por último, en muchos casos se presentaron problemas de autocorrelación de los errores de las regresiones. En primera instancia se procuró corregirlos mediante el expediente de introducir la variable dependiente rezagada, tratando de captar hasta qué punto este hecho reflejaba un ajuste parcial de aquella variable. Sin embargo, el procedimiento no produjo en ningún caso resultados satisfactorios. Se optó entonces por introducir coeficientes de autocorrelación de primer y segundo orden, utilizando el método iterativo de Cochrane-Orcutt, el cual presenta deficiencias bastante conocidas, y que no vale la pena reiterar aquí. Una corrección adecuada de los problemas de autocorrelación exigiría, sin embargo, grados de libertad muy superiores a los que proporciona la información estadística del DANE. Conviene anotar eso sí que tales problemas se presentan únicamente en el caso de las empresas privadas y las administraciones públicas, pero desaparecen en las funciones más agregadas.

a) Ahorro privado

El cuadro 1 presenta las principales estimaciones de la función de ahorro de los hogares. La primera ecuación muestra que hay una relación significativa entre el ahorro y el ingreso transitorio, medido este último como la desviación del PIB frente a su tendencia (DESPIB). También es significativo el efecto que tiene sobre el ahorro una redistribución del ingreso en favor de los ingresos no salariales urbanos (EXURB). La tasa de tributación (TIMPTOT), por su parte, suscita un efecto negativo sobre el ahorro, aunque no significativo en términos estadísticos. Por último, tampoco la variable INFLA, que capta el efecto del "ahorro forzoso" generado por la inflación, resulta significativa. Al excluir, sin embargo, esta última variable, se tornan aún más marcados los efectos del PIB transitorio y de la distribución del ingreso, en tanto que el impacto de la tasa de tributación se hace significativo, con el efecto negativo previsible. Los resultados no se modifican sensiblemente al reemplazar la variable DESPIB por la desviación del *ingreso* real frente a su tendencia (DESINA). De hecho, el coeficiente de ambas variables es similar, pero se reduce el de aquella que capta el impacto de la distribución del ingreso.

Es necesario resaltar que en las cuatro ecuaciones el coeficiente de la variable de tributación resulta un poco inferior, aunque no estadísticamente distinto de -1. Esto

indica que los hogares reducen su tasa de ahorro en la misma magnitud en que aumenta su tasa de tributación, que es precisamente lo que postula la hipótesis de "la equivalencia ricardiana". Conviene recordar, que el otro postulado de esta hipótesis -el efecto del déficit fiscal sobre el ahorro- no recibe un sustento similar. Ello indica, por lo tanto, que una ampliación del gasto público financiada con endeudamiento (principalmente externo en el caso colombiano) no se ve compensado, desde el punto de vista macroeconómico, por un mayor ahorro de los hogares.

Una explicación alternativa de la relación tributación-ahorro de los hogares se puede apoyar en la hipótesis del ingreso permanente. Ella postula que estos agentes privados visualizan las *variaciones* en los impuestos como el componente más "inesperado" o "temporal" de su ingreso. Por este motivo, ajustan plenamente sus niveles de ahorro cuando se altera dicha variable.

Las estimaciones para la tasa de ahorro de las empresas privadas son poco satisfactorias en términos estadísticos, puesto que adolecen de graves problemas de autocorrelación de los errores (cuadro 2). Tales estimaciones incluyen como variables explicativas

Cuadro 1
DETERMINANTES DEL AHORRO DE LOS HOGARES
(Estadística t entre paréntesis)

	1	2	3	4
C	0,0721 (1,24)	0,0566 (1,11)	0,1174 (2,62)	0,1092 (2,57)
DESPIB	0,1329 (2,38)	0,1531 (3,46)	-	-
DESINA	-	-	0,1157 (2,74)	0,1318 (3,78)
EXURB	0,3395 (1,91)	0,4201 (3,56)	0,2302 (1,66)	0,2965 (2,96)
TIMPTOT	-1,0400 (-0,34)	-1,1552 (-4,13)	-1,0100 (-3,17)	-1,1234 (-4,19)
INFLA	0,0260 (0,61)	-	0,0276 (0,70)	-
R ²	0,59	0,63	0,63	0,64
DW	2,13	2,18	2,16	2,03

Cuadro 2
DETERMINANTES DEL AHORRO
DE LAS EMPRESAS PRIVADAS
(Estadística t entre paréntesis)

	1	2	3
C	-0,0893 (-1,75)	0,0270 (0,08)	-0,0014 (-0,08)
UTEPRI	0,2842 (1,26)	0,3840 (2,45)	0,3365 (2,82)
FXPRIV	0,2011 (0,93)	0,2541 (2,35)	0,2858 (3,81)
TIMPTOT	0,5340 (1,98)	-0,0770 (-0,61)	-0,1307 (-1,79)
Coefficiente de autocorrelación (1er orden)	-	0,9734 (4,86)	1,6400 (6,45)
Coefficiente de autocorrelación (2do orden)	-	-	-0,9128 (-2,33)
R ²	0,18	0,69	0,79
DW	1,08	0,89	2,01

las utilidades de las empresas privadas (UTEPRI), el financiamiento externo al sector privado (FXPRIV), y la tasa de tributación total (TIMPTOT). En la ecuación 3, en la cual se corrigen los problemas de autocorrelación de primer y segundo orden, se observa un efecto positivo de las utilidades y del financiamiento externo sobre el ahorro de las empresas. En el caso de las utilidades, la propensión marginal a ahorrar es relativamente alta (34%), aunque inferior según veremos a la de las empresas y administraciones públicas. Por su parte, el segundo de los efectos anotados indica que existe complementariedad entre el financiamiento externo y este componente del ahorro privado, al contrario de lo que acontece en el sector público. El resultado es plausible si se considera que buena

parte del financiamiento externo al sector privado está representado por crédito para financiar el componente importado de proyectos de inversión, el cual generalmente tiene una contrapartida importante de recursos nacionales.

Al igual que en el caso de los hogares, el efecto de la tributación sobre el ahorro en esta última ecuación es negativo, aunque significativamente inferior en magnitud. Al comparar las distintas estimaciones se aprecia, sin embargo, que el valor del coeficiente es muy inestable, lo cual erosiona la confiabilidad de este resultado.

En la estimación de la función de comportamiento para el conjunto del ahorro privado (cuadro 3) se incluyeron las variables que, según los ejercicios anteriores, determinan cada uno de sus componentes. No obstante, como las utilidades de las empresas hacen parte de los ingresos no salariales urbanos, dicha variable fue excluida de las estimaciones. En la ecuación 1 se incluyen como determinantes de dicho ahorro, pues, el PIB transitorio, el excedente de explotación bruto urbano, la tasa de impuestos y el financiamiento externo al sector privado. La ecuación 2 descarta esta última variable, cuyo efecto resulta poco significativo en la anterior. Ambas estimaciones respaldan la hipótesis del ingreso permanente. Se corrobora, además, el efecto positivo sobre el ahorro privado de una redistribución del ingreso en favor de las rentas no salariales y el impacto negativo de un aumento en la tributación. En este último caso, al igual que en las estimaciones referidas a los hogares, el coeficiente obtenido no es significativamente diferente de -1 , lo que indica que un aumento en los impuestos se ve compensado por una merma de la misma magnitud en el ahorro privado.

En las ecuaciones 3 y 4 se reemplaza la desviación del PIB por la del ingreso, obteniéndose resultados muy similares. Los coeficientes de dicha variable y de aquella que capta los efectos distributivos disminuyen ligeramente. El efecto de la tributación es nuevamente proporcional, en tanto que el suscitado por financiamiento sobre el ahorro del sector privado no es significativo.

Los resultados anteriores indican pues que el ahorro privado depende directamente tanto del ingreso transitorio como de la participación de las rentas no salariales en el ingreso total (que incluye las utilidades de las empresas), e inversamente de la tributación. Pese a su complementariedad con el ahorro de las empresas, el financiamiento externo no parece tener un impacto favorable sobre el conjunto del ahorro privado.

b) Ahorro público

A partir de 1970, las Cuentas Nacionales colombianas incluyen al Fondo Nacional del Café (FNC) dentro de las administraciones públicas central. Dada la inestabilidad de las tasas de ahorro del FNC, asociada a su carácter de fondo de estabilización, la evolución de esta cuenta tiene efectos muy notorios sobre el conjunto del ahorro gubernamental. Sin embargo, sus determinantes son por completo distintos de los del resto de las administraciones públicas.² Por lo tanto, se procedió a excluir el ahorro y los impuestos del FNC de los ejercicios correspondientes al sector público.

Como determinantes de ahorro de las administraciones públicas se incluyeron la tasa de tributación y el financiamiento externo al sector público (FXPUB), expresados ambos como proporciones del PIB. También en este caso se aprecian problemas de autocorrelación de errores, incluso de segundo orden (ecuaciones del 1 a 3 del cuadro 4). Esto último implica que los coeficientes obtenidos deben tomarse con cautela. Los resultados de la ecuación 3, en la cual se corrigen estos problemas por el método ya anotado, indican que la propensión marginal a ahorrar ingresos tributarios es muy alta (67%), en consonancia con las conclusiones de otros trabajos. A su turno, el coeficiente del financiamiento externo es muy inestable en las diferentes estimaciones, aunque tiene signo negativo en todos los casos, confirmando así la sustituibilidad entre ahorro gubernamental y ese financiamiento, detectada en estudios anteriores. Sin embargo, el coeficiente resulta alto y significativo sólo si no se corrigen los problemas de autocorrelación ya anotados.

La tasa de ahorro de las empresas públicas (cuadro 4, ecuación 4) está explicada en forma muy satisfactoria por las utilidades de estas empresas (UTEPUB) -con una propensión marginal a ahorrar también alta (40%)- y por el financiamiento externo recibido por el sector público, variable esta última que exhibe signo negativo. El segundo resultado indica que la

2. El ahorro del Fondo Nacional del Café depende fundamentalmente de sus recaudos tributarios, cuyo principal componente es la retención cafetera. Una regresión simple que se estimó relacionando estas dos variables (medidas ambas como proporciones del PIB) produjo los siguientes resultados:

$$\text{AHOFNC} = -0,007 + 0,70 \text{ IMRET}$$

$$(-2,06) \quad (4,07)$$

$$R^2 = 0,47$$

$$\text{DW} = 2,28$$

Cuadro 3
DETERMINANTES DEL AHORRO PRIVADO
(Estadística t entre paréntesis)

	1	2	3	4
C	-0,0523 (-0,99)	-0,0522 (-1,06)	0,0097 (0,21)	0,0139 (0,32)
DESPIB	0,1835 (4,09)	0,1834 (4,29)	-	-
DESINA	- (4,01)	- (4,16)	0,1523	0,1490
URBPIB	0,7574 (6,23)	0,7572 (6,63)	0,6128 (5,63)	0,6034 (5,88)
TIMPTOT	-1,1283 (-4,00)	-1,1282 (-4,17)	-1,1028 (-3,87)	-1,0951 (-3,98)
FXPRIV	0,0015 (0,01)	- (0,37)	0,0736	-
R ²	0,70	0,73	0,70	0,72
DW	1,76	1,76	1,76	1,68

disponibilidad de crédito externo lleva a las empresas públicas a descuidar la generación de ingresos propios o la eficiencia en la asignación de sus recursos.

En la función de ahorro del sector público consolidado -excluido el Fondo Nacional del Café- se consideraron inicialmente como determinantes la tasa de tributación, los ingresos de las empresas públicas y el financiamiento externo al sector público (cuadro 4, ecuación 5). Sin embargo, la segunda de las variables anotadas no parece afectar en forma significativa el conjunto del ahorro público e incluso muestra signo contrario al esperado. Al excluir esta variable (ecuación 6), se encuentra nuevamente que la propensión marginal a ahorrar ingresos tributarios es sumamente alta en Colombia (70%). Esto indica que el consumo público tiene un comportamiento bastante

inercial, por lo cual las variaciones de corto plazo en los recaudos tributarios se reflejan en cambios *sólo ligeramente inferiores* del ahorro gubernamental. Por su parte, el financiamiento externo tiene un marcado efecto de sustitución del ahorro público, ya que se refuerzan los efectos negativos de esta variable sobre el ahorro de las empresas -con los problemas estadísticos ya anotados- y de las administraciones públicas. El coeficiente indica que si el financiamiento externo aumenta en el equivalente a 1 por ciento del PIB, el ahorro público disminuye prácticamente en la misma magnitud.

Cuadro 4
DETERMINANTES DEL AHORRO DEL SECTOR PUBLICO
(*Excluye Fondo Nacional del Café; estadística t entre paréntesis*)

	Administraciones públicas			Empresas públicas		Total
	1	2	3	4	5	
C	-0,0303 (-0,54)	-0,0762 (-2,17)	-0,0714 (-2,84)	0,0053 (3,02)	-0,0481 (-0,89)	-0,0455 (-0,93)
TIMPTOT	0,4789 (1,31)	0,6769 (3,16)	0,6710 (4,31)	- (1,96)	0,7224 (2,19)	0,6988
UTEPUB	- (10,25)	- (-0,14)	-	0,4023	-0,0291	-
FXPUB	-0,8953 (-3,07)	-0,2023 (-0,97)	-0,1306 (-0,77)	-0,0830 (-1,53)	-0,9087 (-3,40)	-0,9152 (-3,59)
Coefficiente autocorrelación (1er. orden)	- (4,79)	0,8011 (4,63)	1,1500 -	- -	-	-
Coefficiente autocorrelación (2do. orden)	- (-1,52)	-	0,3786 -	-	-	-
R ²	0,43	0,70	0,79	0,86	0,54	0,57
DW	1,08	1,14	1,58	1,78	1,62	1,59

c) Tasa de ahorro total

En la estimación de la función de ahorro total se incluyeron sólo aquellas variables que resultaron estadísticamente significativas como determinantes de alguno de sus subagregados. Además, se incluyó como variable explicativa el financiamiento externo total, en lugar de sus componentes público y privado.

El cuadro 5 resume los principales resultados de las estimaciones. En la primera ecuación se incluyen como determinantes del ahorro la desviación del PIB frente a su tendencia, el excedente de explotación urbano, la tasa de tributación y el financiamiento externo total. La única de estas variables que no provoca un impacto significativo sobre la variable dependiente es la tasa de tributación. Tanto cuando se incluye como cuando se excluye dicha variable (ecuación 2), se corrobora la alta propensión marginal a ahorrar ingresos transitorios (26%) y el fuerte impacto sobre el ahorro de una eventual redistribución del ingreso hacia los ingresos no salariales urbanos. Por otra parte, se confirma la marcada sustituibilidad que existe entre financiamiento externo y ahorro interno; el tamaño de los coeficientes indica que el ahorro doméstico disminuye en alrededor de la mitad de la ampliación del financiamiento externo.

En las dos últimas ecuaciones del cuadro 5 se sustituye el PIB por el ingreso real. Los resultados son nuevamente similares a los anteriores, aunque con coeficientes algo inferiores para todas las variables, en especial para aquella que capta los efectos de una redistribución del ingreso en favor de las rentas no salariales.

Una de las conclusiones que fluye de estos resultados es la ausencia de una relación significativa entre el ahorro total y la tributación, lo que sugiere que los efectos positivos de esta variable sobre el ahorro público se ven compensados por su impacto negativo sobre el ahorro privado. Nótese, sin embargo, que este resultado valida sólo parcialmente la hipótesis de "la equivalencia ricardiana", ya que ejercicios adicionales, que no se incluyen en este trabajo, indican que no existe relación alguna entre el déficit fiscal y el ahorro privado.

Cuadro 5
DETERMINANTES DEL AHORRO TOTAL
(Excluye el Fondo Nacional del Café;
estadística t entre paréntesis)

	1	2	3	4
C	-0,1795 (-2,49)	-0,2057 (-3,01)	-0,1011 (-1,71)	-0,1220 (-2,27)
DESPIB	0,2609 (4,37)	0,2647 (4,41)	-	-
DESINA	- (4,77)	- (4,92)	0,2306	0,2353
EXURB	0,9876 (5,94)	0,8490 (5,99)	0,7162 (5,62)	0,6610 (5,94)
TIMPTOT	-0,3872 (-1,08)	- (-0,91)	-0,3092	-
FXTOT	-0,5461 (-3,29)	-0,5199 (-3,15)	-0,4633 (-2,84)	-0,4388 (-2,74)
R ²	0,80	0,80	0,82	0,82
DW	2,05	2,34	2,07	2,25

III. EL AHORRO Y LA INTERMEDIACION FINANCIERA

1. Relación entre el ahorro y el "ahorro financiero"

La confusión más común en las discusiones sobre el ahorro en Colombia es la tendencia a identificar este concepto con el de "ahorro financiero". Las diferencias entre uno y otro, empero, son bien conocidas. Según se lo define en términos macroeconómicos, el ahorro es aquella porción del ingreso corriente que no se consume; constituye por lo tanto un flujo. El "ahorro financiero" es, por el contrario, la demanda del acervo de activos financieros o activos líquidos

rentables. Esta confusión semántica no tendría, por supuesto, ninguna importancia práctica, a no ser por la tendencia generalizada de algunos a suponer que los determinantes de estos dos agregados son idénticos. En particular, esto ha llevado a una gran cantidad de analistas a justificar las alzas o la liberación de las tasas de interés, en virtud de sus supuestos efectos benéficos sobre el ahorro. Dada la sensibilidad de la demanda de activos líquidos rentables a la tasa de interés,³ este instrumento es un mecanismo idóneo para incentivar el "ahorro financiero". Su impacto sobre el ahorro es, sin embargo, nulo, según hemos visto en las secciones anteriores de este trabajo.

La relativa independencia del comportamiento del ahorro y de la demanda flujo de activos líquidos rentables⁴ queda de manifiesto cuando se examinan los tres períodos durante los cuales se ha incrementado la demanda de estos activos: 1972-73, 1980-81 y 1985. En el primer caso, este proceso coincidió con un aumento del ahorro de los hogares, pero no de las empresas (públicas y privadas). En el segundo, ni uno ni otro experimentaron elevaciones apreciables y, por el contrario, el ahorro de los hogares declinó. Igual cosa aconteció en 1985 en lo concerniente a los hogares, aunque en este caso el moderado aumento de la demanda de activos líquidos rentables de las empresas coincidió con una significativa elevación de sus niveles de ahorro.

Para establecer con mayor rigurosidad la relación que existe entre estas dos variables, se procedió a estimar la demanda de activos líquidos rentables y totales de los hogares y de las empresas como función del ahorro de estos agentes (cuadro 6). Al igual que en los ejercicios precedentes, todos estos agregados fueron estimados en términos de porcentaje del PIB a precios corrientes. Como variables explicativas adicionales se incluyeron la tasa de interés nominal y la desviación del PIB con respecto a su tendencia, tratando de captar, en este último caso, un comportamiento procíclico o anticíclico de dichas demandas.

Se observa que la demanda de activos líquidos rentables es elástica a la tasa de interés, tanto para hogares como para

3. Véase, entre muchos otros trabajos, Carrizosa (1983).

4. Esta demanda se estima con base en datos provenientes de las Cuentas Financieras del Banco de la República e incluyen los depósitos de ahorro, las cuentas en las corporaciones de ahorro y vivienda, los certificados de depósito a término y otros depósitos en moneda nacional.

empresas. También hay una relación positiva entre la demanda de activos totales y la tasa de interés; no obstante, los menores coeficientes estimados en el caso de los hogares indican que una parte de la mayor demanda de activos rentables materializada por estos agentes se produce a costa de las tenencias de medios de pago. Por otro lado, no hay evidencia sólida de que la demanda de activos líquidos rentables siga un comportamiento procíclico. Por último, el efecto del ahorro sobre la demanda de activos líquidos no es uniforme. En el caso de las empresas, no hay evidencia de una relación estadísticamente significativa entre esas dos variables. Tampoco la hay en el caso de los hogares, cuando se consideran sólo los activos rentables. En cambio, el ahorro tiene un efecto significativo sobre las tenencias de medios de pago de estos agentes y, a través de ellas, sobre su demanda total de activos líquidos.

De acuerdo con estos resultados, la tasa de interés ejerce un papel destacado sobre la demanda de activos que afectan la intermediación financiera, aunque no sobre el ahorro. El fomento de la demanda de estos activos puede constituir un objetivo deseable en sí mismo, aunque no exento de costos, en particular si es sólo el producto de una elevación de las tasas de interés a niveles reales que acrecienta la fragilidad del propio sistema financiero, si afecta desfavorablemente algunos tipos de inversión o si induce comportamientos indeseables de las empresas no financieras.

2. Transferencias financieras entre agentes superavitarios y deficitarios

De acuerdo con estos resultados, el ahorro financiero capta sólo una parte, quizás no muy importante, de la dinámica del ahorro real. El análisis completo de la relación entre este último ahorro y las operaciones financieras de los distintos agentes institucionales exige, por lo tanto, analizar el conjunto de transacciones financieras en las cuales participan los distintos agentes económicos. Particularmente útil resulta estudiar los cambios que han tenido lugar en la estructura de fuentes y usos de fondos de los principales agentes superavitarios (los hogares) y deficitarios (las empresas), así como las alteraciones que han experimentado los principales mercados financieros, a través de los cuales tienen lugar las transferencias de fondos entre unos y otros (los mercados de derechos de propiedad y de crédito).

Cuadro 6
DETERMINANTES DE LA DEMANDA FLUJO
DE ACTIVOS LIQUIDOS DE LOS HOGARES
Y DE LAS EMPRESAS, 1970 - 1986
(Estadística t entre paréntesis;
elasticidad en el punto medio entre corchetes)

	Activos líquidos rentables		Activos líquidos totales	
	Hogares			
Constante	-0,011 (-0,91)	-0,005 (-0,91)	-0,007 (-0,47)	-0,008 (-0,56)
Ahorro de los hogares o de las empresas	0,055 (0,35) [0,235]	0,264 (1,36) [0,665]	0,281 (1,82) [0,707]	
Tasa de interés nominal	0,091 (3,82) [1,310]	0,088 (4,44) [1,269]	0,063 (2,18) [0,542]	0,061 (2,48) [0,524]
Desviación del PIB con respecto a su tendencia	0,022 (0,51)	0,008 (0,15)		
R ²	0,501	0,539	0,324	0,371
DW	2,631	2,480	2,357	2,348
	Empresas			
Constante	-0,013 (-1,29)	-0,002 (-0,37)	-0,015 (-1,23)	-0,001 (-0,10)
Ahorro de los hogares o de las empresas	0,186 (1,13) [1,230]	0,261 (1,32) [0,927]		
Tasa de interés nominal	0,039 (2,40) [1,343]	0,035 (2,28) [1,199]	0,057 (2,91) [1,050]	0,056 (3,06) [1,035]
Desviación del PIB con respecto a su tendencia	0,043 (1,28)	0,036 (0,89)		
R ²	0,199	0,208	0,333	0,344
DW	2,690	2,283	2,700	2,318

Fuente: Estimada con base en información proveniente de las Cuentas Nacionales y Financieras.

Cuadro 7
ESTRUCTURA FINANCIERA DE LOS HOGARES
Y LAS EMPRESAS, 1970-1986
(% del PIB a precios corrientes)

	1970-74	1975-79	1980-82	1983-86
Hogares				
Fuentes 1/				
Derechos de propiedad	-	-	-	-
Préstamos de largo plazo	1,78	1,31	1,54	2,09
Préstamos de corto plazo	0,80	0,75	0,81	0,52
Pasivos laborales	-	-	-	-
Préstamo neto otorgado	3,01	4,12	4,20	2,73
Usos				
Medios de pago	1,32	1,77	0,98	1,12
Activos líquidos rentables	1,14	1,79	3,04	2,34
Adquisición de derechos de propiedad	2,08	1,16	1,17	0,94
Préstamos y créditos comerciales netos	-0,18	0,33	-0,18	0,16
Activos laborales	1,04	1,20	1,21	1,02
Otros 2/	1,23	1,13	1,53	0,76
Disponibles para inversión	-	-	-	-
Total Fuentes	5,59	6,18	6,55	5,54
Empresas				
Fuentes 1/				
Derechos de propiedad	3,92	2,55	3,05	3,24
Préstamos de largo plazo	3,02	3,34	3,06	4,12
Préstamos de corto plazo	1,78	3,32	4,56	1,74
Pasivos laborales	0,43	0,62	0,71	0,45
Préstamo neto otorgado	-	-	-	-
Usos				
Medios de pago	0,46	0,66	0,91	0,91
Activos líquidos rentables	0,51	0,66	1,34	1,01
Adquisición de derechos de propiedad	0,37	0,51	0,56	0,69
Préstamos y créditos comerciales netos	1,71	3,09	2,01	1,09
Activos laborales	-	-	-	-
Otros 2/	0,17	0,50	0,06	0,70
Disponibles para inversión	5,91	4,41	6,50	5,04
Total Fuentes	9,15	9,83	11,38	9,55

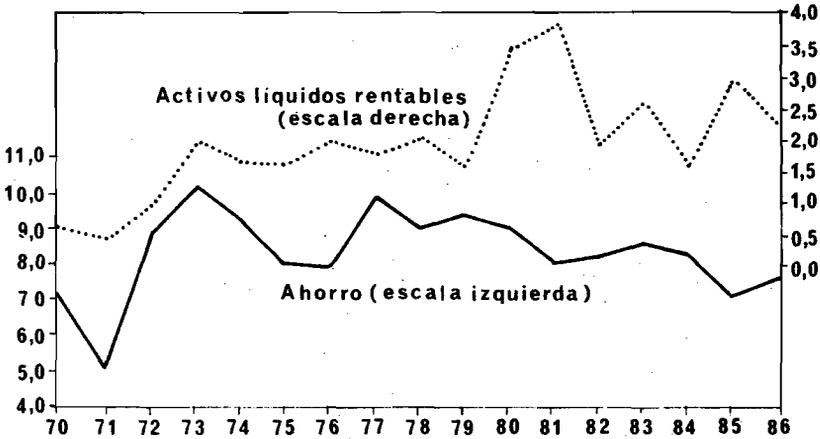
Fuente: Cuentas Financieras

1/ Excluye créditos comerciales recibidos que se restan de los préstamos otorgados

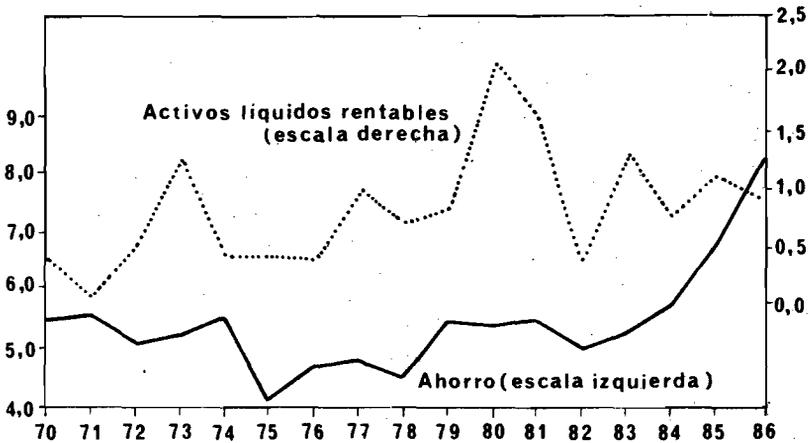
2/ Cuentas por pagar o recibir, bonos, depósitos monetarios en M/F, etc.

Gráfico 5
AHORRO Y DEMANDA DE ACTIVOS
LIQUIDOS RENTABLES DE HOGARES Y EMPRESAS
(porcentaje del PIB a pesos corrientes)

A. Hogares



B. Empresas



El cuadro 7 resume la información que suministran las Cuentas Financieras del Banco de la República respecto de la estructura de fuentes y usos de fondos de los hogares y de las

empresas a partir de 1970. Desde el punto de vista de los hogares, cabe poner de relieve dos características. La primera es la pronunciada caída que exhibe la adquisición de derechos de propiedad entre 1970-74 y los períodos posteriores, sin que se perciba tendencia alguna a la recuperación en años recientes. Más aún, al desagregar entre acciones y otros derechos de propiedad -aportes a sociedades limitadas-, se aprecia que a mediados de los setenta se transformaron en realidad en oferentes netos de acciones (cuadro 10). Esta tendencia estuvo acompañada de un sustancial aumento en la demanda de activos líquidos rentables, la cual alcanzó su punto máximo a comienzos de los años ochenta. La segunda característica es la importancia que tienen para los hogares dos formas de "ahorro forzoso": el generado por la inflación, que obliga a estos agentes económicos a restituir sus tenencias reales de medios de pago, y el que genera la legislación laboral. En este último caso, cabe recordar que se trata de los fondos de cesantía y de pensiones, que representan *promesas futuras* de pagos, más que flujos financieros en el sentido estricto. Con excepción del trienio 1980-82, estos dos usos de los recursos financieros de los hogares han representado un 40 por ciento del total de recursos financieros y entre 70 y 80 por ciento del préstamo neto financiero de los hogares. En el período 1980-82 estos coeficientes fueron de 33 y 52 por ciento, respectivamente.

También la estructura financiera de las empresas experimenta cambios apreciables a partir de 1970. Los más conocidos tienen que ver con la composición de las fuentes de fondos. A lo largo de la década de los setenta, la importancia relativa de los derechos de propiedad se contrajo significativamente, en términos tanto del PIB como del total de recursos financieros de las empresas. El proceso estuvo acompañado de un aumento apreciable en los préstamos recibidos, especialmente de corto plazo. Estos últimos siguieron aumentando durante la fase previa a la crisis financiera de 1982, cuando monto el total de recursos financieros captados por las empresas alcanzó una significación equivalente al 11,4 por ciento del PIB. Esta tendencia al endeudamiento de corto plazo se revirtió, sin embargo, en forma muy acentuada en los años posteriores a la crisis financiera y estuvo acompañada de un aumento moderado en la participación de los derechos de propiedad en las fuentes de fondos de las empresas.

Al lado de estos cambios conocidos en la estructura de fuentes se han presentado otros en la de usos de los recursos financieros, que han sido destacados por algunos autores (Tenjo, 1983; Acosta, 1986). La tendencia más importante fue

el aumento en las operaciones financieras de las empresas entre 1970-74 y 1975-79, que en algunos casos se prolongó hasta 1980-82 (cuadro 7). Esto último aconteció con los recursos financieros destinados a aumentar la liquidez (rentable o no) o a adquirir derechos de propiedad de otras empresas. En conjunto estas operaciones de las empresas aumentaron del equivalente al 1,3 por ciento del PIB en 1970-74 al 1,8 por ciento en 1975-79 y al 2,8 por ciento en 1980-82. Como proporción del total de usos financieros, la participación de estas operaciones se elevó del 14 por ciento en el primer período al 19 por ciento en el segundo y al 25 por ciento en 1980-1982. Este tipo de uso de los recursos financieros se ha mantenido, además, en montos muy elevados en los años posteriores a la crisis financiera: 2,6 por ciento del PIB y 27 por ciento del total de operaciones financieras.

El aumento en estas operaciones estuvo acompañado en el transcurso de los años setenta por un aumento considerable en las operaciones crediticias activas de las empresas (préstamos de corto y largo plazo y créditos comerciales netos). El resultado neto de la ampliación de todas sus operaciones financieras activas fue una reducción sustancial en el monto de los recursos financieros destinados a la inversión entre estos dos periodos. Así, mientras en 1970-74 los recursos financieros netos destinados a este propósito por parte de las empresas fue de un 5,91 por ciento del PIB -equivalente a un 65 por ciento del total de recursos-, en 1975-79 se redujo el 4,41 por ciento del PIB y 45 por ciento del total de recursos. La tendencia de la estructura financiera de las empresas entre estos dos periodos puede caracterizarse adecuadamente como una profundización financiera en ambos lados del balance, acompañada por una reducción sustancial en los recursos financieros destinados a la inversión real. En el período siguiente hubo una reversión parcial de esta tendencia. En efecto, ante un aumento pronunciado en los recursos disponibles y una considerable reducción en los préstamos concedidos por las empresas, aquellos destinados a la inversión aumentaron sustancialmente, como proporción tanto del PIB (6,5%) como del total de usos financieros (57%). En los años posteriores a la crisis financiera, la caída adicional en las operaciones activas de crédito de las empresas productivas permitió mantener los recursos financieros para la inversión en niveles elevados respecto tanto del PIB (5,04%) como del total de usos financieros (57%).

Cuadro 8.
RECURSOS FINANCIEROS SEGUN USO
(% de la inversión en las empresas)

	Empresas privadas	Empresas públicas	Total
A. Recursos financieros			
destinados a la inversión			
1970-74	n.d.	n.d.	60,0
1975-79	44,8	55,6	51,1
1980-82	64,8	65,1	65,1
1983-86	30,8	90,8	64,4
B. Recursos financieros destinados			
a usos financieros			
1970-74	n.d.	n.d.	86,3
1975-79	122,7	33,8	91,1
1980-82	119,8	39,0	89,4
1983-86	113,5	40,1	73,8

Fuente: Estimado con base en Ocampo (1989), cuadro 10. La definición de recursos financieros difiere de la del cuadro IV.4. Véase texto.

A diferencia pues de los hogares, cuya estructura financiera no muestra una reversión clara, en el caso de las empresas parece haberse completo el ciclo que se iniciara en 1970: tendencia al endeudamiento hasta comienzos de los años ochenta, acompañada por un aumento apreciable en los usos no productivos de los recursos financieros, y un retorno gradual a una estructura financiera tradicional en años más recientes. Las empresas privadas han protagonizado este ciclo con particular intensidad, en especial en los aspectos relativos a las operaciones activas (cuadro 8). En efecto, entre 1975 y 1982 ellas destinaron a usos financieros el equivalente a un 120 por ciento de la inversión, coeficiente que en el caso de las empresas públicas fluctuó en torno a 30 y 40 por ciento. En los años posteriores a la crisis financiera las cifras han sido de 114 y 40 por ciento, respectivamente. Cabe tener en cuenta, sin embargo, que, debido a problemas de información, la definición de recursos financieros utilizada en este cuadro es difiere de la del cuadro 7, en especial porque incluye las transferencias en favor de las empresas y los créditos comer-

ciales recibidos. El cuadro 7 no incluye como recursos las primeras, en tanto que, para obtener el total de operaciones activas de crédito, resta los segundos de los créditos comerciales otorgados.

¿Cuál es la relación que existe entre las operaciones financieras y el proceso de inversión? La manera más simple de responder esta pregunta es comparar la trayectoria de la inversión real (capital fijo e inventarios) con la suma de los recursos propios (ahorro) y los aportes de capital a las empresas, es decir, los activos de mayor riesgo que manejan estos agentes con sus recursos de menor riesgo. Los resultados son muy ilustrativos. Para el conjunto de las sociedades y cuasisociedades no financieras, el total de recursos financieros sin riesgo ha oscilado en torno al 80 por ciento desde 1970 (cuadro 9).

Cuadro 9
DERECHOS DE PROPIEDAD Y AHORRO BRUTO COMO
PROPORCION DE INVERSION DE LAS EMPRESAS 1/

	Empresas privadas	Empresas públicas	Total
A. Derechos de propiedad			
1970-74	n.d.	n.d.	38,4
1975-79	37,0	9,8	27,8
1980-82	44,3	14,1	32,3
1983-86	45,6	11,6	29,0
B. Derechos de propiedad + ahorro bruto			
1970-74	n.d.	n.d.	91,1
1975-79	92,1	53,3	78,8
1980-82	103,5	52,4	83,2
1983-86	114,1	50,74	83,3

Fuente: Cuentas Nacionales y Financieras

1/ Capital fijo e inventarios

Estos datos indican así que en las dos últimas décadas los recursos de menor riesgo de las empresas han sido inferiores (aunque no en una magnitud significativa) a la inversión real.

No obstante, este hecho parece estar asociado mucho más con la estructura financiera de las empresas públicas que con aquella típica de las empresas privadas, según lo muestra nítidamente el cuadro 9. En efecto, mientras en el primer caso los derechos de propiedad y el ahorro bruto han financiado un poco más del 50 por ciento de la inversión, en el de las empresas privadas la relación fue del 92 por ciento en el segundo lustro de los años setenta y superior a 100 por ciento en la década de los ochenta. Sobre la base de este hecho y de las apreciaciones formuladas antes, es posible afirmar que la dependencia de los recursos de crédito para financiar la inversión real ha sido mucho más acentuada en el caso de las empresas públicas. En el de las privadas, en cambio este tipo de recursos de riesgo constituye más bien la contrapartida de las amplias operaciones financieras que realizan las propias empresas.

Las consideraciones anteriores, referidas a la estructura financiera de los hogares y de las empresas, pueden complementarse con una mirada completa al conjunto de los mercados de derechos de propiedad y de crédito, de modo de considerar a los demás agentes económicos (las instituciones financieras, las administraciones públicas y el resto del mundo) que participan en estas operaciones y la significación relativa de ellas (cuadros 10 y 11).

En el caso de los derechos de propiedad, los principales agentes superavitarios son los hogares, el gobierno y el resto del mundo, en tanto que las entidades deficitarias son las empresas financieras y no financieras, especialmente estas últimas (cuadro 10). Los cambios experimentados en este mercado a partir de 1970 son muy interesantes. En la década de los setenta su tamaño se redujo en forma dramática, reflejo de la tendencia ya anotada de los hogares a destinar una proporción declinante de sus excedentes financieros a la adquisición de estos derechos e, incluso, desde mediados de la década, a reducir sus tenencias de acciones. A partir de los años ochenta comenzó a apreciarse, sin embargo, una reactivación del mercado de derechos de propiedad, la cual se concentró eso sí en la inversión extranjera directa y, en menor medida, en el gobierno, con exclusión, por consiguiente, de los hogares. Los cambios resultantes en la estructura de este mercado han sido apreciables. Mientras en 1970-74 los hogares

aportaban el 58 por ciento de los derechos de propiedad adquiridos por los agentes superavitarios y las empresas extranjeras sólo un 17 por ciento, en el cuatrienio 1983-86 las cifras correspondientes llegaron a 33 y 37 por ciento, respectivamente.

Esta tendencia estructural en el mercado de derechos de propiedad reviste, enorme importancia para el futuro. La experiencia histórica de los años setenta y comienzos de los ochenta dejó en claro que la transferencia de recursos entre los hogares y las empresas a través del sistema financiero sólo se puede realizar en escala limitada, ya que la sustitución de derechos de propiedad por endeudamiento aumenta la fragilidad de las empresas. Así las cosas, en ausencia de un cambio apreciable en el comportamiento financiero de los hogares, que aumente de manera sustancial su demanda de derechos de pro-

Cuadro 10
OPERACIONES SOBRE DERECHOS DE PROPIEDAD
SEGUN AGENTES, 1970-1985
(Saldos netos; % del PIB a precios corrientes)

	Instituciones financieras	Administraciones públicas	Empresas	Hogares	Resto del mundo
A. Acciones					
1970-74	-0,13	0,39	-0,95	0,54	0,15
1975-79	-0,04	0,30	-0,25	-0,11	0,11
1980-82	-0,01	0,33	-0,46	-0,06	0,20
1983-86	0,09	0,32	-0,49	-0,01	0,01
B. Otros derechos de propiedad					
1970-74	0,08	0,31	-2,60	1,54	0,67
1975-79	-0,29	0,52	-1,78	1,27	0,29
1980-82	-0,47	0,68	-2,02	1,23	0,59
1983-86	-0,39	0,55	-2,06	0,95	0,94
C. Total					
1970-74	-0,05	0,70	-3,55	2,08	0,82
1975-79	-0,34	0,81	-2,03	1,16	0,40
1980-82	-0,49	1,00	-2,48	1,17	0,79
1983-86	-0,30	0,88	-2,51	0,94	1,03

Fuente: Cuentas Financieras

Cuadro 11
MERCADOS DE CREDITO
SEGUN AGENTES INSTITUCIONALES, 1970-1986
(Saldos netos; % del PIB a precios corrientes)

	Instituciones financieras	Administraciones públicas	Empresas	Hogares	Resto del mundo
A. Créditos de largo plazo					
1970-74	2,14	-1,42	-2,29	-1,11	2,67
1975-79	1,76	-0,23	-2,39	-0,26	1,12
1980-82	1,80	-0,90	-2,65	-0,91	2,66
1983-86	4,98	-2,84	-3,55	-2,07	3,47
B. Créditos de corto plazo					
1970-74	1,70	-0,16	-1,47	-0,68	0,61
1975-79	2,80	-0,12	-2,53	-0,12	-0,03
1980-82	2,50	-0,18	-3,76	-0,07	1,51
1983-86	2,33	0,33	-1,28	-0,05	-1,33
C. Créditos comerciales					
1970-74	0,28	0,13	0,49	-0,98	0,07
1975-79	0,64	0,05	1,34	-1,35	-0,68
1980-82	0,77	-0,24	0,80	-1,55	0,22
1983-86	1,15	-0,71	0,06	-0,34	-0,17
D. Total					
1970-74	4,12	-1,43	-3,27	-2,76	3,36
1975-79	5,21	-0,30	-3,57	-1,74	0,40
1980-82	5,07	-1,32	-5,61	-2,53	4,39
1983-86	8,46	-3,22	-4,77	-2,46	2,31

Fuente: Cuentas Financieras

riedad, la única alternativa consistirá en un ajuste de otra naturaleza, que reduzca más bien los superávits de los hogares y los déficits compensatorios de las empresas. En este caso, si no se desea deprimir la inversión, el papel clave lo desempeñarán, los ahorros directos de estas últimas. En tales condiciones, buena parte del ahorro de las empresas se convertirá en un sustituto de un mercado imperfecto de derechos de propiedad.

En el mercado de crédito los agentes superavitarios son las instituciones financieras y el resto del mundo; deficitarios son, en cambio, la administración pública -salvo un corto periodo durante la bonanza cafetera de los años setenta-, los hogares y las empresas no financieras (cuadro 11). Al igual que el mercado de derechos de propiedad, la significación total de recursos de crédito tendió a declinar respecto del PIB a lo largo de la década de los setenta. Ello estuvo asociado exclusivamente al endeudamiento externo, ya que los recursos crediticios de origen interno se expandieron en forma casi continua durante estos años. A fines de esa década y comienzos de los ochenta el mercado crediticio experimentó un auge impresionante, asociado tanto a la bonanza de crédito externo que experimentó el país como apreciable aumento en las operaciones de las instituciones financieras domésticas. Con la caída del crédito externo, estas últimas pasaron a sustentar los altos niveles de crédito alcanzados en los años anteriores.

Desde el punto de vista del uso de los recursos crediticios, los agentes que conviene analizar con más detenimiento son las empresas y las administraciones públicas, ya que los hogares no muestran ninguna tendencia clara a lo largo del periodo analizado. En el caso de las administraciones públicas, el déficit fiscal exhibe un ciclo marcado y bien conocido, que desde el punto de vista real como del financiero ha tendido a compensar las fluctuaciones del sector externo. Este ciclo se ha reflejado, en particular, en la evolución de los flujos netos de crédito de largo plazo recibidos por las administraciones públicas, que en el caso colombiano provienen fundamentalmente del exterior: reducción sustancial durante los setenta y aumento notorio en los años ochenta. Desde el punto de vista financiero, que es aquel que interesa aquí, la mencionada relación muestra la asociación que existe entre endeudamiento externo, ahorro e inversión públicas. En el caso de las empresas, el comportamiento es del todo diferente. El vigoroso aumento de los recursos crediticios de corto plazo entre 1970-74 y 1980-82 se tradujo en un apreciable incremento de los recursos crediticios totales captados por estos agentes. A raíz de la crisis financiera de comienzos de los ochenta, los flujos de crédito de corto plazo hacia las empresas han disminuido a niveles aun inferiores a los de 1970-74. No obstante, el crédito total ha mantenido sus altos niveles históricos, gracias al incremento de los flujos de largo plazo (muchos de ellos asociados al crédito externo recibido por las empresas públicas).

Así las cosas, mientras en el mercado de derechos de propiedad ha habido cambios estructurales apreciables, en el de crédito se han presentado más bien fluctuaciones cíclicas, asociadas al comportamiento compensatorio del sector externo y las finanzas públicas y al ciclo de auge y crisis del sector financiero doméstico. La implicación más importante que se deriva de este análisis es, por supuesto, aquella que tiene que ver con la evolución del financiamiento externo en el futuro cercano. En particular, en la medida que el resto del mundo constriña la oferta de recursos crediticios en los próximos años, no existirá, desde el punto de vista financiero, ninguna alternativa diferente a la de mantener reprimidas las necesidades financieras netas de las administraciones públicas, si se desea evitar que el financiamiento disponible para las empresas se reduzca de manera sustancial.

IV. CONCLUSIONES

Los resultados de este estudio confirman nuevamente el papel protagónico que juega la distribución del ingreso en la determinación del ahorro privado. Ello pone de manifiesto el imperativo de adoptar políticas compensatorias para expandir el ahorro -v. gr., "ahorros forzosos" de los asalariados a través de la legislación laboral- cuando se producen mejoras en la distribución del ingreso. Nuestras estimaciones corroboran, por otra parte, la validez de la hipótesis del ingreso permanente como explicación del comportamiento del ahorro, tanto privado como total, al menos durante las dos últimas décadas. En ausencia de un acceso adecuado a los recursos externos, esto exige además la adopción de políticas compensatorias en los periodos adversos del ciclo económico.

Los resultados indican, por otra parte, que la tributación produce fundamentalmente una sustitución entre el ahorro público y el privado. Sin embargo, este hecho no puede interpretarse como una validación de la hipótesis de "la equivalencia ricardiana", ya que el ahorro privado parece no responder ante cambios en la magnitud del déficit del sector público. Por otro lado, las estimaciones econométricas coinciden con resultados de estudios anteriores, según los cuales el financiamiento externo provoca un efecto adverso -o de sustitución- sobre el ahorro doméstico. El esfuerzo de generación de ahorro que llevan a cabo las entidades públicas

se debilita cuando aumenta el crédito externo. Las mencionadas estimaciones confirman, además, la irrelevancia de la tasa de interés como determinante del ahorro en Colombia. Esta variable ejerce, eso sí, considerable gravitación sobre la demanda de activos que afectan la intermediación financiera. La evidencia más actualizada que se presenta en el trabajo revela también que la inflación no ha tenido un papel importante en la determinación del ahorro en el periodo más reciente.

Por último, el análisis de la evolución de los flujos de recursos entre los sectores superavitarios y deficitarios de la economía colombiana indica que ha habido cambios fundamentales en la forma como se realizan estas transferencias. Los hogares han dejado de transferir en forma directa a través de la adquisición de derechos de propiedad, sus excedentes a las empresas, en particular a sociedades anónimas. Ello ha redundado en un sostenido crecimiento de la intermediación financiera como mecanismo para efectuar las transferencias de recursos entre uno y otro tipo de agentes. Sin embargo, este canal presenta severas limitaciones, ya que debilita la estructura financiera de las empresas. En ausencia de cambios significativos en este frente, en los próximos años será necesario fortalecer la capacidad de generación de ahorro de las empresas, tanto privadas como públicas. Por otra parte, en la coyuntura actual de restricción en los mercados financieros externos, el crédito disponible -vale decir el interno- deberá asignarse entre el sector público y el privado, con fuertes implicaciones negativas sobre el segundo, si el conjunto del sector público no mantiene sus desequilibrios financieros en rangos moderados.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Acosta, Olga Lucía** (1986). "Estructura financiera de las sociedades: Ejercicio de la aplicación de las cuentas financieras", *Ensayos sobre Política Económica*, N° 10, diciembre.
- Barro, Robert** (1974). "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, N° 6.
- Bourguignon, Francois y José Leibovich** (1984). "Offre et demande dans le processus de development: un modele de desequilibre appliqué a la Colombie", *Anales de l'Insee*, N° 55/56, 1984.
- Carrizosa, Mauricio** (1983). "La definición de dinero, los medios de pago y los cuasi-dineros en Colombia", *Ensayos sobre Política*, N° 3, abril.
- Clavijo, Sergio** (1989). "Ingreso permanente y transitorio: ¿Qué tanto ahorran (o consumen) los colombianos?", *Coyuntura Económica*, Vol. XIX, N° 3, septiembre.
- Cuddington, John T.** (1986). "Bonanzas de productos básicos, estabilización macroeconómica y reforma comercial en Colombia", *Ensayos sobre política económica*, N° 10, diciembre, 1986.
- Díaz-Alejandro, Carlos F.** (1976). *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia*, National Bureau of Economic Research, Nueva York.
- Fernández, Javier** "Comentario y Discusión" a José Antonio Ocampo, "El Proceso Ahorro-Inversión y sus Determinantes en Colombia" en Carlos Caballero (ed.), *Macroeconomía, Mercado de Capitales y Negocio Financiero*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, 1989.
- Gersovitz, Mark** (1982). "The Estimation of the Two Gap Models", *Journal of International Economics*, Vol. 12, N° 1 y 2, febrero.

- Gómez, Hernando José y Francisco E. Thoumi (1986). "Una nota sobre la relación entre el financiamiento externo y la inversión pública en Colombia", *Coyuntura Económica*, octubre.
- Griffin, Keith (1970). "Foreign Capital, Domestic Savings and Economic Development", *Bulletin of the Oxford Institute of Economics and Statistics*, mayo.
- y J. L. Enos (1970). "Foreign Assistance: Objectives and Consequences", *Economic Development and Cultural Change*, abril.
- Londoño, Juan Louis (1985). "Ahorro y gasto en una economía heterogénea: el rol macroeconómico del mercado de alimentos", *Coyuntura Económica*, diciembre.
- y Perry, Guillermo (1985). "Relaciones de Colombia con el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional", *Coyuntura Económica*, octubre.
- Melo, Alberto (1988). "Fragilidad financiera y fuga doméstica de capitales en el sector productivo colombiano", Informe de Investigación, FEDESARROLLO.
- Mikesell, Raymond, y James E. Zinser (1973). "The Nature of the Savings Function in Developing Countries: a Survey of the Theoretical and Empirical Literature", *Journal of Economic Literature*, marzo.
- Ocampo, José Antonio (1988). "Una nota sobre la relación entre financiamiento externo, ahorro e inversión", *Ensayos sobre Política Económica*, N° 13, junio.
- (1989). "El proceso ahorro-inversión y sus determinantes en Colombia", en Carlos Caballero (ed.), *Macroeconomía, mercado de capitales y negocio financiero*, Bogotá, Asociación Bancaria de Colombia.
- y Revéiz, Edgar (1980). "Bonanza cafetera y economía concertada", en Edgar Revéiz (ed.), *La cuestión cafetera*, Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes.
- y Perry, Guillermo (1983). "La reforma fiscal, 1982-1983", *Coyuntura Económica*, marzo.

- ____ **Londoño, Juan Luis y Villar, Leonardo (1985).** "Ahorro e inversión en Colombia", *Coyuntura Económica*, junio.
- ____ **y Crane, Catalina (1988).** "Ahorro, inversión y crecimiento económico en Colombia", Informe de Investigación presentado al BID, FEDESARROLLO, noviembre, 1988. Una versión resumida de este trabajo fue incluida en BID, *Progreso Económico y Social en América Latina, 1989*, pp. 165-210.
- Perry, Guillermo y Martínez, Manuel (1976)** "Ahorro público y capitalización social", en *El mercado de capitales en Colombia*, Bogotá, Banco de la República.
- ____ **Junguito, Roberto y Junguito, Nohora de (1981).** "Política económica y endeudamiento externo en Colombia, 1979-1980", *Desarrollo y Sociedad*, N° 6, junio.
- ____ **y Cárdenas, Mauricio (1986).** *Diez años de reformas tributarias en Colombia*, Bogotá, CID-FEDESARROLLO.
- Restrepo, Juan Camilo (1983).** "La economía y el desarrollo de la sociedad anónima en los últimos treinta años", *Boletín Mensual*, Comisión Nacional de Valores, mayo.
- Reyes, Alvaro, et al. (1978).** "Un modelo de corto plazo para la economía colombiana", *Revista de Planeación y Desarrollo*, mayo-agosto.
- ____ (1985). "Políticas económicas, niveles de actividad y empleo: un modelo estructural para Colombia", *Coyuntura Económica*, abril.
- Rodado, Carlos y Villodres, Antonio (1969).** "Un modelo macroeconómico para Colombia", *Revista de Planeación y Desarrollo*, julio.
- Sarmiento, Eduardo (1984).** *Crecimiento y control de una economía en desequilibrio*, Bogotá, CEREC-Contraloría General de la República.
- Tenjo, Fernando (1983).** "Acumulación y sector financiero en Colombia (1970-1979): Una interpretación", *Cuadernos de Economía*, Segunda Epoca, N° 5, 1er. semestre.

**DETERMINANTES
MACROECONOMICOS DEL AHORRO EN
EL ECUADOR**

Luis I. Jácome

Alfredo Arízaga

INDICE

INTRODUCCIÓN	75
I. LA ECONOMIA Y EL AHORRO ENTRE 1965 Y 1987	77
1. Antecedentes globales	77
2. Ahorro, inversión y crecimiento	79
II. AHORRO INTERNO Y AHORRO EXTERNO	83
1. Aspectos generales	83
2. Relaciones mutuas	84
III. ESTRUCTURA Y EVOLUCION DEL AHORRO PUBLICO	87
IV. EL AHORRO PRIVADO	91
1. Evolución	91
2. Determinantes macroeconómicos	92
3. Sustitución con el ahorro público	98
V. AHORRO Y TASA DE INTERES REAL	102
1. Aspectos generales	102
2. Ahorro y tasa de interés real	104

VI. DETERMINANTES MACROECONOMICOS DEL AHORRO INTERNO TOTAL	109
VII. CONCLUSIONES	112
BIBLIOGRAFIA	116

DETERMINANTES MACROECONOMICOS DEL AHORRO EN EL ECUADOR

*Luis I. Jácome
Alfredo Arizaga*

INTRODUCCION

El objeto de este trabajo es estudiar los aspectos macroeconómicos del proceso de ahorro en el Ecuador entre 1965 y 1987. De este análisis se pretende extraer algunas conclusiones que incentiven la discusión sobre cómo dinamizar el ahorro doméstico durante la próxima década, tras la fuerte disminución que éste y los flujos de crédito externo experimentaron durante los últimos años. Esta situación no afecta sólo al Ecuador, sino que a un gran número de países en desarrollo, sobre todo de América Latina, a raíz de la crisis de la deuda externa. La caída en el ahorro interno y externo ha motivado, a su vez, una merma en la formación de capital bruto, lo que se ha reflejado en un estancamiento de la economía ecuatoriana y, por tanto, en una pérdida de bienestar de sus habitantes.

Para recuperar el ritmo de crecimiento histórico de la economía ecuatoriana es condición necesaria estimular el ahorro doméstico, dada la previsible restricción de crédito externo en el futuro próximo. Esa necesidad queda de manifiesto al comprobarse que muchos de los países que exhiben un dinámico crecimiento económico muestran al mismo tiempo una elevada tasa de ahorro interno.

El estudio que aquí se presenta debe entenderse como un esfuerzo inicial en un tema que, como el del ahorro, ha recibido poca o ninguna atención investigativa en el Ecuador. El trabajo no pretende ser exhaustivo, toda vez que ignora una serie de aspectos importantes. Por un lado, se basa en una clasificación del ahorro según su origen, la cual distingue entre público y privado, pero que no desagrega, al interior de este último, entre ahorro de las familias y de las empresas. Esta limitación obedece, en buena parte, a la dificultad de

contar con datos confiables para cada una de tales categorías y al hecho de que en el Ecuador es grande el número de empresas que son de tipo familiar, lo que dificulta delimitar su diferentes ámbitos de acción.

Mayor importancia todavía entraña la omisión -habitual en los estudios sobre ahorro en los países en desarrollo (PED)¹- de aspectos microeconómicos que aparentemente ejercen considerable influencia en el comportamiento del ahorro. No se examina, por ejemplo, el impacto que la restricción de liquidez, característica de un gran número de unidades económicas en los países en desarrollo, genera sobre las decisiones de consumo y ahorro. Tampoco se toma en consideración el efecto de imperfecciones en el mercado de capitales, en la forma, por ejemplo, de racionamiento de crédito, ya sea por la vía de tasas diferenciadas de interés o de limitaciones al monto de los créditos demandados. El estudio deja de lado asimismo el impacto de las transferencias intergeneracionales sobre la acumulación de ahorro. Otro tanto sucede con el efecto que la incertidumbre que enfrentan las diferentes actividades productivas y los agentes económicos en general suscita sobre el ahorro.

El trabajo se abre con una breve reseña de la evolución de la economía ecuatoriana durante las últimas décadas y, en particular, del ahorro, en términos de la formación de capital y del crecimiento del producto. Se examina luego la presunta interacción entre ahorro interno y externo, con el objeto de dilucidar si ellos son independientes o, si por el contrario, el segundo afecta la acumulación del primero. El trabajo prosigue con un análisis del comportamiento del ahorro público y las posibilidades de aumentarlo, así como de los determinantes macroeconómicos del ahorro del sector privado, poniendo énfasis en su relación con el del sector público, en el contexto del debate acerca del grado de sustitución o complementariedad entre ambos. Posteriormente se aborda la correlación entre el ahorro y la tasa de interés real, a la luz de la literatura reciente, pasándose enseguida al examen de los determinantes de la tasa de ahorro global de la economía ecuatoriana en el período señalado. En la sección final se formulan algunas de las principales reflexiones que fluyen de este trabajo.

1. Un análisis de estos temas, así como de otros, de carácter más sociológico, como la educación, los aspectos demográficos, etc. se encuentra en Gersovitz (1988).

No parece ocioso insistir en una advertencia que es usual en los estudios de este tipo. Ella tiene que ver con las deficiencias que presentan los datos utilizados, toda vez que las cifras de ahorro de las cuentas nacionales se obtienen indirectamente, es decir en forma residual. El problema se agrava en el caso del ahorro privado, puesto que éste se obtiene después de que del ahorro total han sido deducidos el ahorro externo y el ahorro público. Problemas como la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones afectan, sin duda, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos y, por tanto, el monto del ahorro externo. Un problema adicional se relaciona con el tratamiento de gasto corriente que se da a los gastos en educación, entre otros muchos obstáculos para una adecuada medición del ahorro (Deaton, 1989).

I. LA ECONOMIA Y EL AHORRO ENTRE 1965 Y 1987

1. Antecedentes globales

Hasta antes de 1972, la actividad económica ecuatoriana era mayoritariamente agroexportadora. Banano, café y cacao representaban cerca del 90 por ciento de las ventas externas totales del país al exterior, cuyos retornos de divisas permitían al país financiar una incipiente industrialización, en el marco del Acuerdo Subregional Andino.

Con el inicio de las exportaciones de crudo en 1972 y el alza espectacular del precio de este producto, la economía ecuatoriana cobra gran dinamismo. Las exportaciones de petróleo pasan a representar por sí solas el 50 por ciento del total de las ventas externas y el Producto Interno Bruto (PIB) se expande hasta 1980 a una tasa media anual de 9 por ciento, a consecuencia del crecimiento no sólo del sector energía sino también del dinamismo de la industria (10%), el comercio (8%) y la actividad financiera (8,5%); el sector agrícola, en cambio, se rezagó, al crecer a una tasa media de sólo 3,4 por ciento, configurándose así una suerte de "enfermedad holandesa".²

2. Un análisis de la evolución de la economía ecuatoriana en el marco del modelo de la "enfermedad holandesa" se encuentra en De la Torre (1988) y en Jácome (1989).

Este rápido crecimiento fue posible, además, gracias al elevado financiamiento externo con que contó el país desde 1975. El flujo de divisas se revirtió, a comienzos de la presente década, al igual que para el resto de países de América Latina, situación que explica en gran medida el actual estancamiento de la economía ecuatoriana. Además de la crisis de la deuda, el Ecuador se vio afectado por la fuerte caída del precio del petróleo en el mercado internacional y desastres naturales, tales como las inundaciones ocurridas en 1983, que destruyeron buena parte de la producción y exportación agrícola de ese año, y el terremoto de 1987, que ocasionó la suspensión de las exportaciones de petróleo durante más de cinco meses, a causa de la ruptura del oleoducto que une los puntos de explotación y exportación del crudo. En estas condiciones, la producción por habitante en 1989, medida en valores constantes, fue inferior a la de una década antes.

El desafío de recuperar el dinamismo interno aparece como bastante ambicioso, aun en el evento de que el país alcanzara un pronto acuerdo con sus acreedores externos, basado en una reducción de la deuda y/o de su servicio. En tal caso, en efecto, el propio acuerdo imposibilitaría la normalización de los flujos de crédito de los bancos comerciales hacia el Ecuador. Se comprende entonces que la inversión requerida para que la economía vuelva a crecer demandará un importante volumen de ahorro doméstico. Adicionalmente, es probable que la producción y exportación de petróleo decline hacia fines de los 90, lo que redundaría en un menor financiamiento de la actividad económica.

Es imprescindible, en consecuencia, buscar de manera endógena mecanismos para el crecimiento de la economía. Como se sabe, los modelos tradicionales postulan que los cambios en la tasa de ahorro no provocan un efecto permanente sobre la tasa de crecimiento del producto por habitante (Solow, 1965). Sin embargo, la relación positiva que se observa entre ambas variables tanto en los países industrializados como en aquellos en desarrollo mueve a pensar que la primera juega un rol importante en la expansión de la economía, a través del financiamiento de la formación de capital. Si se acepta esta evidencia, se convendrá en que es preciso estimular la acumulación de ahorro interno, puesto que ella habrá de transformarse en la fuente primordial de financiamiento del desarrollo del país. Complementariamente, será necesario alcanzar un uso más eficiente de esos recursos, en términos no sólo de crecimiento económico, sino también de su distribución.

2. Ahorro, inversión y crecimiento

Con la bonanza económica originada en la explotación del petróleo, la tasa de ahorro sobrepasó el 20 por ciento, tasa que en los ochenta se contrae en forma significativa, a la par de la crisis de la deuda y de otros problemas ya señalados (cuadro 1). Sólo en estos años de mayor dinamismo alcanza el ahorro en el Ecuador niveles de significación semejantes a los de otros países en desarrollo (cuadro 2).³ La caída en el ahorro es mayor durante los últimos cinco años, situación que se observa también en otras economías con problemas de elevado endeudamiento externo, como México, Venezuela y Filipinas. Lógicamente, el nivel de ahorro en el Ecuador ha sido muy inferior al de las naciones industrializadas, con excepción de Estados Unidos y el Reino Unido, cuyas tasas son similares a la del grupo de países en desarrollo que tienen un nivel mediano de ahorro.

Pero la importancia de estudiar el comportamiento del ahorro estriba en que tales recursos se convierten en inversión, y ésta, a su vez, hace posible el aumento de la producción futura de bienes y servicios, o lo que es lo mismo, el crecimiento de la economía. En tal sentido, si bien la trayectoria de la tasa de inversión acusa una tendencia relativamente similar a la del ahorro bruto, sus variaciones anuales no son siempre del mismo signo. Si se corre una regresión entre la tasa de inversión como variable dependiente y la tasa de ahorro como variable explicativa para el período 1965-87, se obtiene que la contribución de la segunda a la primera es significativa. El valor R cuadrado ajustado es bajo, lo que sugiere la existencia de otras variables importantes en la explicación del comportamiento de la inversión.

$$\begin{array}{rcl}
 I/Y & = & 0,1 + 0,71 S/Y \\
 t & = & (4,13) \quad (4,73) \\
 \\
 R^2 \text{ ajustado} & = & 0,49 \\
 F & = & 22,41 \\
 DW & = & 1,49
 \end{array}$$

3. Las cifras de ahorro utilizadas corresponden a la diferencia entre la formación bruta de capital y la cuenta corriente del sector externo. Esta última, a su vez, equivale a las exportaciones menos las importaciones y menos los pagos netos por factores al exterior.

Cuadro 1
PIB, AHORRO, INVERSIÓN EN EL ECUADOR, 1965-87
(sucres corrientes)

Año	PIB	Ahorro Bruto	Formación bruta de capital	(2/1)	(3/1)
	(1)	(2)	(3)		
1965	20.721	1.950	2.866	0,094	0,138
1966	22.596	2.616	3.467	0,116	0,153
1967	25.238	3.180	4.379	0,126	0,174
1968	27.412	3.130	4.934	0,114	0,180
1969	30.144	3.156	5.277	0,105	0,175
1970	35.019	4.476	6.371	0,128	0,182
1971	40.048	4.971	9.278	0,124	0,232
1972	46.859	6.300	9.377	0,134	0,200
1973	62.229	10.794	12.115	0,173	0,195
1974	92.763	20.370	20.850	0,220	0,225
1975	107.740	19.858	28.797	0,184	0,267
1976	132.913	26.308	31.579	0,198	0,238
1977	166.376	35.229	44.137	0,212	0,265
1978	191.345	38.894	54.432	0,203	0,284
1979	233.963	51.290	59.296	0,219	0,253
1980	293.337	62.207	76.630	0,212	0,261
1981	348.662	67.234	80.790	0,193	0,232
1982	415.715	65.733	104.821	0,158	0,252
1983	560.271	81.041	98.442	0,145	0,176
1984	812.629	121.649	139.962	0,150	0,172
1985	1.109.940	187.319	201.697	0,169	0,182
1986	1.382.143	178.034	283.153	0,129	0,205
1987	1.808.375	185.688	422.886	0,103	0,234

Fuente: Cuentas Nacionales Banco Central del Ecuador.

Las cifras del cuadro 3 muestran el considerable aporte que el ahorro externo ha hecho a la formación bruta de capital del país.

Algunos economistas sostienen que la relación entre el ahorro y la inversión se explican por la movilidad internacional del capital, factor que se traslada a las economías que

ofrecen mayores tasas de retorno a las inversiones. Este argumento ha suscitado, por cierto, intensas controversias.⁴ La experiencia ecuatoriana refleja una mayor incorporación de la economía del país a los mercados financieros internacionales a raíz del "auge del petróleo". Esta situación coincidió y, por tanto, se vio fortalecida con el incremento de la oferta de capitales en el mercado internacional, a causa del aumento de los precios del crudo. Posteriormente, este proceso se revirtió, a consecuencia de la crisis de la deuda externa.

Sin embargo, hay que considerar que la importancia relativa del ahorro, en cuanto a condición para estimular el crecimiento económico, puede variar en un momento determinado por efecto de varios tipos de factores. Por un lado, son relevantes el índice de utilización de la capacidad instalada del aparato productivo y el comportamiento del índice incremental capital-producto. Es probable que en la economía ecuatoriana

Cuadro 2
TASAS DE AHORRO
EN ALGUNOS PAISES EN DESARROLLO, 1975-87
(porcentaje respecto del PIB)

	1975-78	1979-82	1983-87
Ecuador	20	19	14
Colombia	19	17	19
México	20	23	21
Venezuela	33	29	20
Brasil	20	17	17
Corea	23	22	29
Filipinas	23	24	16
India	22	22	22

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales. Fondo Monetario Internacional.

4. Feldstein y Horioka (1980) inician el debate sobre este tema al atribuir la elevada correlación encontrada entre las tasas de inversión y de ahorro en una muestra de países industrializados, al bajo nivel de movilidad del capital en el mercado internacional. Mucho se ha discutido posteriormente sobre si lo primero da o no fundamento a la segunda afirmación. Véase, por ejemplo, Dooley, Frankel y Mathieson (1987).

Cuadro 3
FUENTES DE LA INVERSION 1965-1987
(porcentajes del PIB)

	Formación bruta de capital	Ahorro privado	Ahorro público	Ahorro externo
1965	13,8	5,9	3,5	4,4
1966	15,3	8,2	3,4	3,7
1967	17,4	8,1	4,5	4,8
1968	18,0	8,0	3,5	6,5
1969	17,5	6,8	3,7	7,0
1970	18,2	8,8	4,0	5,4
1971	23,2	7,2	5,2	10,8
1972	20,0	6,9	6,6	6,5
1973	19,5	6,8	10,5	2,2
1974	22,5	10,8	11,2	0,5
1975	26,7	11,4	7,0	8,3
1976	23,8	13,4	6,4	4,0
1977	26,5	15,4	5,2	5,9
1978	28,4	13,7	4,7	10,0
1979	25,3	13,1	8,8	3,4
1980	26,1	14,8	6,4	4,9
1981	23,2	13,9	5,0	4,3
1982	25,2	12,6	3,2	9,4
1983	17,6	8,4	6,1	3,1
1984	17,2	8,0	7,0	2,2
1985	18,2	6,6	10,3	1,3
1986	20,5	7,3	5,5	7,7
1987	23,4	6,2	4,1	13,1

Fuente: Cuentas Nacionales Banco Central del Ecuador.

exista algún margen para aumentar el primero de estos índices, tomando en consideración tanto el estancamiento económico ocurrido durante la última década, cuanto que la mayoría de las unidades de producción industrial trabajan a lo sumo dos turnos. El segundo índice no muestra una evolución uniforme en el pasado reciente, lo que dificulta una estimación del eventual efecto de la inversión sobre el producto.

Por otra parte, se observa que los años de mayores tasas de inversión y ahorro están asociados a ritmos de crecimiento económico también más elevados. Estas relaciones no indican causalidad ni en uno ni en otro sentido. En otras palabras, no es claro que un aumento del ahorro y la inversión hayan inducido un mayor crecimiento económico ni, tampoco, que haya sido el aumento en el ingreso por razones exógenas el factor que estimuló el ahorro, la inversión y, nuevamente, el crecimiento. Al parecer, esta segunda causalidad es predominante en el Ecuador y se habría producido en los años en que ocurrió un aumento exógeno de la producción, vía petróleo, o por un mejoramiento de los términos del intercambio; y, en sentido contrario, cuando hubo una caída de la producción por razones exógenas (inundaciones, terremoto, etc) o un deterioro de los términos de intercambio. Del mismo modo, se observan también años, como en la segunda mitad de los 70, en que elevados niveles de ahorro interno e inversión parecen haber contribuido a sustentar un satisfactorio ritmo de expansión de la economía.

A los factores hasta aquí señalados es necesario agregar el efecto que la incertidumbre política y la adopción de medidas económicas que implican cambios estructurales, además de aquellas de corto plazo, pueden provocar sobre las decisiones de ahorro e inversión. En efecto, la formación de capital en una economía constituye un proceso irreversible que se lleva a cabo dentro de un horizonte de largo plazo, por lo que los agentes económicos evalúan con detenimiento cuándo y dónde invertir con el menor riesgo posible. La incidencia negativa de la incertidumbre política reviste particular importancia en el Ecuador, puesto que cada elección presidencial supone un intenso debate acerca del modelo económico y social que conviene al país. El impacto que los cambios estructurales en la economía provocan sobre la inversión ha sido tratado últimamente (Rodrik, 1989) bajo el criterio de que el inversor se ve incentivado a dilatar su decisión hasta comprobar el resultado de tales medidas.

II. AHORRO INTERNO Y AHORRO EXTERNO

1. Aspectos generales

El análisis del impacto que los flujos de recursos provenientes del exterior suscitan sobre el ahorro interno ha

sido ampliamente analizado en la literatura económica, pero, al igual que respecto de la generalidad de los fenómenos económicos, no se ha llegado a consenso.

La corriente que considera que los flujos de capital externo ejercen un impacto positivo sobre el ahorro doméstico llegó a formalizar su posición en el denominado "modelo de dos brechas". Este postula que el crecimiento de las economías en desarrollo se encuentra reprimido por la limitación de recursos externos, la cual restringe las importaciones de bienes de capital y de bienes intermedios (Chenery y Strout, 1966; Bacha, 1986).

Hay quienes afirman, por el contrario, que el ahorro y la ayuda externos debilitan el ahorro doméstico. Esta afirmación se sustenta en el razonamiento de que la mayor disponibilidad de recursos externos incrementa también la cantidad total de recursos disponibles en la economía, lo cual estimula el crecimiento de la absorción, dando origen a una merma en el ahorro doméstico. Adicionalmente, se considera que si el ahorro es función de las posibilidades de inversión, el flujo de capital externo tendería a comprimir los requerimientos de ahorro interno.

La sustituibilidad entre el ahorro interno y el externo fue sustentada empíricamente en diversos trabajos a comienzos de los años 70.⁵ Sus resultados han sido empero cuestionados con el argumento de que la forma convencional de medición del ahorro, que consiste en sustraer de la inversión los ingresos netos de capital procedentes del exterior, introduce un sesgo, ya que parte de estos últimos podrían haberse destinado a financiar consumo y no inversión (Mikesell y Zinser, 1973; Papanek, 1972).

2. Relaciones mutuas

De acuerdo con las cifras del cuadro 3, el ahorro externo en el Ecuador fue significativo a lo largo de todo el período 1965-87. El flujo de recursos externos decreció notablemente a partir de 1982, al estallar el problema de la deuda externa. En los últimos dos años del período el ahorro externo volvió, sin embargo, a aumentar, debido en lo fundamental al incremento en los flujos de crédito externo registrados en ese año y a los atrasos en el pago de las obligaciones

5. Véanse Griffin y Enos (1970); Chenery (1970) y Weisskopf (1972).

externas, lo que constituye una modalidad de ahorro externo forzado.

Durante aquellos años, el comportamiento del ahorro externo atraviesa por tres fases. En la primera, que va hasta 1982, año del estallido de la crisis de la deuda externa, el promedio del flujo de ahorro externo es del orden de 6 por ciento del PIB. Entre 1983 y 1985 se observa una brusca reducción de los flujos externos de capital, por las razones antes anotadas, con lo que su significación cae por debajo de 1 por ciento del PIB en 1985. Finalmente, una tercera fase se observa un aumento del crédito externo de fuentes multilaterales y un creciente ahorro forzoso, derivado de atrasos externos.

Al contrastar esta evolución con el comportamiento del ahorro interno, se podría afirmar que en la mayoría de los años del período 1977-87 ha habido sustituibilidad con el ahorro externo. De acuerdo con las relaciones de cuadro 4, las variaciones anuales de las dos tasas de ahorro (SI y SX) exhiben todos los años diferente signo, excepto en 1981 y 1983, en los cuales habrían sido complementarios. Debe anotarse también que durante la mayor parte de este período el país tuvo acceso al crédito externo, lo que sugiere que la sustitución es mayor en años de abundante ahorro externo. Sin embargo, este resultado estaría afectado por la forma de medición del ahorro. Así, de acuerdo con las cifras de la Balanza de Pagos del Banco Central, el ahorro externo, por ejemplo, fue mayor que las importaciones de bienes de capital y equipos de transporte en los años, precisamente, en que este ahorro fue más alto, es decir en 1978, 1982 y 1987. En otras palabras, en esos años parte del ahorro externo habría financiado gasto corriente, lo que lleva a suponer que el ahorro interno fue en la práctica superior al registrado.⁶

Cabe aludir, aunque sea de pasada, a la existencia de dinero y de activos físicos de los ecuatorianos en el exterior. La salida de estos recursos del país explica parte de la caída del ahorro interno en los años 80, cuya persistencia erosionaría gravemente las posibilidades de elevación de las tasas de ahorro. Por el contrario, el retorno de estos capitales constituiría una importante fuente de financiamiento "externo",

6. No obstante dichas limitaciones, la variable es incorporada a este trabajo al analizarse los determinantes del comportamiento de la tasa de ahorro privada y de la tasa de ahorro global de la economía ecuatoriana durante el período 1965-87.

Cuadro 4
RELACION
AHORRO INTERNO - AHORRO EXTERNO
(porcentajes del PIB)

Año	Ahorro Interno	Relación	Ahorro Externo
1977	20,6		5,9
1978	18,4	-/+ s	10,0
1979	21,9	+/- s	3,4
1980	21,2	-/+ s	4,9
1981	18,9	-/- c	4,3
1982	15,8	-/+ s	9,4
1983	14,5	-/- c	3,1
1984	15,0	+/- s	2,2
1985	16,9	+/- s	1,3
1986	12,8	-/+ s	7,7
1987	10,3	-/+ s	13,1

Fuente: Serie Cuentas Nacionales Banco Central del Ecuador.

s = Sustitución en la variación de los ahorros.

c = Complemento en la variación de los ahorros.

capaz de sustentar una expansión más dinámica de la economía ecuatoriana, en la medida en que tales recursos se conviertan en inversión real.

Este tema reviste creciente interés en América Latina, puesto que son varios los países que en los últimos años han estimulado el retorno de capitales, sin que hayan conseguido este propósito en forma satisfactoria. Al parecer, el problema rebasa el ámbito de lo puramente económico. En otras palabras, la implantación de políticas económicas adecuadas no garantiza un flujo sostenido de repatriación de capitales, a despecho de lo que postulan instituciones como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Además de la estabilización de la economía y de los cambios estructurales necesarios, se requiere promover una concertación entre los diferentes sectores de la sociedad dentro de una perspectiva de largo plazo que reduzca la incertidumbre económica y política, y estimule así el ahorro interno y la inversión. Una interesante discusión en este sentido se encuentra en Dornbusch (1989).

III. ESTRUCTURA Y EVOLUCION DEL AHORRO PUBLICO

Hasta aquí nuestro análisis se ha basado principalmente en el concepto de ahorro bruto global de la economía. Conviene desglosarlo ahora en sus dos componentes más importantes, el ahorro público y el ahorro privado, puesto que cada uno de ellos responde a diferentes motivaciones.

El sector público ha jugado un rol muy importante en la acumulación de ahorro en el Ecuador. Definiendo como ahorro público la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos corrientes de este sector,⁷ tenemos, entre 1965 y 1987 éste representó más de un tercio del ahorro total, medido en suces corrientes.⁸ (Cuadro 5)

Esta participación no ha sido homogénea a lo largo del periodo. Durante la época anterior a la explotación del petróleo, significó alrededor de un tercio del ahorro interno total y algo menos de 5 por ciento del PIB. Entre 1972 y 1974, esto es en los años del "auge del petróleo", la importancia de este ahorro (más de 10% del PIB) supera en promedio la del sector privado, al ser el Estado el mayor beneficiario de la producción y exportación de crudo. El Estado asume un rol más activo en la economía a través de un mayor gasto, con lo que entre 1975 y 1980 la significación del ahorro declina a 6,5 por ciento del PIB. Durante los ochenta, esta tasa acusa fuertes fluctuaciones como producto de los factores exógenos ya mencionados y/o de las políticas fiscales utilizadas.

Se confirma así la gravitación que las variaciones del precio internacional del petróleo o de su nivel de producción han ejercido sobre la generación de ahorro público. Este es el caso, aunque en direcciones opuestas, de los periodos 1972-74 y 1986-87, debido a aumentos de la cotización del crudo y al mejoramiento del ahorro público; y 1983-85, a causa del ordenamiento fiscal. El desahorro del trienio 1980-82 responde a la mezcla de un elevado servicio de la deuda externa acumulado y de desorden fiscal.

7. Esta definición del sector público incluye las administraciones públicas, las instituciones financieras públicas y la empresas no financieras públicas, de acuerdo con la clasificación de las cuentas nacionales del Ecuador.

8. Se discute si la evaluación de ahorro debe hacerse en valores corrientes o en valores constantes. Aquí se ha optado por la primera alternativa, ya que no se sabe a ciencia cierta cuál es el deflactor más adecuado.

Cuadro 5
ESTRUCTURA DEL AHORRO
DEL SECTOR PÚBLICO, 1965-87
(millones de sucres corrientes)

	SPB/ST	SPB/PIB	SAP/PIB	SEP/PIB	SFP/PIB
1965	0,375	0,035	0,028	0,004	0,003
1966	0,292	0,034	0,028	0,004	0,002
1967	0,359	0,045	0,040	0,003	0,002
1968	0,303	0,035	0,030	0,003	0,002
1969	0,350	0,037	0,031	0,003	0,002
1970	0,313	0,040	0,030	0,008	0,002
1971	0,420	0,052	0,043	0,009	0,001
1972	0,490	0,066	0,056	0,008	0,001
1973	0,608	0,105	0,095	0,009	0,002
1974	0,510	0,112	0,093	0,015	0,004
1975	0,382	0,070	0,056	0,014	0,001
1976	0,321	0,064	0,046	0,016	0,002
1977	0,257	0,054	0,018	0,036	0,000
1978	0,254	0,052	0,036	0,012	0,004
1979	0,401	0,088	0,058	0,029	0,001
1980	0,301	0,064	0,037	0,018	0,009
1981	0,254	0,049	0,035	0,010	0,004
1982	0,202	0,032	0,026	0,000	0,006
1983	0,419	0,061	0,044	0,013	0,004
1984	0,465	0,070	0,058	0,022	-0,008
1985	0,609	0,103	0,092	0,021	-0,011
1986	0,430	0,055	0,050	0,017	-0,012
1987	0,397	0,041	0,042	0,018	-0,019

Fuente: Cuentas nacionales Banco Central del Ecuador.

ST Ahorro Total.

SPB Ahorro Sector Público.

SAP Ahorro Administraciones Públicas.

SEP Ahorro Empresas Públicas.

SFP Ahorro Financieras Públicas.

De acuerdo con la información de las cuentas nacionales, el ahorro del sector público puede ser desglosado, a su vez, en tres componentes. En este contexto, es claro que el

grueso del ahorro estatal lo generan las administraciones públicas,⁹ las cuales aportan recursos por el equivalente al 9 por ciento del PIB. Las empresas públicas no financieras aportan un 2 por ciento adicional, mientras que las empresas financieras públicas exhiben en los últimos tres años un desahorro cuya significación es cercana al 2 por ciento del PIB, provocando de esta manera una contracción del ahorro público y de la economía en general. Este desahorro obedece a las pérdidas cambiarias del Banco Central, a consecuencia de su absorción de la deuda privada, luego de las modificaciones introducidas a su reglamento a finales de 1984.

Dado que el aumento del ahorro público sería fruto, principalmente, de factores exógenos o bien de políticas fiscales restrictivas, cabe preguntarse acerca de las posibilidades de que este sector incremente su nivel de ahorro como consecuencia sólo de factores endógenos. Las cifras del cuadro 6 confirman la fuerte dependencia de los ingresos del presupuesto del estado respecto del sector petrolero, no sólo por los altibajos del precio internacional del crudo, sino también en función de la política de precios de sus derivados para el consumo doméstico.

La significación de los ingresos fiscales provenientes de la venta de gasolina, cuyo precio fue del orden de 45 centavos de dólar el galón durante la primera mitad de los 80, cayó por debajo del 1 por ciento del PIB en 1986, al bajar dicho precio a 40 centavos. El año anterior la significación de tales ingresos se había empujado bruscamente por encima de 1,5 puntos porcentuales de PIB, debido al alza de 33 por ciento en el precio de la gasolina y a la devaluación del tipo de cambio utilizado para transacciones de petróleo.

Los ingresos no petroleros muestran una tendencia ascendente y en los últimos dos años su significación supera el 8 por ciento del PIB, merced al mejoramiento de las recaudaciones de impuestos indirectos. Se espera que estos ingresos, al igual que aquellos provenientes de los impuestos directos, mejoren en el futuro próximo, a consecuencia de la reforma fiscal aprobada a finales de 1988 y de la que se aprobaría a fines de 1989, dirigidas a ampliar la base imponible del tributo a la renta y a sustituir el impuesto a las ventas por un impuesto al valor añadido (IVA).

9. Incluyen al Gobierno Central, a los gobiernos provinciales y locales y al Seguro Social.

Cuadro 6
INGRESOS Y EGRESOS CORRIENTES
DEL SECTOR PUBLICO
(porcentajes del PIB)

	1983	1984	1985	1986	1987
<i>1. Gobierno Central</i>					
Ingresos brutos	10,9	12,1	17,1	13,8	13,4
Ingresos petroleros totales	5,2	5,8	10,3	5,3	5,0
Ingresos petroleros domésticos	1,8	0,9	2,6	0,8	1,7
Ingresos no petroleros	5,7	6,3	6,8	8,5	8,4
Egresos corrientes	11,0	10,8	12,1	13,1	11,7
Salarios y transferencias	6,7	6,1	6,9	9,1	8,7
Intereses	1,3	1,8	2,0	1,3	0,9
<i>2. Empresas públicas no financieras</i>					
Ingresos totales	7,1	9,7	8,6	9,3	8,6
Egresos corrientes	6,1	6,7	6,4	7,1	7,1
Salarios	1,1	1,0	0,9	0,9	1,0
Intereses	0,6	0,5	0,7	0,7	0,6
Compra de bienes y servicios	4,3	5,1	4,6	5,3	5,3
Otros	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Por el lado de los egresos, es notable la significación de los pagos por salarios y transferencias. Estos últimos que se refieren en su mayoría a salarios de gobiernos locales y a otras instituciones públicas que carecen de financiamiento adecuado, muestran una clara tendencia al alza, sobre todo en 1986 y 1987, lo que reflejaría ya sea un mejoramiento de los salarios reales en el sector público, o un incremento en el número de empleados, o ambas cosas. Los intereses de la deuda, a su turno, alcanzan al equivalente del 3 por ciento del PIB, aproximadamente. La caída observada en 1987 responde a la suspensión de estos pagos a los bancos comerciales acreedores del país.

El ahorro agregado acusa un bajo nivel, susceptible de ser aumentado, empero, con políticas que mantengan los precios internos de los derivados de petróleo en niveles cercanos a los vigentes en el mercado internacional y con una política moderada de contratación de funcionarios públicos. Ellas permitirían liberar recursos para destinarlos a propósitos de inversión, tanto en capital físico como humano.¹⁰ En cuanto al servicio de la deuda externa del gobierno, debe señalarse que un eventual arreglo del Ecuador con sus acreedores externos, basado en una reducción del saldo adeudado y/o de su servicio, no traería consigo un alivio fiscal adicional, porque de hecho éste ya se produjo, a raíz de la suspensión total de los pagos de intereses de la deuda externa del país en 1986-87 y de la reanudación sólo parcial de su servicio a partir de 1989.

El ahorro que generan las empresas públicas no financieras es escaso, pese a que son los entes que realizan la mayor parte de los gastos de capital del sector (cuadro 6). Si en el futuro próximo este ahorro no aumenta, será difícil, dadas las limitaciones previstas en el crédito externo, financiar proyectos adicionales de inversión. Esta situación puede evitarse si se persevera con la política de precios flexibles de bienes y servicios del sector público puesta en vigencia en 1989.

Cabe concluir entonces que existen posibilidades de incrementar el ahorro público y, por tanto, el ahorro global de la economía, sobre la base de políticas dirigidas a mejorar el precio real de los bienes y servicios generados por el sector estatal y a través del cobro más eficiente de impuestos, dado que esto, aparentemente, no afecta el ahorro del sector privado. Por el lago de los egresos, es claro que se puede favorecer el ahorro por la vía de una racionalización de la demanda de trabajo en el sector público.

IV. EL AHORRO PRIVADO

1. Evolución

En el periodo 1965-87 el ahorro privado genera el grueso del ahorro interno en el Ecuador, con excepción de

10. Permitirían, asimismo, financiar programas dirigidos a aliviar la pobreza y el desempleo, luego de una década de estancamiento económico.

muy pocos años. Su significación respecto del PIB va en aumento hasta comienzos de los 80, cuando empieza a decrecer, llegando a un mínimo de sólo 6 por ciento en 1987 (cuadro 3). Vale la pena resaltar el elevado nivel de ahorro logrado, a partir de 1976, luego de los años de mayor crecimiento de la economía, así como el deterioro observado a partir de 1983, al estallar la crisis de la deuda externa. Lo insatisfactorio del comportamiento del ahorro privado durante el cuatrienio 1983-86, en contraste con el del sector público, plantea dudas acerca de la forma en que reacciona ante los programas de ajuste y al nivel en que se ubica tras la estabilización de la economía.

En las cuentas nacionales el ahorro privado aparece desglosado también en ahorro de los hogares y de las empresas. Sin embargo, esta clasificación es poco confiable, debido a que es muy difícil trazar una línea divisoria entre estos dos componentes, al existir una elevada cantidad de empresas familiares.

Dentro del ahorro privado, en algunos países reviste importancia el que se efectúa a través de la Seguridad Social y de los fondos particulares de pensiones. En el Ecuador, empero, estos últimos han tenido escaso desarrollo, mientras que la significación de los aportes al Seguro Social ha fluctuado entre 2 y 3 por ciento del PIB durante las últimas dos décadas. Por otra parte, este ahorro no ha sido destinado básicamente a financiar inversión (cuadro 7). En efecto, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) asigna la mayor parte de su presupuesto a gastos corrientes, en especial a la provisión de servicios médicos y a la transferencia de recursos para el consumo de otro grupo de agentes económicos (en edad de retiro).¹¹ Más aún, un elevado porcentaje de los gastos de capital así contabilizados corresponde a los llamados préstamos quirografarios, cuyo destino es en muchos casos el financiamiento de la compra de bienes de consumo duradero.

2. Determinantes macroeconómicos

El análisis que se presenta en esta sección dista de ser exhaustivo, puesto que las decisiones de ahorro de los indivi-

11. Este efecto se produce porque los fondos de los aportantes han servido históricamente para financiar el gasto del gobierno y, en general, han sido invertidos a tasas de interés real muy negativas.

Cuadro 7
**INGRESOS Y EGRESOS DEL INSTITUTO
 ECUATORIANO DE SEGURIDAD SOCIAL 1983-87**
(porcentajes del PIB)

	1983	1984	1985	1986	1987
Ingresos totales	4,1	3,5	3,9	3,7	3,2
Egresos totales	4,1	3,9	3,8	3,9	3,5
Egresos corrientes	3,1	2,5	2,6	2,3	2,6
Egresos de capital	1,0	1,4	1,2	1,6	0,9

Fuente: Banco Central del Ecuador.

duos están basadas en criterios macroeconómicos del tipo que se anotó en la introducción. Incluso en el caso del ahorro de las empresas, este razonamiento sigue siendo válido en gran medida, ya que se trata de beneficios retenidos, que constituyen en realidad ingreso de los individuos y que, por tanto, podrían alternativamente convertirse en consumo.

En consecuencia, esta sección pone el acento sólo en el efecto que algunas variables macroeconómicas -ingreso disponible, tasa de interés, incremento de los precios, habrían provocado sobre la tasa de ahorro privado, dejándose para carga tributaria y ahorro externo- más adelante el debate acerca de la relación entre ahorro privado y ahorro público.

Con este propósito, se realizan varios ejercicios estadísticos, utilizando el método de estimación de Mínimos Cuadrados Ordinarios. Al comentar los resultados, se destaca no el valor numérico de los coeficientes estimados, sino su signo y significación estadística, en razón de la precariedad propia de los datos sobre ahorro.

La tasa de ahorro privado de la economía SV fue definida aquí como variable dependiente en las ecuaciones. En cuanto a las variables explicativas, se requiere en primer lugar definir el nivel de ingreso que es relevante para los agentes económicos a la hora de programar su consumo y su ahorro. Los modelos teóricos sobre el ahorro en países industrializados

suponen en la mayoría de los casos que los individuos consumen y ahorran en el contexto de la conocida Teoría del ciclo de vida (Modigliani y Ando, 1963), es decir, que consumen y ahorran cuando son jóvenes, para dedicarse en sus años de retiro a consumir lo que ahorraron previamente, de forma tal que en el largo plazo su consumo es uniforme a lo largo de toda su vida. Este marco conceptual, sin embargo, no ha podido ser respaldado fehacientemente en el campo empírico.¹² Su aplicación a países en desarrollo plantea dificultades adicionales, ya que en éstos los agentes económicos encaran un grado de incertidumbre bastante mayor, lo que dificulta la programación uniforme del consumo a lo largo de la vida. Por otro lado, el nivel de ingresos de un gran número de unidades familiares es casi de subsistencia, de manera que el escaso excedente, si lo llega a haber, es destinado en buena parte, más que al consumo en los años de retiro, al mejoramiento de las condiciones de vida del presente, es decir a la compra de bienes de consumo duradero.

Alternativamente, se puede optar por el supuesto de que los individuos consumen y ahorran de acuerdo a la teoría del ingreso permanente (Friedman, 1957). En este contexto, los agentes económicos programan su consumo y, por tanto, su ahorro, en función de sus expectativas acerca de lo que será su ingreso. Consumen, pues, en relación a lo que consideran que constituye su ingreso permanente y ahorran lo que visualizan como ingreso transitorio. Con el objeto de aproximarnos a lo que sería el ingreso permanente (YP),¹³ utilizamos un artificio al que se suele recurrir en este tipo de ejercicios (Gupta, 1987; Quian, 1988) y que consiste en obtener un promedio simple del ingreso de los dos últimos períodos.¹⁴ El ingreso transitorio (YT), en cambio, sería la diferencia, en cada ejercicio, entre el ingreso observado y (YP). Los datos

-
12. Las discrepancias entre la teoría y los resultados de investigaciones empíricas son atribuidas a imperfecciones en el mercado de capitales (restricciones de crédito y de liquidez, fundamentalmente).
 13. En realidad, la teoría de Friedman no ofrece una definición precisa de lo que se entiende por ingreso permanente de los individuos.
 14. Este promedio podría construirse sobre la base de un mayor número de ejercicios hacia atrás. Sin embargo, a fin de preservar el mayor número posible de grados de libertad en las regresiones, se sacó el promedio sólo con dos períodos. Luego, al correr las regresiones con un ingreso permanente basado en tres períodos, se comprobó que los resultados no experimentaban mayores cambios.

utilizados para obtener estas variables corresponden al logaritmo del Ingreso Disponible Real a lo largo del período 1965-87. La tasa de ahorro, SV, está relacionada también con el ingreso disponible, y no con el PIB.

Como variable independiente es incorporada además la tasa de interés nominal, pese a que durante buena parte del período de análisis sus variaciones son poco significativas. Aunque no es común en este tipo de trabajos, tal inclusión se efectúa en virtud del criterio de que en una economía sin historia inflacionaria gran parte de los agentes económicos adopta sus decisiones en función de variables nominales, y no de variables reales.

Se considera, asimismo, el impacto que tendrían en la tasa de ahorro privado los cambios en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), la tasa de ahorro externo de la economía (SX) y la tasa de impuestos (TX).

El IPC podría influir en al menos dos formas sobre las decisiones de consumo y ahorro. Por una parte, el incremento en el nivel general de precios podría minar el valor real de la riqueza de los individuos y, por lo tanto, alimentar un mayor esfuerzo de ahorro en compensación de esa pérdida, máxime si el proceso inflacionario va acompañado de un incremento de las tasas de interés. En sentido contrario, es posible también que los individuos consideren que el alza de los precios genera incertidumbre respecto al comportamiento de la economía y, en particular, de sus ingresos y de la tasa de retorno de las inversiones, lo que perjudicaría las decisiones de ahorro y estimularía el consumo.

El ahorro externo es considerado variable independiente en virtud de los argumentos ya señalados y no obstante la reserva que merecen los datos. Se adopta además el criterio de que los desequilibrios en la cuenta corriente, que equivalen a ese ahorro externo, pueden generar en los individuos expectativas de implantación de políticas encaminadas a reducir la absorción en la economía y, por lo tanto, el desequilibrio externo, lo que, a su vez, estimularía el ahorro presente.

En cuanto a la carga tributaria, son obvias las razones por las que se considera que ella puede afectar el ahorro privado, aun cuando aumente el ahorro público. Bajo estas consideraciones, a continuación se presentan los resultados de las regresiones efectuadas:

$$SV = -0,896 + 0,092 - 0,222 YT - 0,451 i$$

$$t = (-8,27) \quad (9,38) \quad (-1,79) \quad (-8,09)$$

$$R^2 = 0,81$$

$$F = 31,40$$

$$DW = 1,65$$

$$SER = 0,015$$

$$SV = -1,001 + 0,102 YP - 0,274 YT - 0,382 i - 0,001 IPC$$

$$t = (-8,99) \quad (10,80) \quad (-2,48) \quad (-6,87) \quad (-2,58)$$

$$R^2 = 0,85$$

$$F = 32,23$$

$$DW = 1,99$$

$$SER = 0,013$$

$$SV = -0,902 + 0,093 YP - 0,214 YT - 0,458 i - 0,040 SX$$

$$t = (-8,07) \quad (9,16) \quad (-1,67) \quad (-7,71) \quad (0,43)$$

$$R^2 = 0,80$$

$$F = 22,58$$

$$DW = 1,70$$

$$SER = 0,015$$

$$SV = -0,911 + 0,095 YP - 0,136 YT - 0,464 i - 0,188 SX$$

$$t = (-8,43) \quad (9,49) \quad (-0,95) \quad (-8,24) \quad (-1,17)$$

$$R^2 = 0,81$$

$$F = 24,36$$

$$DW = 1,71$$

$$SER = 0,014$$

donde

- SV : tasa de ahorro privado
- YP : ingreso permanente
- YT : ingreso transitorio
- i : tasa de interés
- IPC : índice de precios al consumidor
- SX : ahorro externo

Estos resultados sugieren que el comportamiento del ahorro privado obedecería básicamente (más de un 80%) a variaciones en el ingreso, permanente y transitorio, y en la tasa de interés nominal. Este porcentaje aumenta sólo en el caso de la segunda ecuación, en la que fueron incluidas además las variaciones en el IPC. También anotamos la significación estadística sólo del coeficiente del ingreso permanente YP, (salvo para la segunda ecuación, en la que el coeficiente del ingreso transitorio también es significativo. Ello contradice lo que propone la teoría, puesto que al parecer las unidades económicas en el Ecuador ahorran una parte del ingreso considerado permanente y gastan su ingreso transitorio. En otras palabras, los ingresos no esperados, como aguinaldos y recompensas o sobresueldos ocasionales, se destinarían a expandir el consumo, y no a ampliar la acumulación de ahorro. Este resultado no es extraño en el contexto de un país en desarrollo,¹⁵ y suele asociarse con la restricción de liquidez que afecta a gran parte de los agentes económicos, lo que los llevaría a consumir sus rentas extraordinarias. El fenómeno sería más común en aquellos grupos de la población que tienen un menor nivel de bienestar, puesto que tales ingresos les permitirían la compra de bienes de consumo duradero y no duradero.

Por otro lado, el coeficiente de la tasa de interés nominal es negativo y altamente significativo en todas las ecuaciones, lo cual estaría indicando una relación inversa entre la tasa de interés nominal y la tasa de ahorro privado. Este resultado contrasta con la teoría que postula la existencia de una relación positiva entre el ahorro y la tasa de interés no sólo nominal, sino sobre todo real. El tema es abordado con mayor amplitud más adelante.

En cuanto al resto de variables explicativas, se observa que el ahorro externo (SX) no contribuye a explicar el comportamiento del ahorro privado o, lo que es lo mismo, que éste sería independiente del primero. Por otro lado, las variaciones en el IPC estarían relacionadas inversamente con la tasa de ahorro privado, ya que el coeficiente estimado es estadísticamente significativo. Al parecer, entonces, las variaciones sistemáticas en el nivel general de precios estimulan el consumo, en detrimento del ahorro. Este resultado sugiere que es más importante la incertidumbre que generan

15. Deaton (1989) obtiene resultados similares y alude a otros trabajos en el mismo sentido.

los procesos inflacionarios, que el esfuerzo de un mayor ahorro que demandaría el intento de compensar la consiguiente pérdida de valor de la riqueza de los individuos.

Llama la atención, por otra parte, que la inclusión de esta última variable en la ecuación, vuelva significativo el coeficiente del ingreso transitorio. Más sorprendente aún es el signo negativo de este coeficiente, ya que ello sugiere que durante períodos de inflación las familias gastan no sólo sus ingresos transitorios, sino que comprometen además los ahorros previamente acumulados.

La tasa impositiva, en cambio, no afectaría el comportamiento de la tasa de ahorro privado, en consonancia con el criterio de que un cobro tributario más eficiente favorece no sólo el ahorro del sector público, sino también el ahorro agregado de la economía. Si bien esta conclusión parece válida en términos de la recaudación global, cabe suponer que no necesariamente es así para cada impuesto por separado, en el contexto de la estructura tributaria vigente en el país durante los últimos años.

3. Sustitución con el ahorro público

La atención especial que se presta aquí a la sustitución entre el ahorro público y el privado se debe a que en los pasados 15 años, y particularmente durante la última década, la literatura económica ha discutido mucho acerca de la incidencia que las variaciones del ahorro público tienen sobre la acumulación del ahorro privado, debido, quizás, a la vigencia de elevados déficit fiscales en la economía norteamericana y al eventual impacto de este desequilibrio sobre otras variables económicas. Los estudios disponibles se refieren a naciones industrializadas, con excepción de unos pocos trabajos, inspirados más bien en razones de orden académico, acerca de los países en desarrollo.

El análisis de este tema se ha ligado generalmente al de la neutralidad de la deuda, concitando un interés aún mayor por cuanto ha llevado en última instancia a cuestionar la eficiencia de la política fiscal como instrumento para estimular la actividad económica. Se plantea que si el gobierno decide estimular la demanda agregada por la vía de un recorte en los impuestos y compensar esta disminución con un incremento de la deuda pública, el consumo privado caerá en una proporción equivalente. Este resultado se produciría si es que los agentes económicos consideran que la emisión de deuda pública no

aumenta su riqueza (Barro, 1974) y prevén que en el futuro habrán de cobrarse más impuestos para servir esa deuda. En presencia de una compensación total, el efecto expansivo sería nulo y, por lo tanto, la medida fiscal se revelaría como ineficiente. La merma del ahorro público se vería compensada por un aumento del ahorro privado. Se podría afirmar entonces (Ricardo, 1951) que es irrelevante o equivalente que el desequilibrio fiscal se financie con más impuestos o con deuda pública (teoría de la "equivalencia ricardiana").¹⁶

Los supuestos utilizados en el razonamiento anterior han sido objeto de importantes críticas en el ámbito teórico.¹⁷ Ellas cuestionan la validez de una neutralidad total de la deuda y, en lo que se refiere al tema que nos interesa, la sustituibilidad absoluta entre el ahorro público y el privado. Pero puede existir un efecto parcial, en cuyo caso una variación en el ahorro público implicaría un cambio en sentido opuesto y menos que proporcional en el ahorro privado. Se daría así algún grado de sustitución entre ambos ahorros.

En este marco, se cuestiona, por ejemplo, el supuesto de que los agentes económicos se caracterizan por un altruismo intergeneracional, que los lleva a planificar su consumo y, por tanto, su ahorro, optimizando no sólo su propio bienestar, sino también el de sus descendientes hasta el infinito. Se considera que este supuesto es extremadamente restrictivo, en términos de equivalencia total, en lo que tiene que ver con el horizonte de optimización. Entre las razones esgrimidas para este cuestionamiento figuran algunas tan simples como la existencia de familias sin hijos o de cambios en las preferencias de los individuos dentro de la misma generación o más en el largo plazo, que modifiquen los planes de consumo, ahorro y de herencias. Esto haría imposible la neutralidad total de la deuda pública o la sustitución completa entre el desahorro público y el aumento en el ahorro privado, aunque no impediría un efecto parcial.

-
16. Si bien este análisis se ha atribuido tradicionalmente a Ricardo, hay autores que aseveran que éste postuló precisamente lo contrario (O'Driscoll, 1977). Así mismo, Feldstein (1982) habla de una "equivalencia pre-ricardiana". Una discusión exhaustiva sobre aspectos teóricos y empíricos de la equivalencia ricardiana se encuentra en Berheim (1987).
 17. Dos recientes trabajos en este sentido son los de Haliassos y Tobin (1988) y Berheim (1989). Este último realiza además una discusión comparativa de la equivalencia ricardiana, bajo la óptica de las escuelas neoclásica, keynesiana y "ricardiana".

Otro supuesto que concita fuerte cuestionamiento es aquel que postula que no deben existir imperfecciones en el mercado de capitales. Este sería altamente restrictivo, dadas las numerosas distorsiones que se observan en la práctica, como vigencia de tasas de interés diferentes entre los sectores público y privado (Blejer y Leiderman, 1988) o la existencia de racionamiento de crédito (Haliassos y Tobin, 1988). De nuevo, el incumplimiento de este supuesto, situación que se da en especial en países en desarrollo, no excluye la posibilidad de un efecto parcial.

El supuesto más irreal es probablemente, el de que los agentes económicos son ultra racionales y que conocen *a priori* el comportamiento futuro del sector fiscal, incluso en períodos que van más allá de su propia generación. Este planteamiento cae por su propio peso en países en que los gobiernos que se suceden en el transcurso del tiempo tienen objetivos políticos y económicos diferentes, para cuya consecución hacen uso de la política fiscal. Más aún, muchas de las medidas de tipo fiscal no son necesariamente percibidas por los agentes económicos como permanentes, lo cual suscita en ellos conductas que se apartan de lo esperado. Esto último implica que el horizonte de programación de los sectores público y privado no es el mismo, a despecho de lo que exige el modelo. Otro supuesto discutido y que en pocas ocasiones se cumple en países en desarrollo, se relaciona con el hecho que los impuestos que se modifican sean no distorsionantes.

Las controversias sobre esta materia tendrían que ser dilucidadas en el plano empírico. Múltiples son los trabajos realizados en tal sentido, pero tampoco se ha llegado a un acuerdo. Algunos abonan la hipótesis de la equivalencia ricardiana (Kochin, 1974; Tanner, 1979 a,b; Kormendi, 1983; y Haque 1988, este último para países en desarrollo). Los estudios de Buitter y Tobin (1978), Feldstein (1982) y Modigliani y Sterling (1986), entre otros, cuestionan la validez de esa hipótesis. Las discrepancias se fundan en la distinta contabilidad otorgada a determinados datos y, en general, en la existencia de problemas de identificación respecto a las variables utilizadas.

Con el objeto de esclarecer si esta sustitución se ha dado en alguna medida en el Ecuador, llevamos a cabo dos ejercicios similares a los anteriores. En la primera de las ecuaciones se define como variable independiente la cifra de las cuentas nacionales que corresponde al "Préstamo neto" del sector público no financiero (PNSP), expresada con relación al ingreso disponible, lo que constituiría una aproximación de lo

que es el déficit de este sector, en términos de sus necesidades de financiamiento. En la otra ecuación, en cambio, se incluye alternativamente la misma variable, pero referida exclusivamente al gobierno central (PNG), bajo el criterio de que el sector privado podría tener un mejor conocimiento de los desequilibrios del Presupuesto del Estado, que de los que afectan a las empresas públicas y a otras entidades provinciales y locales, aparte de que este dato ofrece un mayor grado de confiabilidad dentro de las cifras fiscales. En cuanto al signo de los coeficientes de las variables PNSP y PNG, la confirmación de la hipótesis de la sustitución entre el ahorro público y el privado requeriría que ellos fueran de signo positivo.

$$SV = -0,805 + 0,083 YP - 0,168 YT - 0,393 i + 0,289 PNSP$$
$$t = (-7,90) \quad (8,83) \quad (-1,51) \quad (-7,28) \quad (2,53)$$

$$R^2 = 0,85$$
$$F = 31,88$$
$$DW = 1,77$$
$$SER = 0,013$$

$$SV = -0,799 + 0,082 YP - 0,061 YT - 0,369 i - 0,384 PNG$$
$$t = (8,94) \quad (9,92) \quad (-0,57) \quad (-7,42) \quad (-3,56)$$

$$R^2 = 0,88$$
$$F = 41,21$$
$$DW = 1,83$$
$$SER = 0,011$$

Los resultados de las dos regresiones confirman las relaciones previamente señaladas entre la tasa de ahorro privado, las dos modalidades de ingreso y la tasa de interés nominal. Indican que el coeficiente tanto de la tasa de endeudamiento del sector público no financiero, como la del gobierno central son significativas y tienen signo positivo. Se observa, por otra parte, que PNG tiene mayor incidencia en el comportamiento de la tasa de ahorro privado, lo que sería coherente con el argumento de que los agentes económicos conocen mejor la información relacionada con esta variable que aquella que se refiere a la totalidad del sector público. Cabría afirmar, entonces, que a mayor endeudamiento del

sector público se tiene un mayor ahorro del sector privado, y viceversa, o que existiría sustitución entre ambos tipos de ahorro. Ello otorgaría validez, en algún grado, a la hipótesis antes discutida para el período 1965-87.

La relación detectada entre el ahorro público y el privado puede ser explicada también en el marco del modelo IS-LM, sobre todo tomando en cuenta la relativa inflexibilidad de las tasas nominales de interés en el Ecuador durante aquellos años. En efecto, utilizando ese modelo es posible demostrar que un aumento del gasto del gobierno financiado con deuda pública puede determinar incrementos en el ingreso y, por tanto, en el ahorro privado.¹⁸

V. AHORRO Y TASA DE INTERES REAL

1. Aspectos generales

La relación entre la tasa de interés interna y el ahorro nacional es un tema que ha suscitado interés tanto en el ámbito académico como en el de los economistas vinculados a la ejecución de políticas. La importancia del tema se origina en la percepción de que los cambios en la tasa de interés afectan los montos de recursos que los agentes económicos dejan de consumir y que, por tanto, destinan al ahorro y, con ello, a la inversión.

La evidencia que se encuentra en la literatura económica a través de estudios empíricos es inconsistente y, en algunos casos, contradictoria.¹⁹ Estas diferencias pueden estar reflejando las dificultades que existen en la obtención de estadísticas confiables, en el modelaje de las expectativas en los países de menor desarrollo industrial y en la estimación de la incidencia de los cambios estructurales que se producen en la mayoría de estas economías. Estas dificultades restan confiabilidad a los resultados obtenidos a través de análisis económicos.²⁰

Uno de los problemas teóricos más importantes que suscita el análisis de la influencia de las tasas de interés

18. Para una discusión sobre este tema, ver por ejemplo Marfán (1986).

19. Una revisión de estos trabajos se encuentra en Fry (1988), Deaton (1989) y, con respecto a estudios anteriores, en Mikesell y Zinser (1973).

20. El tema es ampliamente discutido en Lucas (1976).

sobre el ahorro estriba en la necesidad de separar los efectos "ingreso" y "sustitución", que generan las variaciones en las tasas de interés. Un incremento de éstas reducirá el consumo corriente e incentivará el ahorro a través del efecto "sustitución", mientras que el efecto "ingreso" provocará un efecto expansivo sobre el ingreso futuro de los agentes económicos que perciben rentas de capital, impulsándolos a ampliar su consumo presente.²¹ De la fuerza relativa que tengan estos dos efectos dependerá el comportamiento del ahorro agregado.

Por otro lado, los agentes económicos se ven afectados de distinta manera por cambios en las tasas de interés, reaccionando entonces en forma diferente en lo tocante a sus decisiones de ahorro. Por este motivo, es importante analizar por separado el comportamiento del ahorro proveniente de los hogares, de las empresas y del gobierno.

El ahorro de los hogares es fruto, fundamentalmente, de una combinación de los condicionamientos impuestos por la falta de liquidez y el grado de fuerza del motivo precaución. Parecería que en los países de menor desarrollo industrial las familias encaran un alto nivel de incertidumbre con relación a sus ingresos futuros y, al mismo tiempo, dificultades para obtener crédito compensatorio de caídas coyunturales en su nivel de ingreso. Por otro lado, si un grupo social está muy cerca del nivel de consumo de subsistencia, la pérdida marginal de bienestar causada por la reducción del nivel de consumo será mayor que la utilidad marginal provocada por un incremento del consumo. En esta situación, el ahorro familiar se incrementará aún más si se introduce el elemento de incertidumbre que provoca el hecho de que todos los miembros de la familia estén vinculados a actividades de tipo agrícola, caracterizadas por un alto riesgo. En consecuencia, eventuales incrementos en la tasa de interés harían aumentar el atractivo por el ahorro. Esta relación parecería más intensa en el caso de las familias, debido a que las empresas disponen de más información, lo que supone un grado de complejidad y costos mayores, que las familias podrían considerar no convenientes.

Sin embargo, las limitaciones de la información estadística disponible impiden que el análisis se lleve a cabo a un nivel adecuado de desagregación. Adicionalmente, a las actividades del sector informal les resulta muy difícil distinguir entre transacciones personales y de negocio. En una sociedad familiar de tipo ampliado, caracterizada por un alto grado de

21. Estos planteamientos se discuten con más amplitud en Buirá (1988).

solidaridad, las familias internalizan a través de transferencias dentro del hogar muchas actividades que de otra manera exigirían disponer de ahorro (Deaton, 1989).

2. Ahorro y tasa de interés real

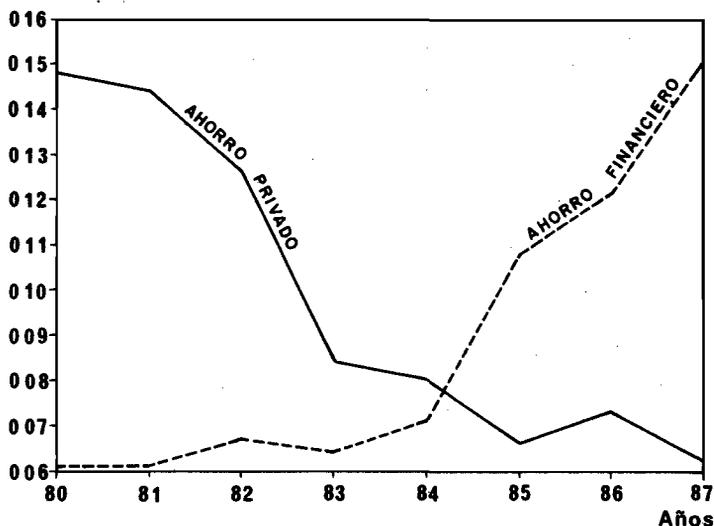
Con las limitaciones que imponen las consideraciones anotadas y otras de carácter más específico, así como las insuficiencias de la información estadística disponible, a continuación se trata evaluar el impacto que los cambios en la tasa de interés real han provocado sobre la propensión media a ahorrar (PMA) del sector público y del sector privado en el Ecuador. Este distingo obedece al propósito de evaluar con mayor exactitud el comportamiento de ahorro privado con respecto a la tasa de interés, antes que al afán de detectar alguna elasticidad del ahorro público.

El sector público de la economía ecuatoriana financia la mayor parte de sus déficit con endeudamiento externo; y cuando lo hace con recursos internos, utiliza fundamentalmente el "déficit flotante", es decir demora hasta el siguiente ejercicio el pago de planillas a los contratistas del Estado. Esta forma de financiamiento no está determinada por la tasa de interés interna, siendo probable que genere presiones sobre la tasa de interés. A su vez, las empresas contratistas del Estado pueden sumirse en problemas de liquidez, convirtiéndose así en demandantes de crédito adicional en el sistema financiero. De esta manera, un mecanismo indirecto de financiamiento del gasto público, puede convertirse en un importante factor de desplazamiento de la inversión privada (efecto *crowding-out*).

Cabe señalar asimismo lo diferente que es la evolución del ahorro privado y la del llamado "ahorro financiero", es decir aquel que se acumula en el sistema financiero. Durante la última década, el "ahorro financiero" se expandió significativamente, en tanto el ahorro privado acusaba una tendencia declinante (gráfico 1). Se podría decir entonces que a la postre buena parte de ese "ahorro financiero" no llegó a convertirse en inversión, sino que fue utilizada en la adquisición de bienes intermedios y de consumo.

La variabilidad en la tasa de interés real se debe, principalmente, a cambios en la inflación (cuadro 8). Mc Donald (1983) apunta que ello complica el análisis, debido a que la inflación afecta las decisiones de consumo y ahorro por canales diferentes a los de la tasa de interés real, pudiendo en

Gráfico 1
AHORRO PRIVADO Y AHORRO FINANCIERO
 (porcentaje del PIB)



consecuencia distorsionar los resultados obtenidos a través de análisis econométricos. Este caso puede revestir particular trascendencia en lo concerniente al ahorro del sector público y será profundizado cuando se analicen los resultados de las regresiones estimadas.

La variable que afecta las proyecciones sobre el rendimiento que los agentes económicos esperan obtener de sus ahorro o, de otra manera, del costo de oportunidad del consumo presente es, en realidad, la inflación esperada. En los países en desarrollo se han desplegado algunos esfuerzos tendientes a modelar la formación de expectativas, pero el tema permanece abierto a la discusión. En este trabajo se ha tomado las variaciones anuales en el deflactor implícito del PIB como variable *proxy* de las expectativas inflacionarias,²² bajo el criterio de que siendo el Ecuador un país sin experiencia inflacionaria es difícil modelar y estimar econométricamente la formación de expectativas.

El proceso inflacionario se aceleró en 1988, alcanzando niveles sin precedentes. Por esta razón, la tasa de interés real

22. También se estimaron regresiones usando la variación anual del IPC, en lugar del deflactor del PIB, pero los resultados estadísticos no fueron satisfactorios.

(r) ya no puede ser calculada como la tasa nominal (i) menos la inflación esperada (pe). Alternativamente, será definida de la siguiente manera:²³

$$r = \frac{i + 1}{pe + 1} - 1$$

Se estimaron varias regresiones usando el método de mínimos cuadrados ordinarios, cuyos resultados se exponen en el cuadro 9. Como variable dependiente se tomó alternativamente la PMA del sector público, del sector privado y el agregado nacional. Como variable independiente se tomó la tasa de interés real, calculada con respecto a la inflación esperada.

La utilización de la tasa de interés como variable exógena lleva implícita la idea de que ésta se determina en forma autónoma del nivel de ahorro, lo que pudiera ser un supuesto crítico. Alternativamente, cabría pensar en introducir variables instrumentales para el cálculo de las regresiones, pero el escaso número de observaciones disponibles constituye una barrera en tal sentido, por lo cual se prefirió adoptar el supuesto de la determinación exógena de las tasas de interés. Un argumento a favor de éste radica en el hecho de que la tasa de interés activa estuvo regulada por la autoridad monetaria durante todo el período, con excepción de los tres últimos años, es decir, fue determinada exógenamente.

Los resultados en materia de ahorro privado sugieren que las variaciones en la tasa de interés real no suscitan un efecto directo, conforme lo indica el nivel de significancia del coeficiente de esta variable. Vale indicar también que se estimaron regresiones usando el nivel de ahorro privado por habitante como variable dependiente, obteniéndose similares resultados.

En cuanto al ahorro público, parecería que está negativamente asociado a las variaciones de las tasas de interés, lo cual, unido al resultado anterior, hace que la respuesta del ahorro interno agregado aparezca también como negativa. Sin

23. Cuando la tasa de inflación es baja, ambas expresiones son aproximadamente iguales, a diferencia de lo que sucede cuando la inflación aumenta. Este es un problema común cuando se trabaja con número índices y sus variaciones.

Cuadro 8
EVOLUCION DE LA TASA DE INTERES REAL, 1965-88

Año	Deflactor PIB (base 1975)	Variación %	IPC (base 1980)	Variación %	Tasa de interés		
					Nominal	Real R ₁	Real R ₂
1965	43,3	22,0	23,9	3,0	6,0	2,9	(13,1)
1966	45,4	4,8	25,2	5,4	6,0	0,5	1,1
1967	46,9	3,3	26,2	4,0	6,0	1,9	2,6
1968	48,2	2,8	27,3	4,2	6,0	1,7	3,1
1969	51,0	5,8	29,1	6,6	6,0	(0,6)	0,2
1970	55,7	9,2	30,6	5,2	6,0	0,8	(2,9)
1971	59,9	7,5	33,1	8,2	6,0	(2,0)	(1,4)
1972	61,3	2,3	35,7	7,9	8,0	0,1	5,5
1973	64,9	5,9	40,4	13,2	8,0	(4,5)	2,0
1974	90,9	40,1	49,8	23,3	8,0	(12,4)	(22,9)
1975	100,0	10,0	57,4	15,3	8,0	(6,3)	(1,8)
1976	112,9	12,9	63,6	10,8	8,0	(2,5)	(4,3)
1977	129,9	15,1	71,9	13,1	8,0	(4,5)	(6,1)
1978	143,3	10,3	80,2	11,5	8,0	(3,2)	(2,1)
1979	166,1	15,9	88,5	10,3	8,0	(2,1)	(6,8)
1980	198,7	19,6	100,0	13,0	10,0	(2,7)	(8,0)
1981	227,2	14,3	116,4	16,4	14,0	(2,1)	(0,3)
1982	267,7	17,8	135,3	16,2	14,0	(1,9)	(3,2)
1983	371,3	38,7	200,8	48,4	19,0	(19,8)	(14,2)
1984	516,9	39,2	263,6	31,3	22,0	(7,1)	(12,4)
1985	676,6	30,9	337,3	28,0	23,1	(3,8)	(5,9)
1986	817,8	20,9	429,4	27,3	28,5	0,9	(6,3)
1987	1130,8	38,3	568,9	32,5	34,4	1,4	(2,8)
1988	1726,4	52,7	1.056,5	85,7	38,9	(25,2)	(8,9)

Fuente: Banco Central del Ecuador, Cuentas Nacionales.

Nota: La tasa de interés nominal corresponde a la tasa pagada sobre depósitos de ahorro hasta 1982; y en certificados de depósito a partir de entonces.

La tasa de interés real R1 es calculada con relación a las variaciones del IPC; R2, a las del deflactor del PIB.

Cuadro 9
RESULTADO DE LAS REGRESIONES, 1965-88

Variable Dependiente	APS	APSPB	APSPV
C	0,16 (8,73)	0,06 (6,87)	0,11 (5,58)
Tasa de interés real	-0,13 (-2,31)	-0,11 (-2,09)	-0,03 (-0,62)*
P	0,75 (6,43)	0,52 (2,85)	0,78 (6,18)
R2 ajustado	0,70	0,36	0,63
Durbin Watson	1,45	1,61	1,58
S.R.2	0,0091	0,0068	0,0075
Estadístico F	26,99	7,32	19,88

Nota: Los estadísticos "t" se presentan entre paréntesis.

* No significativo al nivel de confianza del 90 por ciento.

La tasa de interés real es calculada utilizando el deflactor del PIB.

APS Propensión media al ahorro de la economía.

APSPB Propensión media al ahorro del sector público.

APSPV Propensión media al ahorro del sector privado.

P Coeficiente del proceso autorregresivo.

embargo, las variaciones en la tasa de interés real en el Ecuador han sido básicamente reflejo de la inflación. En consecuencia, los resultados de las regresiones respecto del ahorro del sector público estarían más bien asociadas al impacto del alza del nivel de precios sobre la capacidad de ahorro del fisco, para el caso en que, manteniéndose constante la tasa de interés nominal, el efecto inflacionario benefició más a los ingresos que los que perjudica a los gastos.

Las limitaciones de que adolece la disponibilidad de información estadística y de técnicas econométricas adecuadas impide arribar a conclusiones categóricas. Sin embargo, los resultados sugieren que en el caso ecuatoriano la PMA no estaría influenciada por las fluctuaciones en la tasa de interés real. Son coincidentes, por lo demás, con los obtenidos por Giovannini (1983) para una muestra de varios países asiáticos, y contrastan con los que presenta Fry (1978 y 1980), quien detectó una elevada elasticidad del ahorro por habitante con

respecto a la tasa de interés, también para una muestra de países asiáticos. En cuanto a los países latinoamericanos, Giovannini (1985) ha confirmado los resultados a que llegara para economías asiáticas, mientras que Mc Donald (1983) encontró una correlación negativa entre la tasa de interés real y el consumo para una muestra de doce países de la región.

VI. DETERMINANTES MACROECONOMICOS DEL AHORRO INTERNO TOTAL

En esta sección se realizan varios ejercicios estadísticos tendientes a estimar una ecuación de ahorro que señale cuáles habrían sido las variables más importantes en la explicación del comportamiento de la tasa de ahorro global en el período 1965-87, con el objeto de inferir algunas conclusiones útiles en términos del diseño de políticas económicas.

Con este propósito, se definió como variable dependiente la tasa de ahorro (participación del ahorro bruto total en el ingreso disponible) del conjunto de la economía, es decir, incluyendo el ahorro generado por el sector público. Como variables explicativas se plantearon algunas de las definidas en la sección III, además de la tasa de interés real, utilizada en la V.

Adicionalmente, se consideró la significación de los depósitos de ahorro, a plazos y certificados de depósitos (pólizas de acumulación) *M* respecto del ingreso disponible, como indicador del llamado "ahorro financiero". El afán de tomar en cuenta esta última variable obedece a que en los últimos años ha sido considerada una de las variables objetivo de la política económica en el Ecuador, con fines de inversión y crecimiento.

Hubiésemos querido incluir otras variables capaces de afectar el nivel de ahorro de la economía ecuatoriana, como son la estructura de distribución del ingreso y algún indicador de la carga de la deuda externa (*debt overhang*), factor tan relevante en los últimos años.

Desafortunadamente, para el primer caso no se cuenta con los datos requeridos; y, para el segundo, el número de observaciones es muy pequeño, dado que su impacto sería bastante reciente.

Una vez efectuados los ejercicios estadísticos correspondientes se obtuvo que más del 85 por ciento de las variaciones de la tasa de ahorro en el Ecuador se explican en términos de

las fluctuaciones de las dos formas de ingreso y de modificaciones de la tasa de interés nominal. La contribución de esta última es importante, ya que su exclusión o reemplazo por otra variable -por r en (7) y por el IPC en la ecuación (8)-disminuye la proporción explicada por las variables independientes de la ecuación, medida a través del estadístico R cuadrado ajustado (cuadro 10).

Al igual que cuando la variable dependiente era la tasa de ahorro privado, en este caso el ingreso permanente de la economía y la tasa de interés nominal muestran un comportamiento explicativo invariable. Se infiere que un aumento en el ingreso permanente de la economía favorece el ahorro, en tanto que incrementos en la tasa de interés nominal lo reducen.

La influencia que el ingreso permanente ejerce sobre la acumulación de ahorro deja de manifiesto la importancia de que la economía crezca y que lo haga en forma estable. Por otra parte, el segundo resultado y la aparente inelasticidad de la tasa de ahorro con respecto a la tasa de interés real cuestionan la validez de las políticas encaminadas a estimular el ahorro en el Ecuador en el corto plazo, a través exclusivamente de incrementos en la tasa de interés real.²⁴ Por otro lado, en la ecuación (5) se introdujo como variable explicativa adicional el llamado "ahorro financiero" M , que en la generalidad de los casos sí responde positivamente a aumentos en la tasa de interés. Sin embargo, su coeficiente no resultó significativo ni mejoró el valor del estadístico R cuadrado ajustado, lo cual apunta en la misma dirección del comentario anterior.

Es importante mencionar también que, a diferencia de las ecuaciones en las que la variable dependiente era sólo la tasa de ahorro privado, el coeficiente del ingreso transitorio tiene en esta ocasión signo positivo y en la mayoría de los casos es significativo, lo que estaría indicando que el ingreso transitorio favorece la acumulación de ahorro en este sector. Esto es entendible en el Ecuador, bajo el criterio de que el Estado gasta con rezago los ingresos extraordinarios que recibe y que no estaban inicialmente presupuestados, lo que induciría un aumento, al menos temporal, del ahorro interno global.

24. Con esta afirmación no se pretende desconocer la importancia de que en un escenario de largo plazo las tasas de interés reales sean positivas, como mecanismo para contribuir a una mejor asignación de recursos en la economía.

Cuadro 10
DETERMINANTES DE LA TASA DE AHORRO
EN EL ECUADOR, 1965-87

	Const	YP	YT	i	r	IPC	SX	PNSP	M	PNG	R ²	DW	F	SER
(1)	-1,24 (-9,980)	0,127 (11,06)	0,270 (1,88)	-0,486 (-7,49)							0,851	1,97	42,84	0,017
(2)	-1,33 (-11,74)	0,137 (13,06)	0,110 (0,81)	-0,568 (-9,02)						-0,383 (-2,80)	0,897	1,89	45,62	0,015
(3)	-1,33 (-10,81)	0,136 (12,00)	0,214 (1,60)	-0,544 (-8,35)				-0,299 (-2,17)			0,857	1,84	39,62	0,015
(4)	-1,183 (-12,63)	0,122 (14,44)	0,205 (1,92)	-0,427 (-8,58)			-0,324 (-4,13)				0,919	1,53	63,61	0,012
(5)	-1,19 (-5,01)	0,123 (6,11)	0,285 (1,74)	-0,457 (-3,09)					0,073 (0,21)		0,843	1,98	30,53	0,017
(6)	-1,20 (-8,61)	0,123 (9,67)	0,291 (1,96)	-0,512 (-6,87)		0,0005 (0,76)					0,848	1,90	31,57	0,017
(7)	-0,52 (-2,66)	0,058 (3,37)	0,608 (2,38)		-0,002 (-1,64)						0,484	0,84	7,88	0,031
(8)	-0,89 (-3,66)	0,093 (4,21)	0,467 (1,73)			-0,001 (-1,55)					0,477	1,18	7,68	0,032

El coeficiente de las variaciones del IPC no es significativo una vez que el sector público es incorporado a la tasa de ahorro, a diferencia de lo que sucedía con el sector privado. Este resultado sugiere que los aumentos en el nivel general de precios, que han sido por cierto moderados en el Ecuador durante la mayor parte del período bajo análisis, han repercutido de manera similar sobre la estructura de ingresos y el patrón de gastos del sector público. Esta situación, lógicamente, podría verse modificada en un escenario de recrudescimiento inflacionario.

En cuanto al impacto del endeudamiento del sector público sobre el ahorro global, se encuentra que la inclusión de estas variables acrecienta la bondad del ajuste, especialmente en el caso del gobierno central, aparte de que sus coeficientes son significativos. De otro lado, el signo de los coeficientes insinúa que un aumento del ahorro del sector público mejora también el ahorro global de la economía, no obstante su relación inversa con el ahorro privado, debido al fuerte peso que ejerce el Estado en la generación de ahorro interno.

La inclusión de la tasa de ahorro externo SX como variable independiente en la ecuación (4) mejora en forma notable la significancia estadística de la regresión. Se observa también de manera clara, pese a la precariedad de los datos, que SX puede tener una influencia negativa sobre la tasa de ahorro agregado. En otras palabras, un incremento en el ahorro externo contraería el ahorro interno total, lo que es coherente con los resultados encontrados para el caso de los desequilibrios fiscales (ecuaciones 2 y 3), ya que en el Ecuador el endeudamiento público ha sido, fundamentalmente, de origen externo. Al mismo tiempo, queda claro que la sustitución es mayor si tomamos únicamente el ahorro público, lo que sugiere que la disponibilidad de ahorro externo conduce a que el sector público disminuya el esfuerzo de ahorro que hace para financiar sus gastos de capital.

VII. CONCLUSIONES

Cabe reconocer que este trabajo constituye apenas un primer esfuerzo, que deberá ser complementado por otros estudios que permitan conocer más acerca de este tema, sobre todo porque el Ecuador de la década de los 90 no es exactamente el mismo que el del período 1965-87. En otras palabras.

puede que algunas de las variables explicativas que fueron consideradas no relevantes en el análisis para explicar la evolución del ahorro, sean hoy importantes. Asimismo, es probable que otras variables que no fueron incluidas en el análisis constituyan ahora un factor determinante de las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. Este podría ser el caso de los problemas macroeconómicos originados en la acumulación de deuda externa.

No obstante esta situación y las limitaciones que plantea la escasa confiabilidad de los datos, el examen de los resultados sugiere algunas importantes conclusiones y reflexiones, con miras a estimular el ahorro en la economía ecuatoriana durante la próxima década:

- i) Es muy probable que el aumento del ahorro del sector público traiga aparejada también una ampliación del ahorro global de la economía. Esta podría materializarse a través de una política más realista de precios de bienes y servicios públicos, sobre la base de los esfuerzos ya iniciados para mejorar la eficiencia de la recaudación tributaria. Por el lado de los gastos, cabría promover una mayor racionalidad en la contratación de personal.
- ii) Las posibilidades de aumento de la tasa de ahorro privado son menos claras. Aquí es donde, quizás, se requiere un mayor esfuerzo de investigación empírica, sobre todo en lo tocante a los aspectos microeconómicos y sociológicos del ahorro, tales como la importancia de las imperfecciones en el mercado de capitales que caracterizan a la economía ecuatoriana, el efecto de la incertidumbre sobre el ahorro por motivo precaución, el rol de las transferencias intergeneracionales, y otros que tienen que ver con la distribución del ingreso, la estructura familiar y los problemas demográficos y nutricionales.
- iii) Los individuos ahorran más cuanto más alto es su ingreso permanente. En cuanto al ingreso transitorio, en el sector privado éste tiende a ser gastado a despecho de lo que postula la teoría, lo que resalta la importancia de la estabilidad económica. Cabe preguntarse, sin embargo, en qué dirección se da la causalidad, si del ahorro al ingreso o viceversa. Aparentemente, ella se daría en ambas direcciones, en la medida en que el excedente del consumo logre canalizarse hacia los sectores que desean invertir. Esto último no se ha

materializado en el Ecuador, no obstante el aumento del "ahorro financiero". El nivel de las tasas de interés, en años en que ellas han sido positivas en valores reales, parece no haber favorecido la acumulación de ahorro en la economía, sino tan solo el aumento de los pasivos del sistema bancario, sin que el aumento de estos recursos se haya dirigido hacia el crédito de inversión. Ello obliga a preguntarse si los estímulos debieran orientarse hacia el ahorro o más bien hacia la formación de capital.

- iv) El proceso inflacionario tiende a minar la acumulación de ahorro privado. Es necesario advertir que los incrementos sostenidos de precios, del tipo de los observados en 1988 y la primera parte de 1989, generan incertidumbre respecto de la marcha futura de la economía en general y del nivel esperado de la tasa de retorno de los proyectos de inversión, en particular. Consecuentemente, una condición necesaria para estimular el ahorro en los próximos años consiste en la estabilidad macroeconómica; se trata de evitar desequilibrios macroeconómicos que alimenten incrementos en el nivel general de precios.
- v) Algún grado de sustitución parecer haber existido en el Ecuador entre el ahorro público y el privado. Esto no invalida, sin embargo, los esfuerzos de ahorro que está llamado a acometer el sector público para elevar el ahorro interno de la economía, puesto que ellos exhiben al parecer una relación positiva.
- vi) El sector público muestra una tendencia a sustituir ahorro interno por ahorro externo. Este, sin embargo, no será un problema en el futuro, debido a la restricción de crédito externo comercial que afectará en los próximos años al Ecuador, lo mismo que a gran parte de los países de América Latina. Como alternativa a esta limitación de recursos de financiamiento, debería considerarse la viabilidad del retorno de capitales ecuatorianos del exterior y su orientación hacia el financiamiento de programas de inversión real que estimulen el crecimiento de la economía.
- vii) Dado que el aumento del ingreso constituye la forma más eficaz de incrementar el nivel de ahorro en el Ecuador, cabe preguntarse cómo estimular de manera endógena el crecimiento de su economía en los próximos años. Ello pone de relieve el imperativo de asignar con mayor eficiencia los recursos disponibles, lo cual se

enmarca en una perspectiva de más largo plazo. Se concluye que una estrategia encaminada a estimular el ahorro rebasa el límite de las políticas de corto plazo o, lo que es lo mismo, que éstas serían sólo una condición necesaria, pero no suficiente, debiendo situarse en el marco de la planificación del desarrollo del país durante los próximos años.

- viii) Extrema importancia reviste, por último, la toma de conciencia de que difícilmente se alcanzará el objetivo de dinamizar el proceso de inversión y de crecimiento de la economía, si no prevalecen condiciones políticas y sociales que permitan un ambiente de inversión favorable, dentro de un horizonte de largo plazo. El incremento de la tasa de ahorro no es un fin, sino apenas uno de los mecanismos para el logro del objetivo antes citado. Aparte de la bondad de las políticas económicas y de la incorporación de criterios de eficiencia en el uso de los recursos que favorezcan el crecimiento de la economía, es imprescindible un esfuerzo de concertación entre los diferentes grupos sociales en favor de un clima propicio al desenvolvimiento de las actividades económicas. Esto, sin embargo, no será posible si es que no se toman en cuenta, además aspectos distributivos que promuevan una mayor armonía en el seno de la sociedad ecuatoriana.

BIBLIOGRAFIA

- Bacha, E. (1986), *El milagro y la crisis económica brasileña y latinoamericana*, FCE, Lectura N° 57.
- Barro, R. (1974), "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, vol. 82.
- Bernheim, D. (1987), "Ricardian Equivalence: an evaluation of theory and evidence", *NBER Macroeconomics Annual* 2.
- _____ (1989), "A neoclassical perspective on budget deficits", *Journal of Economics Perspectives*, vol. 3, N° 2.
- Blejer, M. y L. Leiderman (1988), "Modelling and testing Ricardian Equivalence", *IMF Staff Papers*, vol. 35 N° 1, marzo.
- Buira, A (1990), *Los determinantes del ahorro en México, Ahorro y formación de capital*, GEL Editora, Buenos Aires.
- Chenery, H. (1970), "Development alternatives for Latin America", *Journal of Political Economy*, julio-agosto.
- Chenery, H. y A. Strout, "Foreign assistance and economic development", *American Economic Review*, N° 56.
- Deaton, A (1989), "Saving in developing countries: theory and review", trabajo presentado en el First Annual World Bank Conference in Development Economics.
- De la Torre, A. (1987), "Macroeconomic aspects of a petroleum boom: Ecuador, 1972-1980", Tesis doctoral no publicada, Universidad de Notre Dame.

- Dooley, M., J. Frankel y D. Mathieson (1987), "International capital mobility. What do saving-investment correlations tell us?", *IMF Staff Papers*, septiembre.
- Dornbusch, R. (1989), "Economic reconstruction in Latin America", mimeo MIT, noviembre.
- Feldstein, M. (1982), "Government deficits and aggregate demand", *Journal of Monetary Economics*, vol. 9.
- _____ y C. Horioka, (1980), "Domestic savings and international capital flows", *Economic Journal*, junio.
- Friedman, M. (1957), *A theory of the consumption function*, Princeton, National Bureau of Economic Research.
- Fry, M. (1978), "Money and capital or financial deepening in economic development?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 10, noviembre.
- _____ (1980), "Saving, investment, growth and the cost of financial repression", *World Development* vol. 8, abril.
- _____ (1988), *Money, interest and banking in economic development*, John Hopkins University Press.
- Gersovitz, N. (1988), "Saving and development", en Chenery, H. y T. N. Srinivasan, (eds.), *Handbook of Development Economics*.
- Giovannini, A. (1983), "The interest elasticity of savings in developing countries: The existing evidence", *World Development*, vol. 11, julio.
- _____ (1985), "Saving and interest rate in LDCs", *Journal of Development Economics*, N^o 18.
- Griffin, K. y J. Enos (1970), "Foreign assistance: objectives and consequences", *Economics Development and Cultural Change*, abril.
- Gupta, K. (1987), "Aggregate savings, financial intermediation and interest rate", *Review of Economics and Statistics*, N^o 69.

- Haliassos, M. y J. Tobin**, (1988), "The macroeconomics of government finance", *Discussion Paper N° 888*, Cowles Foundation, octubre.
- Haque, N.** (1988), "Fiscal policy and private sector saving behaviour in developing economies", *IMF Staff Papers*, vol. 35, N° 2.
- Jácome, L. I.** (1989), "Enfermedad holandesa: Impacto macroeconómico y crecimiento de la economía ecuatoriana entre 1972 y 1980", mimeo, CORDES, Quito.
- King, T.**, ed. (1971), *Financing development in Latin America*, Mac Millan, Londres.
- Kochin, L.** (1974), "Are future taxes anticipated by consumers? Comment", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 6, agosto.
- Kormendi, R.** (1983), "Government debt, government spending and private sector behaviour", *American Economic Review*, vol. 73, diciembre.
- Lucas, R. E. Jr.** (1976), "Econometric policy evaluation: a critique", en "The Phillips curve and labor markets", *Journal of Monetary Economics*, suplemento.
- Marfan, M.** (1986), "La política fiscal macroeconómica", *Políticas macroeconómicas, una perspectiva latinoamericana*, varios autores, CIEPLAN, Santiago de Chile.
- Mc Donald, D.** (1983), "The determinants of saving behaviour in Latin America", *IMF Working Papers*, DM/85/63.
- Mikesell, R. y J. Zinser** (1973), "The nature of the savings function in developing countries: A survey of the theoretical and empirical literature", *Journal of Economic Literature*.
- Modigliani, F. y A. Ando** (1963), "The Life Cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests", *American Economic Review*, marzo.

- Modigliani, F. y A. Sterling**, (1986), "Government debt, government spending and private sector behaviour: Comment", *American Economic Review*, marzo.
- O'Driscoll, G. P. Jr.** (1977), "The Ricardian Nonequivalence Theorem", *Journal of Political Economy*, vol. 85, Nº 1.
- Papanek, G.** (1972), "The effect of aid and other resource transfers on savings and growth in less developed countries", *Economic Journal*, No. 82, septiembre.
- Qian, Y.** (1988), "Urban and rural household saving in China", *IMF Staff Papers*, vol. 35, Nº 4, diciembre.
- Ricardo, D.** (1951), "On the principles of political economy and taxation", vol. 1, P. Sraff (ed.), *The Works and Correspondence of David Ricardo*, Cambridge University Press.
- Rodrik, D.** (1989), "Policy uncertainty and private investment in developing countries", *NBER Working Paper*, Nº 2999, junio.
- Slow, R.** (1956), "A contribution to the theory of economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol 32, febrero.
- Tanner, E.** (1979 a), "An empirical investigation of tax discounting: a comment", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, mayo.
- _____ (1979 b), "Fiscal policy and consumer behaviour", *Review of Economics and Statistics*, agosto.
- Venieris Y. y D. Gupta**, (1986), "Income distribution and sociopolitical instability as determinant of savings: A cross-sectional model, *Journal of Political Economy*, vol. 94, Nº 4.
- Weisskopf, T.** (1972), "The impact of foreign capital inflows on domestic savings in underdeveloped countries", *Journal of International Economics*, Nº 2, febrero.

**AHORRO,
DESEQUILIBRIOS FISCALES
Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO:
PERU, 1961-89**

Héctor Neyra

Oscar Hendrick

Renzo Rossini

CONTENIDO

1.	Introducción	125
2.	El ahorro y las brechas macroeconómicas	127
	1. <i>Marco analítico para el estudio de las brechas</i>	127
	2. <i>Aplicación de un modelo de consistencia</i>	128
3.	El comportamiento del ahorro privado	139
4.	Ahorro y déficit del sector público	147
5.	Ahorro externo y proceso de endeudamiento	150
6.	Conclusiones	158
	BIBLIOGRAFIA	160

AHORRO, DESEQUILIBRIOS FISCALES Y EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO: PERU 1961-89

Héctor Neyra
Oscar Hendrick
Renzo Rossini

1. Introducción

El Perú atraviesa por una severa crisis económica, que se manifiesta en un persistente deterioro del producto por habitante, el cual llegó en 1989 a niveles similares a los del inicio de la década del sesenta. Asimismo, los significativos desequilibrios macroeconómicos llevaron a que ese año el Producto Interno Bruto (PIB) cayera 16 por ciento y que la tasa media de inflación fuera de 2.775 por ciento.

Esta crisis se presenta durante una administración que impuso a partir de agosto de 1985 una limitación importante a los pagos de la deuda pública externa, a fin de liberar recursos para sostener su política de expansión de la demanda agregada. Como resultado de esta política, el PIB creció inicialmente a tasas elevadas: 8,6 y 8,9 por ciento en 1986 y 1987, respectivamente.

A consecuencia de la cesación parcial de pagos de la deuda externa, la disponibilidad de financiamiento externo, ya sea en la forma de inversión directa o endeudamiento, se contrajo drásticamente con lo que el esfuerzo de inversión interna hubo de limitarse al del sector privado con financiamiento propio. Por otro lado, el sector público mantuvo sus niveles de gastos corrientes y de inversión y, carente de flujos significativos de nuevos empréstitos, debió recurrir al financiamiento inflacionario del déficit.

Otra consecuencia de la moratoria unilateral de pagos de la deuda externa ha sido la acumulación de impagos por concepto del principal e intereses de la deuda pública externa, lo que ha llevado a que, al cierre de 1989, el 64 por ciento del saldo de la deuda pública (US\$ 8.452 millones) esté en condición de impaga. Esta cifra ilustra el grado de dificultad existente para lograr una renegociación de la deuda externa que permita honrar obligaciones con el exterior y asegurar el restablecimiento del normal flujo de créditos al Perú. Ante

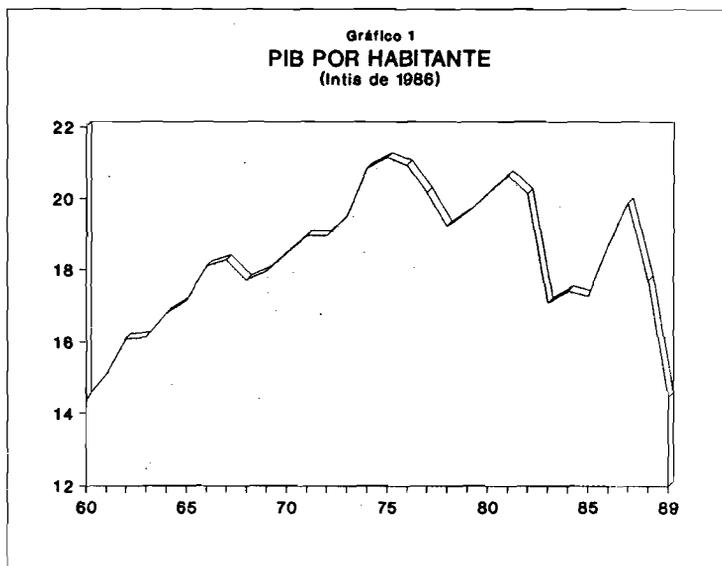
esta situación, se hace evidente la necesidad de desarrollar políticas que promuevan el ahorro doméstico, tanto privado como público.

El objetivo principal de este trabajo es identificar los determinantes y composición del ahorro en el Perú. La hipótesis central es que el ahorro interno se ha sustentado en el ahorro de las empresas y las familias, mientras que el ahorro externo se ha constituido en un sustituto del ahorro interno, específicamente del sector público. Asimismo, se plantea que el ahorro privado no responde positivamente ante incrementos del endeudamiento global del sector público, contradiciendo la hipótesis de la equivalencia ricardiana entre impuestos y deuda pública. Por otro lado, se ha encontrado evidencia de que las variaciones en la significación del ahorro privado respecto del PIB están positivamente asociadas a cambios en la actividad económica. Ello reflejaría que los consumidores desean sostener un nivel medio de constante consumo (consumo permanente), independiente de la coyuntura dentro del ciclo económico.

La presente exposición se divide en cuatro secciones. En la primera se presenta un panorama global del ahorro en el Perú y su relación con las brechas macroeconómicas en el período 1961-89. Se han distinguido ocho subperíodos, en términos de la trayectoria del PIB por habitante, identificándose los ciclos económicos que ha vivido el país en las últimas tres décadas (gráfico 1). Con este fin se ha desarrollado un modelo de consistencia de cifras de balanza de pagos, cuentas fiscales y cuentas nacionales, el que constituye la base estadística para el presente estudio.

La sección segunda aborda aspectos teóricos y empíricos del ahorro privado y la influencia que sobre éste ejercen el crecimiento del producto y la tasa real de interés. En esta parte se evalúa la hipótesis de la equivalencia ricardiana entre impuestos y deuda pública. En la siguiente se revisa la importancia del ahorro del sector público, realizándose un análisis de sus ingresos y gastos, así como de la inversión pública y su financiamiento.

En el capítulo 5 se evalúan el rol del ahorro externo y el proceso de endeudamiento en el Perú. En primer lugar se examinan los determinantes de la balanza comercial que inciden en la relevancia del tipo de cambio real y los términos del intercambio. Asimismo, se revisa la estructura de la deuda pública, con la finalidad de analizar el destino asignado a los recursos externos. Finalmente, se ofrecen las conclusiones del presente estudio.



2. El ahorro y las brechas macroeconómicas

La construcción de las series estadísticas del ahorro nacional y sus componentes se efectúa a base de las identidades de las cuentas nacionales, fiscales y de la balanza de pagos. En ese sentido, enseguida se detalla la interrelación entre el ahorro y las otras cuentas macroeconómicas.

1. Marco analítico para el estudio de las brechas

Partiendo de la identidad ahorro-inversión se puede establecer la relación entre ahorro interno, ahorro externo e inversión. Así:

$$I = S_p + (T - G) + (M - X) \quad (1)$$

Cabe mencionar que en esta identidad los términos $T-G$ y $M-X$ representan el ahorro corriente del sector público (S_g) y el ahorro externo (S_e), respectivamente. Asimismo, se puede definir el ahorro bruto interno (S_i) como la agregación del ahorro privado y el ahorro del sector público, el que sumado al ahorro externo refleja el ahorro total (S):

$$I = S_p + S_g + S_e$$

$$I = S_i + S_e$$

$$I = S$$

Alternativamente, las identidades planteadas permiten definir las brechas macroeconómicas, vale decir la brecha externa, la brecha fiscal y la del sector privado. Teniendo en cuenta que el ahorro externo (S_e) no es sino la cuenta corriente de la balanza de pagos con signo cambiado ($M-X$), y que la inversión se puede descomponer en inversión pública (I_g) y privada (I_p), se emplea la ecuación (1) para plantear:

$$X - M = -S_e = (S_p - I_p) + (T - G - I_g) \quad (2)$$

La ecuación (2) permite visualizar la interrelación entre tres brechas fundamentales: la cuenta corriente de la balanza de pagos $X-M$, el ahorro privado neto (S_p-I_p), y el resultado económico del sector público ($T-G-I_g$).

La ecuación (2) muestra la estrecha relación que existe entre los desequilibrios fiscales y los correspondientes al sector externo. En concreto, los excesos de inversión en relación al ahorro exigen una contrapartida de ahorro externo, el cual, de acuerdo a las identidades de balanza de pagos puede tomar la forma de entrada de capitales netos provenientes del exterior (deuda e inversión extranjera principalmente) o utilización de las reservas internacionales del país.

Alternativamente, puede interpretarse que el ahorro externo ($M-X$) alcanza para cubrir el exceso de demanda frente a la corriente total de producción de bienes y servicios (PIB). Ello será así en la medida que de la identidad inicial del gasto se obtenga la siguiente relación:

$$(M - X) = (C + G + I) - \text{PIB}$$

2. *Aplicación un modelo de consistencia*

A. Aspectos metodológicos

A base de las anteriores relaciones se ha construido un modelo de consistencia para obtener una medición del ahorro y sus componentes como porcentajes del PIB para el periodo 1961-89. En el cuadro 1 se muestran las interrelaciones entre cuentas nacionales, balanza de pagos y cuentas fiscales. Las

unidades de medida y las diferencias metodológicas hacen necesario brindar una explicación más detallada sobre la construcción de este cuadro.

La fuente de las estadísticas de balanza de pagos y cuentas fiscales del cuadro 1 son las Memorias del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). En lo que respecta a las series de cuentas nacionales, se han empleado las estadísticas procesadas por la consultora privada Cuánto S.A., tomando 1986 como el año base de los índices de precios y siguiendo la metodología del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) para la estimación del gasto en inversión. Cabe precisar que para el INE el año base es 1979, que fue especialmente anormal en términos de precios internacionales y por la importancia de los trabajos de perforación petrolera, que hicieron elevarse excepcionalmente el indicador de la construcción.

El primer bloque del modelo, correspondiente al ahorro y la inversión totales, toma la información sobre inversión bruta fija de los sectores privado (I_p) y público (I_g), así como la variación de existencias, a fin de determinar la cifra correspondiente a la inversión total (I). Con esta cifra, tocaría desagregar el ahorro total (S) en sus componentes externo e interno; y este último, en los correspondientes al sector público y privado.

Como se mencionó, el ahorro externo equivale a los recursos del exterior que permiten cubrir el exceso de gasto interno frente a la producción doméstica, correspondiendo por ello a la cuenta corriente de la balanza de pagos con signo cambiado. La cuenta corriente, al estar contabilizada en dólares, se traduce a la moneda nacional en términos corrientes, mediante el tipo de cambio medio de las transacciones con el exterior. De esta manera, es posible expresar en unidades similares el ahorro total (s) y el ahorro externo (s_e) y calcular por residuo al ahorro interno (s_i).

Para desagregar el ahorro interno entre público y privado recurrimos a las cuentas fiscales. De ellas tomamos el dato del ahorro corriente del sector público no financiero, el cual corresponde a la diferencia entre sus ingresos y gastos corrientes ($s_g = T - G$). Así, es posible llegar a contar con información del ahorro privado (s_p) por la diferencia entre el ahorro interno (s_i) y el ahorro del sector público (s_g).

Como se puede esperar, las mediciones del ahorro privado están sujetas a errores de medición provenientes de los cálculos de la inversión total, que se asume idéntica al ahorro total; de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que permite estimar el ahorro interno por residuo; y del

Cuadro I
EL AHORRO Y LAS BRECHAS DE FINANCIAMIENTO a/
(porcentajes del PIB, promedios anuales)

	61-67	68-69	70-75	76-78
1. BLOQUE AHORRO-INVERSION				
1.1 Inversión total	21,8	16,0	19,9	20,2
1.1.1 Inversión pública	3,6	3,5	5,2	5,9
1.1.2 Inversión privada	17,4	11,2	13,3	14,5
1.1.3 Variación de existencias	0,8	1,3	1,5	-0,2
1.2 Ahorro total (= 1.1)	21,8	16,0	19,9	20,2
1.2.1 Ahorro externo (= -2.1)	2,0	0,4	2,6	4,6
1.2.2 Ahorro interno (= 1.2 - 1.2.1)	19,8	15,6	17,4	15,6
1.2.2.1 Público (= 3.1)	0,4	3,1	2,1	-1,3
1.2.2.2 Privado (1.2.2 - 1.2.2.1)	19,4	12,6	15,2	16,9
2. BLOQUE BALANZA DE PAGOS				
2.1 Cuenta corriente	-2,0	-0,4	-2,6	-4,6
2.1.1 Balanza comercial	1,4	3,2	-0,1	-1,6
2.1.1.1 Exportaciones	15,1	14,3	10,9	12,3
2.1.1.2 Importaciones	13,7	11,1	11,1	13,9
2.1.2 Servicios no financieros(+transferencias)	1,4	0,8	0,7	-0,6
2.1.3 Servicios financieros públicos	0,3	0,6	0,7	2,0
2.1.4 Servicios financieros privados	1,8	2,2	1,0	1,6
2.2 Capitales a largo plazo	1,6	1,7	3,1	4,3
2.2.1 Capitales públicos	1,2	1,7	2,6	3,6
2.2.2 Capitales privados	0,4	0,0	0,4	0,7
2.3 Capitales corto plazo (+ discrepancia)	0,6	-0,9	-0,2	-2,2
2.4 Balanza de pagos (variación RIN) (en millones de US\$ acumulados)	0,2	0,5	0,3	-2,5
	56	39	-50	-1141
3. BLOQUE SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO				
3.1 Ahorro en cuenta corriente	0,4	3,1	2,1	-1,3
3.1.1 Gobierno central	0,4	1,9	1,0	-2,0
3.1.1.1 Ingresos	13,8	13,8	13,3	13,2
3.1.1.2 Gastos	13,5	11,9	12,3	15,2
3.1.2 Resto	0,0	1,2	1,2	0,7
3.2 Inversión pública (=1.1.1)	3,6	3,5	5,2	5,9
3.3 Déficit económico	-3,3	-1,1	-3,7	-7,6
3.3.1 Financiamiento externo	0,0	1,7	2,6	3,5
3.3.1.1 Largo plazo (=2.2.1)	1,2	1,7	2,6	3,6
3.3.1.2 Corto plazo	0,0	0,0	0,0	-0,1
3.3.2 Financiamiento interno	0,0	-0,6	1,1	4,2
4. BLOQUE SECTOR PRIVADO				
4.1 Ahorro privado (=1.2.2.2)	19,4	12,6	15,2	16,9
4.1.1 Ingreso disponible	87,6	84,2	86,3	89,0
4.1.2 Consumo privado	68,2	71,7	71,1	72,1
4.2 Inversión privada (=1.1.2)	17,4	11,2	13,3	14,5
4.3 Superávit del sector privado	2,1	1,4	1,9	2,4
Variación porcentual del PIB por habitante	3,5	-0,9	2,8	-3,2
Variación porcentual del PIB real	6,5	1,9	5,7	-0,6
Tasa media de inflación	9,0	12,5	11,3	42,8
Tasa real de interés de ahorro	-3,6	-6,4	-5,5	-21,4
Liquidez/PIB	15,3	13,6	18,2	13,3
Índice tipo de cambio real (ITCR) de exportación	59,2	57,6	59,0	74,1
Variabilidad del ITCR de exportación	2,1	1,5	1,8	9,3
Términos de intercambio (1978=100)	93,1	98,7	113,0	109,7

Cuadro 1 (continuación)

	79-81	82-85	86-87	88-89
1. BLOQUE AHORRO-INVERSION				
1.1 Inversión total	26,9	25,9	22,5	16,8
1.1.1 Inversión pública	6,0	7,5	4,4	2,2
1.1.2 Inversión privada	17,4	16,6	17,5	13,1
1.1.3 Variación de existencias	3,4	1,0	1,5	1,4
1.2 Ahorro total (= 1.1)	26,9	25,9	22,5	16,8
1.2.1 Ahorro externo (= -2.1)	0,4	2,7	4,1	1,1
1.2.2 Ahorro interno (= 1.2 - 1.2.1)	26,5	23,2	18,3	15,7
1.2.2.1 Público (= 3.1)	2,5	0,4	-1,2	-1,8
1.2.2.2 Privado (1.2.2 - 1.2.2.1)	24,0	22,7	19,6	17,5
2. BLOQUE BALANZA DE PAGOS				
2.1 Cuenta corriente	-0,4	-2,7	-4,1	-1,1
2.1.1 Balanza comercial	4,3	2,8	-0,8	1,8
2.1.1.1 Exportaciones	18,5	14,8	8,5	9,0
2.1.1.2 Importaciones	14,2	12,1	9,4	7,2
2.1.2 Servicios no financieros (+ transf.)	-0,1	0,3	0,7	0,8
2.1.3 Servicios financieros públicos	2,2	3,3	1,9	1,6
2.1.4 Servicios financieros privados	2,6	1,9	0,7	0,5
2.2 Capitales a largo plazo	2,9	5,3	2,3	2,1
2.2.1 Capitales públicos	2,3	5,5	2,1	1,8
2.2.2 Capitales privados	0,6	-0,3	0,2	0,2
2.3 Capitales corto plazo (+ discrepancias)	1,4	-1,8	-0,2	-0,5
2.4 Balanza de pagos (variación RIN)	3,9	0,8	-2,1	0,5
(en millones de US\$ acumulados)	1797	84	-1302	563
3. BLOQUE SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO				
3.1 Ahorro en cuenta corriente	2,5	0,4	-1,2	-1,8
3.1.1 Gobierno central	1,8	-1,1	-2,0	-1,5
3.1.1.1 Ingresos	15,7	13,1	10,4	6,8
3.1.1.2 Gastos	13,9	14,3	12,3	8,3
3.1.2 Resto	0,7	1,6	0,8	-0,3
3.2 Inversión pública (= 1.1.1)	6,0	7,5	4,4	2,2
3.3 Déficit económico	-3,9	-6,4	-5,7	-5,3
3.3.1 Financiamiento externo	2,4	5,5	2,3	1,8
3.3.1.1 Largo plazo (= 2.2.1)	2,3	5,5	2,1	1,8
3.3.1.2 Corto plazo	0,1	-0,1	0,2	-0,1
3.3.2 Financiamiento interno	1,5	0,9	3,5	3,6
4. BLOQUE SECTOR PRIVADO				
4.1 Ahorro privado (= 1.2.2.2)	24,0	22,7	19,6	17,5
4.1.1 Ingreso disponible	85,9	85,4	87,4	90,0
4.1.2 Consumo privado	61,9	62,7	67,8	72,5
4.2 Inversión privada (= 1.1.2)	17,4	16,6	17,5	13,1
4.3 Superávit del sector privado	6,6	6,2	2,0	4,4
Variación porcentual del PIB por habitante	2,4	-4,4	7,3	-10,0
Variación porcentual del PIB real	5,1	-1,9	10,1	-8,5
Tasa promedio de inflación	67,3	109,4	81,8	1537,9
Tasa real de interés de ahorro	-16,0	-16,8	-32,9	-66,5
Liquidez/PIB	10,4	8,8	10,9	5,2
Índice tipo de cambio real (ITCR) de exportación	78,0	81,5	82,0	70,2
Variabilidad del ITCR de exportación	3,4	4,1	8,1	16,2
Términos de intercambio (1978=100)	137,2	101,3	66,7	74,2

Fuente: Cuánto S. A. Elaboración propia

a/ La cuenta corriente de la balanza de pagos no toma en consideración el costo adicional de la deuda externa impaga.

ahorro corriente del sector público, que permite finalmente obtener por diferencia al ahorro privado. De estas tres posibles fuentes de error de medición, nos concentraremos en las correspondientes a la medición de la inversión total y de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Debido al empleo de la identidad ahorro-inversión, el cálculo del ahorro total está expuesto a un primer posible error de medición, derivado de eventuales sobre o subestimaciones de la inversión. En Thorne (1986) se describe la metodología de cálculo de la inversión total utilizada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), precisándose que la posible fuente de error está dada por el empleo de un método indirecto de estimación. Así, se precisa que la inversión es estimada mediante indicadores de la evolución de la oferta de bienes de capital y de los inventarios, a partir de los cuales, mediante una estructura porcentual fija y los datos calculados para un período base (1979), se genera información en términos nominales y reales.

Entre los indicadores se incluyen la producción doméstica y la importación de bienes de capital, así como estimaciones acerca de la oferta de materiales de construcción, lo que permite definir la trayectoria de la formación bruta de capital. A lo anterior se agregan estimaciones acerca de la evolución de los inventarios, con lo cual puede definirse un indicador del cambio operado en la inversión total durante un período determinado.

Existe evidencia de que el BCRP ha incurrido en una sobreestimación de la inversión total, especialmente desde 1979, debido a problemas de clasificación de importaciones consideradas bienes de capital (por ejemplo, vehículos o desarmados para ensamblaje) y al reducido tamaño de la muestra para los cálculos de producción interna de bienes de capital.

En cuanto a las estimaciones de la cuenta corriente de la balanza de pagos, como fuente de error para la medición del ahorro privado, es importante discutir la pertinencia de considerar, en el contexto de moratoria parcial de la deuda externa, los intereses no pagados y los recargos y moras del servicio de la deuda no atendido.

En el cuadro 2 se presenta la evolución del ahorro externo, considerando tres posibles definiciones:

- i) sólo los intereses efectivamente pagados,
- ii) además de los intereses pagados, los que se dejaron de pagar (intereses vencidos); y

iii) además de los intereses vencidos, los costos del servicio impago de la deuda.

A base de estas tres opciones se calculan las series correspondientes al ahorro interno, notándose desde 1983 discrepancias entre los intereses vencidos y los pagados, por lo que las diferencias en el ahorro interno aparecen según si se adopta la definición de los intereses pagados o los vencidos, y si se incluyen o no los costos de los impagos. Por ejemplo, en el período 1988-89 el ahorro interno como porcentaje del PIB, considerando sólo los intereses pagados, ascendió a 15,8 por ciento, en tanto que si se consideran los intereses vencidos más los costos de impagos, asciende a sólo 12,1 por ciento. Por ello es crucial esclarecer el concepto de ahorro externo, con el objeto de disminuir los riesgos de sobre o subvaluación del ahorro interno.

La falta de pago de intereses no significa que el país acreedor puede disponer de parte de su PIB (ingresos de factores) para expandir su consumo disponible. Tal ahorro forzoso constituye, desde el punto de vista del país deudor, ahorro externo que permite un gasto interno por encima de su producción doméstica. En este sentido, considerar sólo los pagos efectivos de intereses sobreestima el esfuerzo de ahorro interno.

Cuadro 2
AHORRO-INVERSION
(porcentajes del PIB nominal)

	Inversión			Ahorro externo			Ahorro interno			Total
	Publica	Privada	Total	A	B	C	A	B	C	
1961-67	3,6	17,4	21,0	2,0	2,0	2,0	19,8	19,8	19,8	21,0
1968-69	3,5	11,2	14,7	0,4	0,4	0,4	15,6	15,6	15,6	14,7
1970-75	5,2	13,3	18,5	2,6	2,6	2,6	17,4	17,4	17,4	18,5
1976-78	5,9	14,5	20,4	4,6	4,6	4,6	15,6	15,6	15,6	20,4
1979-81	6,0	17,4	23,4	0,4	0,4	0,4	26,5	26,5	26,5	23,4
1982-85	7,5	16,6	24,0	1,0	2,7	3,1	23,0	23,2	20,9	24,0
1986-87	4,4	17,5	21,9	2,5	4,1	5,4	19,4	18,3	16,5	21,9
1988-89	2,2	13,1	15,3	-0,5	1,1	3,2	15,8	15,7	12,1	15,3

Fuente: Cuánto S.A. Elaboración propia.

A: Con intereses pagados de la deuda pública

B: Con intereses de la deuda pública vencidos

C: Con intereses de la deuda pública vencidos más el costo de impagos

Por otro lado, los costos del servicio de la deuda impaga acrecientan la magnitud del ahorro externo. Sin embargo, existen diversos argumentos para excluirlos de la definición del ahorro externo. En primer lugar, está el carácter hipotético de las cifras de costos del servicio impago. Segundo, el descuento existente de los títulos de la deuda en los mercados secundarios indica que muchos acreedores (especialmente los bancos internacionales) han asumido ya la pérdida; por ende, sus activos no se ven incrementados por moras y recargos no pagados. En tercer lugar, las experiencias de reducción de los saldos de la deuda externa con gobiernos y organismos internacionales indican que los costos de los impagos no constituyen un rubro susceptible de ser renegociado.

En el presente trabajo se emplea, en consecuencia, la definición convencional de la cuenta corriente de la balanza de pagos publicada por el BCRP, esto es, una que sólo considera los intereses vencidos de la deuda, excluyendo el costo del servicio impago.

La evolución de los principales rubros de la balanza de pagos se presenta en el segundo bloque del cuadro 1, teniéndose en cada caso *ratios* con respecto al PIB desde 1961. Cabe anotar que de este bloque se han tomado los capitales públicos, para identificar el financiamiento externo del déficit del sector público no financiero del tercer bloque.

En el tercer bloque del cuadro de flujos macroeconómicos se muestra tanto el ahorro en cuenta corriente del sector público no financiero, como el déficit fiscal y su financiamiento. El ahorro en cuenta corriente del sector público no financiero ($T - G$) se ha desglosado entre el correspondiente al gobierno central y el concerniente al resto del sector público no financiero (empresas públicas no financieras y otras entidades del sector público). Restando del ahorro corriente la inversión pública (tomada de cuentas nacionales para los fines de este trabajo), se obtiene el déficit fiscal.

Finalmente, en el bloque del sector privado se presenta la evolución de lo que se denomina el ahorro neto de este sector, esto es, la diferencia entre su ahorro e inversión. En este aspecto, es notoria la posición superavitaria del sector privado.

B. Interrelación de las brechas macroeconómicas

Como se mencionó, el cuadro 1 resume la evolución de las principales brechas macroeconómicas como porcentajes del

PIB para el período 1961-88. Un resumen de dicho cuadro lo constituye el cuadro 3, el cual ilustra la ecuación (2) de brechas externas e internas.

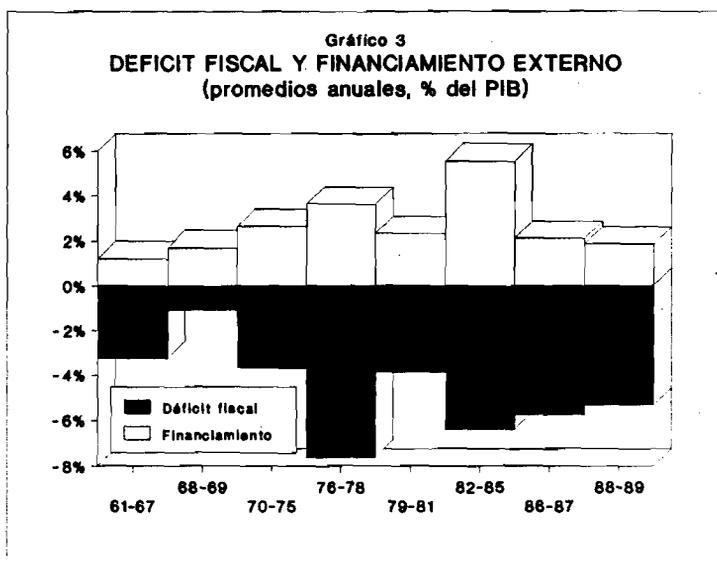
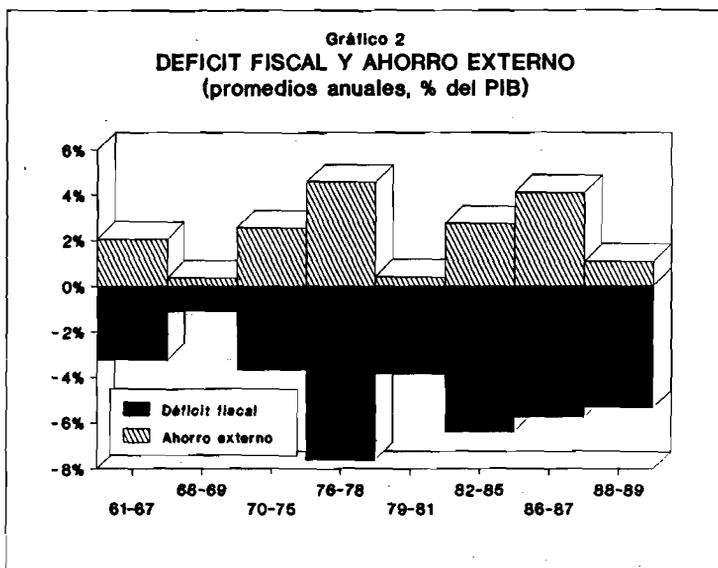
Destaca en primer lugar la presencia casi simultánea de desequilibrios significativos en la cuenta corriente de la balanza de pagos y en el resultado económico del sector público. Así, los períodos de abultados desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos (1976-78, 1982-85 y 1986-87) coinciden con los correspondientes a déficit fiscales importantes. Cabe señalar que la discrepancia existente entre las estadísticas del ahorro, la inversión y el déficit económico del sector público obedece a la heterogeneidad de las fuentes de información.

La simultaneidad de los desequilibrios fiscales y de los externos es notoria en el gráfico 2, en el que se presenta la significación del déficit fiscal y del ahorro externo respecto del PIB a partir de 1961. Esta evolución refleja la importancia del financiamiento externo del déficit económico del sector público (gráfico 3), flujo que se ha orientado básicamente a cubrir la inversión pública, en especial en los dos primeros períodos señalados (gráfico 4).

Cuadro 3
BRECHAS MACROECONOMICAS
(porcentajes del PIB nominal)

Cuenta corriente de Balanza de Pagos	Sector privado			Sector público			
	Ahorro	Inversión 1/	Ahorro neto	Ahorro	Inversión	Déficit económico	
1961-67	-2,05	19,41	18,20	1,21	0,39	3,64	-3,26
1968-69	-0,35	12,56	12,50	0,06	3,07	3,48	-1,08
1970-75	-2,55	15,22	14,73	0,49	2,14	5,18	-3,72
1976-78	-4,57	16,92	14,29	2,63	-1,33	5,87	-7,62
1979-81	-0,40	23,99	20,83	3,16	2,46	6,03	-3,87
1982-85	-2,74	22,75	17,60	5,15	0,43	7,45	-6,41
1986-87	-4,11	19,56	19,01	0,54	-1,21	4,41	-5,75
1988-89	-1,07	17,52	14,57	2,96	-1,83	2,19	-5,34

1/ Incluye acumulación de existencias.



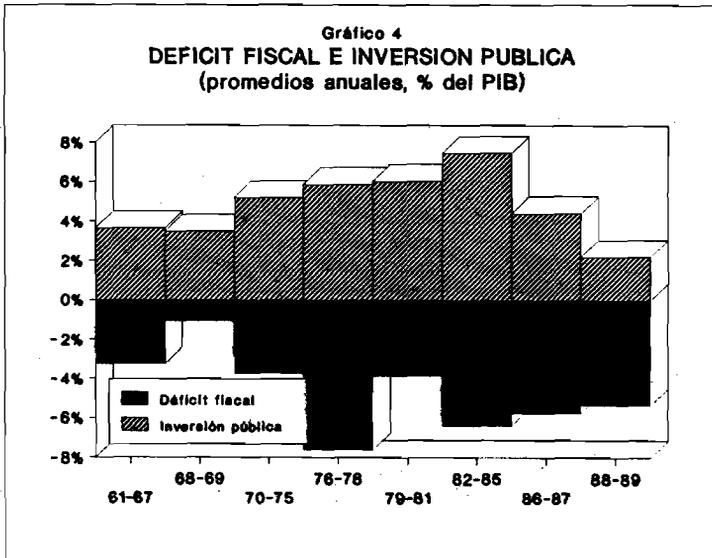
Un segundo aspecto destacable de la evidencia empírica peruana es el papel sustitutivo del ahorro externo respecto al ahorro doméstico. Así, en el cuadro 4 se observa que en los períodos comprendidos entre los años 1970-78 y 1983-87 el

ahorro externo aumentó su participación en el ahorro total, pero no porque creciera más que el interno, sino porque este último disminuyó su significación respecto del PIB, reflejando una sustitución del ahorro interno por el externo. Asimismo, al analizar la composición del primero se aprecia que esta sustitución se da básicamente entre el ahorro público y el externo.

De lo anterior se infiere que el principal responsable de los periodos de merma de la significación del ahorro interno es el sector público.

Examinemos ahora la interrelación de los desequilibrios fiscales y externos con la evolución de la actividad económica y el tipo de cambio real.

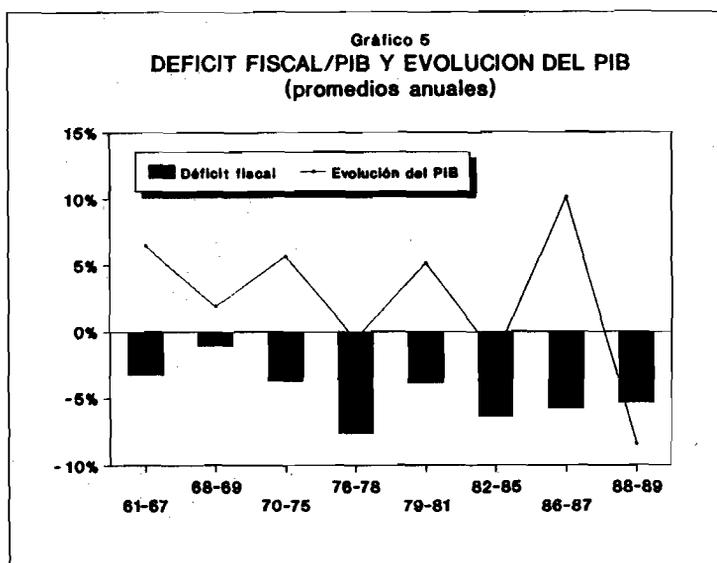
En los periodos mencionados, el nivel de actividad económica tendió a desacelerarse, registrándose finalmente caídas globales de la producción (gráfico 5). Este fenómeno de menor producto con igual nivel de inversión, mayores déficit fiscales y mayor endeudamiento será explicado aquí en términos del uso de los fondos de la deuda externa y la reacción del sector privado ante tales desequilibrios.

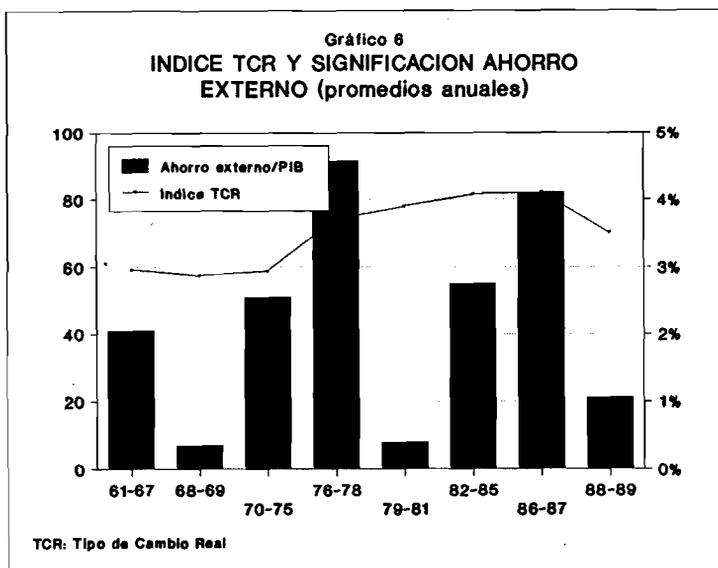


Cuadro 4
AHORRO INTERNO Y EXTERNO
(porcentajes)

	Ahorro total (=Inversión)	Porcentaje del PIB		Participación ahorro	
		Ahorro externo	Ahorro interno	Externo	Interno
1961-67	21,8	2,0	19,8	9,4	90,6
1968-69	16,0	0,4	15,6	2,2	97,8
1970-75	19,9	2,6	17,4	12,8	87,2
1976-78	20,2	4,6	15,6	22,7	77,3
1979-82	26,9	0,4	26,5	1,5	98,5
1983-85	25,9	2,7	23,2	10,6	89,4
1986-87	22,5	4,1	18,3	18,3	81,7
1988-89	16,8	1,1	15,7	6,4	93,6

Fuente: Cuánto S. A. Elaboración propia



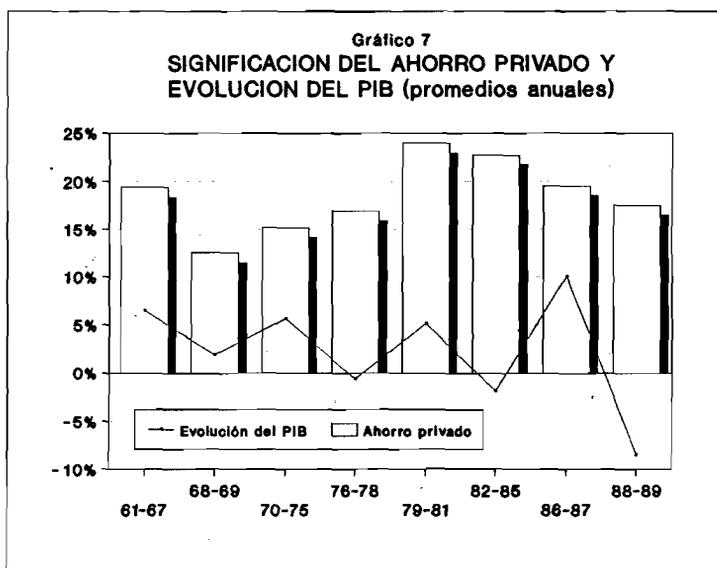


Otro elemento cuya consideración es importante para entender la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos en el Perú es el tipo de cambio real. La mantención de un nivel nominal fijo en un contexto de políticas expansivas generadoras de inflación llevó, sin duda, a revaluar en términos reales el tipo de cambio. A pesar de que esta tendencia se traducía en un deterioro de la situación del sector externo, en todos los casos se evitaba ajustar el tipo de cambio, en un intento por reprimir la inflación.

Los períodos de tipo de cambio real más bajo coinciden con los de mayor déficit tanto en la cuenta corriente de la balanza de pagos (gráfico 6), como en el presupuesto fiscal, y viceversa. Esta evidencia contradice los planteamientos pesimistas en cuanto al efecto del tipo de cambio real en las cuentas externas.

3. El comportamiento del ahorro privado

A diferencia de lo observado en el caso de las series de tiempo acerca del ahorro privado como proporción del PIB y de las variaciones porcentuales de la actividad económica real, es posible decir algo sobre las decisiones de ahorro durante los ciclos económicos.



Observando el gráfico 7 se advierte que en líneas generales el ahorro privado ha jugado un rol procíclico respecto a la trayectoria de la producción global. En el período 1968-69 la tasa de ahorro privado declina, coincidiendo con la entrada a la fase recesiva iniciada en 1968.

Durante el período 1970-75 el PIB se expande a una tasa promedio anual de 5,7 por ciento, observándose una recuperación del nivel de ahorro privado. Durante toda la década del setenta y hasta 1981, aumenta en forma sostenida, pero a partir de 1982 comienza a declinar, tendencia que no ha podido ser detenida hasta la fecha.

Cabe señalar que durante los períodos 1976-78 y 1986-87 la relación entre el crecimiento del producto y del ahorro privado fue inversa. En el primer caso el incremento del ahorro privado fue coincidente con una caída de la producción, presentándose en el segundo período el fenómeno inverso.

En conclusión, no cabe afirmar que durante el período 1961-89 la tasa de ahorro haya asumido un comportamiento estrictamente procíclico. Sin embargo, en líneas generales se observa la presencia de períodos con menor ahorro durante las fases depresivas, y de más ahorro durante los períodos de expansión económica.

El comportamiento procíclico de la tasa de ahorro es explicado por formulaciones teóricas que ponen el acento en

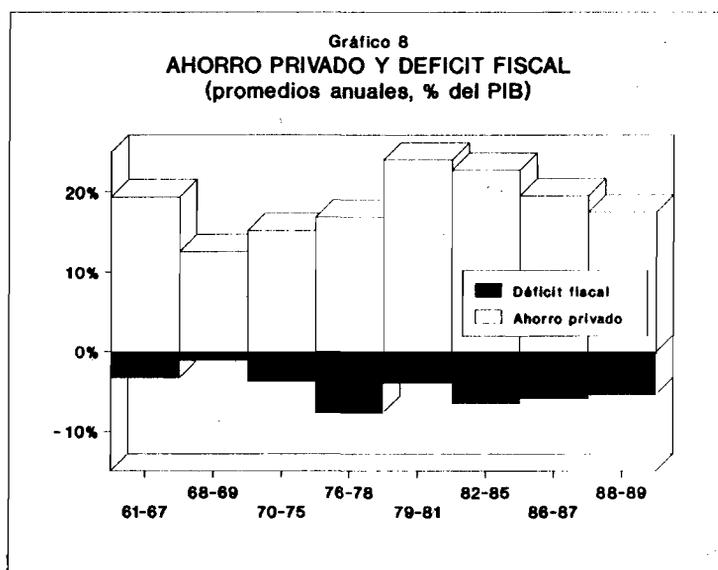
un comportamiento privado orientado a sostener niveles de consumo estables, marco en el cual las decisiones de ahorro implican además decisiones intertemporales de consumo. En este sentido, las decisiones de ahorro y consumo no dependen exclusivamente del nivel de ingreso del período; mediante operaciones de endeudamiento y compra de activos, se dispone, adicionalmente, de un patrón temporal de consumo 'desligado del ingreso percibido en cada período.

Dentro de estos planteamientos teóricos, la hipótesis del ciclo de vida (Modigliani y Ando, 1957) afirma que las decisiones de ahorro de los agentes privados dependen en alto grado de sus edades. Así, la necesidad de recursos para sostener el consumo durante la vejez se reflejará en un período de ahorro (acumulación neta de activos durante los años previos al retiro) y en otro de desahorro durante los últimos años del ciclo de vida. La liquidación de los activos disponibles dependerá de las decisiones de herencia y de la esperanza de vida.

Empleando los resultados de la "Encuesta nacional de hogares sobre medición de niveles de vida" efectuada entre 1985 y 1986, con una muestra de 5.024 familias, se ha graficado el corte transversal de la variable "riqueza" en función de la edad del cabeza de familia. Por "riqueza" se entiende la agregación de bienes duraderos, valor de la vivienda y ahorro financiero. El gráfico 8 muestra los niveles de esta variable, en promedio para cada grupo de edad. Salta a la vista cómo, luego de llegar a un máximo hacia los 55 años de edad, la variable "riqueza" declina significativamente, aunque sin agotarse por completo. Esto último muestra la importancia del motivo "herencia", en cuanto a factor explicativo del comportamiento del ahorro.

Si bien la abundancia y calidad de la información acopiada en esta encuesta permitirá mayores aplicaciones en el campo del ahorro, la evidencia presentada aquí muestra la importancia de los factores intertemporales en las decisiones de ahorro. En lo tocante al tipo de actividad del cabeza de familia (cuadro 5), se observa en general un patrón similar al del agregado, notándose, sin embargo, que en los agricultores no se da un período de desacumulación de activos. Esto último podría explicarse por la exclusión del ganado e instrumentos de trabajo de la definición de "riqueza" o patrimonio familiar.

Volvamos al comportamiento del *ratio* de ahorro en las fases de crecimiento y expansión de la economía, poniendo el acento ahora en la importancia de la variable riqueza. Es comprensible que en fases recesivas la tasa de ahorro decline,



Cuadro 5
INDICE CON RESPECTO AL PATRIMONIO
DE LA CATEGORIA DE 15 A 24 AÑOS DE EDAD
(porcentajes)

	Edad del jefe de familia					
	15-24	25-34	35-44	45-54	55-64	> 64
Gerentes	100	112	156	220	362	45
Empleados	100	215	344	317	336	255
Comerciantes	100	588	650	1.238	1.013	538
Profesionales	100	125	196	282	178	234
Agricultores	100	320	481	407	569	642
Mineros	100	345	5.869	2.389	703	0
Obreros de construcción	100	147	138	146	217	194
Artesanos y obreros	100	219	252	327	419	429
Conductores	100	234	268	446	512	263
Trabajadores de servicios	100	467	435	327	253	334
Total	100	283	366	434	462	285

Fuente: "Encuesta nacional de niveles de vida (ENNIV).

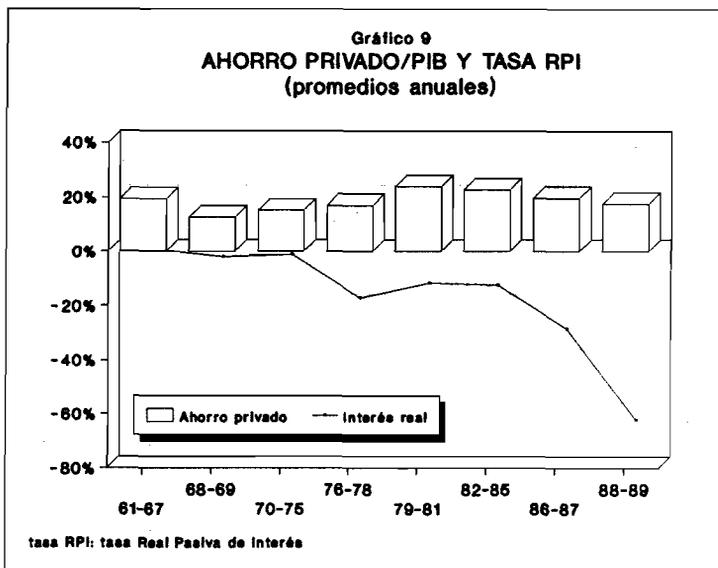
en un intento por mantener el nivel medio de consumo deseado. La evidencia en favor a esta hipótesis es contradictoria con la que pone el acento en la diferencia de comportamiento entre "asalariados" y "capitalistas", según la cual sólo éstos ahorran (Kaldor, 1955). Si la hipótesis distributiva fuese cierta, en las fases recesivas, que es cuando la distribución se hace más regresiva, la tasa media de ahorro tendría que elevarse, cosa que la experiencia desmiente.

Otra observación interesante fluye del análisis de las series acerca de la significación, respecto del PIB, del ahorro privado y el déficit del sector público. En el gráfico 9 es notorio cómo, desde los años sesenta, mayores déficit fiscales coinciden con mayores tasas privadas de ahorro, y viceversa. Esta evidencia estaría aparentemente apoyando la hipótesis de equivalencia ricardiana entre impuestos y ampliación del endeudamiento público (Barro, 1974), en el sentido de que mayores déficit involucran decisiones de mayor ahorro, con el objeto de cubrir las mayores obligaciones impositivas que los déficit actuales implicarán en el futuro. Esta hipótesis será sometida posteriormente a pruebas más rigurosas.

Un déficit financiado con colocación de bonos en el sector privado podría en principio incrementar los activos y, por tanto, aumentar el nivel de consumo de estos agentes durante su ciclo de vida, sin que tengan ellos que destinar una misma proporción de su ingreso en la forma de ahorro. En tal sentido, la expansión económica generada por este déficit fiscal coincidiría con un descenso de las tasas de ahorro.

Sin embargo, esta mayor deuda ha de ser amortizada en el futuro y sus intereses, pagados a los tenedores de bonos públicos, lo que eventualmente supondrá la aplicación de impuestos a los agentes privados. El valor actualizado de la atención de la deuda pública con impuestos equivaldrá, si existen mercados de capitales donde todos enfrentan una misma tasa de descuento, al valor de las tenencias de los bonos por los agentes privados. De esta manera, la posición neta de riqueza no se verá alterada; y, más bien, un mayor déficit coincidirá ahora con un incremento de la tasa de ahorro. En otras palabras, en presencia de un mayor déficit los agentes privados adquirirán valores con rendimientos que permitan enfrentar los pagos de impuestos con los que se financiarán los rendimientos financieros de títulos de la deuda pública.

Un argumento usualmente empleado para rebatir la hipótesis ricardiana de neutralidad de la deuda pública se centra en las consecuencias del supuesto de que existen



mercados de capitales perfectos. Así, se afirma que mercados de capitales imperfectos impiden que se produzca la relación entre ahorro privado y déficit fiscal. Sin embargo, incluso en ausencia de mercados de capitales perfectos se observa que hay una relación directa entre ahorro privado y déficit fiscales. Esto, por otra parte, no niega efectos expansivos al déficit fiscal, toda vez que la definición empleada de ahorro privado incluye el gasto en bienes duraderos.

Cabe recordar que el supuesto de mercados de capitales perfectos implica que los agentes pueden independizar sus flujos de ingresos de sus flujos de consumo, gracias a operaciones financieras a una tasa única para todos ellos. De no poder efectuar estas operaciones, los agentes enfrentarán restricciones de liquidez, situación típica de quienes resultan marginados de los mercados de créditos. En este último caso, la tasa de descuento relevante será la tasa de preferencia intertemporal de consumo de cada cual, la que difiere de un caso a otro.

Esta diversidad de tasas de descuento y la existencia de un grupo que sí accede a la posibilidad de alterar su perfil temporal de ingresos puede determinar que la generación de deuda pública favorezca el incremento de la riqueza neta.

En Barro (1974) se analiza la posibilidad de que la deuda pública constituya riqueza neta cuando existen mercados de capital imperfectos, se entiende que la colocación de bonos

entre agentes con acceso a los mercados de capital favorece, mediante el gasto público, a quienes, por estar excluidos de tales mercados, enfrentan altas tasas de descuento. El mayor ingreso para estos agentes se traduce en el gasto en bienes de inversión, como es el caso de la construcción de viviendas. Sobre esto último es interesante anotar que durante las fases de expansión económica los incrementos del PIB del sector construcción son superiores a los del PIB global.

Por lo tanto, la relación directa entre déficit fiscales y ahorro privado puede estar dando cuenta del impacto positivo en las decisiones de gasto de inversión de los agentes que se encuentran excluidos del financiamiento. Por ello, no se puede afirmar que esta relación directa sustente sin ambigüedad la hipótesis de neutralidad de la deuda pública.

Para poner a prueba la hipótesis de que los déficit son equivalentes a impuestos, aplicamos la prueba planteada en Kochin (1974), la que consiste en aplicar mínimos cuadrados ordinarios a una función consumo que incluye entre las variables explicativas el déficit fiscal (medido aquí como la significación del resultado económico del sector público no financiero respecto del PIB). Así, en términos logarítmicos, y expresando el déficit como porcentaje del PIB, se estimó para el período 1968-88 la siguiente ecuación:

$$C_t = 0,949 + 0,893 \text{ PIBr}_t - 0,004 (\text{Déf}/\text{PIBn})$$

$$t = (0,9) \quad (11,1) \quad (-1,6)$$

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,992$$

$$F = 1066$$

$$DW = 1,7$$

$$n = 29 \quad (1961-89)$$

En principio, el signo negativo para el déficit confirma lo postulado por la hipótesis de neutralidad del déficit, sin que pueda descartarse, empero, la hipótesis de que el valor de su coeficiente sea distinto de cero. Tomando en cuenta las observaciones a esta prueba planteadas en Buitier y Tobin (1984), en la ecuación previa se incluyen los impuestos recaudados (como porcentaje del PIB), para ver si efectivamente los consumidores reaccionan en forma similar ante modificaciones tributarias y cambios en el déficit. Cabría esperar entonces valores similares para los coeficientes del déficit y los impuestos.

$$C_t = -0,871 + 0,902 \text{ PIBr}_t - 0,003 (\text{Déf/PIBn}) - 0,003 (\text{Imp/PIBn})$$

$$t = (0,85) \quad (11,0) \quad (-1,1) \quad (-0,8)$$

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,991$$

$$F = 787$$

$$DW = 1,79$$

$$n = 29 \quad (1961-89)$$

Como se observa, se confirma la irrelevancia del déficit y los impuestos dentro de la función, aunque los signos y los valores son los esperados de acuerdo a la prueba definida en Buitier y Tobin (1984) para evaluar empíricamente la equivalencia ricardiana. Finalmente, para definir la relación entre la tasa de ahorro privado y los déficit fiscales fueron aplicados directamente mínimos cuadrados ordinarios a una función del *ratio* del ahorro privado al PIB:

$$(S/\text{PIB})_t = -2,113 + 0,394 \text{ PIB}_t - 0,005 (\text{Déf/PIB})_t$$

$$t = (-0,46) \quad (1,08) \quad (-0,43)$$

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,618$$

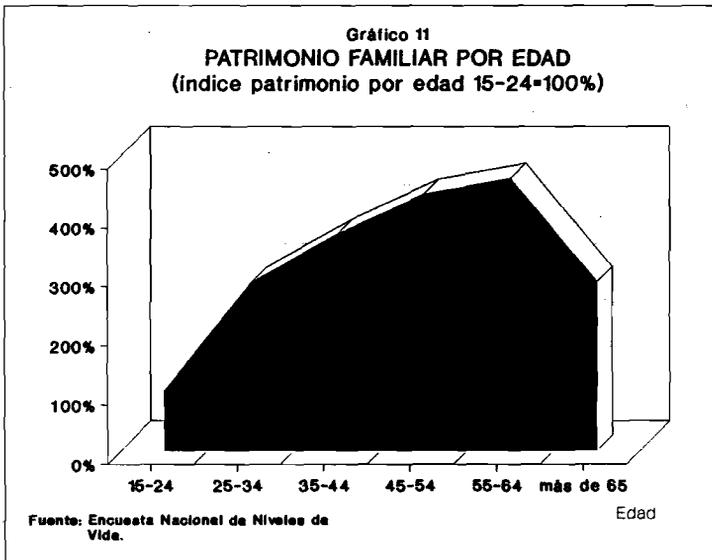
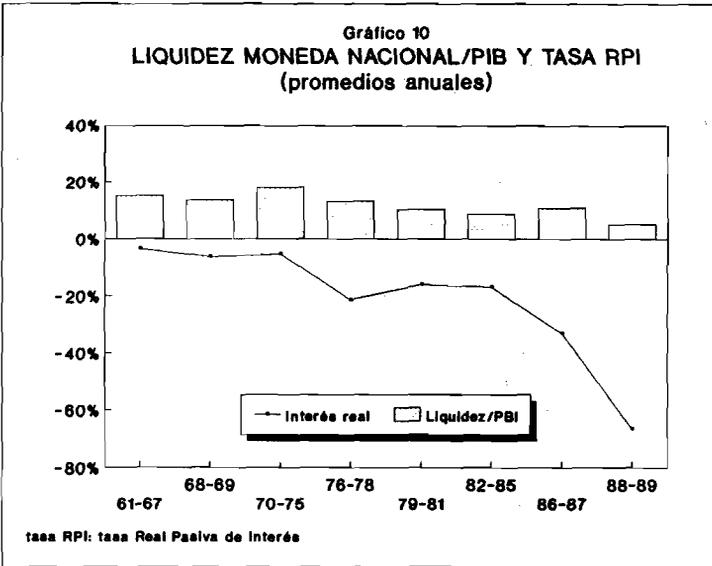
$$F = 16$$

$$DW = 1,998$$

$$n = 29 \quad (1961-89)$$

Teniendo en cuenta que el objetivo ha sido visualizar el sentido de la relación entre el *ratio* de ahorro privado y el déficit, consideramos sólo el signo y la significación del *ratio* déficit a PIB, rechazándose la existencia de la relación directa entre ambas variables planteada por la hipótesis de equivalencia ricardiana.

Otra fase importante de la discusión sobre el comportamiento del ahorro privado alude a su relación con las tasas reales de interés. Las series de tiempo revelan una asociación sistemática para el caso peruano. Así, en el gráfico 10 se observa una relativa sensibilidad del ahorro privado a los importantes cambios en los niveles de la tasa de interés real que se han producido en la economía peruana. Tampoco se puede negar la importancia que la remuneración real de los depósitos tiene en las decisiones de demanda de activos monetarios, pudiéndose notar en el gráfico 11 la forma en que el *ratio* de monetización (liquidez a PIB) decrece en presencia de menores tasas reales de interés.



4. Ahorro y déficit del sector público

El sector público no se ha caracterizado, precisamente, durante el período bajo análisis, por altas tasas de ahorro, pero sí ha mantenido tasas de inversión ampliamente superio-

res a su capacidad de ahorro. Esto ha llevado a una situación de crónicos déficit económicos (cuadro 3).

Las razones hay que buscarlas en el uso y fuentes de fondos para la inversión, así como en los componentes de los ingresos y egresos del sector. En el cuadro 3 se observa que durante los periodos con elevadas tasas de inversión pública se registró simultáneamente un menor esfuerzo en la generación de ahorro del sector, lo que se tradujo en déficit máximos (1976-78 y 1982-85). En apoyo de esta inversión se contó con financiamiento externo, lo cual generó importantes déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Cuadro 6
AHORRO CORRIENTE
DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO
(porcentajes del PIB)

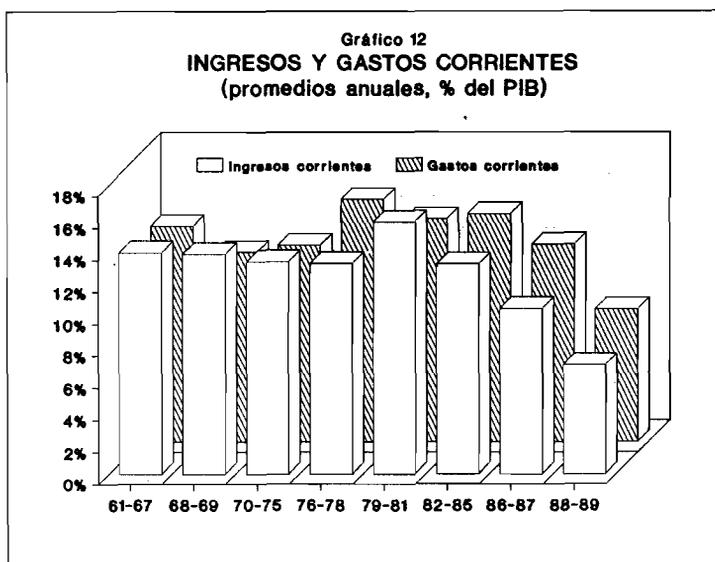
Período	1961-67	68-69	70-75	76-78	79-81	82-85	86-87	88-89
Ingresos corrientes del Gobierno Central (Impuestos)								
Renta	n.d.	3,2	3,5	2,5	3,7	2,1	2,2	1,3
Comercio exterior	n.d.	4,2	3,2	3,8	4,8	3,3	1,9	1,0
Combustibles	n.d.	0,6	0,5	1,3	1,9	3,3	2,5	0,7
Producción y consumo	n.d.	3,3	3,5	3,4	3,2	2,6	2,3	3,4
Total	13,8	13,8	13,3	13,2	15,7	13,1	10,4	6,8
Gastos corrientes del Gobierno Central								
Remuneraciones	n.d.	5,1	5,0	4,5	3,9	4,0	3,9	2,1
Bienes y servicios	n.d.	0,5	0,9	0,6	0,6	0,7	0,8	0,3
Transferencias	n.d.	2,7	2,1	2,2	2,2	2,0	2,8	1,6
Intereses	n.d.	0,7	1,2	3,7	5,9	8,2	2,7	1,5
Total	13,5	11,9	12,3	15,2	13,9	14,3	12,3	8,3
Ahorro corriente								
del Gobierno Central	0,4	1,9	1,0	-2,0	1,8	-1,1	-2,0	-1,5
del sector público	0,4	3,1	2,1	-1,3	2,5	0,4	-1,2	-1,8

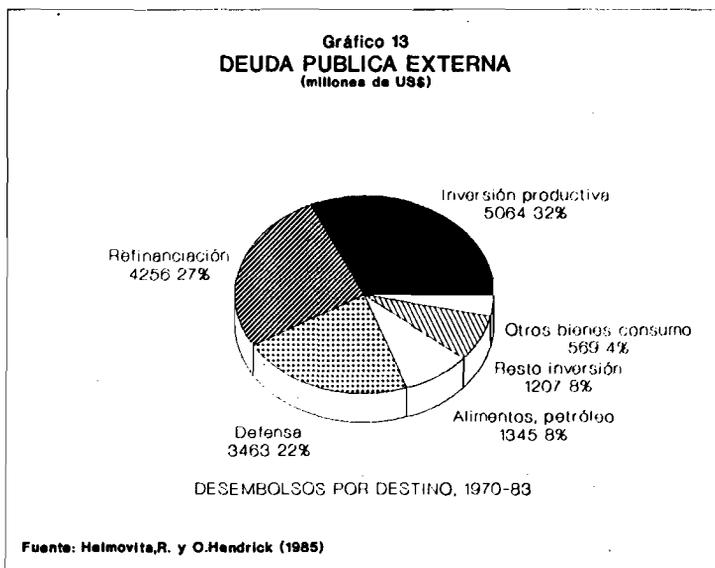
Fuente: Cuánto S.A. Elaboración propia.

En contraste con la evolución antes descrita, desde 1986 los cuantiosos déficit aparecen acompañados de una caída en la inversión pública y de un creciente desahorro fiscal. Entre 1986 y 1987 el desequilibrio interno se financió con el uso de reservas internacionales y con los recursos liberados por la cesación de pagos de las obligaciones externas, privilegiándose la expansión del consumo, en detrimento de la inversión.

Uno de los aspectos más dramáticos de los determinantes de la evolución del ahorro corriente del sector público lo constituye la pérdida de significación, respecto del PIB, de los ingresos tributarios del gobierno central (15,7 por ciento en el período 1979-81; 6,8 en 1988-89). Aunque también disminuye la significación de los gastos corrientes (13,9 a 8,3 por ciento), éstos fueron mayores que los ingresos (cuadro 6 y gráfico 12).

Al analizar los componentes del gasto del gobierno central se observa que la importancia de los intereses de la deuda pública interna y externa aumenta vertiginosamente a partir de 1979-81 (0,7 por ciento del PIB como promedio anual en 1968-69; 8,2 en 1982-85). Esto se explica básicamente por el endeudamiento externo, en el que fue necesario incurrir para financiar el déficit económico del sector público.





Aquí se puede apreciar con claridad la incidencia del creciente endeudamiento del Estado en la capacidad que éste tiene para generar ahorro. La pregunta obvia es por qué el endeudamiento no se reflejó en mayores ingresos del gobierno central, ya sea directamente a través de mayores ingresos por concepto de proyectos de inversión productiva, o indirectamente a través de una mayor recaudación tributaria, vía mejoramiento de la infraestructura económica (centrales hidroeléctricas, carreteras, educación, etc.). La respuesta la daremos en la siguiente sección, al analizar el destino de la deuda pública externa.

Para evaluar la influencia del ahorro externo sobre el ahorro público, es interesante verificar (gráfico 13) que un aumento en el ahorro externo se asocia con una disminución del ahorro público. Esto corrobora la noción de sustituibilidad entre ambas variables para el periodo 1961-89.

5. Ahorro externo y proceso de endeudamiento

El ahorro externo ha sido positivo a lo largo del periodo de análisis y ha jugado un rol determinante en el proceso de crecimiento del país, por cuanto ha permitido financiar múltiples proyectos de inversión, especialmente en

los sectores minero, agropecuario y de energía, los que no hubieran podido llevarse a cabo con el ahorro interno disponible.

Tal como señala Thorne (1988) en la discusión acerca del papel del ahorro externo en el financiamiento del desarrollo, es importante distinguir si las restricciones al crecimiento provienen de la falta de ahorro y de una adecuada administración de estos fondos, o si obedecen a escasez de inversión (falta de oportunidades rentables). En el primer caso, el ahorro externo puede resultar un complemento del ahorro interno, pero en el segundo resultaría un mero sustituto.

Si las oportunidades rentables de inversión, son escasas, los inversionistas nacionales (públicos y privados) pueden sustituir sus recursos propios por recursos externos para financiar el mismo nivel de inversión. Esto explicaría en parte el bajo nivel de ahorro público, en la medida que las oportunidades rentables de inversión no fueron muchas en relación a los niveles de acceso que tuvo el país al crédito internacional durante la década del setenta y comienzos de la década del ochenta.

Cabe mencionar que la teoría (Chenery y Strout, 1966) prevé que el endeudamiento externo no altera las propensiones marginales a importar y, por tanto, no modifica las tasas de ahorro domésticas. Sin embargo, durante el periodo 1961-89 el ahorro externo no sólo modificó el ahorro interno (sustituyéndolo), sino que elevó la propensión a adquirir bienes importados. Esto se debió al alto componente importado de las inversiones y del gasto corriente que fue financiado con este flujo de capitales. Es importante señalar que si tomamos la importación de bienes de capital del sector público como una aproximación del componente importado de la inversión pública, se tiene que durante la década del setenta aquella alcanzó un promedio de 37 por ciento, disminuyendo a partir de 1980, hasta representar apenas 15 por ciento en los últimos dos años (cuadro 7).

Una aproximación del componente importado del gasto corriente del sector público la constituyen la importación de bienes, alimentos, insumos, equipos para defensa y el pago de los servicios financieros como los intereses de la deuda externa. Las cifras nos indican que este componente llegó a representar un quinto del total del gasto en la década del setenta, fracción que disminuye en forma leve en la década siguiente. Nótese que la participación de los servicios financieros ha ido aumentando, fenómeno atribuible fundamentalmente a los mayores intereses generados por el incremento en la

deuda pública externa. Estos porcentajes serían aún mayores si se considera el pago de servicios no financieros, como fletes, y de otros servicios que dichas importaciones implican y que sí figuran dentro de las partidas de gasto.

Cuadro 7
GASTO CORRIENTE,
INVERSION E IMPORTACIONES DEL SECTOR PUBLICO
(millones de US dólares)

	Promedio anual			
	70-75	76-79	80-85	86-87
1. Gasto corriente	2.727	5.120	8.766	9.396
2. Inversión 1/	592	810	1.583	1.347
3. Importaciones FOB	692	1.020	1.188	916
a) Bienes de Capital	226	294	414	150
b) Alimentos 2/	168	206	320	297
c) Insumos	139	192	131	263
d) Consumo	0	5	7	10
e) Defensa	159	323	316	196
4. Servicios Financieros	97	331	723	640
5. =(b+c+d+e)+4	563	1.057	1.497	1.406
6. Importaciones FOB (público y privado)	1.268	1.946	2.880	2.832
Porcentajes:				
M (Bs.K)/Ig: 3.a/2.	38,2	36,3	26,2	11,1
M/G: 5./1.	20,6	20,6	17,1	15,0
M (Ali)/Mg: 3.b/3.	24,3	20,2	26,9	32,4
Mg/M: 3./6.	54,6	52,4	41,3	32,3

1/ Corresponde a la inversión bruta interna fija del sector público.

2/ Comprende alimentos para insumos y para consumo.

Las importaciones del sector público no sólo representaron una parte importante de su gasto corriente y de inversión, sino que explican más de la mitad del total de las importaciones FOB realizadas por el país durante la década del setenta, participación que declina ligeramente en los últimos años. Esta información reviste gran trascendencia, ya que nos permite aseverar que el ahorro externo (en la forma de endeudamiento del sector público) financió no sólo inversión, sino también gastos corrientes y de consumo. De esta manera, se refuerza la conclusión de que el ahorro externo fue más un sustituto que un complemento del ahorro interno.

Esta situación se refleja en que parte del ahorro externo se materializa en la forma de crédito de proveedores, es decir está directamente atado a la importación de maquinaria, equipos e insumos para un determinado proyecto de inversión. Asimismo, la mayor parte de los créditos de organismos internacionales, como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y la Agencia Internacional de Desarrollo, viene asignada a proyectos que han sido objeto de rigurosas evaluaciones por dichas entidades. El sector público careció pues de incentivos para generar mayores niveles de ahorro, por cuanto su cartera de proyectos de inversión estaba financiada.

En los capítulos anteriores se ha dicho que la inversión pública excedió ampliamente el ahorro de ese sector, ocasionando un déficit crónico que hubo de ser financiado en su mayor parte con recursos externos. En el marco de las brechas macroeconómicas se ha sustentado que el principal responsable del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es el déficit fiscal. En ese sentido, la necesidad de ahorro externo es un reflejo del imperativo de financiar el déficit en la cuenta corriente, desajuste originado a su turno en el déficit fiscal.

A raíz de la crisis de la deuda de los países del Tercer Mundo se han efectuado diversos estudios con el objeto de determinar qué proporción del endeudamiento financió la inversión y que parte se dedicó al consumo y las fugas de capital. Zaidi (1984) hace un minucioso estudio del rol que desempeñaron en los últimos años el ahorro interno, la inversión y el déficit fiscal en el agravamiento de los déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países en desarrollo y señala que cuando un incremento en el déficit en cuenta corriente obedece a una caída del ingreso y del ahorro, la deuda correspondiente a este incremento implica menores

niveles futuros de consumo, a medida que la deuda tiene que ser pagada. Sin embargo, si esta deuda es utilizada para financiar un incremento del *acervo* de capital a través de nuevas inversiones productivas, cabe esperar que un manejo prudente de la economía y el mantenimiento de la competitividad externa redunden en ingresos adicionales suficientes para pagar el préstamo original. Por otro lado, si esta deuda es utilizada para sostener mayores niveles de consumo, entonces es más probable que aparezcan problemas de liquidez que impidan al país el servicio normal de sus obligaciones con el exterior.

Con base en una muestra de los 20 países en desarrollo no petroleros con mayores pagos por servicio de la deuda en 1982, Zaidi concluye que las entradas de capital no sustituyeron el ahorro interno; en la mayoría de los casos, los incrementos en los déficit externos se debieron a aumentos en la inversión (respecto al producto total), antes que a un crecimiento del consumo. No obstante, y muy acertadamente, el autor señala que la capacidad de los países para pagar su deuda no sólo depende del destino original de la deuda entre inversión y consumo, sino también de la calidad de los proyectos de inversión.

Para el caso peruano, Heimovits y Hendrick (1985) realizaron un estudio sobre el destino de la deuda pública externa durante el período 1970-83. Concluyen que los déficit externos se debieron más a gastos de consumo que a proyectos de inversión, y que éstos estuvieron directamente vinculados con el déficit fiscal. Evaluaron también la naturaleza y calidad de los proyectos de inversión, concluyendo que sólo el 20,5 por ciento había sido utilizado productivamente, destinándose el resto a proyectos poco rentables o a proyectos sociales y/o de larga maduración (gráfico 13).

Existe pues una estrecha relación entre el ahorro externo y la falta de ahorro público. Sin embargo, cabe preguntarse por qué no hubo una mejora en los ingresos del gobierno central y de las empresas públicas que permitiera asegurar el servicio mismo de la deuda o, dicho en otras palabras, en qué se gastó la deuda pública externa. Para responder a esta pregunta, remitámonos a la información contenida en el cuadro 8, el cual, si bien llega sólo hasta 1983, sigue siendo válido por cuanto la estructura porcentual no ha variado sustancialmente, debido a la drástica reducción de flujos crediticios hacia el Perú.

Lo primero que salta a la vista es que el 60 por ciento del total de los desembolsos recibidos por el país se gastó en

Cuadro 8
DEUDA PUBLICA EXTERNA
Desembolsos según destino: 1970-83
(millones de US dólares)

	Monto	Significación (%)
I. PROYECTOS DE INVERSION	6.271	39,4
1. Majes-Siguas	426	2,7
2. Oleoducto Nor-Peruano	425	2,7
3. Irrigación Chira-Piura	225	1,4
4. C. H. Mantaro	218	1,4
5. Refinería Zinc Cajamarquilla	204	1,3
6. Expl. y Expl. Petróleo Selva	193	1,2
7. C. H. Charcani V	173	1,1
8. Programa Crediticio al Sector Industrial	128	0,8
9. C. H. Restitución	125	0,8
10. C. H. Carhuaquero	121	0,8
11. Program Loan	115	0,7
12. Tintaya	108	0,7
Subtotal	2.461	15,5
13. Otros proyectos	3.810	24,0
II. IMPORTACION ALIMENTOS	1.217	7,7
III. IMPORTACION PETROLEO	128	0,8
IV. REFINANCIACION	4.256	26,8
V. DEFENSA	3.463	21,8
VI. OTROS GASTOS CONSUMO	569	3,6
Total	15.904	100,0

Fuente: Heimovits R. y O. Hendrick (1985).

consumo (alimentos, petróleo y defensa) y en refinación (deuda para pagar viejas deudas). El 39 por ciento restante fue canalizado a inversión; sin embargo, sólo el 21 por ciento fue aprovechado en inversión productiva, esto es actividades que generen o sustituyan divisas. Las otras inversiones se realizaron en infraestructura, vivienda, educación, salud, etc. Cabe señalar que tan sólo 12 proyectos explican casi el 40 por ciento de la deuda para inversión. Si se observa dicho cuadro,

se aprecia que el proyecto que más dinero ha recibido a la fecha es el de Majes-Siguas, aún no concluido, y cuya conveniencia es tema de debate y controversia.

Al margen de la discusión sobre la eficiencia o ineficiencia del Estado como inversionista y de la conveniencia o no de una mayor participación suya en la actividad económica,

Cuadro 9
DEUDA PUBLICA EXTERNA
DESEMBOLSOS POR FUENTES FINANCIERAS 1/
(millones de US dólares)

	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79
<i>1. Montos absolutos (millones de US dólares)</i>										
Agencias y gobiernos	33	51	89	139	270	359	256	262	307	384
Banca internacional	15	21	87	397	541	417	252	31	230	683
Organismos internacionales	32	32	34	24	41	35	39	79	57	96
Países socialistas	0	0	14	28	100	143	114	417	208	65
Proveedores	110	80	62	84	83	123	135	278	273	395
Total	190	184	286	672	1035	1077	796	1067	1075	1623
Tasa Libor 2/	8,3	6,5	5,4	9,3	11,2	6,9	5,5	6,1	8,8	12,1
	80	81	82	83	84	85	86	87	88	
<i>2. Distribución porcentual</i>										
Agencias y gobiernos	256	149	137	321	369	414	276	344	433	
Banca internacional	648	895	838	755	988	426	614	625	568	
Organismos internacionales	177	186	238	201	271	7	208	354	378	
Países socialistas	192	156	180	365	242	331	229	263	212	
Proveedores	307	314	650	934	963	775	732	684	619	
Total	1580	1700	2043	2576	2833	2143	2059	2270	2210	
Tasa Libor 2/	14,2	16,8	13,2	9,6	10,9	8,3	6,7	7,1	7,5	

Cuadro 9 (continuación)
DEUDA PUBLICA EXTERNA
DESEMBOLSOS POR FUENTES FINANCIERAS 1/
(porcentajes)

	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79
<i>1. Montos absolutos (millones de US dólares)</i>										
Agencias y gobiernos	17	28	31	21	26	33	32	25	29	24
Banca internacional	8	11	30	59	52	39	32	3	21	42
Organismos internacionales	17	17	12	4	4	3	5	7	5	6
Países socialistas	0	0	5	4	10	13	14	39	19	4
Proveedores	58	43	22	13	8	11	17	26	25	24
Total	100									
	80	81	82	83	84	85	86	87	88	

2. Distribución porcentual

Agencias y gobiernos	16	9	7	12	13	19	13	15	20
Banca internacional	41	53	41	29	35	20	30	28	26
Organismos internacionales	11	11	12	8	10	9	10	16	17
Países socialistas	12	9	9	14	9	15	11	12	10
Proveedores	19	18	32	36	34	36	36	30	28
Total	100								

Fuente: BCRP-MEF.

1/ Comprende la deuda pública externa de mediano y largo plazo, excluida la del BCRP.

2/ Promedio anual de la tasa Libor a 3 meses.

es obvio que el balance después de 21 años no ha sido favorable. La mayor parte de las inversiones fueron realizadas por empresas públicas cuya condición financiera y económica es muy precaria, y que no sólo no están generando superávit, sino que continúan absorbiendo recursos del Estado. Por otro lado, muchos de los proyectos ejecutados por el gobierno central corresponden a gastos sociales en infraestructura, vivienda, educación y salud. Gastos importantes, sin duda, pero cuya contribución al desarrollo y crecimiento del país sólo se materializará en el largo plazo.

Además de los problemas derivados de la mala asignación de los recursos de la deuda, se debe destacar que una de las principales fuentes de financiamiento ha sido la banca internacional. La evolución de la importancia de esta fuente se asocia al desarrollo de las cuentas fiscales, observándose en los años de mayores déficit, una mayor participación de la banca comercial (cuadro 9).

La característica de este financiamiento radica en que se trata de créditos de corto y mediano plazo, pactados a tasas de interés flotantes (LIBOR o PRIME), con una sobretasa de riesgo muy alta (*margen*) que los encarece aún más. Por ello, las fluctuaciones de las tasas de interés internacionales agregan un factor adicional de incertidumbre en las cuentas fiscales y la balanza de pagos.

En la medida que este dinero no fue invertido de manera apropiada, sino que sirvió más bien para financiar gastos corrientes y de consumo, así como proyectos de larga maduración y/o de poca rentabilidad, se hace patente por qué el país enfrenta serios problemas para honrar normalmente sus obligaciones con el exterior, y por qué las elevadas tasas de inversión no han llegado a traducirse en mayores niveles de producto, ingresos o ahorro público.

6. Conclusiones

En el presente trabajo se ha mostrado que, mediante un sistema de cuentas que involucra datos de cuentas nacionales, balanza de pagos y cuentas fiscales, es posible establecer un marco estadístico de consistencia para el análisis del ahorro, sus componentes y sus relaciones con otras variables macro-económicas.

Con este encuadre estadístico se ha podido observar que las estimaciones del ahorro privado están sujetos a errores de medición derivados de los cálculos de la inversión global, la cuenta corriente de la balanza de pagos y el ahorro corriente del sector público. Específicamente, en el contexto de moratoria unilateral de deuda externa se observó la relevancia del empleo de la definición del servicio vencido (incluyendo impagos) para el cálculo del ahorro externo.

Una primera observación es que en el Perú el ahorro interno se ha sustentado en el ahorro de las empresas y las familias (ahorro privado), a la vez que el ahorro público ha sido sustituido por el ahorro externo. Este último apoyó los

ambiciosos programas de inversión que han acometido el gobierno central y las empresas públicas.

Aunque en apariencias existe una vinculación entre el ahorro privado y los déficit públicos, las pruebas econométricas permitieron rechazar dicha relación. De esta manera, se obtuvo evidencia contraria a la hipótesis de equivalencia entre impuestos y deuda pública.

Por otro lado, se mostró la existencia para el caso peruano de una fuerte relación de sustituibilidad entre el ahorro externo y el ahorro interno. Esto se da a nivel general y al de los sectores y a nivel del sector público y privado. Una posible explicación es la ausencia de un número suficiente de proyectos rentables que permitan al ahorro externo complementar en vez de sustituir los esfuerzos de inversión de los agentes nacionales.

En el marco de las brechas macroeconómicas se ha sustentado que el déficit fiscal constituye la principal variable explicativa del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y, por lo tanto, de la necesidad de ahorro externo. La principal forma que adoptó fue la de endeudamiento público, utilizado no sólo para financiar inversión, sino también gastos de consumo.

El análisis del destino de la deuda pública externa revela cómo estos recursos fueron utilizados para financiar mayoritariamente gastos corrientes y de consumo, dificultando la generación de divisas necesarias para pagar la deuda que los originó.

En lo que se refiere a la inversión, fueron muy pocos los proyectos de inversión rentables. Así las elevadas tasas de inversión registradas durante el período no llegaron necesariamente a traducirse en un mayor producto ni, por consiguiente, en un mayor nivel de ahorro interno.

BIBLIOGRAFIA

- Barro, Robert J.** (1974) "Are Government Bonds Net Wealth?". *Journal of Political Economy*, vol. 82, N° 6.
- Bernheim, Douglas B.** (1987) "Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence". *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Reprint N° 1008. Cambridge, Massachusetts. USA.
- Buiter, W y J. Tobin** (1984) "Debt Neutrality: A Brief Review of Doctrine and Evidence". Mimeo.
- Buiter, William H.** (1977) "Crowding Out and the Effectiveness of Fiscal Policy". *Journal of Public Economics*, vol. 7, N° 3.
- _____ (1985) "A Guide to Public Sector Debt and Deficits". *Economic Policy*, vol. 1.
- Chenery, H. B. & A. M. Strout** (1966) "Foreign Assistance and Economic Development". *American Economic Review*. N° 56. pp. 679-733.
- Dornbusch, Rudiger** (1984) "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates", en G. Smith y J. Cuddington (ed), *International Debt and Developing Countries*.
- Giovannini, Alberto** (1983) "The Interest Elasticity of Savings in Developing Countries: The Existing Evidence". *World Development*, vol. 11, N° 7.
- Heimovits R. y O. Hendrick** (1985) El destino de la deuda pública externa del Perú: 1970-83. Tesis de Bachillerato, Universidad del Pacifico. Lima, Perú.
- Kaldor, N.** (1955) "Alternative theories of distribution". *Review of Economic Studies* N° 23.
- King, Mervyn** (1984) The Economics of Saving: a Survey of Recent Contributions. Economic and Social Science

Research Council Programme, N° 49.

Lahiri, Ashok K. (1989) "Dynamics of Asian Savings: The Role of Growth and Age Structure". *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 36, N° 1.

Modigliani, F. y A. Ando (1957) "Tests of the Life Cycle Hypothesis of Savings". *Bulletin of the Oxford University Institute of Economics and Statistics*, N° 19.

Thorne Alfredo E. (1986) "The Determinants of Savings in a Developing Economy: the case of Peru 1960-84". Tesis Doctoral, University of Oxford.

_____ (1987) *Ahorro interno y financiamiento del desarrollo*. Fundación Friedrich Ebert, Lima.

_____ (1988) "El impacto del ahorro público y del ahorro externo sobre el ahorro privado: el caso del Perú", en R. Werneck (editor), *Ahorro e inversión en Latinoamérica*.

Vinals, José (1986) "Fiscal Policy and the Current Account". *Economic Policy*, vol. 3.

Zaidi, Iqbal (1984) "Saving, Investment, Budget Deficit, and the External Indebtedness of Developing countries". International Monetary Fund (IMF), DM/84/2, enero de 1984.



**EL
AHORRO EN
VENEZUELA**

Cristina Rodríguez

CONTENIDO

I.	MARCO DE REFERENCIA	166
II.	DETERMINANTES DEL AHORRO INTERNO . .	176
1.	Evolución del proceso de ahorro-inversión	176
2.	Intermediación financiera, tasas de interés y exportación de capital	178
3.	Función de consumo	180
4.	Función de consumo privado	183
III.	AHORRO E INVERSION DEL SECTOR PUBLICO	185
1.	El sector fiscal	185
2.	El sector público	188
3.	Relación entre el ahorro público y el ahorro privado	188
IV.	AHORRO EXTERNO	190
1.	Endeudamiento externo	190
2.	Salidas de capital	193
3.	Relación entre ahorro interno y ahorro externo	194
V.	RESUMEN Y CONCLUSIONES	196
	ANEXO ESTADISTICO	199



EL AHORRO EN VENEZUELA*

Cristina Rodríguez

I. MARCO DE REFERENCIA

Independientemente del proceso de diversificación en marcha, el comportamiento económico de Venezuela en las últimas décadas refleja su condición de país básicamente monoexportador y petrolero. En efecto, este último sector genera, todavía hoy, el 14 por ciento de la producción en términos corrientes, el 85 por ciento de los ingresos por exportaciones y cerca del 60 por ciento de los ingresos fiscales. Esta circunstancia ha facilitado el crecimiento económico a lo largo del tiempo, pues el petróleo, por su carácter de producto estratégico, y la industria petrolera, por su alta rentabilidad, han proporcionado las divisas necesarias para el financiamiento de los gastos de inversión. Sin embargo, como contrapartida ha condicionado el desarrollo a la evolución del mercado internacional de hidrocarburos y ha redundado en una estructura económica y social altamente dependiente en lo tocante a la composición y orientación del gasto público.

Por otro lado, el proceso de cambio social, político y económico que se hizo posible a partir del violento aumento de los precios petroleros ocurrido en 1974 se frustró en gran medida al no acometerse en ese entonces el proceso de transformación de las estructuras tradicionales que se está impulsando en la actualidad. Aun cuando se pusieron en marcha grandes proyectos de inversión que expandieron y diversificaron la capacidad productiva, se intensificó al mismo tiempo la dependencia respecto del exterior, al incrementarse tanto el endeudamiento internacional como la necesidad absoluta y relativa de bienes importados de producción y de consumo. Lejos de lograrse, pues, un auténtico proceso de desarrollo, se obtuvo tan sólo un crecimiento que no podía

* Versión resumida del trabajo del mismo nombre presentado por la autora.

autosostenerse, como lo demuestra la grave crisis actual de Venezuela, la cual, probablemente, igual se hubiera producido, aunque con menor intensidad o en una fecha posterior, incluso en ausencia del deterioro de los precios del petróleo y del problema de la deuda externa.

El comportamiento de la economía durante las tres últimas décadas muestra varias fases marcadamente diferenciadas. El período 1960-73 se caracterizó por un crecimiento global firme y fue seguido por la rápida expansión de los años 1974-77. Con posterioridad, el país se sume en un virtual estancamiento económico. En el lapso 1986-88 la economía crece a una tasa media cercana al 5 por ciento, pero a costa de la profundización de los desequilibrios económicos. Ello obligó a la administración entrante a diseñar un esquema de ajuste estructural coincidente con los requerimientos del Fondo Monetario Internacional. Su objetivo es solucionar los desajustes macroeconómicos y propiciar el incremento de la formación del ahorro interno, en el entendido de que las acciones adoptadas sólo serán exitosas si se cuenta con el concurso del financiamiento internacional y con una solución en materia de la deuda externa.

Ciertamente, aun antes de la estampida de los precios de los hidrocarburos de mediados de los setenta, su condición de gran productora y exportadora de petróleo había permitido a Venezuela alcanzar un crecimiento económico muy satisfactorio, sustentado en la generación de altas tasas de ahorro interno e inversión. En efecto, en el decenio de los sesenta la relación de ahorro bruto interno a producto se mantuvo en torno al 31 por ciento y el coeficiente de inversión estuvo cercano al 20 por ciento, relaciones que son comparables con las más altas del mundo. Esta etapa de crecimiento sostenido llega a su término cuando, al subir violentamente los precios del crudo, se ven potenciados los efectos positivos y negativos de la condición venezolana de país petrolero.

Hacia principios de los setenta, los altos y crecientes coeficientes de ahorro interno eran superiores a la tasa de formación de capital, la cual a su turno, se había acelerado fuertemente desde 1964 (cuadro A-4).

En 1973, el alza de los precios del petróleo inicia el movimiento ascendente de los ingresos externos de Venezuela, acentuando la situación señalada. El ahorro doméstico superó con creces los gastos de inversión y la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un saldo positivo de cierta importancia. El coeficiente de inversión llegó a 29 por ciento y el

de ahorro a 39 por ciento (cuadro A-4). Por otro lado, a partir de 1973 aumenta la importancia del sector público en la generación del ahorro bruto nacional, la que pasa así de un tercio a más de la mitad del ahorro nacional, a excepción de los años 1977, 1978, 1987 y 1988 (cuadro A-6).

Durante el quinquenio 1974-78 la inversión creció a una tasa media anual cercana al 28 por ciento, representó el 36 por ciento de la demanda interna (cuadro A-3) y constituyó la principal causa de la expansión de esta última. El dinamismo que mostró la inversión fue el resultado de una mayor inversión, particularmente de la pública. En efecto, mientras la inversión privada creció a una tasa media anual de 23 por ciento, mientras que la del sector público lo hizo en 36 por ciento (cuadro A-1). A su vez, el coeficiente medio de ahorro superó el 37 por ciento, alcanzando en 1974 su valor histórico más elevado, al aproximarse a cerca del 49 por ciento (cuadro A-3).

Por otra parte, si bien los gastos de inversión aumentaron fuertemente en los primeros años de esta etapa, el coeficiente de formación de capital se mantuvo cerca del 30 por ciento en el trienio 1974-76 (cuadro A-3), magnitud similar a la de los años precedentes. Es con posterioridad, en los años 1977 y 1978, cuando se producen los mayores niveles de inversión, en magnitudes tanto absolutas como relativas. En efecto, en 1978 el coeficiente de inversión bordeó el 43 por ciento, su registro histórico más elevado (cuadro A-4). Como resultado de esta situación, las transacciones externas en cuenta corriente presentaron saldos deficitarios de \$3.200 millones en 1977 (8 por ciento del PTB) y de poco más de \$ 5.700 millones en 1978 (13 por ciento del PTB), requiriéndose de la utilización del ahorro externo como financiamiento complementario del ahorro interno.

En el periodo 1980-88, la tasa de crecimiento anual del PTB real descendió a sólo 0,62 por ciento (gráfico 1), hecho que determinó una grave merma en el ingreso por habitante; el mercado petrolero se caracterizó por una gran inestabilidad; las presiones inflacionarias recrudecieron; ocurrieron persistentes fugas de capital y, se configuraron circunstancias extremadamente adversas en lo tocante al endeudamiento externo. Todo ello fue determinante en el proceso de inversión y en la formación del ahorro interno (cuadro A-4). La brecha entre ahorro e inversión estuvo destinada a cubrir la transferencia externa de recursos y el deterioro que a partir de 1986 experimentaron los términos del intercambio.

Durante el período en referencia, el monto de las transferencias de recursos al exterior alcanzó magnitudes considerables, convirtiéndose el país en exportador neto de capitales. Esta situación se produjo como consecuencia de las cuantiosas salidas de capital privado especulativo al exterior y de la transferencia de recursos vinculados a la deuda externa y su servicio. En relación al primero de los aspectos señalados, dentro de la década de los ochenta destaca el período 1980-83, durante el cual, pese a la contracción de la economía venezolana, se generó un volumen de ahorros suficiente para financiar un nivel de inversión muy superior al realizado. Sin embargo, el excedente financiero que se generó internamente, así como los recursos adicionales provenientes del endeudamiento externo constituyeron la base para las fugas de capital de esos años.

En lo que se refiere a las transferencias de recursos vinculadas al endeudamiento externo, la deuda externa total venezolana en 1988 bordeó los 35 mil millones, o sea el 270 por ciento de sus exportaciones de bienes y servicios y cerca del 58 por ciento del PTB. Por su parte, el servicio de esta deuda representó el 45 por ciento de las exportaciones de bienes y servicios (gráfico 6 y cuadro A-12).

Asimismo, los cambios que se han operado en la estructura y condiciones de la deuda en cuanto a tasa de interés y plazo significarán un sustancial aumento de los pagos por concepto del servicio de la deuda externa, los cuales sobrepasaron los 5 mil millones en 1988. Durante el período 1980-88 la transferencia neta de recursos vinculada al endeudamiento externo fue negativa en alrededor de 23.700 millones, cifra equivalente a unos \$2.600 millones anuales. Por lo tanto, durante todos esos años las transacciones vinculadas a la deuda externa restaron recursos al ahorro interno, en vez de complementarlo. El país destinó proporciones significativas de sus ingresos por exportaciones a dar cumplimiento a los compromisos derivados de sus obligaciones con el extranjero, no obstante lo cual el nivel de endeudamiento global permaneció prácticamente sin variaciones.

En relación a la deuda pública externa, debe decirse que con el decenio de los setenta se inicia una nueva etapa. Con el aumento de recursos financieros proveniente de las alzas de los precios petroleros de los años 1973-74, el sector público inició grandes proyectos de inversión, de prolongados períodos de gestación y elevado componente importado, bajo el convencimiento de que los precios reales de los hidrocarburos

continuaría aumentando sostenidamente. Sin embargo, posteriormente los ingresos petroleros no mostraron esta tendencia, con la excepción temporal del periodo 1980-81, de conflicto armado en el Medio Oriente (gráfico 7).

A partir de 1976 la contratación de la deuda externa pública en los mercados financieros internacionales se aceleró intensamente, en la medida que los gastos de las empresas públicas excedieron sus ingresos. La diferencia se cubrió con empréstitos que en su mayoría fueron externos, a causa del reducido mercado de capitales doméstico y de la agresiva política de colocación de la banca internacional, la cual facilitaba este tipo de endeudamiento sin el aval, y a veces sin el conocimiento, del Gobierno Central.

Paradójicamente, el mayor endeudamiento externo venezolano se produjo cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos presentaba saldos superavitarios de importancia, los activos internacionales de Petróleos de Venezuela habían aumentado y el sector público mostraba excedentes financieros de cierta significación.

De acuerdo a las cifras del Banco Mundial (*World Debt Tables*, 1988-89 y 1989-90), la deuda externa de largo plazo contraída por el sector público subió de 720 a 25.500 millones entre 1970 y 1988, con lo que su significación aumentó de 6 a 42 del PIB y de 25 a 198 por ciento. Asimismo, la significación del servicio de esta deuda respecto del PIB subió de 0,6 por ciento a 5,5 por ciento y de 3 por ciento a 26 por ciento las exportaciones de bienes y servicios.

Todo lo anterior evidencia que para Venezuela el problema de la deuda externa reviste crucial importancia, pues su servicio representa una proporción excesivamente alta de los ingresos por exportaciones y de la capacidad de ahorro, limitando severamente las posibilidades de crecimiento del país, independientemente de cuán exitosas pudieran ser las políticas internas que se decida aplicar.

De acuerdo a las relaciones históricas del periodo 1970-88, para absorber un aumento anual de 3 por ciento de la fuerza laboral, el PTB real tendría que crecer a una tasa de 4,62 por ciento. Bajo la premisa de una relación incremental capital producto de 6,39 (según cifras del lapso 1970-79), ello supone un coeficiente de inversión cercano al 30 por ciento. Aun en el caso de que la transferencia neta de recursos al exterior fuese nula, habría pues que aumentar en cuatro puntos el coeficiente de ahorro interno.

Gráfico 1
CRECIMIENTO E INFLACION
(variación porcentual)

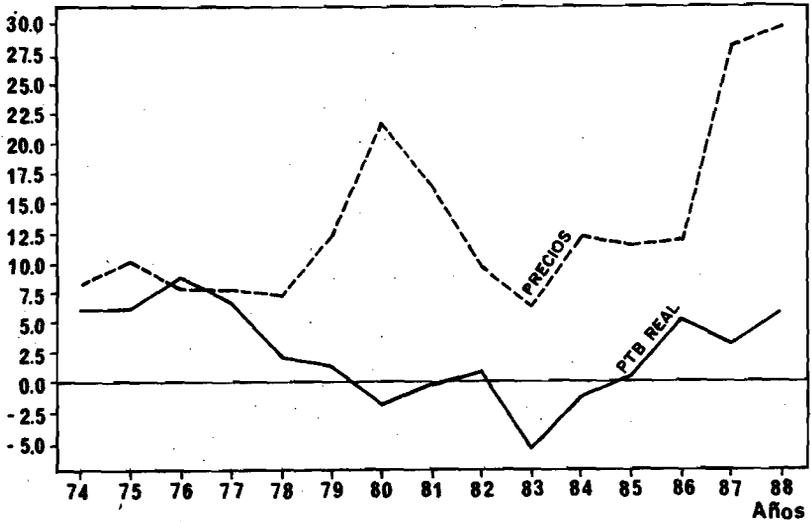


Gráfico 2
TASAS DE INTERES E INFLACION
(variación porcentual)

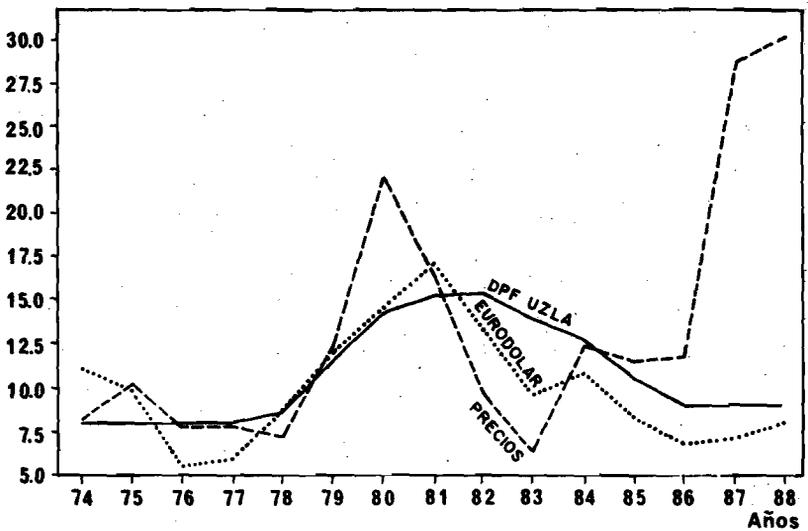


Gráfico 3
INVERSION Y AHORRO
 (porcentajes del PTB)

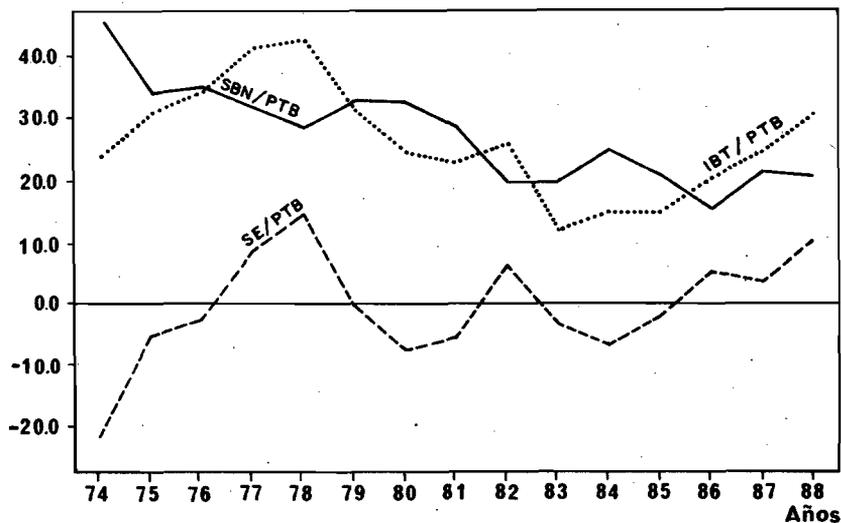


Gráfico 4
AHORRO PUBLICO Y PRIVADO
 (porcentajes del PTB)

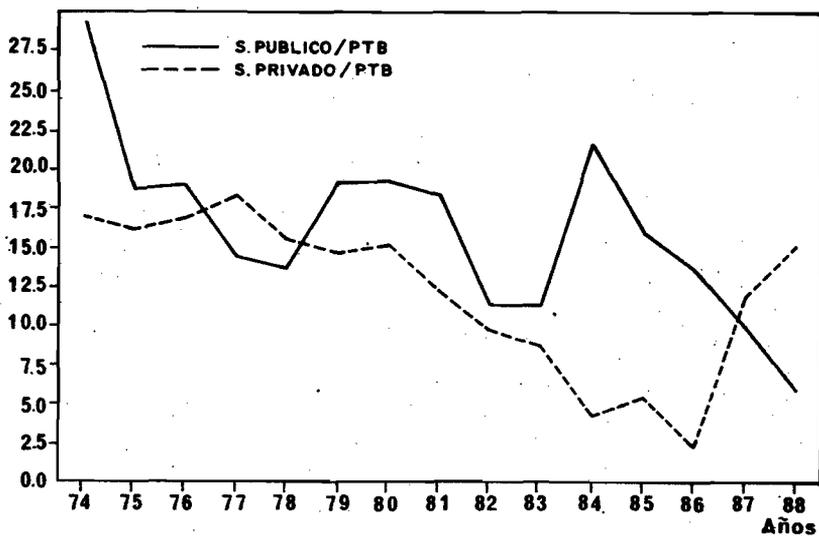


Gráfico 5
DEUDA EXTERNA TOTAL
(miles de millones de bolívares)

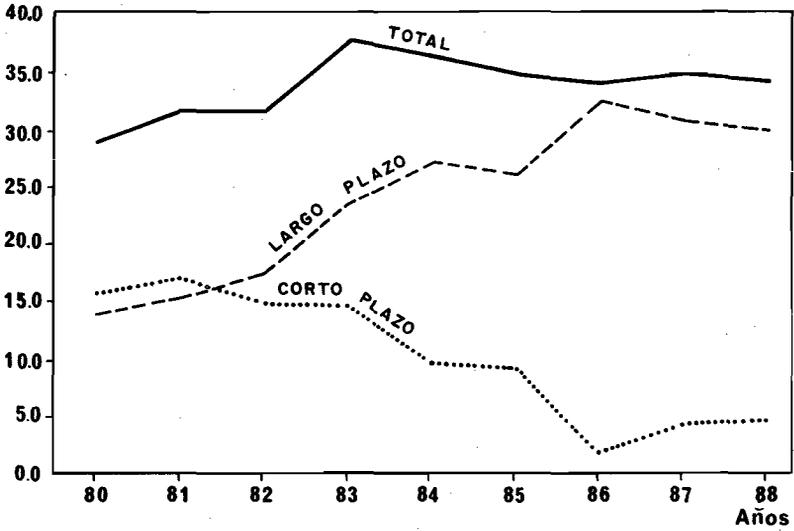


Gráfico 6
DEUDA EXTERNA Y TRANSFERENCIAS AL EXTERIOR
(miles de millones de bolívares)

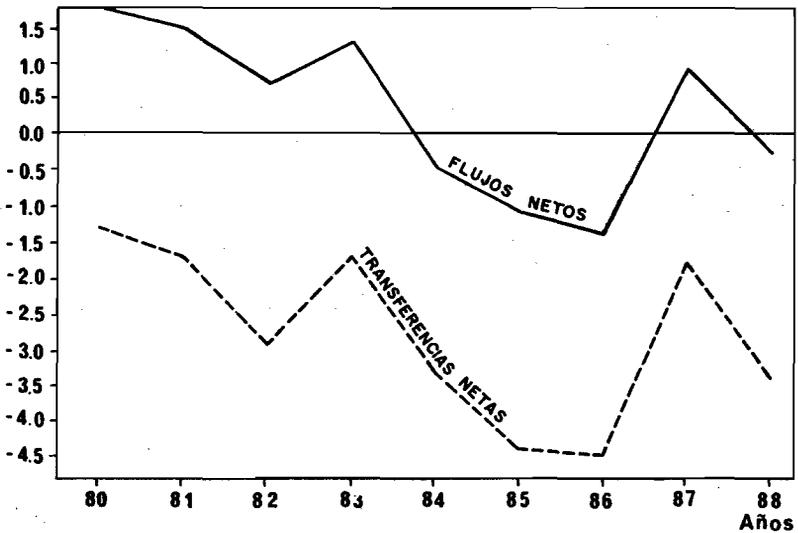


Gráfico 7
ACTIVOS Y DEUDA PUBLICA EXTERNA
 (miles de millones de bolívars)

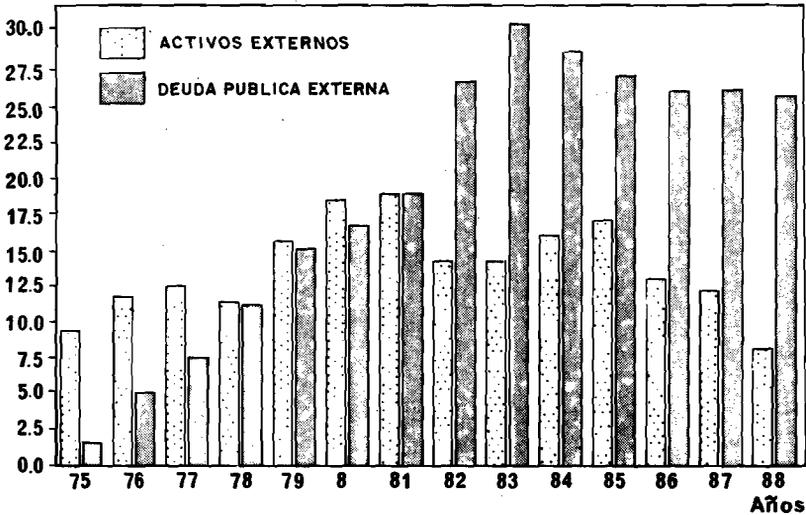
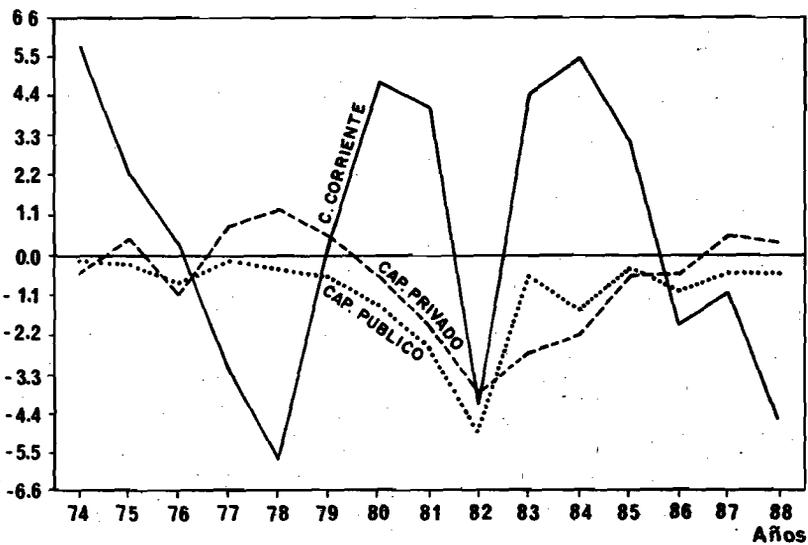


Gráfico 8
BALANZA DE PAGOS
 (millones de bolívars)



II. DETERMINANTES DEL AHORRO INTERNO

En la presente sección se evalúan a nivel agregado los factores que han incidido en la formación del ahorro interno en Venezuela. Este enfoque permite estudiar las variables más relevantes para la formulación de políticas macroeconómicas, evitando con ello incurrir en las confusiones que podrían derivarse del análisis parcial, característico de los enfoques intersectoriales.

Si bien existe consenso en el sentido de considerar el ingreso como el factor determinante del consumo y del ahorro, las relaciones de estos conceptos con variables financieras y socioeconómicas, tales como la tasa de interés y la distribución del ingreso, han estado sujetas a grandes controversias.

1. Evolución del proceso de ahorro-inversión

Durante la década de los setenta, particularmente a mediados de la misma, las tasas de expansión del producto, de ahorro y de formación de capital alcanzaron niveles sin precedentes en Venezuela. Por otra parte, se mantuvieron en general tasas reales de interés positivas o cercanas a lo positivo, aun cuando la inflación se aceleró. Por el contrario, desde fines de los setenta el crecimiento económico, la formación del ahorro interno y los niveles de inversión han declinado. Las tasas de inflación han aumentado considerablemente y con frecuencia, particularmente durante los años 1987-88 las tasas reales de interés han sido negativas.

En 1974 el ingreso nacional disponible aumentó en 60 por ciento, el ingreso personal disponible lo hizo en 30 por ciento y el consumo privado en 27 por ciento. Todo ello provocó un moderado descenso en la relación consumo privado/ingreso personal disponible, la cual se mantuvo durante los dos años siguientes. La baja en la relación del consumo personal a ingreso habría sido más intensa de no haberse adoptado, en 1974 y 1975, medidas de redistribución de ingreso que seguramente aumentaron la tasa media del consumo. En la medida que la comunidad se adaptó a los mayores ingresos y asumió patrones de consumo más altos, la relación del consumo privado a ingreso personal disponible subió en forma gradual pero continua. En este sentido, el comportamiento que refleja el consumo corresponde al esperado.

Por otra parte, el análisis de las cifras disponibles para el ahorro privado total, el ahorro personal y el ahorro corporativo durante los años de fuertes aumentos petroleros no resulta consistente con los resultados derivados del análisis del consumo. En efecto, las cifras muestran que en términos absolutos el ahorro aumentó moderadamente durante 1974 y disminuyó en 1975, a pesar de que el ingreso nacional disponible se incrementó en 63 por ciento y el ingreso personal disponible lo hizo en 50 por ciento. Lo anterior significa implícitamente una violenta caída del coeficiente de ahorro privado, el cual, en ausencia de una fuerte expansión del consumo, que en la práctica no se materializó, sólo podría explicarse por una baja en el ahorro de las empresas. Esta afirmación parece razonable a la luz de la elevada propensión de las empresas venezolanas a repartir dividendos, la cual pudo acrecentarse aún más en los primeros años del auge petrolero. Sin embargo, esta conclusión discrepa de las estimaciones del Banco Central para ese período; si bien las consideraciones anteriores podrían explicar la tendencia del coeficiente de ahorro privado, no lo hacen en la magnitud de su caída.¹

En los últimos años de la década de los setenta el consumo privado continuó adaptándose con cierto desfase a las variaciones del ingreso personal; también el ahorro privado evidenció este proceso de ajuste, aunque en sentido contrario. En la década de los ochenta se manifiesta un proceso de desaceleración y contracción de la actividad económica, de mayores presiones inflacionarias y vigencia de tasas de interés reales que en general fueron negativas, a causa de las regulaciones del Banco Central de Venezuela.² Igualmente, el ahorro privado acusa una tendencia descendente (cuadro A-6).

1. Otra explicación de este anómalo resultado podría estar en una posible subestimación de las cifras de ahorro en los años 1974 y 1975 y una sobreestimación en los años anteriores, o en una combinación de ambas, ya que a partir de 1970 se inicia la aplicación de un nuevo sistema de Cuentas Nacionales durante los años 1970-73 y en el primer trienio posterior se observan variaciones muy bruscas.
2. Las tasas de interés han sido reguladas tradicionalmente por el Banco Central. Sin embargo, se adoptó una política de liberación de intereses durante el lapso comprendido entre el 25 de agosto de 1981 y febrero de 1984, cuando se retomó el sistema de control directo, en vigencia hasta febrero de 1989, cuando se adoptó nuevamente la decisión de liberar las tasas. Dado el fallo de la Corte Suprema de Justicia en el sentido de que según el ordenamiento legal vigente el Banco Central de Venezuela tiene la obligación de fijar las tasas de interés, se invalidó la decisión de febrero ya mencionada y el instituto emisor adoptó un esquema de fijación que pretende seguir las fuerzas del mercado.

2. **Intermediación financiera, tasas de interés y exportación de capital**

Durante la década de los setenta la inversión privada fue muy elevada, registrándose en promedio un coeficiente en relación al producto interno cercano al 18 por ciento, el cual descendió a 7 por ciento en el decenio de los ochenta (cuadro A-8). Este descenso fue consecuencia de una serie de factores, entre los cuales se encuentran: a) la política de contención de demanda aplicada durante los años 1979-80 particularmente a nivel de Gobierno Central; b) la caída natural de la inversión después de los sustanciales gastos en formación de capital de los años anteriores; c) las políticas financieras que desestimularon el uso del ahorro en la inversión productiva; d) las expectativas cambiarias vigentes durante gran parte de este período y la sobrevaluación de la moneda, que hicieron poco competitiva la inversión en sectores sustitutivos de importaciones o en industrias de exportación; y e) el clima de inestabilidad económica.

En virtud de la elevada inversión del sector privado, el excedente financiero de este último fue por lo general negativo. Por el contrario, durante los ochenta fue positivo, dada la abrupta caída de la inversión privada, que sólo comenzó a repuntar en 1984, luego de que en 1983 se produjera la más severa de las contracciones (cuadro A-6).

A su vez, en el quinquenio 1974-78 el sector privado no financiero contribuyó con algo menos del 28 por ciento de sus fuentes de fondos y colocó directamente cerca del 34 por ciento de sus excedentes financieros, obtuvo cerca del 50 por ciento de sus fondos de instituciones financieras, especialmente privadas, y canalizó a través de las mismas el 47 por ciento de sus recursos. Por otra parte, el sector externo contribuyó con el 10 por ciento de sus fondos y absorbió el 7 por ciento de los excedentes financieros del sector, mientras que el sector público no financiero absorbió el 8 por ciento de los ahorros financieros. De acuerdo a lo expuesto, durante este período el sector privado no financiero presentó una situación deudora neta con el sector financiero, especialmente con el privado y con el exterior, manteniendo una posición acreedora con el Banco Central y con el sector público no financiero (cuadro A-10).

De otro lado, en el quinquenio 1979-83 el sector privado no financiero registró una situación acreedora de importancia al generar un monto acumulado de ahorros de poco más de 130

mil millones de bolívares y utilizar unos 100 mil millones en gastos de inversión; el ahorro bruto de este sector aumentó cerca de 25 por ciento respecto al monto del quinquenio anterior y la inversión se contrajo en un porcentaje algo mayor (cuadro A-10). Asimismo, durante los años comprendidos entre 1979 y 1983 el sector privado no financiero mantuvo una posición neta deudora con el sector público por unos 34 mil millones que, conjuntamente con su excedente financiero por Bs. 30 mil millones, permitió financiar un aumento neto de sus acreencias con las instituciones financieras privadas (Bs. 14 mil millones), con el Banco Central (casi 3.600 mil millones), con el exterior (poco más de 35 mil millones) y con sectores no clasificados (unos 11.500 mil millones de bolívares).

En ese quinquenio también disminuyó la importancia de las instituciones financieras, tanto en la captación de los excedentes del sector privado como en la canalización de sus ahorros.³ Ellas contribuyeron con el 43 por ciento de las fuentes de fondos del sector privado no financiero y canalizaron el 45 por ciento de su excedente.

El debilitamiento que se observa en la intermediación financiera interna estuvo acompañado de una mayor canalización de recursos al exterior. Durante estos años el sector privado no financiero colocó en el extranjero cerca del 17 por ciento de su ahorro financiero, acumulando un monto algo superior a 44 mil millones de bolívares, cifra que, sin embargo, parece baja si se considera que las cuentas de balanza de pagos estiman para este período salidas brutas de capital privado de corto plazo, incluidas magnitudes por concepto de errores y omisiones, por 30 mil millones de dólares, equivalentes a unos 130 mil millones de bolívares. Esta fuerte salida de capital está muy relacionada con las escasas alternativas disponibles en cuanto a instrumentos de ahorro y de inversión accesibles para el potencial ahorrista, así como a las severas limitaciones que se impusieron tradicionalmente en materia de tasas de interés.

En definitiva, podría decirse que la debilidad que mostró la inversión privada durante el quinquenio 1979-83 no obedeció a una carencia de recursos financieros para la inversión. Por

3. En este proceso seguramente influyó la debilidad que mostraron ciertas instituciones y que culminó con la intervención de dos de los bancos más grandes del país: Banco Nacional de Descuento (1978) y Banco de los Trabajadores (1982), con la consiguiente erosión de la confianza de los ahorristas en el sistema financiero venezolano.

el contrario, el sector produjo un excedente financiero de importancia, el cual fue colocado en el exterior en virtud de su preferencia hacia la acumulación de activos extranjeros, dado el menor atractivo que relativamente mostraban los títulos venezolanos frente a una tasa de arbitraje que era claramente favorable a las inversiones foráneas. Si a lo anterior se añade que el sector privado registró una posición deudora neta apreciable con el sector público, se concluye que este último financió las salidas de capital privado. Simultáneamente, el sector público utilizaba el crédito internacional, dándose así la circunstancia de que los recursos colocados por el sector privado se constituían en la base del financiamiento externo del sector público.

3. Función de consumo

Para determinar, a través del análisis del consumo, la importancia de las variables comentadas en la formación del ahorro interno en Venezuela, se estimó una función del consumo total (CT), dependiente del ingreso nacional disponible (YND), la tasa interna activa de interés anual (TIA) y el consumo del año precedente (CT-I), todas las variables en términos reales. El término (CT-I) permite capturar la influencia del consumo de años anteriores en el presente, así como el efecto de posibles rezagos de esta variable. El periodo de estimación abarca los años 1969-88. A continuación los resultados obtenidos.

$$(1) \quad CT = -2908,31 + 0,2868 YND + 30,9580 TIA + 0,7165 CT-I$$

Error estándar :	5574,09	0,1351	129,4432	0,1214
t :	0,5218	2,1225	0,2392	5,8770
R ² :	0,9238			
R ² corregido :	0,9095			
DW :	1,8315			

Nota:

$$CT = (1-b) CT-1$$

$$b_1 = 0,0478 \text{ para consumo total}$$

$$b_2 = 0,0529 \text{ para consumo privado}$$

Según los resultados obtenidos, la tasa de interés no parece una variable estadísticamente significativa en la determinación del consumo total y por consiguiente del ahorro global, resultado que concuerda con el que muestra el análisis de la matriz de correlación.

De acuerdo con las conclusiones anteriores, se estimó nuevamente la ecuación, excluyendo esta variable.

$$(2) \quad CT = -2093,68 + 0,2748 YND + 0,7154 CT-1$$

Error estándar :	4288,21	0,1219	0,1184
t :	-0,4882	2,2536	6,0422
R ² :	0,9235		
R ² corregido :	0,9145		
DW :	1,8785		

Como se observa, el comportamiento del consumo corresponde al esperado, en tanto que el ingreso y el consumo del año anterior explican la casi totalidad de sus variaciones. Igualmente, los resultados de las estimaciones realizadas muestran una propensión marginal de corto plazo (0,275) inferior a la de largo plazo (0,867), lo cual es indicativo de la respuesta rezagada del consumo frente a cambios en el nivel de ingreso. Lo anterior permite explicar el aumento del ahorro en períodos en los que el ingreso se expande violentamente, así como su baja, particularmente intensa, cuando el ingreso se deteriora.

La escasa significación de la tasa de interés como variable explicativa del consumo total y, por lo tanto, del ahorro global durante el período que cubre la presente estimación, podría obedecer, entre otras causas, al hecho de que a partir de 1974 el ahorro del sector público genera más de la mitad del ahorro nacional, al determinada así la evolución de este último. El ahorro público, a su turno, es función de los ingresos procedentes del sector petrolero, cuya evolución responde a situaciones del mercado internacional de hidrocarburos que son independientes de circunstancias relacionadas con las tasas de interés. Ello explica el aumento del coeficiente de ahorro a producción durante los años 1980-81, cuando las tasas reales de interés fueron negativas, así como el posterior descenso de este coeficiente en los años 1982-83, independientemente de que las mismas se hayan transformado en positivas. Por otra parte, a mediados de los años ochenta

las tasas de interés interna iniciaron un movimiento que incrementó los pagos corrientes del sector público por concepto de cancelación de intereses de la deuda externa. Ello afectó adversamente el ahorro del sector público, por cuanto las reservas internacionales ya eran inferiores al monto de las obligaciones con el exterior.

Asimismo, se intentó determinar la influencia que sobre el ahorro total podría tener la distribución del ingreso en Venezuela, bajo la premisa de que un cambio en la distribución factorial del ingreso a favor del capital tendería a aumentar el ahorro interno. Para ello, se estimaron funciones del consumo total en términos reales (CT), como variable dependiente, y como variables independientes el ingreso nacional disponible en términos reales (YND), el cociente entre la remuneración laboral y el ingreso nacional (RL/YN), y el consumo del año precedente (CT-1).

$$(3) \quad CT = -3377,87 + 0,4621 YND + 0,5677 CT-1 + 55947,99 RLYN$$

Error estándar :	11233,26	0,1203	0,1110	19229,46
t :	-2,9446	3,8406	5,1151	2,9095
R ² :	0,9500			
R ² corregido :	0,9406			
DW :	1,1719			

Si bien los resultados fueron satisfactorios y mostraron signos acordes con los de la premisa inicial, la dirección de causalidad no parece la adecuada. Esta consideración se refuerza a la luz del resultado poco satisfactorio obtenido al relacionar el consumo del sector privado y esta variable, representativa de la distribución factorial del ingreso.

En efecto, la evidencia según la cual una distribución factorial del ingreso a favor del sector laboral podría tener un efecto negativo sobre el ahorro nacional, como consecuencia de su asociación positiva con el consumo, encuentra posiblemente su explicación en la influencia que ejerce el Estado. A través de su gasto corriente, éste ha asumido tradicionalmente una función redistribuidora de los ingresos petroleros, en beneficio de los sectores laborales. Ello ha tendido a expandir el gasto corriente del sector público y a debilitar su ahorro.

4. Función de consumo privado

Con el objeto de verificar la importancia del ingreso personal disponible en la determinación del consumo privado (CP) y, por lo tanto, en el ahorro de este sector, se estimó una ecuación que incluye estas variables así como el consumo del año precedente (CP-I), todas ellas en términos reales. La siguiente ecuación, muestra que ingreso todas las variables resultaron significativas, con un alto coeficiente de correlación múltiple y con una propensión marginal de corto plazo (0,57) inferior a la de largo plazo (0,972).

$$(4) \quad CP = -1538,92 + 0,4400 CP-1 + 0,5659 YPD$$

Error estándar :	1130,03	0,0739	0,0766
t :	-1,3619	5,9532	7,3878
R ² :	0,9941		
R ² corregido :	0,9934		
DW :	1,5881		

Asimismo, se relacionó el consumo privado (CP) con el ingreso personal disponible y con una variable indicativa de distribución del ingreso (RLYN).

$$(5) \quad CP = 420,92 + 0,4595 CP-1 - 3688,45 RLYN + 0,5444 YPD$$

Error estándar :	505,70	0,0904	9300,08	0,0955
t :	0,0829	5,0840	-0,3966	5,7000
R ² :	0,9942			
R ² corregido :	0,9931			
DW :	1,6074			

En este caso, los resultados obtenidos no muestran una relación de significación entre el consumo privado y la distribución factorial de ingreso; aún más, la matriz de correlación exhibe un coeficiente negativo entre el consumo y la participación de la remuneración laboral en el ingreso nacional. En este sentido, es probable que los resultados con signo contrario se deban a los fuertes efectos regresivos que han caracterizado en general la evolución del ingreso durante las dos últimas décadas, y particularmente durante los años ochen-

ta, lo cual ha coincidido con el deterioro observado en el ahorro privado.

En lo tocante a la tasa de interés, el coeficiente de correlación entre esta variable y el consumo privado es negativo, como habría de esperarse; y, no obstante ser de cierta magnitud (0,6089), su valor aún no cae en un rango que permita considerarlo estadísticamente significativo. Esta conclusión queda también de manifiesto al relacionar el consumo con la tasa de interés, todas las variables en términos reales. De esta operación se ha excluido el ingreso personal disponible, con el objeto de evitar problemas de multicolinealidad entre ambas variables.

$$(6) \quad CP = 5544,98 - 176,7197 TIA + 0,9311 CP-1$$

Error estándar :	1850,12	83,0139	0,0382
t :	2,9971	-2,1288	24,3930
R ² :	0,9822		
R ² corregido :	0,9825		
DW :	1,4267		

En lo concerniente a la tasa real de interés y su relación con el consumo privado, los resultados probablemente se explican en virtud de que en Venezuela es muy reciente la experiencia con tasas de interés reales fuertemente negativas. Lo tradicional a lo largo de la década de los sesenta fue una situación de tasas nominales controladas, en todo caso superiores a una tasa de inflación que normalmente era baja, lo cual permitía la mantención de tasas reales positivas de cierta significación. Durante la década de los setenta esta política se mantuvo, a pesar de que el aumento de las presiones inflacionarias erosionó las tasas reales. A principios de los ochenta esta situación cambia drásticamente ante el fuerte aumento que registran los precios internos, en tanto que la política de mantener tasas controladas y relativamente bajas lleva a situaciones de tasas reales negativas de cierta importancia. Esta tendencia se corrige con el alza de las tasas nominales a fines de 1981, al adoptarse una política de liberación. Las tasas reales positivas se mantienen hasta 1985, año en el cual se adopta un esquema de tasas controladas y de tasas reales negativas que alcanza cierta magnitud. La prolongación de este estado de cosas suscitó enormes distorsiones en la intermediación financiera y en la economía en general.

III. AHORRO E INVERSION DEL SECTOR PUBLICO

1. El sector fiscal

En tanto los ingresos fiscales corrientes han mostrado grandes fluctuaciones, asociadas a la situación petrolera internacional, los gastos corrientes del Gobierno Central acusan una fuerte tendencia alcista a lo largo del tiempo, sin perjuicio de su caída, (cuadro 1). En la primera parte del decenio de los setenta la significación de estos gastos fluctuó entre 13 y 14 por ciento del producto territorial bruto a precios corrientes; a fines de esa década, oscilaban entre 15 y 16 por ciento, alcanzando a 18 y 19 por ciento en los años ochenta. En este aumento incidieron los pagos por concepto de intereses de la deuda pública venezolana, que después de representar el 2 por ciento de los gastos fiscales corrientes a principios de los setenta suben a 8 por ciento en 1978 y llegan a 11 por ciento el trienio 1980-82, a 13 por ciento en 1983 y a 20 por ciento en 1988.

Por su parte, los gastos de inversión han constituido en gran medida el factor de ajuste cuando han ocurrido variaciones en los ingresos fiscales, aumentando fuertemente en los periodos de mayores ingresos y contrayéndose en épocas de menores percepciones fiscales. En efecto, se mantuvieron en torno al 6 por ciento del producto durante los años 1970-73, aumentaron a 21 por ciento en 1974, descendieron a 5 por ciento en 1979 y fluctuaron en torno al 10 por ciento durante los tres años siguientes.

Como resultado de estas tendencias, el ahorro del Gobierno Central en cuenta corriente (ingresos corrientes-gastos corrientes), representó 6 por ciento del producto territorial durante el periodo 1970-73, aumentó a 24 por ciento en 1974 y descendió a 7 por ciento en 1978, permaneciendo en torno a 8 por ciento durante los cuatro años siguientes, con excepción de 1981, en que esta relación fue cercana a 14 por ciento.

Por su parte, el saldo financiero global, calculado como la diferencia entre los ingresos fiscales totales (corrientes y de capital) y los gastos totales (corrientes y de inversión, excluidos pagos por concepto de amortización de la deuda pública) representó en 1974 el 2,7 por ciento del producto territorial, descendiendo en forma sostenida en los años siguientes. En el bienio 1977-78 este saldo se tornó negativo, como resultado de los mayores gastos de inversión de esos años; en 1979 y 1981 se recuperó y en 1982 se hizo nuevamente negativo, ante la caída de los ingresos petroleros.

Cuadro I
CUENTAS DEL GOBIERNO CENTRAL
(porcentajes respecto del PIB)

	Gasto corriente	Gasto en inversión	Saldo global	Saldo global ajustado	Saldo en cuenta corriente	Inversión bruta pública	Ahorro bruto público
1970	13,76	5,68	-1,19	-1,19	4,49	5,6	4,4
1971	1,49	5,49	0,76	0,76	6,49	6,9	6,9
1972	14,51	5,67	-0,36	-0,36	5,30	9,4	7,1
1973	13,77	6,12	2,01	2,01	8,13	9,0	11,3
1974	13,69	21,47	2,74	2,74	24,22	7,9	29,0
1975	16,31	17,56	0,73	0,73	18,30	11,4	18,3
1976	14,58	13,06	0,55	0,55	13,62	15,6	18,5
1977	15,68	15,65	-5,34	-5,34	10,30	15,5	14,2
1978	16,29	11,70	-4,26	-4,26	7,43	17,4	13,4
1979	15,47	5,26	2,52	2,52	7,78	15,1	18,7
1980	16,21	8,64	-0,19	-0,19	8,45	13,7	18,9
1981	18,93	11,48	2,06	2,06	13,55	15,1	17,9
1982	18,69	9,60	-1,42	-1,42	8,17	18,9	11,2
1983	18,56	7,02	-0,87	-4,33	6,15	14,6	11,1
1984	19,79	5,59	3,16	-0,95	8,75	9,3	21,1
1985	19,82	6,55	2,51	0,46	9,04	9,5	15,6
1986	17,88	7,97	-0,70	-4,83	7,11	13,4	13,1
1987	19,32	6,41	1,49	-2,70	6,27	12,4	9,7
1988	16,83	6,33	-1,95	-2,25	4,31	15,3	5,8

Fuente: Banco Central de Venezuela

Durante los años en los cuales se presentaron saldos negativos entre ingresos y gastos fiscales, éstos fueron cubiertos mediante financiamiento externo, observándose una estrecha relación entre el deterioro del saldo corriente y la recurrencia del sector público al endeudamiento con el exterior.

La mejora observada en las cuentas fiscales a partir de 1983 se originó en el aumento de los ingresos corrientes, consecuencia a su turno de las mayores percepciones fiscales por concepto de la renta petrolera en moneda nacional y del incremento derivado de la imposición indirecta, principalmente a través de las utilidades cambiarias resultantes de la adopción

del esquema cambiario de tasas diferenciales. De particular importancia fue el aumento que ocurrió en los ingresos petroleros, ya que siendo el petróleo el principal producto de exportación y el Estado el receptor de esta renta, en el caso venezolano una devaluación produce un efecto redistributivo desde el sector privado (importador neto) hacia (en favor) del sector público. Adicionalmente, ante el elevado monto de las amortizaciones por concepto de la deuda pública, se restringieron, como medida de ajuste los gastos de inversión. En efecto, la relación gastos de inversión /PTB, que había alcanzado a 10 por ciento en 1982, cae a 7 por ciento en 1983 y se ubica en torno a 6 por ciento a partir de 1984. Durante esos años los pagos por concepto de amortización de la deuda externa representaron en promedio un sexto de los ahorros corrientes del Gobierno Central.

En general, desde 1983 los déficit financieros del Gobierno Central se han financiado fundamentalmente con recursos internos y, ante los elevados pagos por compromisos relacionados con la deuda externa, el ajuste ha recaído sobre los gastos de inversión. Los efectos que esta acción ha ocasionado en la composición de la demanda agregada a lo largo de la década de los ochenta se harán sentir indudablemente sobre la producción interna, la eficiencia y la productividad de la inversión y sobre la competitividad internacional de la industria venezolana.

Durante el trienio 1986-88 el gobierno aplicó, pese a la gran inestabilidad que presentaba el mercado petrolero, una política centrada en la expansión de la demanda interna, que produjo como resultado un aumento medio de 25 por ciento de los gastos de inversión y de más de 22 por ciento en los corrientes. Ello ocasionó nuevos déficit durante 1986 y 1988 que fueron financiados vía, en lo fundamental, mediante endeudamiento interno con la empresa petrolera estatal (Petróleos de Venezuela) y utilización de los excedentes acumulados durante los años anteriores. En 1987, por el contrario, se obtuvo un resultado positivo, como consecuencia, por un lado, de la devaluación realizada a fines de 1986, la cual se tradujo en un aumento de los recursos en moneda nacional proveniente de sector petrolero y, por el otro, de la mejora que mostró el mercado internacional de hidrocarburos.

2. El sector público

La importancia que el gobierno central tiene en el conjunto de las finanzas públicas del país determina que las tendencias generales del sector público consolidado sean similares a las analizadas en la sección anterior. En efecto, los gastos del sector público, tanto corrientes como de inversión, han demorado en adaptarse a los incrementos en el nivel de ingresos, lo cual produjo elevados excedentes financieros durante los períodos 1974-75 y 1979-81; asimismo, han mostrado inflexibilidad para descender en situaciones deficitarias, como las experimentadas durante los años 1977-78 y 1982-83. Tanto los períodos de excedentes como de déficit financieros han estado vinculados a las oscilaciones que ha presentado el mercado petrolero internacional (cuadro A-7).

3. Relación entre el ahorro público y el ahorro privado

Durante los últimos años, otro aspecto que ha sido tema de gran controversia en la literatura económica es la relación entre el ahorro público y el privado y sus efectos (de ésta) sobre el nivel y estructura del ahorro global. En efecto, resulta de gran importancia para la formulación de políticas globales de promoción del ahorro interno conocer si los aumentos en el ahorro público producen un descenso similar en el ahorro privado, con lo cual el ahorro nacional se mantendría inalterado o si, por el contrario, tienden a expandir el ahorro total (cuadro A-7).

Hasta 1974 el ahorro del sector privado en Venezuela representó más de la mitad del ahorro nacional; a partir de entonces esta participación descendió en forma continua y el ahorro del sector público adquirió importancia primordial en la formación del ahorro interno. El aumento de la relevancia del ahorro del sector público durante las décadas de los setenta y ochenta se encuentra determinado por los mayores recursos provenientes del sector petrolero. En un principio ello obedeció al mejoramiento de las condiciones del mercado internacional de hidrocarburos y, posteriormente, al efecto fiscal de las devaluaciones de los años 1983, 1984 y 1987, las cuales provocaron un considerable aumento en los ingresos fiscales procedentes de este sector. Igualmente, el sistema cambiario de tasas diferenciales vigente durante estos últimos años produjo

un aumento sustancial de la imposición indirecta representada por las utilidades cambiarias.

Como consecuencia de la abundancia de recursos que el sector petrolero tradicionalmente ha proporcionado al fisco nacional, éste no tuvo, para el financiamiento de sus gastos, que recurrir a fuentes internas con la intensidad con que posiblemente ha ocurrido en otros países que no han contado con esta alternativa de ingresos. Ello justifica la carga tributaria relativamente baja que ha recaído sobre el resto de los sectores económicos venezolanos y explica por qué durante los años setenta y principios de los ochenta los períodos de mayor crecimiento de los ingresos fiscales y del ahorro del sector público hayan sido también de expansión del ahorro en el sector privado.

A partir de 1983, la situación descrita tiende a cambiar. Ante la caída de los precios petroleros en el mercado internacional y el cierre de las fuentes externas de financiamiento debieron acometerse acciones tendientes a aumentar los ingresos fiscales mediante otras vías. Una de éstas fue la utilización del expediente cambiario, el cual significó una forma de imposición al resto de los sectores y de redistribución de los recursos internos a favor del fisco nacional, dado que en la economía venezolana el principal exportador es el propio Estado. Estas acciones fueron complementadas por la modificación a la Ley de Impuesto sobre la Renta y del alza del precio de la gasolina. Como resultado de este conjunto de circunstancias, a partir de 1983 los aumentos del ahorro del sector público estuvieron acompañados por disminuciones del componente privado de esta variable, lo cual originó un incremento del ahorro nacional.

Con el objeto de determinar la relación entre el ahorro del sector público (SPU) y el del sector privado (SPR), se estimó una ecuación que relaciona estas variables, ambas en términos reales y depuradas de autocorrelación. Los resultados se incluyen a continuación:

$$SPR = 2051,2560 + 0,1413 (SPU - 0,7488 SPU_{-1}) + 0,7488 SPR_{-1}$$

Error estándar :	791,8174	0,1246	0,2396
t :	2,5906	1,1343	3,1251
R ² :	0,4935		
R ² corregido :	0,4340		
DW :	1,6315		

Según la estimación realizada, el ahorro del sector público no aparece estadísticamente significativo en la determinación del ahorro privado, en tanto que su coeficiente de correlación resulta positivo. Sin embargo, al analizar la cifras correspondientes a los últimos años se observa una cierta relación inversa entre ambas variables.

En el caso venezolano no parece aplicable pues el principio de equivalencia ricardiana, en virtud de la baja presión tributaria interna y del enorme peso que continúan teniendo los ingresos petroleros sobre las cuentas fiscales, aun cuando durante los últimos años pareciera haber imperado cierto grado de sustituibilidad entre el ahorro público y el privado.

IV. AHORRO EXTERNO

1. Endeudamiento externo

La abundancia de ingresos petroleros impulsó al sector público a desarrollar grandes proyectos de inversión de prolongados periodos de gestación y de un elevado componente importado. Sin embargo, con posterioridad a 1974 los ingresos petroleros se contrajeron, con la sola excepción de los años 1980 y 1981. Es por ello que en 1976 se inicia una nueva etapa de endeudamiento. En efecto, en la medida que los gastos de las empresas públicas excedieron sus ingresos, la diferencia hubo de ser cubierta con empréstitos, en su mayoría de origen externo.

Durante el trienio 1976-78, el mayor endeudamiento externo permitió atenuar parcialmente el deterioro y posterior saldo adverso de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de las cuentas públicas. Con posterioridad, el endeudamiento externo venezolano se realizó en periodos en los que la cuenta corriente de la balanza de pagos y los saldos financieros del sector público mostraban excedentes de cierta importancia. En una primera etapa, pues, el endeudamiento externo complementó el ahorro interno en el financiamiento de los gastos de inversión. En la segunda, en tanto, se configuró la paradoja de que el mayor endeudamiento externo tuvo como contrapartida saldos superavitarios de importancia en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En esta fase aumentaron los activos internacionales de Petróleos de Venezuela, del Fondo de Inversiones y del Banco Central de Venezuela, mientras que

Cuadro 2
ACTIVOS INTERNACIONALES DEL PAIS,
SALDO EN CUENTA CORRIENTE, AHORRO FINANCIERO
DEL SECTOR PUBLICO Y DEUDA PUBLICA EXTERNA

Años	Activos internacionales (millones US\$)	Deuda pública externa	Ahorro financiero (millones Bs)	Balanza de pagos saldo cta. cte. (millones US\$)
1975	9.146	1.528	8.068	2.171
1976	11.517	4.941	3.855	254
1977	12.252	7.254	-2.020	-3.179
1978	11.225	10.996	-6.847	-5.735
1979	15.620	15.030	7.561	350
1980	18.513	16.652	13.270	4.728
1981	18.831	18.916	8.130	4.000
1982	14.095	26.690	-22.469	-4.246
1983	14.090	30.644	-10.234	4.427

Fuente: Banco Central de Venezuela. William R. Cline, "Venezuela's External Debt", Institute for International Economics and Johns Hopkins University, December 1981. Republic of Venezuela, "Venezuela Recent Economic Development and Medium-Term Prospects", March 30, 1983.

Cuadro 3
TRANSFERENCIAS FINANCIERAS
(miles de millones de US\$)

	70	80	81	82	83	84	85	86	87	88
Préstamos	0,3	4,7	3,9	3,1	3,0	1,4	0,3	0,6	3,0	2,1
Amortización	0,1	3,0	2,6	2,4	1,7	1,9	1,4	2,0	2,1	2,4
Flujos netos	0,2	1,7	1,3	0,7	1,3	-0,5	-1,1	-1,4	0,9	-0,3
Intereses	0,0	3,1	3,2	3,5	3,0	2,9	3,3	3,1	2,6	3,1
Transferencias netas	0,2	-1,3	-1,9	-2,8	-1,7	-3,4	-4,4	-4,5	-1,7	-3,4

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables*, 1988-89 y 1989-90

el sector público mostraba excedentes financieros de cierta significación (cuadro 2).

En 1988 la deuda externa total de Venezuela bordeó los 35 mil millones de dólares, cifra equivalente al 270 por ciento de sus exportaciones de bienes y servicios y al 58 por ciento de su PIB. De otro lado, el servicio representó el 43 por ciento de las exportaciones de bienes y servicios del país.

Cuadro 4
ACTIVOS INTERNACIONALES DEL PAIS
SALIDAS DE CAPITAL PRIVADO Y
DEUDA PUBLICA EXTERNA
(millones de US\$)

Años	Activos internacionales				Deuda pública externa	Salidas de capital	
	BCV	FIV	PDVSA	Total		KN	KB
1975	8.856	290	-	9.146	1.528	164	-105
1976	8.570	641	2.306	11.517	4.941	1.378	901
1977	8.145	916	3.191	12.252	7.254	2.109	1.387
1978	6.438	873	3.914	11.225	10.996	1.184	200
1979	7.740	729	7.151	15.620	15.030	258	-2.318
1980	7.025	1.483	10.005	18.513	16.652	-2.580	-5.416
1981	8.719	2.452	7.660	18.831	18.916	-4.790	-7.382
1982	10.034	1.521	2.540	14.095	26.690	-6.506	-10.411
1983	11.149	689	2.252	14.090	30.644	-3.183	-4.659
1984	12.469	1.252	2.176	15.897	28.718	-1.775	nd
1985	13.750	1.750	1.526	17.024	26.970	-1.087	nd
1986	9.858	1.827	1.016	12.801	25.887	-559	nd
1987	9.376	1.628	934	11.938	26.090	1.599	nd
1988	6.671	410	728	7.809	25.601	1.258	nd

Fuente: Banco Central de Venezuela. William R. Cline, "Venezuela's External Debt", Institute for International Economics and Johns Hopkins University, diciembre 1981. Republic of Venezuela. "Venezuela Recent Economic Development and Medium-Term Prospects", March 30, 1983. Metroeconómica, Carlos Andrés Pérez, I Mensaje al Congreso de la República, marzo 1990.

KN: Saldos netos de la cuenta de capital privado de corto plazo. Incluye corto plazo + errores y omisiones de la balanza de pagos.

KB: Salidas brutas de capital privado. Incluye corto plazo + errores y omisiones de la balanza de pagos.

Durante los ochenta las transacciones vinculadas a la deuda erosionaron, en vez de complementar, la disponibilidad de recursos para el ahorro interno. El país utilizó proporciones significativas de sus ingresos por exportaciones a dar cumplimiento a los compromisos derivados de sus obligaciones externas, pese a lo cual su nivel de endeudamiento global no se redujo.

Todo lo anterior evidencia que para Venezuela la solución del problema de la deuda externa reviste crucial importancia. El servicio de la misma representa una proporción excesivamente alta de los ingresos por exportaciones y de la capacidad de ahorro del país, limitando severamente sus posibilidades de crecimiento, independientemente de cuán exitosas pudieran ser las políticas internas que decida llevar adelante.

2. Salidas de capital

En el sexenio 1980-85 las salidas netas de capital privado alcanzaron una cifra próxima a los 20.000 millones de dólares. Ellas fueron acompañadas de un acelerado proceso de endeudamiento público externo, produciéndose una sustitución del excedente financiero interno por ahorro externo (cuadro 4).

Las salidas de capital privado inherentes al proceso de sustitución se iniciaron en 1978, al configurarse fuertes expectativas de alza del tipo de cambio ante la situación que presentaba el mercado petrolero y la evidente sobrevaluación del bolívar. En el segundo semestre de 1979 y durante los dos años siguientes el incentivo a la fuga de capitales se debió también a los diferenciales negativos entre las tasas domésticas de interés y las tasas externas, derivados del fuerte ascenso de estas últimas y de la política interna de tasas administradas, las cuales eran ajustadas a las externas en forma tardía e insuficiente.

El bolívar fue devaluado en 1983 y nuevamente en 1984 y 1986, con lo cual se mantuvo a lo largo de todos estos años un clima de inestabilidad cambiaria que propició la fuga de capitales privados al exterior. En 1984 el Banco Central retomó el sistema de tasas administradas y las tasas internas se hicieron negativas, particularmente durante los años 1987 y 1988, lo cual estimuló la adquisición de activos extranjeros e intensificó el desequilibrio de las cuentas externas.

Con el objeto de determinar los factores que han determinado los movimientos de capital privado de corto plazo durante el periodo 1973-86, se estimó una ecuación en la cual

se relaciona el saldo neto de la cuenta de capital privado de corto plazo, incluyendo errores y omisiones de la balanza de pagos (KN), con las siguientes variables independientes: el diferencial entre las tasas de interés interna y externa (DIF), el índice de las variaciones de la tasa efectiva de cambio (TEC) y la variación de la liquidez monetaria (LIQ). Los resultados, que se presentan a continuación, muestran que todas las variables mencionadas resultan estadísticamente significativas, con los signos correctos y con un alto grado de capacidad explicativa de los movimientos de capital privado. Ello comprueba que si bien la tasa de interés, como ya se mencionara, no es significativa para determinar el monto de la formación de ahorro, sí que influye sobre la preferencia de los ahorristas entre activos internos e internacionales.

$$KN = -18211,03 + 185,60 \text{ TEC} + 811,46 \text{ DIF} - 0,1076 \text{ LIQ}$$

Error estándar :	3877,60	39,71	214,87	0,0455
t :	-4,6965	4,6745	3,7765	-2,3647
R ² :	0,7547			
R ² corregido :	0,6811			
DW :	1,3637			

3. Relación entre ahorro interno y ahorro externo

Otro aspecto que ha sido objeto de grandes discusiones es el relativo a la influencia de los ingresos netos de capital sobre el ahorro nacional. En el caso venezolano, el análisis de la relación entre el ahorro interno y el externo da cuenta de una marcada correlación negativa entre ambas variables, lo cual significaría que durante este período un aumento del ahorro externo se tradujo en una merma en la generación de ahorro interno. Esta afirmación fue confirmada por el resultado de las estimaciones que se presentan a continuación, en las cuales se vincula el ahorro del sector público con el ahorro externo, ambas variables en términos reales y netas del efecto de autocorrelación. Los resultados muestran una fuerte asociación negativa entre el ahorro externo y el ahorro del sector público.

$$\text{SPU} = 2956,07 - 0,6655 (\text{SE} - 0,7349 \text{SE}-1) + 0,7349 \text{SPU}_{-1}$$

Error estándar :	856,07	0,1592	0,2211
t :	3,4531	-4,1811	3,3238
R ² :	0,6851		
R ² corregido :	0,6480		
DW :	2,3695		

La sustitución de ahorro podría estar vinculada al hecho de que en el pasado parte del endeudamiento externo se canalizó hacia gastos corrientes, particularmente del sector público, y así como a la persistencia de una situación tanto interna como cambiaria, favorable al consumo. También es posible que la relación de signo contrario entre el ahorro interno y el ahorro externo obedezca a políticas compensatorias aplicadas por el Gobierno, con el objeto de amortiguar, mediante el endeudamiento externo, caídas en el ahorro público.

Desde este punto de vista, en el caso venezolano se observan dos etapas claramente diferenciadas. Una primera fase que abarca los años 1976-78, en la cual el mayor endeudamiento externo financió la brecha entre inversión y recursos internos. Durante estos años el alto nivel de la inversión fue la causa fundamental de los saldos adversos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, pudiendo afirmarse que en esta etapa el país cambió recursos financieros (reservas internacionales y deuda) por activos representados por capital físico. Por otra parte, durante este lapso el monto de los activos internacionales de la nación respaldaba con holgura las obligaciones públicas externas. Durante la segunda fase, que se inicia en 1980 y continúa hasta el presente, el ahorro externo no complementó al interno en el financiamiento de los gastos de inversión, en tanto que los activos públicos internacionales netos fueron negativos (activos públicos internacionales - deuda pública externa).

De acuerdo a lo antes expresado, resulta interesante el análisis de las relaciones entre el ahorro externo y otras variables macroeconómicas, tales como el consumo y la inversión. Con este objeto, se relacionó el consumo total con el ingreso nacional disponible (YND), el ahorro externo (SE) y el consumo del año precedente (CT₋₁), todas las variables en términos reales, resultando todas con signos positivos y significativas. Ello sugiere que una parte del ahorro externo se ha dirigido al financiamiento de gastos de consumo.

$$CT = -343,45 + 0,2851 YND + 0,3755 SE + 0,6637 CT_{-1}$$

Error estándar :	2833,56	0,0857	0,1005	0,0885
t :	-0,1212	3,3280	3,3780	7,5025
R ² :	0,9636			
R ² corregido :	0,9571			
DW :	1,4768			

V. RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. Los datos disponibles para verificar empíricamente las variables que determinan el ahorro son escasos y sujetos a problemas de calidad. Esto dificulta las estimaciones econométricas, introduce un margen de error que puede ser amplio y debilita consecuentemente la confianza en los resultados y conclusiones.
2. Las diversas ecuaciones utilizadas confirman la hipótesis de una estrecha relación entre esta variable y el ingreso en el periodo 1969-88. La vinculación subsiste tanto para el ahorro total como para el sector privado, sea que se considere el ingreso disponible a nivel nacional o el personal. Cabe destacar que en ambos casos el término constante aparece como no significativo, lo que reduce la diferencia entre la propensión media y marginal y sugiere en el largo plazo una cierta relación de proporcionalidad entre ingreso y consumo; y, consecuentemente, entre ingreso y ahorro.
3. La tasa real de interés aparece con el signo esperado en la matriz de correlación, pero con un coeficiente que no llega a ser de importancia. Al estimar las ecuaciones correspondientes tanto para el conjunto como para el sector privado, en las cuales se incluyen la tasa real de interés, el ingreso y el consumo del año precedente, la tasa de interés no aparece estadísticamente significativa.
4. Asimismo, se intentó determinar la influencia de las diversas fuentes de ingreso sobre el consumo y, por lo tanto, sobre el ahorro, bajo el supuesto de que un cambio en la distribución factorial del ingreso a favor del sector laboral tendería a aumentar el consumo interno. El resultado en el caso del ahorro total fue estadísticamente satisfactorio, en contraposición al

obtenido cuando se consideró únicamente el ahorro del sector privado.

No obstante lo antes indicado en relación al ahorro total, es posible que haya un problema en cuanto a la dirección de causalidad entre ambas variables. La evidencia según la cual una distribución factorial del ingreso a favor del sector laboral es asociada a una disminución del ahorro nacional total podría atribuirse a la influencia que sobre esta variable ejerce el gasto corriente del Estado. Tradicionalmente ésta ha cumplido una función redistribuidora de los ingresos petroleros en beneficio de los sectores laborales, lo cual ha acrecentado el gasto corriente del sector público y erosionado su ahorro.

5. Con el objeto de cuantificar el grado de asociación entre los ahorros del sector público y del sector privado, sin que ello implique inferencia alguna acerca de posibles nexos de dependencia, se relacionó el ahorro del sector privado y el ahorro público, ambas variables en términos reales. El ahorro del sector público no resultó estadísticamente significativo y acusó signo positivo en su relación con el ahorro privado. Por otra parte, el valor relativamente bajo del coeficiente global de correlación es indicativo de la existencia de otras variables de mayor importancia, omitidas en la función.

La positiva y escasa relación entre el ahorro público y el privado se debe a que en Venezuela la presión tributaria interna ha sido tradicionalmente muy baja, ya que los recursos provenientes del sector petrolero han constituido la fuente fundamental de ingresos públicos. Ello ha conducido con frecuencia a que aumentos o disminuciones del ahorro público hayan sido acompañados por variaciones en igual sentido del ahorro privado. A partir de 1983 sin embargo, pareciera evidenciarse cierto grado de sustituibilidad entre estas variables, posiblemente vinculado al efecto redistributivo implícito en las políticas cambiarias.

6. El análisis de la relación entre el ahorro interno y el externo acusa una fuerte correlación negativa entre ambas variables, lo cual significaría que durante este periodo el aumento del ahorro externo se tradujo en definitiva en una merma en la generación de ahorro interno. En efecto, al relacionar el consumo total con el ingreso nacional disponible, el ahorro externo y el consumo del año precedente, todas las variables en

términos reales, las mismas resultaron todas con signos positivos y significativas, lo que indica que parte del ahorro externo se orientó al financiamiento de gastos de consumo. De igual modo, la relación entre el ahorro bruto del sector público y el ahorro externo fue significativa y claramente negativa, lo cual confirma la relación inversa prevaleciente entre estas dos variables durante el período de la muestra.

La situación antes indicada podría estar vinculada al hecho de que en el pasado parte del endeudamiento externo se canalizó hacia gastos corrientes. Ello indujo a un aumento de la propensión al consumo; debilitó los esfuerzos de ahorro, particularmente del sector público; y significó mantener una situación tanto interna como cambiaria favorable al consumo. Sin embargo, es probable que en determinadas circunstancias la relación de signo contrario entre estas dos variables haya respondido a políticas compensatorias destinadas a amortiguar las caídas en el ahorro público mediante el endeudamiento externo.

7. Las estimaciones realizadas para el período 1973-86 indican que los principales factores determinantes de los movimientos de capital privado de venezolanos fueron los diferenciales entre las tasas de interés interna y externa, las expectativas cambiarias y las fluctuaciones de la liquidez monetaria. Todas estas variables resultaron estadísticamente significativas, con los signos correctos y con un alto grado de capacidad explicativa.

**ANEXO
ESTADISTICO**

Cuadro A-1
PRODUCTO INTERNO BRUTO Y DEMANDA AGREGADA
(variación porcentual y tasas medias)

	1970-73	1974-78	1979-83	1984-86	1987-88 a/
PTB (1968=100)	5,1	5,2	-1,2	1,4	3,9
PTBnp (1968=100)	6,6	8,2	-1,0	1,4	4,6
DAI/PTB	94,0	97,0	95,8	93,0	103,5

a/ Corresponde a una nueva metodología de cálculo para la Cuentas Nacionales.

PTB: Producto territorial bruto.

PTBnp: Producto territorial exceptuando las actividades petroleras.

DAI: Demanda agregada interna.

Cuadro A-2
COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA INTERNA
(variación porcentual)

	1970-73	1974-78	1979-83	1984-86	1987-88 a/
Demanda agregada	10,0	23,6	6,8	14,6	40,8
Consumo	9,7	21,6	14,3	11,1	33,0
Público	13,0	20,2	11,4	9,2	16,6
Privado	7,0	21,9	15,0	11,6	36,1
Inversión b/	11,0	27,5	-14,0	33,9	68,4
Pública	40,0	35,8	5,8	9,1	46,6
Privada	4,3	22,8	- c/	- c/	110,5

Fuente: Banco Central de Venezuela. Banco Mundial, Country Economic Report on Venezuela, March 1988.

a/ Estimaciones de la autora.

b/ Incluye variaciones de existencia.

c/ Las variaciones interanuales son de tal intensidad, que los promedios del periodo no resultan significativos.

Cuadro A-3
TASAS DE CRECIMIENTO Y PARTICIPACION
DEL CONSUMO Y LA INVERSION EN EL PIB

Años	Tasas de crecimiento		Participación en el PIB					Ahorro Doméstico	
	PTB	PTBnp	Consumo			Inversión			
			Privado	Público	Total	Privada	Pública	Total	
1970	7,6	8,4	52	13	65	25	5	30	35
1971	3,1	5,3	50	14	64	24	6	30	36
1972	3,3	6,4	52	14	65	21	10	31	34
1973	6,3	6,3	48	13	61	20	9	29	39
1974	6,1	9,8	40	11	51	17	7	24	49
1975	6,1	11,1	48	13	61	20	10	31	39
1976	8,8	9,8	49	15	64	19	15	34	36
1977	6,7	7,8	51	15	66	25	16	41	34
1978	2,1	2,5	56	14	70	24	19	43	30
1979	1,3	0,8	53	13	67	17	15	32	34
1980	-2,0	-1,5	53	14	67	11	14	25	33
1981	-0,3	0,0	56	15	71	8	15	23	29
1982	0,7	1,4	63	14	77	7	19	26	23
1983	-5,6	-5,7	66	14	80	-3	17	12	20
1984	-1,4	-1,5	60	13	73	7	8	15	27
1985	0,3	0,6	62	14	76	5	10	15	24
1986	5,2	5,2	67	13	81	7	13	20	19
1987 a/	3,0	4,2	66	10	76	12	12	25	24
1988 a/	5,7	5,0	66	10	76	15	15	30	24

Fuente: Banco Central de Venezuela. Cuentas Consolidadas de la Nación.

PTB: Producto total bruto

PTBnp: Producto total bruto no petrolero

a/ Estimaciones de la autora.

Cuadro A-4
COEFICIENTES DE AHORRO Y DE INVERSIÓN a/
(porcentajes)

Años	IBT/PTB	SbN/IBT	SbD/PTB	SnN/YND
1968	31,2	94,0	36,9	24,3
1969	29,9	92,8	33,6	21,1
1970	30,3	97,1	34,8	23,6
1971	29,9	99,7	36,2	24,4
1972	31,2	97,7	34,4	24,9
1973	29,3	117,2	38,9	30,1
1974	24,6	189,9	48,7	43,6
1975	30,9	125,0	38,8	34,5
1976	34,4	102,3	35,8	31,1
1977	41,5	79,0	33,8	28,2
1978	42,8	66,1	29,7	22,9
1979	31,6	102,3	33,5	27,4
1980	24,7	132,2	32,9	27,9
1981	22,9	126,2	28,8	23,6
1982	25,9	76,0	22,8	13,6
1983	11,8	139,4	22,6	12,1
1984	14,8	165,0	27,1	18,7
1985	14,7	138,3	24,5	13,9
1986	20,3	74,0	19,5	7,5
1987	24,6	86,6	24,3	14,6
1988	30,7	67,1	24,0	13,9

Fuente: Banco Central de Venezuela.

a/ Cuentas Consolidadas de la Nación, Informes económicos; Memoria especial 1975 y Anuarios de Cuentas Nacionales.

IBT: Inversión bruta total.

PTB: Producto territorial bruto a precios corrientes.

SbN: Ahorro bruto nacional (YND + Depreciación - Gastos de consumo).

SbD: Ahorro bruto doméstico (PTB - Gastos de consumo)

SnN: Ahorro neto nacional.

YND: Ingreso nacional disponible.

Cuadro A-5
AHORRO INTERNO Y EXTERNO
(millones de bolívares)

	Ahorro externo Se	Ahorro interno SbN	Total ST %	Ahorro	%	Sbi/St %	SbN R	Sbi R %
1962	-1.974	7.176	13,5	5.202	12,5	138,0	7.775	
1963	-2.678	8.152	13,6	5.474	5,2	149,0	8.728	12,3
1964	-1.088	8.660	6,2	7.572	38,3	114,4	9.078	4,0
1965	-160	8.062	-7,0	7.902	4,4	102,2	8.311	-8,4
1966	-387	8.276	2,7	7.889	-0,2	105,0	8.385	0,9
1967	-680	9.129	10,3	8.449	7,1	108,0	9.249	10,3
1968	1.019	9.595	5,1	10.614	25,6	90,4	9.595	3,7
1969	1.160	9.246	-3,6	10.406	-2,0	88,9	9.029	-6,0
1970	458	15.285	65,3	15.743	51,3	97,1	10.605	18,5
1971	-167	15.988	4,6	15.821	0,5	101,1	14.794	38,3
1972	167	17.539	9,7	17.706	12,0	99,1	15.730	6,3
1973	-3.767	25.043	42,8	21.276	20,2	117,7	21.570	37,1
1974	-24.608	51.303	104,9	26.695	25,5	192,2	40.813	89,2
1975	-6.433	40.240	-21,6	33.807	26,6	119,0	29.054	-28,8
1976	-4.096	47.403	17,8	43.967	30,1	107,8	32.605	12,2
1977	13.268	50.048	5,6	63.316	44,0	79,0	32.233	-1,1
1978	24.546	48.346	-3,4	72.892	15,1	66,3	28.075	-12,9
1979	-1.498	68.916	42,5	67.418	-7,5	102,2	35.634	26,9
1980	-20.236	83.027	20,5	62.791	-6,9	182,2	35.316	-0,9
1981	-17.120	82.529	-0,6	65.409	4,2	126,2	30.219	-14,4
1982	18.186	57.234	-30,6	75.330	15,2	76,0	19.099	-36,8
1983	-11.134	57.199	-0,1	46.065	38,8	124,2	17.981	-5,9
1984	-24.880	87.348	52,7	62.468	35,7	139,8	24.481	36,1
1985	-8.732	77.795	-10,9	69.063	10,6	112,6	19.473	-20,5
1986	20.644	61.400	-21,1	82.044	18,8	74,8	13.773	-29,3
1987	19.309	125.226	103,9	144.535	76,2	86,6	21.927	59,2
1988	76.346	155.705	24,3	232.051	60,6	67,1	21.053	-4,0

Fuente: Banco Central de Venezuela, Informes Económicos. Anuarios de Cuentas Nacionales, 1984-85.

1962-85: Según la cuenta de "Flujo de Fondos de Capitales". Las cifras de ahorro bruto e inversión bruta tomadas de las estadísticas de la tabla de flujo de fondos no coinciden con las de las "Cuentas Consolidadas de la Nación", lo que explica las diferencias entre las cifras contenidas en el presente cuadro y las de los cuadros anteriores.

1986-88: Estimaciones de la autora basadas en las Cuentas Nacionales.

Ahorro Bruto Nacional: Exceso del ingreso disponible sobre los gastos de consumo (SbN). Ahorro Externo: Corresponde al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (Se). SbN R: Ahorro bruto interno deflactado por el índice de precios del costo de la vida.

Cuadro A-6
COMPOSICION DEL AHORRO INTERNO E INVERSION
(millones de bolívares a precios corrientes)

Años	Inversión		Ahorro	
	Privada	Pública	Privado	Público
1971	75,0	25,0	75,0	25,0
1972	67,0	33,0	75,0	25,0
1973	69,0	31,0	67,0	33,0
1974	67,0	33,0	36,0	64,0
1975	60,0	40,0	46,0	54,0
1976	51,0	49,0	47,0	53,0
1977	62,0	38,0	56,0	44,0
1978	60,0	38,0	56,0	44,0
1979	53,0	47,0	44,0	56,0
1980	45,0	55,0	42,0	58,0
1981	34,0	66,0	38,0	62,0
1982	27,0	73,0	43,0	57,0
1983	8,0	92,0	44,0	56,0
1984	48,0	52,0	16,0	84,0
1985	49,0	51,0	26,0	74,0
1986	34,0	66,0	14,0	86,0
1987	50,0	50,0	55,0	45,0
1988	50,0	50,0	72,0	28,0

Fuente: Banco Central de Venezuela, Informes Económicos "Flujo de Fondos de Capitales"; Anuario de Cuentas Nacionales; Memoria Especial 1975. 1971-85, según "Flujo de Fondos de Capitales". 1968-88, estimaciones de la autora basadas en las Cuentas Nacionales.

Cuadro A-7
AHORRO BRUTO, INVERSIÓN BRUTA Y AHORRO FINANCIERO
(millones de bolívares)

Años	Sector público			Sector privado			Total interno			Ahorro bruto sector externo
	Ahorro bruto	Inversión bruta	Ahorro financiero	Ahorro bruto	Inversión bruta	Ahorro financiero	Ahorro bruto	Inversión bruta	Ahorro financiero	
1971	3.957	3.939	18	12.031	11.882	149	15.988	15.821	167	-167
1972	4.377	5.761	-1.384	13.162	11.945	1.217	17.539	17.706	-167	167
1973	8.299	6.587	1.712	16.774	14.689	2.055	25.043	21.276	3.767	-3.767
1974	35.590	8.912	23.678	18.713	17.783	930	51.303	26.695	24.608	-24.608
1975	21.558	13.490	8.068	18.682	20.317	-1.635	40.240	33.807	6.433	-6.433
1976	24.950	21.095	3.855	22.453	22.212	241	47.403	43.307	4.099	-4.099
1977	22.185	24.205	-2.020	27.863	39.111	-11.248	50.048	63.316	-13.268	13.268
1978	22.628	29.475	-6.847	25.718	43.417	-17.699	48.346	72.892	-24.546	24.546
1979	38.915	31.354	7.561	30.001	36.064	-6.063	68.916	67.418	1.498	-1.498
1980	48.108	34.838	13.270	34.919	27.953	6.966	83.027	62.191	20.236	-20.236
1981	51.082	42.952	8.130	31.447	22.457	8.990	82.529	65.409	17.120	-17.120
1982	32.765	55.144	-22.469	24.469	20.186	4.283	57.234	75.330	-18.186	18.186
1983	32.271	42.505	-10.234	24.928	3.560	21.368	57.199	46.065	11.134	-11.134
1984	73.241	32.476	40.765	14.107	29.992	-15.885	87.348	62.468	24.880	-24.880
1985	57.900	35.191	22.709	19.895	33.872	-13.977	77.795	69.063	8.732	-8.732
1986	53.056	54.318	-1.262	8.344	27.726	-19.382	61.400	82.044	-20.644	20.644
1987	56.882	72.712	-15.830	68.344	71.823	-3.479	125.226	144.535	-19.309	19.309
1988	43.505	115.815	-72.310	112.200	116.236	-4.036	155.705	232.051	-76.346	76.346

Fuente: Banco Central de Venezuela, Informes Económicos; Anuario de Cuentas Nacionales, Memoria especial 1975. Años 1986-1988, estimaciones de la autora basadas en Cuentas Nacionales.

Ahorro bruto = ingresos corrientes - gastos corrientes

Ahorro financiero = ahorro bruto - inversión bruta

Cuadro A-8
DEUDA PUBLICA VENEZOLANA a/
(millones de bolívares)

	Externa	Interna	Total	
1960	986	1.187	2.173	
1961	814	1.557	2.371	
1962	746	1.424	2.170	
1963	691	1.323	2.014	
1964	856	926	1.782	
1965	1.085	991	2.076	
1966	1.331	1.003	2.334	
1967	1.548	1.283	2.831	
1968	1.880	1.647	3.527	
1969	2.356	2.200	4.556	
1970	2.931	2.560	5.491	
1971	3.770	2.712	6.482	
1972	4.340	2.870	7.210	
1973	5.201	3.233	8.434	20.886 b/
1974	4.709	5.467	10.176	
1975	6.023	6.778	12.801	
1976	14.146	8.251	22.397	
1977	20.275	14.464	34.739	
1978	31.186	17.913	49.099	72.391 c/
1979	35.326	19.207	54.533	
1980	41.516	19.237	60.753	
1981	40.913	25.810	66.723	
1982	52.706	30.506	83.212	173.078 d/
1983	58.942	34.720	93.662	176.234 d/
1984	84.502	42.444	126.946	
1985	82.668	58.123	140.791	
1986	282.337	72.858	355.195	
1987	294.898	79.422	374.320	
1988	305.572	91.015	396.587	

Fuente: Banco Central de Venezuela.

a/ Contratada según Ley Orgánica de Crédito Público.

b/ y c/ Incluye deudas de corto plazo. Estimaciones de fuentes no oficiales.

d/ Incluye deuda de corto plazo BCV.

Cuadro A-9
AHORRO DEL SECTOR PRIVADO
(millones de bolívares)

Años	YPD	C p	porcentajes				
			Sb p/ PTB	IB p/ PTB	C p/ PTB	C p/ YND	C p/ YPD
1968	25.934	22.893	13,9	16,3	50,6	60,9	88,2
1969	27.217	24.835	13,9	14,8	53,6	63,7	91,2
1970	30.719	27.267	17,2	16,7	52,4	61,5	88,8
1971	32.719	28.714	21,1	20,8	50,2	59,5	87,8
1972	36.154	31.763	21,4	19,4	51,6	59,2	87,8
1973	40.018	35.170	22,9	20,1	48,0	55,0	87,8
1974	51.649	44.852	16,7	15,8	39,9	43,9	86,8
1975	64.648	56.286	15,8	17,2	47,6	51,0	87,1
1976	76.888	66.936	16,6	16,4	49,5	53,2	87,1
1977	90.708	80.110	17,9	25,1	51,4	55,8	88,3
1978	105.579	94.762	15,2	25,7	56,0	61,5	89,8
1979	120.919	110.329	14,4	17,3	53,1	58,0	91,2
1980	151.153	135.375	14,9	11,0	53,3	57,3	89,6
1981	172.740	160.533	12,0	7,9	56,3	60,4	93,0
1982	187.965	182.239	9,5	6,9	62,6	70,0	97,0
1983	193.786	190.704	8,6	1,2	65,6	74,6	98,4
1984	214.189	209.834	4,1	8,6	60,3	67,4	98,0
1985	235.280	232.180	5,4	9,1	62,4	71,1	99,0
1986	275.522	271.883	2,1	6,8	67,3	77,3	98,7
1987	402.540	385.638	11,6	12,0	65,5	73,9	95,8
1988	521.914	502.077	14,8	7,0	66,4	75,2	96,2

Fuente: Banco Central de Venezuela, Informes Económicos. Cuentas Consolidadas de la Nación y Flujo de Fondos de Capital, Anuario de Cuentas Nacionales.

PTB: Producto territorial bruto, a precios corrientes.

YPD: Ingreso personal disponible. Estimaciones macroeconómicas.

Sb p: Ahorro bruto privado. Según cuentas de flujo de fondos de capital.

IB p: Inversión bruta privada. Según Cuentas de Flujo de Fondos de Capital.

C p: Consumo privado. Cuentas nacionales.

YND: Ingreso nacional disponible (consumo total + ahorro neto).

Cuadro A-10
POSICION NETA DEL SECTOR PRIVADO
NO FINANCIERO RESPECTO DE OTROS SECTORES
(millones de bolívares)

Acumulado	Años	Fuentes Usos	BCV, FIV PDVSA	Instituciones			Sector público no financiero	Otras	Exterior
				financieras	públicas	privadas			
	1971	162	-290	-743	112	-855	25	-289	1.404
	1972	-925	-471	293	363	-70	-626	475	354
	1973	-1.710	-343	642	313	329	1.691	-757	2.943
1971-73		-2.528	-1.104	192	788	-596	1.090	-1.521	-1.185
	1974	-323	-1.765	1.134	662	872	1.692	2.562	-4.346
	1975	2.275	-1.715	1.530	1.134	396	-4.125	153	6.432
	1976	277	-277	1.370	-654	2.024	-8.328	11.311	-3.799
	1977	11.980	-1.840	5.404	1.624	3.780	219	3.188	5.009
	1978	18.278	-1.286	10.343	4.503	5.840	-972	5.095	5.095
1974-78		32.484	-6.884	20.181	7.269	12.912	-11.514	22.310	8.391
	1979	5.879	-1.132	3.621	6.131	-2.510	-90	-365	3.849
	1980	-4.992	-2.364	2.902	3.741	-839	-46	449	-5.933
	1981	-8.080	-1.005	12.011	-9.621	-3.390	18.527	562	-14.153
	1982	-3.032	853	31.191	-3.417	6.608	23.083	-16.210	-13.949
	1983	-19.937	62	-16.298	2.270	-14.028	2.794	4.108	-5.015
1979-83		-30.162	-3.586	-18.595	-4.436	-14.159	38.680	-11.456	-35.205
	1984	-18.061	-909	-3.495	-6.519	-3.024	-3.018	13.682	11.801
	1985	-15.612	680	-10.439	-2.183	-8.256	-8.487	35.349	-1.491

Fuente: Banco Central de Venezuela, Flujo de Fondos de Capital, Informes Económicos y Anuario de Cuentas Nacionales.

Cuadro A-11
COEFICIENTE DE AHORRO Y TASAS DE INTERES
1969-1988

	Depósitos plazo fijo	Cédulas hipotecarias	Inflación	Interés	Variación	Tasa	SB/PTB
				interno real a/	PTBR %	de interés internacional b/	
1969	4,5 - 7,0	8,0	2,40	5,60	4,2	9,76	26,8
1971	6,0 - 8,0	8,0	3,24	4,76	3,1	6,58	29,8
1974	4,5 - 7,0	8,0	8,27	-0,27	6,1	11,01	45,5
1976	4,5 - 7,0	8,0	7,66	0,34	8,8	5,58	35,2
1977	5,5 - 8,5	8,0	7,78	0,22	6,7	6,00	32,8
1978	6,5 - 8,5	8,5	7,16	1,34	2,1	8,73	28,3
1979	11,5		12,31	-0,81	1,3	11,96	32,5
1980	14,1		21,56	-7,48	-2,0	14,36	32,7
1981	15,0		16,16	-1,20	-0,3	16,82	28,9
1982	15,1		9,56	5,58	0,7	13,16	19,6
1983	13,7		6,32	7,40	-5,6	9,60	18,9
1984	12,6		12,17	0,47	-1,4	10,78	24,4
1985	10,5		11,40	-0,89	0,3	8,34	20,3
1986	8,9		11,60	-2,68	5,2	6,77	15,2
1987	8,9		28,10	-19,16	3,0	7,11	21,3
1988	8,9		29,50	-20,60	5,7	7,91	20,6

Fuente: Banco Central de Venezuela

a/ Hasta 1978 el diferencial se calculó tomando las cédulas hipotecarias como referencia para la tasa interna.

b/ Tasa Eurodólar a 60 días.

PTBR: Producto territorial bruto a precios constantes.

Sb: Ahorro bruto nacional

PTB: Producto territorial bruto a precios corrientes.

Cuadro A-12
SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA
(miles de millones de dólares)

Años	1984	1985	1986	1987	1988	Acumulado 1984-88
SECTOR PUBLICO						
Amortización						
deuda no reestructurada	1,6	1,0	0,7	0,9	0,8	5,0
Amortización deuda reestructurada	-	-	0,7	0,3	0,5	1,5
Intereses	3,6	3,2	2,6	2,1	2,2	13,7
Servicio de la deuda pública	5,2	4,2	4,0	3,3	3,5	20,2
SECTOR PRIVADO						
Amortización	0,5	0,1	0,6	0,9	0,7	2,8
Intereses	0,4	0,7	0,5	0,6	0,5	2,7
Servicio de la deuda privada	0,9	0,8	1,1	1,5	1,2	5,5
Servicio total de la deuda externa	6,1	5,0	5,1	4,8	4,7	25,7
RELACIONES DEL SERVICIO DEUDA EXTERNA						
Amortización reestructurada/ exportaciones petroleras	-	-	9,2	3,3	6,0	6,0
Total servicio/ exportaciones petroleras	41,2	38,9	67,2	53,0	56,6	49,0
Servicio/ exportaciones	38,2	35,3	55,9	45,4	45,4	42,7

Fuente: Banco Central de Venezuela.

**DESINTERMEDIACION
Y LIBERALIZACION FINANCIERA
EN BOLIVIA,
1980-88**

Gonzalo Afcha de la Parra

INDICE

I.	ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO . . .	217
II.	DESMONETIZACION Y DESINTERMEDIACION FINANCIERA: 1980-85	222
1.	Marco económico general	222
a)	<i>Cambios en la economía internacional y crisis económica y social</i>	<i>223</i>
b)	<i>La desdolarización de 1982</i>	<i>224</i>
c)	<i>La hiperinflación de 1984-85</i>	<i>225</i>
d)	<i>La política monetaria y el grado de intermediación financiera</i>	<i>226</i>
2.	El régimen de regulación	230
3.	Evolución de la situación de la banca comercial	232
a)	<i>Problemas asociados a la rentabilidad</i>	<i>233</i>
b)	<i>Comportamiento diferenciado ante la crisis</i>	<i>237</i>
III.	LIBERALIZACIÓN FINANCIERA: 1985-88 . . .	240
1.	Ajuste, liberalización y régimen de Regulación	240
2.	El grado de intermediación financiera	243
3.	La Reforma de 1987	247
a)	<i>Tasas de interés y encaje legal</i>	<i>248</i>
b)	<i>El régimen de regulación y solvencia de la banca</i>	<i>248</i>

4.	Evolución de la banca comercial: 1985-87	251
	a) <i>Factores determinantes de rentabilidad</i>	<i>252</i>
	b) <i>Cartera en mora, concentración de cartera y situación patrimonial</i>	<i>256</i>
	c) <i>Altos costos de administración</i>	<i>261</i>
5.	Situación de la banca a partir de las Reformas de 1987	262
	a) <i>Avance en la regulación y supervisión del sistema</i>	<i>262</i>
	b) <i>Evolución en 1988-89</i>	<i>264</i>
IV.	RESUMEN Y CONCLUSIONES	266
	BIBLIOGRAFIA	269
	ANEXO A: ANTECEDENTES METODOLOGICOS Y DEFINICIONES	270
	ANEXO B: BALANCES Y ESTADOS DE RESULTADOS DE LOS BANCOS COMERCIALES	273

DESINTERMEDIACION Y LIBERALIZACION FINANCIERA EN BOLIVIA: 1980-88

Gonzalo Afcha de la Parra

I. ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO

A partir de agosto de 1985, Bolivia experimenta la sustitución de una economía regulada por una de mercado, precipitada por la hiperinflación que venía asolando al país desde el año anterior. A partir de entonces, las reglas de juego se modifican radicalmente. La liberalización de los mercados internos y la apertura a la competencia hacia el resto del mundo constituyen los elementos cualitativos centrales de la transformación estructural que impulsa la nueva estrategia económica.

En consonancia con el modelo estatista, el sistema bancario había estado sujeto a numerosas regulaciones, constituyendo el elemento distintivo los controles sobre la tasa de interés. A partir de agosto de 1985, al impulso de la política de ajuste y estabilización, se liberalizan las tasas de interés y se desactiva el uso recurrente del encaje legal como instrumento de "represión" financiera.

No obstante estas importantes modificaciones cualitativas, el esquema de regulación y supervisión de solvencia de la banca no sufrió alteración alguna durante los dos primeros años del programa de ajuste, presumiblemente porque todos los esfuerzos se concentraron en esa fase inicial en la derrota de la hiperinflación. En julio de 1987 se introducen cambios en el sistema de encaje legal y en el régimen de regulación de la banca, los cuales obedecen a tres criterios fundamentales: i) avanzar hacia una relación más consistente entre la política de liberalización de tasas de interés y el esquema de regulación; ii) disminuir el costo del crédito; y iii) mejorar la condición financiera de los bancos.

Los escasos estudios¹ efectuados acerca del sistema financiero boliviano con posterioridad a 1985 destacan precisamente el imperativo de contar con un nuevo esquema de

1. Ver, entre otros, Banco Mundial (1988).

regulación del sector y la urgencia de reducir el costo del crédito. Un tópico que ha concitado menor atención es el de la intermediación financiera y la correspondencia de ésta con las políticas macroeconómicas.

Este trabajo se propone examinar el proceso de intermediación financiera que tuvo lugar en Bolivia entre 1980 y 1988 bajo dos políticas económicas completamente opuestas, una regulada, la otra, de mercado. Pretende además identificar los cambios en el esquema de regulación de la banca introducidos en el curso del programa económico puesto en marcha en 1985.

La sección inicial contiene una breve descripción del sistema financiero boliviano. La siguiente analiza los eventos económicos y sociales que contribuyeron al proceso de desintermediación financiera ocurrido entre 1980 y 1985, así como la situación financiera de la banca comercial durante ese período. La III examina la política de liberalización financiera aplicada a partir del programa económico de 1985 y presenta un examen de la situación de la banca antes y después de la reforma financiera de 1987. Finalmente, en la sección IV se formulan algunos comentarios y conclusiones finales.

Adicionalmente, el Anexo A contiene las definiciones de los conceptos sobre las cuentas de resultado y de balance, así como la descripción de los índices utilizados en el documento. El Anexo B presenta los balances y estados de resultados en cuatro niveles de agregación: bancos privados y del Estado, bancos privados, bancos privados nacionales, bancos extranjeros y Banco del Estado.

El sistema financiero boliviano está constituido fundamentalmente por bancos comerciales privados, bancos especializados de fomento y bancos estatales (diagrama I). Al presente, el sistema bancario consta de trece bancos comerciales privados (de los cuales diez son domésticos y tres extranjeros), tres bancos privados especializados, y tres bancos estatales, excluido el Banco Central.

El número de bancos comerciales ha disminuido a causa del cierre de operaciones de dos entidades extranjeras y la clausura de tres bancos privados nacionales, a mediados y fines de 1987 por problemas de solvencia y fraude financiero. Esta drástica sanción puso término a la sostenida expansión que había protagonizado la banca comercial a partir de mediados de los setenta y quebró una larga tradición, en virtud la cual ningún banco había sido cerrado por las autoridades monetarias.

Los bancos especializados de fomento se distinguen de los bancos comerciales no sólo por sus objetivos, sino también

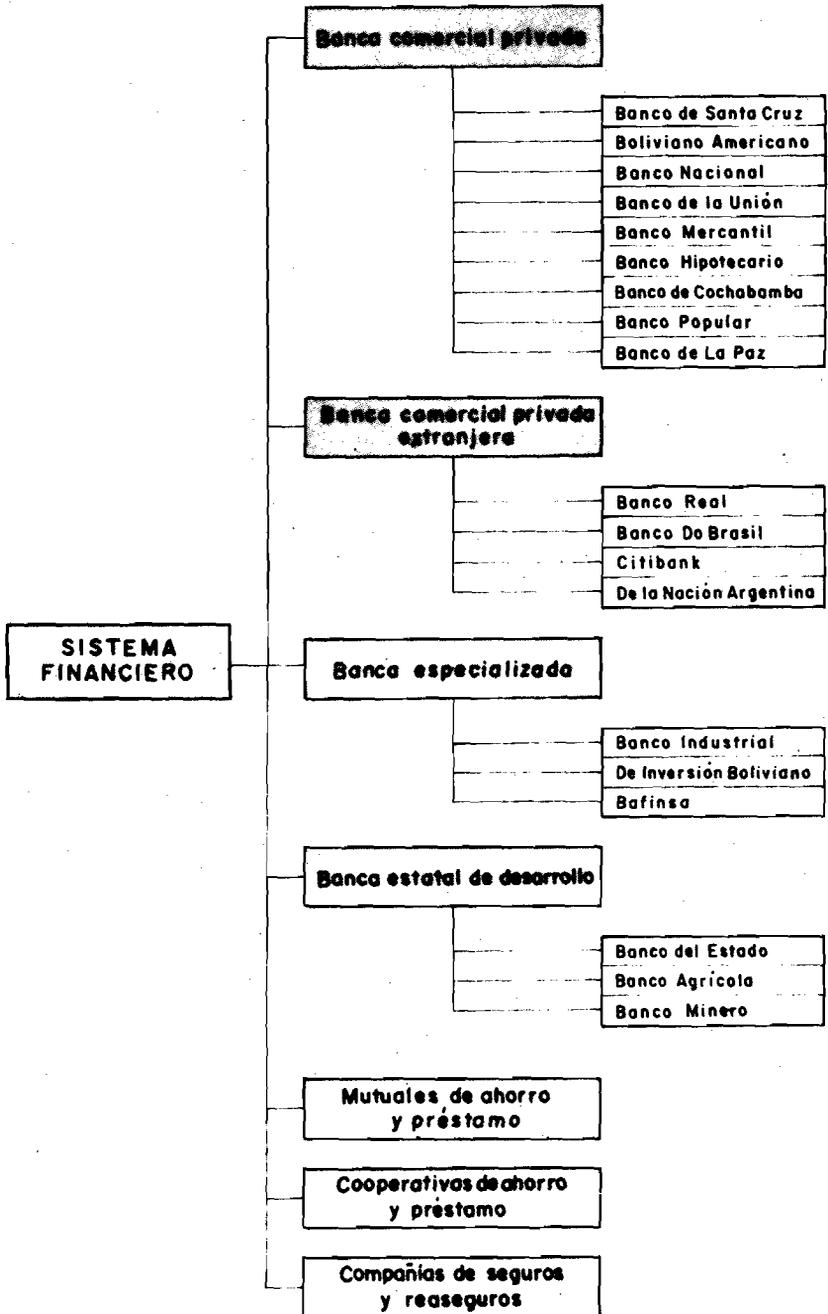
por su forma de operar. A los bancos de fomento no se les permite captar depósitos del público, por lo que sus actividades dependen de operaciones de refinanciamiento con el Banco Central y de recursos externos. La declinación de los flujos de capital al inicio de la década de los ochenta hizo disminuir la importancia relativa de este ítem dentro del sistema bancario. Sin embargo, en febrero de 1988 las autoridades dispusieron, con el propósito de mejorar la posición financiera de estos bancos, todos ellos incluidos los de carácter especializado, podrían desempeñar una o más funciones bancarias (comerciales, hipotecarias, industriales y de fomento).

Los bancos estatales cumplen específicas funciones de fomento. El Banco del Estado (BANEST) fue creado para cumplir funciones de banca de desarrollo, banca comercial (en regiones en las que la presencia de la banca comercial privada es débil) y agente del Banco Central en regiones en las que éste se halla ausente. Sin embargo, con la puesta en vigencia del DS 21.660, de 10 de julio de 1987, el BANEST pasó a desempeñar funciones de agente financiero del sector público, limitando las operaciones de éste con el sector privado. El Banco Agrícola (BAB) tiene por objeto promover el desarrollo del sector agrícola, aunque en la práctica ha sido utilizado a menudo por el sector público para enfrentar problemas generales del sector agrícola y sólo secundariamente como instrumento de promoción del mismo. Finalmente, las actividades Banco Minero, el de menor dimensión de los tres están vinculadas a la venta de insumos, compra de minerales y provisión de asistencia financiera a pequeñas y medianas empresas mineras. A la fecha, los tres bancos estatales se encuentran en fase de rehabilitación, en cumplimiento del programa de reforma financiera de julio de 1987.

El sistema financiero boliviano está compuesto además por intermediarios financieros no bancarios. Entre éstos se cuentan las mutuales de ahorro y préstamo, para la vivienda, las cooperativas de ahorro y préstamo y las compañías de seguros. Dentro del sistema financiero se desenvuelve también un mercado informal financiero, cuyas operaciones están básicamente dolarizadas.

El presente estudio contempla el análisis del sistema bancario comercial privado (nacional y extranjero). Adicionalmente, se hace referencia al Banco del Estado, por su importancia dentro del sistema bancario nacional. En el período de mayor desintermediación financiera (1980-85) esa entidad representó del orden de 22 por ciento del total del crédito al sector privado, cifra que cae a 15 por ciento en el período

Diagrama I
ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO



Cuadro I
ESTRUCTURA DEL SISTEMA BANCARIO
(porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984
Crédito al sector privado (100,0%)					
Bancos comerciales	77,4	79,1	75,6	73,5	65,2
Banco del Estado	21,6	16,6	20,0	23,7	21,9
Comerciales privados	55,8	62,5	55,6	49,8	43,3
Nacionales	41,8	53,5	48,9	43,8	38,6
Extranjeros	14,1	9,0	6,8	6,0	4,7
Bancos especializados	22,6	20,9	24,4	26,5	34,8
Depósitos del sector privado (100,0%)					
Bancos comerciales	97,3	97,1	96,1	97,5	96,8
Banco del Estado	20,8	18,5	13,5	13,8	12,2
Comerciales privados	76,5	78,6	82,6	83,7	84,7
Nacionales	59,9	69,2	77,1	79,1	81,3
Extranjeros	16,6	9,4	5,5	4,7	3,4
Bancos especializados	2,7	2,9	3,9	2,5	3,2
Obligaciones externas MLP (100,0%)					
Bancos comerciales	94,2	94,9	93,9	97,0	97,2
Banco del Estado	52,2	58,1	61,7	61,1	68,4
Comerciales privados	42,0	36,8	32,2	35,9	28,8
Nacionales	21,2	25,6	17,7	20,5	12,0
Extranjeros	20,8	11,2	14,5	15,4	16,8
Bancos especializados	5,8	5,1	6,1	3,0	2,8
	1985	1986	1987	1988	
Crédito al sector privado (100,0%)					
Bancos comerciales	69,2	76,6	78,9	80,0	
Banco del Estado	29,7	15,6	15,3	22,0	
Comerciales privados	39,5	61,0	63,5	68,4	
Nacionales	35,1	58,8	61,9	67,0	
Extranjeros	4,5	2,2	1,6	1,4	
Bancos especializados	30,8	23,4	21,1	20,0	
Depósitos del sector privado (100,0%)					
Bancos comerciales	97,5	97,7	96,0	95,2	
Banco del Estado	10,9	6,5	6,5	6,9	
Comerciales privados	86,6	91,2	89,5	88,3	
Nacionales	84,3	88,5	88,2	86,4	
Extranjeros	2,3	2,7	1,4	1,9	
Bancos especializados	2,5	2,3	4,0	4,8	
Obligaciones externas MLP (100,0%)					
Bancos comerciales	97,8	97,6	94,1	84,0	
Banco del Estado	61,1	69,5	0,8	13,5	
Comerciales privados	36,7	28,1	93,3	70,5	
Nacionales	23,5	11,6	47,6	7,6	
Extranjeros	13,3	16,5	45,7	62,9	
Bancos especializados	2,2	2,4	5,9	16,0	

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y de la Superintendencia de Bancos.

inmediato a la estabilización (1986-87), para elevarse nuevamente 22 por ciento en 1988 (cuadro 1). En cuanto a la captación de depósitos del público, la importancia del Banco del Estado tiende a declinar: 21 por ciento de los depósitos del sistema en 1980; 11 por ciento en la etapa hiperinflacionaria (1984-85) y cerca de 7 por ciento en el período de estabilización.

II. DESMONETIZACION Y DESINTERMEDIACION FINANCIERA: 1980-85

Durante la década de los ochenta la política monetaria muestra dos periodos claramente diferenciados. El primero abarca desde la desmonetización y desintermediación financiera que se produjo a partir de 1980, hasta las profundas reformas económicas de agosto de 1985. El segundo tiene que ver con el proceso de liberalización financiera, concomitante con la política de estabilización y liberalización iniciada a partir esa fecha.

En este capítulo se examinan las causas que condujeron al mencionado proceso de desintermediación financiera, así como los efectos que éste provocó en el sistema bancario comercial, poniendo especial énfasis en la política de "desdolarización" de 1982 y en la hiperinflación (1984-85), hechos profundamente traumáticos en el primer período de análisis.

1. Marco económico general

Hasta los años setenta, el crecimiento del sistema bancario estuvo fundado en la afluencia de importantes corrientes de capital del exterior, en cuya virtud se pensaba que el país estaba en condiciones de iniciar un proceso de transición gradual hacia un sistema bancario dotado de una mayor capacidad de respuesta. Sin embargo, este proceso de cambio se vio dramáticamente interrumpido, a comienzos de los ochenta, a causa de una serie de eventos económicos y sociales, entre los que destacaron: i) la drástica reducción del ingreso neto de capitales; ii) la declinación de la actividad económica; iii) los profundos cambios operados en el sistema político de gobierno; iv) la desdolarización de 1982, y v) la hiperinflación de 1984-85. Estos factores se cruzaron para inducir la contracción del sistema bancario, en términos no sólo de su tamaño, sino también del volumen real de transac-

ciones, con grave detrimento del rol principal de la intermediación financiera, que consiste en movilizar y asignar recursos adecuadamente.

a. Cambios en la economía internacional y crisis económica y social

El desencadenamiento de la crisis en Bolivia fue concurrente con la explosión de la crisis latinoamericana de la deuda externa de 1982, oportunidad en que los bancos cortaron abruptamente sus préstamos a estos países, presionándolos para que aplicaran severas medidas económicas bajo condiciones externas desfavorables.

También Bolivia sufrió una dramática reversión en la transferencia de recursos externos. En efecto, luego de captar recursos netos por unos 2,3 millones de dólares en 1980, el país hubo de transferir 267,5 millones de dólares al resto del mundo en 1985. El efecto negativo de tan grave vuelco se reflejó en la menor disponibilidad de recursos externos y, de este modo, en la contracción de las importaciones (cuadro 2). Dado que el sistema productivo de Bolivia depende en alto grado de las importaciones, tal evolución suscitó severos efectos recesivos, como que entre 1981 y 1986 el Producto Interno Bruto (PIB) se contrajo 16 por ciento.

El progresivo deterioro de la economía fue acompañado del debilitamiento de la situación financiera de las empresas, lo cual afectó por cierto la calidad de la cartera y el flujo de ingresos de los intermediarios financieros. La contracción de la actividad económica y la creciente incertidumbre del periodo se reflejaron en la disminución de 764 millones de dólares en 1981 a aproximadamente 48 millones en agosto de 1985 en los depósitos de los bancos.

Los problemas sociales y políticos contribuyeron decisivamente a agravar la crisis financiera. Entre 1979 y 1982 se sucedieron gobiernos militares, como consecuencia de la crisis misma y de la recurrente inestabilidad política de la sociedad boliviana. Sin embargo, ninguno de ellos fue capaz de encarar con éxito la crisis, debido en parte a su aislamiento internacional y a la inconsistencia de sus políticas económicas. Tampoco tuvo éxito el gobierno democrático que asume en octubre de 1982, a causa de la falta de acuerdo entre los partidos integrantes y la explosión de las demandas sociales antes reprimidas. Dado el clima de tensión e incertidumbre, el conflicto social se fue generalizando a todos los niveles

Cuadro 2
INFLUJO DE CAPITALES,
TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS
E IMPORTACIONES
(millones de dólares)

Año	Influjo de 1/ capital (1)	Pago a Factores 2/ (2)	Transferencia neta de recursos (3)=(1)-(2)	Importaciones
1980	269,1	266,8	2,3	678,4
1981	333,2	363,4	-30,2	975,4
1982	210,9	413,8	-202,9	577,5
1983	99,0	363,3	-264,3	589,1
1984	159,8	369,0	-209,2	491,6
1985	105,9	373,4	-267,5	692,9

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y de la Superintendencia de Bancos

- 1/ Corresponde a desembolsos de mediano y largo plazo de la deuda externa
- 2/ Corresponde a pago de factores de la cuenta corriente de la balanza de pagos

políticos y dando origen a una crisis de confianza en el sistema económico y, consiguientemente, en el sistema bancario. Cabe tener en cuenta que la desdolarización de 1982 constituyó una de las primeras medidas adoptadas por ese gobierno democrático, cuya gestión, por otro lado, es la que desencadena el proceso hiperinflacionario.

b) La desdolarización de 1982

En noviembre de 1982 el gobierno decretó la prohibición de operaciones en moneda extranjera en el sistema bancario. Todas las deudas en dólares fueron liquidadas, en consecuencia, en pesos bolivianos al tipo de cambio oficial vigente, que era aproximadamente 45 por ciento inferior al paralelo. En estas circunstancias, los prestatarios en dólares pagaron sus préstamos en pesos bolivianos a una tasa de cambio muy favorable. Por otro lado, a los depositantes en dólares les fueron devueltos sus depósitos a la misma tasa de cambio, con

lo cual los ahorros del público fueron prácticamente destruidos.

El objetivo central de la desdolarización consistía, empero, en aliviar el peso de la deuda que mantenía el sistema bancario privado nacional con la banca privada internacional. Una de las cláusulas del decreto de desdolarización estipulaba que el Banco Central proporcionaría dólares al tipo de cambio oficial a los bancos privados domésticos, a fin de que éstos pudiesen honrar sus obligaciones con el exterior. En los hechos, debido a la contracción del comercio exterior boliviano y a la reducción notable en el influjo neto de capitales, el Banco Central se vio imposibilitado de atender los requerimientos de la banca privada nacional, y ésta no pudo cumplir los compromisos pactados con sus acreedores extranjeros. Ello explica que en la actualidad la única fuente de fondos del sistema bancario se halle conformada por recursos internos. Como estos depósitos son de corto plazo, la maduración de la cartera de los bancos es también breve, lo que conspira contra la reactivación no sólo de los bancos, sino de la economía en su conjunto.

La desdolarización contribuyó asimismo a acelerar el proceso de desintermediación financiera y la fuga de capitales. En 1982, el total de depósitos a plazo de los bancos comerciales ascendía a unos 350 millones de dólares, cifra que había caído a la mitad a fines de 1985. La cartera de la bancos comerciales siguió un patrón similar, contrayéndose de un nivel de 276 millones de dólares en 1982 a 86,2 millones en 1985. A medida que la inflación aumentaba y la escasez de divisas se hacía más evidente, el dólar adoptó el nuevo rol de cambio en las transacciones internas. Se llegó al extremo de que todas las transacciones importantes pasaron a ser denominadas en esa moneda, dando lugar a una redolarización *de facto* de la economía, acentuada a través de la evasión de los controles gubernamentales sobre las transacciones en dólares, práctica en que incurrieron incluso algunas empresas del Estado. Se estima que a mediados de 1985 la fuga de capitales propiciada por empresas estatales alcanzaba a unos 40 millones de dólares, en forma de cuentas en el exterior.

c) La hiperinflación de 1984-85

La inflación, que comenzó a acelerarse en 1982, alcanzó en agosto de 1985 una tasa anualizada a doce meses de 20.000 por ciento, proceso al que contribuyeron una extensa gama

factores tanto económicos como sociales. Sin duda, uno de los elementos determinantes de la hiperinflación fue la merma de fondos externos utilizados para financiar el déficit fiscal, situación a la que se vio enfrentado un gobierno que carecía de la voluntad política necesaria, tanto para comprimir sus gastos corrientes como para recaudar los impuestos previstos. La cobertura del déficit público hubo de llevarse a cabo, entonces, a través de la expansión de crédito interno, con el impacto consiguiente sobre el nivel de precios.

Desatada la inflación, los gastos de gobierno aumentaron más rápidamente que los ingresos, lo que condujo a mayores incrementos en el déficit fiscal y en la expansión monetaria. A su vez, la ampliación de la oferta de dinero alentó más aún el proceso inflacionario, configurándose así un círculo vicioso entre déficit, expansión monetaria y precios, a consecuencia del cual a principios de 1984 la economía se sumió en la hiperinflación.

La posibilidad de captar para sí el impuesto inflación y el apreciable incremento de los márgenes de intermediación financiera, resultado de la disminución de los depósitos que devengaban intereses, llevaron a la banca a expandir el número de agencias y, consiguientemente, el tamaño de su planta de personal. También durante este período los bancos incurrieron importantes gastos de capital; de esta forma, la significación de los activos fijos respecto del total, cercana a 6 por ciento en 1980, subió a casi 20 por ciento en 1985.

Con estas medidas las entidades financieras buscaban protegerse de los efectos "erosivos" de la escalada de los precios. Sin embargo, en agosto de 1985, con la implantación de la política de ajuste y estabilización, la inflación fue detenida "en seco"; el crecimiento dinámico de la oferta monetaria, reducido; y la demanda de dinero especulativa, controlada. En estas circunstancias, los bancos se percataron de que la ampliación de sus sucursales y el aumento de personal efectuado en el período hiperinflacionario generaban gastos superiores a los retornos que sus carteras podían generar, en perjuicio de la rentabilidad del sistema.

d) Política monetaria y grado de intermediación financiera

Resulta importante examinar ahora la forma en que el régimen de política monetaria y crediticia influyó en el proceso de desintermediación financiera observado durante la primera mitad de los ochenta.

La política monetaria en este período estuvo supeditada por entero al comportamiento de las finanzas públicas. El crédito del Banco Central al sector público fue creciente en términos reales, alcanzando sus puntos más elevados en 1982 y 1983 (cuadro 3). Los datos para 1985 se hallan sesgados por la aplicación de la política de ajuste y estabilización, puesto que el crédito neto al sector público se tornó negativo inmediatamente después del inicio de ese programa económico. Ello fue posible gracias al aumento de ingresos del sector público y a la reducción de gastos a través del congelamiento de los depósitos del sector público en el Banco Central. El crédito al sistema bancario (para su subsecuente préstamo al sector privado) siguió un patrón similar al del crédito del sector público, aunque sus ritmos de crecimiento fueron menores.

Por otro lado, hasta antes de las profundas reformas económicas de agosto de 1985, las tasas de interés activas y pasivas eran fijadas en forma periódica por el Banco Central. En marzo de ese año se levantaron los controles sobre la tasa de interés activa y se determinó fijar una tasa de interés base para los depósitos. La aceleración de la tasa inflacionaria a partir de 1982 y el subsecuente estado hiperinflacionario de 1984-85 determinaron tasas de interés negativas en términos

Cuadro 3
FUENTE Y USO DE FONDOS
DE LOS RECURSOS DEL BANCO CENTRAL
(millones de Bs. de 1980)

	Uso de fondos			Total	Base monetaria	Fuente de fondos		
	Crédito neto al sector público	Crédito al sistema bancario	Otros activos netos			Crédito externo corto plazo	Crédito externo largo plazo	Patri- monio neto
1980	114,2	36,2	16,3	166,7	124,1	22,7	7,2	12,7
1981	116,6	34,8	38,3	189,7	117,3	46,3	14,5	11,6
1982	148,8	38,3	84,4	271,5	116,3	122,7	17,7	14,8
1983	117,5	23,0	66,3	206,8	83,1	15,0	97,5	11,2
1984	54,8	18,4	57,3	130,5	62,6	-12,2	67,4	12,7
1985	-46,5	39,4	95,8	88,7	45,5	-36,2	44,6	34,8

Fuente: Banco Central de Bolivia

Cuadro 4
TASAS DE INTERES ACTIVAS Y PASIVAS
EN EL SISTEMA BANCARIO
(porcentajes a fines del periodo)

	Tasa nominal de interés				Tasa real de interés			
	Activa		Pasiva		Activa*		Pasiva*	
	Bs	US\$	Bs	US\$	Bs	US\$*	Bs	US\$*
1980	27,8	-	18,0	-	-13,1	-	-19,9	-
1981	32,0	-	23,0	-	-0,1	-	-6,9	-
1982	45,0	-	32,0	-	-35,1	-	-40,8	-
1983	69,0	-	45,0	-	-54,9	-	-61,3	-
1984	157,0	-	140,0	-	-81,4	-	-82,6	-
1985	232,1	17,8	110,0	11,2	-97,2	13,9	-98,1	7,5

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia.

* Deflactado respecto a la inflación anual de EEUU.

reales nunca antes alcanzadas (cuadro 4). Hay que prevenir, sin embargo, que los datos correspondientes a 1985 están completamente sesgados por la hiperinflación imperante hasta agosto, de manera que las cifras mencionadas no reflejan los efectos de la liberalización de las tasas de interés.

Por último, las elevadas tasas de encaje legal prevalentes fueron otro de los factores que contribuyó al proceso de desintermediación financiera. La estructura de encaje legal del periodo 1980-85 manifiesta una clara distorsión. Hasta principios de 1985 existía un sesgo en contra de los depósitos a la vista en moneda extranjera (derivados de operaciones de comercio exterior) y de los bancos extranjeros. Sin embargo, a partir de agosto de 1985 se uniforma la tasa de encaje para bancos nacionales y extranjeros, quedando los depósitos en moneda extranjera y con cláusula con mantenimiento de valor exceptuados de la obligación de constituir reservas en el Banco Central.

En suma, del análisis precedente fluye que la combinación de recrudescimiento inflacionario, de controles sobre las tasas de interés y de una estructura distorsionada de la tasa de encaje legal determinaron imperante en el periodo 1980-85 determinaron, un pobre desempeño del sistema bancario, lo que, junto a los escasos o nulos incentivos para mantener activos financieros domésticos, dio origen a un agudo proceso de desintermediación financiera.

Un indicador del grado de intermediación financiera es el cociente entre los agregados reales (definido como M1 o M2) y el producto interno bruto real. El cociente M1/PIB alcanzó su punto máximo (9,5 por ciento) en 1980 y su nivel mínimo (3,7 por ciento) en 1985. El cociente M2/PIB experimentó similar comportamiento. Las colocaciones de préstamos experimentaron una evolución semejante a la de los agregados monetarios M1 y M2.

Cuadro 5
TASAS DE ENCAJE LEGAL EN EL SISTEMA BANCARIO
(porcentaje fin de periodo)

	<u>Bancos nacionales</u>		<u>Bancos extranjeros</u>	
	BS	US\$	BS	US\$
<i>Depósitos vista</i>				
1980	40	100	45	100
1981	40	100	45	100
1982	40	100	45	100
1983	60	100	68	100
1984	60	100	68	100
1985	50	-	50	-
<i>Caja de ahorros</i>				
1980	10	-	10	-
1981	10	-	10	-
1982	15	-	15	-
1983	30	-	30	-
1984	25	-	25	-
1985	20	-	20	-
<i>Depósitos a plazo fijo</i>				
1980	5	40	5	45
1981	5	40	5	45
1982	13	-	15	-
1983	30	-	32	-
1984	5	-	5	-
1985	10	-	10	-

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia

Cuadro 6
GRADO DE INTERMEDIACION FINANCIERA
(porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
M1/PIB	9,5	9,1	7,9	6,1	5,0	3,7
M2/PIB	12,4	13,9	13,5	9,2	6,1	4,7
Colocaciones/PIB	10,6	10,3	8,6	6,8	2,5	1,0

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

2. El régimen de regulación

A fines de la década de los sesenta se introdujeron diversos cambios en las disposiciones de la Ley General de Bancos, particularmente en lo tocante a los requisitos de capital, que provocaron gran confusión, al punto que la institución encargada de supervisar el sistema bancario fue incapaz de cumplir sus labores eficientemente. Acerca del uso de términos tales como capital pagado, capital líquido, capital no líquido y capital y reservas,² se suscitaron intensas controversias conceptuales.

De acuerdo a la Ley General de Bancos (artículo 135), el capital (pagado) líquido y las reservas de un banco comercial no podrían ser inferiores a un tercio de sus obligaciones totales (exigibles a la vista y plazo, más pasivos contingentes); el artículo 179 fijó en 10 por ciento el capital líquido y reservas de un banco hipotecario (o sección hipotecaria de un banco comercial) con respecto al monto total de letras en manos del público. La intencionalidad de estas disposiciones era establecer un adecuado control sobre la captación de recursos por el sistema bancario y determinar el nivel de capital de riesgo que la banca debía mantener en forma líquida. El capital pagado "no líquido" estaría formado por activos fijos.

2. La Ley general de Bancos define el capital "pagado" como la parte del capital "suscrito" ya pagado. De acuerdo al Artículo 51, el capital pagado es totalmente líquido. Se entiende por capital suscrito el capital autorizado que los accionistas se han comprometido a pagar.

En julio de 1968, los bancos hipotecarios (o secciones hipotecarias de bancos comerciales) fueron autorizados a emitir letras hipotecarias por un monto equivalente hasta 15 veces su "capital y reservas". En agosto de 1975 se fijó en 15 a 1 las relaciones deuda directa (exigibles a la vista y a plazo)-capital pagado y deuda contingente-capital pagado. En marzo de 1978 se establecieron los siguientes márgenes de endeudamiento para la banca nacional con relación al capital más reservas patrimoniales: 20 veces en depósitos y 10 veces en contingentes. Finalmente, en julio de 1985 se fijó en 15 a 1 la relación deuda directa-capital pagado más reservas patrimoniales para la banca nacional, y el mismo límite de endeudamiento para operaciones contingentes.

De lo anterior se deduce una falta de consistencia en el uso de los conceptos (e. g. el concepto de obligaciones totales es mayor al de deuda directa), lo cual provocó confusiones que no pudieron ser aclaradas ni resueltas. Ello impidió establecer los márgenes de endeudamiento apropiados, dada la duración limitada de las disposiciones legales sobre incremento de capital.

La Ley General de Bancos, que data de 1928, faculta a la entidad fiscalizadora a intervenir cualquier entidad bancaria con graves problemas de solvencia e iniciar las acciones para su liquidación. Al mismo tiempo, prevé la posibilidad de suspender las acciones de liquidación si las causas que motivaron la intervención han sido superadas.

En lo tocante a la relación activos fijos-capital, la Ley General faculta a los bancos comerciales e hipotecarios a invertir parte de su capital pagado líquido en bienes raíces, terrenos y edificios necesarios para la transacción de sus negocios (artículo 136). Posteriormente, en mayo de 1955 se permitió a la banca privada invertir hasta el 35 por ciento de su capital pagado en bienes inmuebles. En 1978 esa proporción alcanzó a 60 por ciento, del cual el 80 por ciento debía destinarse a uso propio y el restante 20 por ciento a producir renta. Por último en junio de 1981 esa proporción se incrementó 70 por ciento, debiendo destinarse a lo menos la mitad a uso propio y el resto para generar renta.

En cuanto a la concentración de cartera, el artículo 439 de la Ley General de Bancos estipulaba que ninguna institución bancaria podía asumir con un solo prestatario, sociedad o corporación un riesgo total superior al 20 por ciento del capital pagado. Este tope comprendía el total del crédito, directo o indirecto, con personas naturales o jurídicas entre las que existiese vinculación económica. En varias oportuni-

des se introdujeron cambios destinados a ampliar o reducir este límite, según las circunstancias financieras imperantes en el sistema bancario. Tales modificaciones hicieron discrecional el manejo de la concentración de cartera, al quedar el Banco Central facultado para decidir acerca de solicitudes de los diferentes bancos para sobrepasar ese límite. Adicionalmente a la relación del 20 por ciento, se fijaron topes máximos en montos absolutos, según si el crédito estaba dirigido al sector productivo o al comercial. Esta última disposición no tomaba en cuenta el tamaño relativo del banco e ignoraba el carácter tangible del dinero, con lo se hizo prácticamente imposible.

Por otra parte, las normas acerca de provisiones establecían los montos respectivos en función del promedio de créditos incobrables durante los últimos tres años en relación a la cartera total. Para este propósito se consideraban incobrables las obligaciones que el deudor había dejado de cumplir durante un año, y respecto de las cuales, no obstante la interposición de acciones judiciales, no se había logrado el embargo ni la retención de bienes. Sin embargo, para que un crédito fuese registrado como incobrable se requería adicionalmente la aprobación del ente fiscalizador, aspecto que dio lugar a que en la práctica las provisiones sobre incobrables derivasen de las recomendaciones de las auditorías externas anuales aplicadas a las instituciones bancarias.

La sucesión de modificaciones, algunas de ellas contradictorias e incluso incompatibles, en lo tocante a estas tres últimas regulaciones, comprueba que los problemas fueron abordados globalmente. En periodos extremadamente críticos, como el de la hiperinflación de 1984-85, la profusión de decretos y resoluciones se tradujo en la práctica en una grave inoperancia e ineficiencia.

3. Situación financiera de la banca comercial

Las medidas de política y las condiciones económicas imperantes durante la primera mitad de los ochenta afectaron básicamente la solvencia externa de la banca comercial, en especial a través de la desdolarización. Esta fórmula era en principio ventajosa para los bancos comerciales, ya que les permitía cubrir sus obligaciones externas mediante depósitos en moneda nacional a la tasa de cambio oficial en el Banco Central de Bolivia, obligándose este último a honrar el pasivo externo. Sin embargo, ese organismo se vio imposibilitado, en la práctica, de cubrir estas obligaciones con el exterior. El

gobierno logró dar una solución a la deuda con la banca comercial, a través de la recompra de la misma, recién en 1988, cuando el sector había ya perdido el acceso al crédito externo, previéndose que tendrá que transcurrir un buen tiempo todavía para que se recupere la confianza de la banca internacional. Por otra parte, el desarrollo del sistema bancario estuvo caracterizado por la falta de supervisión, debido en parte a la impracticabilidad de la misma, en el marco de un proceso económico altamente inestable y en el que el costo de oportunidad del incumplimiento de las regulaciones era cercano a cero. Al mismo tiempo, pese a que el régimen de regulación era confuso, no se hicieron intentos por modificarlo y adecuarlo a las nuevas condiciones económicas, de manera de preservar la solvencia del sistema)

Los problemas de solvencia externa y la incapacidad del régimen de regulación y supervisión para enfrentar eficazmente la coyuntura derivaron en problemas generalizados en detrimento de la rentabilidad del sistema bancario. Cabe destacar, empero que los bancos reaccionaron en forma diferenciada ante la crisis, lo que es atribuible a lo heterogéneo de sus Instituciones financieras.

a) Problemas asociados a la rentabilidad

Durante el período hiperinflacionario, la rentabilidad de la banca comercial se vio erosionada por un conjunto de problemas comunes, entre los que destacaron: i) el aumento de la cartera en mora, principalmente de aquella en proceso de ejecución; ii) el sustancial incremento de los costos de administración, los cuales llegan en 1984 a representar 17 por ciento del activo y 37 por ciento de la cartera total de préstamos, sobrepasando en el caso de los bancos extranjeros y del Estado a los ingresos derivados de las operaciones de cartera; y iii) la creciente significación de los activos distintos a las colocaciones, la cual llega en 1985 a 57 por ciento del total de los activos.

La dramática disminución de los recursos financieros del sistema bancario, consecuencia de la desdolarización y la hiperinflación, condujo previsiblemente a una reducción de la magnitud de las operaciones de crédito. A partir de 1982 la cartera en mora empieza a aumentar, como consecuencia tanto

Cuadro 7
ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE PRESTAMOS
(porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Bancos privados y del Estado (100,0%)						
Cartera vigente	84,3	83,3	68,0	72,9	75,1	64,0
Cartera en mora	17,0	19,6	34,1	29,8	25,9	39,0
d/c En ejecución	13,3	16,8	20,2	27,2	23,2	37,2
Provisión incobrables	-1,4	-2,9	-2,1	-2,7	-1,0	-3,0
Bancos privados nacionales (100,0%)						
Cartera vigente	86,1	88,0	76,0	81,0	83,4	86,0
Cartera en mora	15,3	13,8	26,1	21,6	17,9	16,5
d/c En ejecución	12,1	10,7	15,1	17,9	13,0	13,8
Provisión incobrables	-1,4	-1,8	-2,0	-2,5	-1,3	-2,4
Bancos extranjeros (100,0%)						
Cartera vigente	88,1	75,2	41,4	54,3	37,0	28,3
Cartera en mora	17,8	31,9	66,5	61,4	64,6	72,6
d/c En ejecución	15,0	22,6	35,0	59,2	64,0	72,6
Provisión incobrables	-5,9	-6,9	-7,9	-15,7	1,57	-0,7
Banco del Estado (100,0%)						
Cartera vigente	80,0	72,6	57,5	63,0	68,8	43,2
Cartera en mora	20,1	32,4	43,4	38,1	31,5	60,9
d/c En ejecución	14,6	30,9	28,0	37,5	30,9	59,5
Provisión incobrables	-0,1	-5,0	-1,0	-1,2	-0,4	-4,1

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

de la caída de la actividad económica productiva como de la desdolarización.³

3. La cartera en mora está dividida en cartera vencida y en ejecución. Los créditos en ejecución, de acuerdo a las normas establecidas, corresponden a la cartera vencida después de pasados los noventa días de la fecha de vencimiento e iniciadas las acciones legales para su cobro. Los bancos no pueden seguir devengando intereses sobre tales créditos.

Durante el periodo de la hiperinflación la cartera en ejecución aumenta en forma vigorosa, llegando a representar en 1985 más del 37 por ciento de la cartera total. Sin embargo, la significación de las provisiones para créditos incobrables se mantuvo casi constante en alrededor del 3 por ciento de la cartera total.

Los más afectados por el incumplimiento de sus clientes fueron los bancos extranjeros y el Banco del Estado (cuadro 7). La cartera en mora de los primeros representó más del 60 por ciento de la cartera total en el periodo 1982-85, llegando este último año a significar 73 por ciento, correspondiente casi en su totalidad a cartera en ejecución. En cuanto a los bancos nacionales, la cartera en ejecución después de la desdolarización alcanzó en 1983 un máximo de 18 por ciento de la cartera total.

Cuadro 8
COSTOS DE ADMINISTRACION EN RELACION AL ACTIVO
Y A LA CARTERA DE PRESTAMOS
(porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Bancos privados y del Estado						
Activo	n.d.	7,0	7,3	8,1	17,2	n.d.
Cartera neta	n.d.	11,3	12,8	16,2	37,5	n.d.
Cartera vigente	n.d.	13,5	17,0	23,0	50,7	n.d.
Bancos privados nacionales						
Activo	n.d.	6,5	6,7	8,1	17,2	n.d.
Cartera neta	n.d.	10,2	11,7	17,6	41,9	n.d.
Cartera vigente	n.d.	11,7	14,3	22,5	51,0	n.d.
Bancos extranjeros						
Activo	n.d.	9,8	5,5	5,1	3,7	n.d.
Cartera neta	n.d.	17,5	10,6	13,3	13,1	n.d.
Cartera vigente	n.d.	21,5	19,0	28,1	29,2	n.d.
Banco del Estado						
Activo	n.d.	6,6	5,2	7,2	20,6	n.d.
Cartera neta	n.d.	11,0	8,8	10,5	29,1	n.d.
Cartera vigente	n.d.	14,5	13,6	17,4	44,1	n.d.

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

n.d. Información no disponible.

Cuadro 9
ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS
(porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Bancos privados y del Estado (100,0%)						
Cartera neta	63,0	60,8	53,6	47,0	44,9	43,0
Resto de activos	37,0	39,2	46,4	53,0	55,1	57,0
d/c Activos fijos	6,7	6,8	9,5	11,6	12,4	21,0
Bancos privados nacionales (100,0%)						
Cartera neta	64,2	63,2	51,3	41,1	40,7	35,5
Resto de activos	34,8	35,6	47,7	57,8	58,7	64,1
d/c Activos fijos	7,0	6,8	12,3	14,8	17,4	26,5
Bancos extranjeros (100,0%)						
Cartera neta	55,8	57,1	47,2	30,5	25,9	26,4
Resto de activos	44,2	42,9	52,8	69,5	74,1	73,6
d/c Activos fijos	17,5	10,0	10,2	12,6	2,5	18,1
Banco del Estado (100,0%)						
Cartera neta	65,0	55,5	62,9	74,4	67,3	66,5
Resto de activos	35,0	44,5	37,1	25,6	32,6	33,5
d/c Activos fijos	4,9	5,2	1,1	0,2	3,3	9,7

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

La significación de los costos de administración respecto de la cartera vigente subió de 10 a 45 por ciento entre 1981 y 1984 (cuadro 8), cifra bastante alta para el promedio de países en desarrollo. Las principales explicaciones residen en el período hiperinflacionario y tienen que ver con: i) la sustancial desmonetización y desintermediación de fondos; ii) la multiplicación de oficinas y sucursales de los bancos nacionales.

Los elevados márgenes (*spreads*) entre las tasas efectivas de interés activas y pasivas permitieron financiar los altos costos de administración, especialmente en 1984 y 1985, años en que la inflación se desboca por completo.

b) *Comportamiento diferenciado ante la crisis*

La banca comercial tuvo un comportamiento diferenciado para enfrentar la crisis. Los bancos nacionales fueron los que mejor pudieron adaptarse al ambiente de inestabilidad económica e incertidumbre, logrando generar utilidades durante el periodo previo de desencadenamiento de la hiperinflación e incluso durante ésta. En contraste, la banca extranjera y el Banco del Estado enfrentaron dificultades que deterioraron aún más su situación financiera.

La banca privada nacional logró mantener su situación financiera, no obstante el agudo proceso de desmonetización y desintermediación, debido básicamente a: i) la captación del impuesto inflación, ya que los depósitos del público estaban concentrados principalmente en los bancos privados nacionales; ii) los elevados márgenes financieros, consecuencia de la dramática disminución de los depósitos que devengan intereses, a los que se agregaron significativos márgenes entre las tasas de interés sobre colocaciones y captaciones; y iii) la inversión efectuada en activos reales como mecanismo para protegerse de la alta inflación (cuadro 9).

Una de los principales expedientes que permitieron a la banca nacional generar utilidades durante de la crisis fueron los elevados márgenes entre las tasas efectivas de interés activas y pasivas. Si bien las tasas de interés eran fijadas en términos anuales por las autoridades, los bancos empezaron a componer la tasa sobre colocaciones en función de los plazos, los cuales se habían acortado incluso a un día. De esta forma, la tasa nominal de interés efectiva anual alcanzaba niveles exorbitantes, lo que ayudaba a los bancos nacionales a compensar la caída en el volumen de créditos. Este comportamiento en materia de composición de la tasa de interés era también una forma de incorporar la tasa de inflación esperada y de protegerse de una rápida descapitalización. El margen financiero medio, que se mide en relación a la cartera, sube de 12 por ciento en 1982 a 46 por ciento en 1984, en tanto que la tasa media de rendimiento de cartera de los bancos privados nacionales se eleva de 28 por ciento en 1981 a 126 por ciento en 1984 (cuadro 10).

Los bancos extranjeros y del Estado tenían restricciones de tipo institucional que restaban autonomía a sus decisiones e les impedían actuar con flexibilidad frente a la crisis. La reacción de los bancos extranjeros frente a la inestabilidad e incertidumbre económicas fue reducir al máximo sus operaciones de intermediación financiera, sin pertacarse de que con

Cuadro 10
MARGEN FINANCIERO Y TASA MEDIA DE
RENDIMIENTO DE LA CARTERA DE PRESTAMOS
(porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Bancos privados y del Estado						
Margen financiero/cartera	n.d.	9,3	3,9	17,1	31,9	n.d.
Tasa media de rendimiento de cartera 1/	n.d.	25,4	37,2	57,4	84,6	n.d.
Bancos privados nacionales						
Margen financiero/cartera	n.d.	12,5	15,1	23,0	46,3	n.d.
Tasa media de rendimiento de cartera 1/	n.d.	28,5	46,5	76,8	126,5	n.d.
Bancos extranjeros						
Margen financiero/cartera	n.d.	13,5	4,7	11,1	5,5	n.d.
Tasa media de rendimiento de cartera 1/	n.d.	25,7	15,4	27,4	12,9	n.d.
Banco del Estado						
Margen financiero/cartera	n.d.	-0,8	-31,7	3,4	9,5	n.d.
Tasa media de rendimiento de cartera 1/	n.d.	18,9	8,2	18,2	19,8	n.d.

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

1/ Definida como ingresos financieros/cartera.

n.d. Información no disponible.

ello limitaban sus posibilidades de captar el impuesto inflación. Dado que la desdolarización convirtió la cartera en moneda extranjera a moneda nacional, los bancos extranjeros se encontraron carentes, en medio de devaluaciones del tipo de cambio, de los recursos necesarios para haber frente a sus obligaciones externas, con grave perjuicio de su solvencia.

El desacertado manejo de la política económica y la aguda inestabilidad económica y social no podían menos que afectar a todos los bancos comerciales. Lo diferenciado del impacto es atribuible a la composición significativamente distinta de los respectivos portafolios de cartera y depósitos al momento de la desdolarización. Los bancos extranjeros y el

Banco del Estado tenían ya antes del estallido de la crisis elevados porcentajes (casi un tercio del total) de la cartera en mora. En el caso de los bancos extranjeros, más del 34 por ciento de su portafolio de créditos correspondía a préstamos denominados en moneda extranjera, resultado directo del mayor acceso que tenían al crédito externo sus casas matrices. Las obligaciones externas de corto y mediano plazo representaban una fracción apreciable de sus pasivos, cercana al 100 por ciento en 1985 (cuadro 11). En contraste, las fuentes de financiamiento de la banca nacional estaban ligadas principalmente a los depósitos del público y, en menor proporción, a los recursos refinanciados del Banco Central.

Cuadro 11
ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS
(porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Bancos privados y del Estado (100,0%)						
Depósitos del público	67,6	69,7	55,8	58,7	38,1	26,3
Pasivos con el BCB	12,3	12,4	9,6	6,0	9,8	12,1
Pasivos externos	20,1	17,9	34,6	35,3	52,1	61,5
Bancos privados nacionales (100,0%)						
Depósitos del público	77,4	75,3	72,6	71,7	52,8	39,4
Pasivos con el BCB	12,7	11,9	7,6	6,2	13,3	17,8
Pasivos externos	9,8	12,8	19,7	22,1	33,9	42,8
Bancos extranjeros (100,0%)						
Depósitos del público	61,2	60,0	31,2	24,7	8,4	4,0
Pasivos con el BCB	6,5	7,3	2,8	2,9	0,3	0,0
Pasivos externos	32,4	32,7	65,9	72,4	91,4	96,0
Banco del Estado (100,0%)						
Depósitos del público	52,8	58,2	34,2	37,2	20,3	11,0
Pasivos con el BCB	15,4	16,2	13,7	7,2	7,3	6,9
Pasivos externos	31,8	25,6	52,1	55,6	72,4	82,1

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos

III. LIBERALIZACION FINANCIERA: 1985-88

Agosto de 1985 marca el inicio de un cambio radical en la política económica. De una economía regulada que protege al mercado interno, acompañada de medidas de corte populista, se pasa a una economía desregulada, abierta al comercio exterior e instrumentada por medidas de ajuste y liberalización. En términos de Mc. Kinnon (1973), se habría pasado de un ambiente de "represión" financiera en el que prevalecen controles sobre las tasas de interés, a otro de supuesta liberalización financiera, en el cual las tasas de interés son desreguladas.

En este capítulo se hará una breve revisión de las bases conceptuales de la política de ajuste y estabilización iniciada en agosto de 1985 y de la forma en que este vuelco influyó en el grado de intermediación financiera. Serán analizadas también las reformas que fueron introducidas en julio de 1987, ante la urgencia de introducir modificaciones en los regímenes de regulación, supervisión y encaje legal, que hasta entonces no habían sido objeto de cambio alguno. Es decir, se había modificado el régimen de política económica, pero no el de regulación y supervisión bancaria, dando lugar por tanto a una asimetría entre ambos. Finalmente, se procederá a evaluar el desempeño del sistema bancario a partir del programa de ajuste y estabilización de 1985 y de las reformas financieras de 1987.

1. Ajuste, liberalización y régimen de regulación

La política de ajuste y estabilización implantada en agosto de 1985 apuntaba a dos objetivos principales, uno de corto plazo, restituir los desequilibrios macroeconómicos, y otro de largo aliento, transformar la economía.

Con el fin de restituir el equilibrio macroeconómico, se aplicaron dos acciones básicas de política. La primera consistió en un choque contractivo de demanda agregada, a través de políticas restrictivas en los campos monetario y fiscal. El segundo conjunto de acciones de política tuvo que ver con el ajuste en los precios relativos. En este sentido, fueron eliminadas las restricciones cuantitativas al control de precios, el régimen del tipo de cambio fijo fue sustituido por un esquema de subasta pública de divisas y se liberalizaron las tasas de interés. Al mismo tiempo, se dispuso la reposición de depósitos

bancarios en moneda extranjera, así como aquellos en moneda nacional con cláusula dólar exentos de encaje legal.

El ajuste en los precios relativos se llevó adelante por dos razones: primero, para restituir a las señales de mercado el carácter de mecanismos eficientes en la asignación de recursos; y segundo, para contribuir a equilibrar la balanza de pagos.

Las acciones de política encaminadas a alcanzar el objetivo de largo plazo se apoyaron en la apertura de la economía al comercio y a los flujos financieros externos, a través de la reducción de las restricciones comerciales y de la apertura de flujos de capital externos. Con objeto de aumentar la competitividad internacional de Bolivia y de estimular las oportunidades de crecimiento.

Simultáneamente se acometieron importantes reformas económicas e institucionales, entre las que destacaron la reforma tributaria de marzo de 1986 y la desgravación arancelaria a una tasa uniforme del 20 por ciento en junio siguiente. Las reformas institucionales buscaban, principalmente, mejorar la eficiencia de las empresas públicas, sometiendo su funcionamiento a señales que reflejaran su costo de oportunidad.

En términos de resultados, el programa de ajuste boliviano puede calificarse de exitoso. En efecto, la significación del déficit fiscal respecto del PIB disminuyó de 26,5 por ciento en 1984 a 7,5 por ciento en 1988; la inflación media anual declinó de 11.749 por ciento en 1985 a 16,5 por ciento en 1988; las reservas internacionales netas aumentaron de 104 millones de dólares a 161 millones, reflejo del mejoramiento de la balanza de pagos; y luego de cinco años de continuo deterioro del producto, la economía mostró signos de recuperación en 1987 y 1988.

Hasta aquí hemos revisado en términos muy generales los objetivos y los instrumentos del programa económico de 1985. Ahora cabe preguntar si efectivamente hubo un proceso de liberalización financiera a partir de esa fecha. Sin embargo, quizás sea preciso dilucidar previamente las condiciones "convencionales" que definen un proceso de liberalización financiera.

Mc. Kinnon (1973) y Fry (1980), entre otros, señalan dos condiciones básicas al respecto: la liberalización de las tasas de interés y la disponibilidad de una estructura de encaje legal que no obstaculice el rol de la intermediación financiera. En la medida que se establezcan controles sobre las tasas de interés y, adicionalmente, se impongan tasas de encaje legal elevadas se estará castigando tanto directa como indirectamente la

rentabilidad de los depositantes y "reprimiendo" el flujo de fondos prestables. En otras palabras, se estará interfiriendo en el rol de intermediador de recursos de capital escasos que cabe al sistema bancario.

Por nuestra parte, postulamos que existen otras dos condiciones "convencionales" que definen un proceso de liberalización financiera. La primera está relacionada con el incremento de la capacidad de los bancos para tomar decisiones sobre sus carteras de activos y de pasivos; la otra tiene que ver con el régimen de regulación, al margen por supuesto de las medidas encaminadas a aminorar la inflación. En lo posible, el régimen de regulación y supervisión de solvencia de la banca debe asegurar el funcionamiento de un eficiente régimen de control de calidad de cartera que: i) muestre con la mayor transparencia la verdadera situación patrimonial de la banca, ii) evite la concentración del crédito, y iii) administre eficientemente los créditos impagos. También es de esperar que las exigencias en materia de capital fortalezcan sus bases y permitan que la banca encare en buen pie los riesgos inherentes a esta actividad.

La revisión de los instrumentos del programa económico de 1985 deja en evidencia que las medidas en favor de la liberalización financiera consistieron en la abolición de los controles sobre las tasas de interés y la asignación del crédito. Ellas sumadas a la restitución de las operaciones en moneda extranjera, permitieron a los bancos diversificar sus operaciones de intermediación y ampliar sus operaciones hacia la prestación de otros servicios financieros. A su turno, la estructura de las tasas de encaje legal y el régimen de regulación y supervisión de la solvencia de la banca se mantuvieron vigentes durante los dos primeros años del programa económico. Este hecho sugiere que la preocupación básica e inmediata era derrotar la hiperinflación, que en agosto de 1985 había alcanzado una tasa anualizada de 20.000 por ciento, e inicialmente todos los instrumentos, desde la reducción de aranceles hasta la liberalización de las tasas de interés coincidieron en ese propósito. En efecto, la liberalización de las tasas de interés dio lugar en un principio a que la tasa de interés real se ubicara en niveles altos, desapareciendo así las exageradas ganancias de capital en el mercado cambiario.

Recién en julio de 1987 se incorpora al programa económico de ajuste y estabilización el matiz "adicional" de liberalización financiera, al modificarse tanto la estructura y el nivel del encaje legal, como el régimen de regulación y supervisión de la banca.

2. El grado de intermediación financiera

En rigor, entre 1985 y 1987 no hubo un claro proceso de liberalización financiera. El levantamiento de las regulaciones que pesaban sobre las tasas de interés, funcionó en un comienzo como una herramienta para moderar las expectativas alcistas respecto del tipo de cambio y conferir mayor credibilidad al programa económico. Tras la liberalización, las tasas de interés nominales subieron a niveles altos, los cuales, sumados a la desaceleración en el crecimiento de los precios, determinaron elevadas tasas reales de interés (cuadro 12).

Este último fenómeno, empero, no es una peculiaridad de la experiencia boliviana de estabilización. Como lo señalan Dornbusch y Fischer (1986), en la mayoría de casos de este tipo, luego de agudos procesos de hiperinflación, las tasas reales de interés se mantienen elevadas, a menos por algún tiempo.

Al inicio de la estabilización, es posible que las elevadas tasas de interés hayan reflejado una insuficiente credibilidad en el programa y la percepción de que los agentes económicos anticipaban una mayor inflación o una devaluación. El deslizamiento monetario observado a fines de 1985 muestra que la vigorosa expansión del crédito doméstico, con el objeto de cancelar obligaciones pendientes del gobierno, provocó un alza significativa de las tasas de interés. Simultáneamente, aumentaron el tipo de cambio y los precios internos.

Puede afirmarse que recién en 1986 el programa de estabilización comienza a aplicarse en forma consistente y a concitar confianza. A fines de 1986 se reprodujo el mismo episodio del año anterior, pero esta vez el Banco Central disponía de un mayor volumen de reservas acumuladas y de experiencia como para esterilizar la emisión excedente y recuperar la estabilidad de inmediato, sin generar presiones indeseables sobre el tipo de cambio, los precios y las tasas de interés.

Conviene advertir que la credibilidad no se logra sólo con la imposición de controles monetarios o sobre el tipo de cambio. Las experiencias de otros países demuestran que se requiere suscitar asimismo la fuerte convicción de que el déficit fiscal se encuentra bajo control. Lo notable de la experiencia de Bolivia lo constituyen los logros en materia fiscal, ya que a la reducción del déficit se sumaron la estabilidad monetaria y el descenso de las tasas de interés.

Un aspecto que se debe resaltar es que en Bolivia el nivel de la tasa real de interés es un condicionante para la

movilización de depósitos (Protasi y Vogel, 1986). Sin embargo, el mantenimiento de elevadas tasas reales para atraer depósitos implica elevadas tasas reales activas para los tomadores de préstamos, lo cual no sólo inhibe la inversión, sino que genera dificultades para el volumen de créditos vigentes. Téngase en cuenta además que la tasa activa incluye el margen de los intermediarios financieros. El sistema bancario se caracteriza por tener significativos márgenes de intermediación, resultado de elevados encajes (especialmente en el período 1985-87) y de la reducción forzosa del volumen operativo, para el cual el sistema se encuentra sobredimensionado, manteniendo en algu-

Cuadro 12
TASAS ANUALES ACTIVAS Y PASIVAS
EN EL SISTEMA BANCARIO
Tasa nominal de interés
(porcentajes, a fines cada periodo)

	Activa		Pasiva	
	BS	US\$	BS	US\$
1980	27,88	-	18,00	-
1981	32,00	-	23,00	-
1982	45,00	-	32,00	-
1983	69,00	-	45,00	-
1984	157,00	-	140,00	-
1985 I	34,60	-	20,00	5,00
II	44,60	-	25,00	5,00
III	386,50	18,00	120,00	10,00
IV	232,10	17,80	110,00	11,20
1986 I	223,10	20,40	12,95	14,00
II	98,10	22,60	48,90	15,00
III	79,60	22,00	39,70	15,00
IV	65,80	23,00	33,40	14,90
1987 I	50,80	23,60	28,90	15,10
II	49,30	25,80	27,50	15,50
III	45,90	28,20	29,50	16,00
IV	39,50	26,00	29,10	15,60
1988 I	38,70	26,30	28,30	15,80
II	34,30	23,70	25,70	16,00
III	35,40	22,70	24,70	15,30
IV	35,00	22,60	24,80	14,90

Cuadro 12 (continuación)
TASAS ANUALES ACTIVAS Y PASIVAS
EN EL SISTEMA BANCARIO
Tasa real de interés
(porcentajes, a fines cada periodo)

	Activa		Pasiva	
	BS	US\$ (*)	BS	US\$ (*)
1980	-13,14	-	-19,86	-
1981	-0,09	-	-6,90	-
1982	-35,60	-	-40,80	-
1983	-54,93	-	-61,33	-
1984	-81,39	-	-82,62	-
1985				
I	-82,80	-	-84,70	1,30
II	-89,90	-	-91,30	1,20
III	180,90	14,20	27,00	6,50
IV	21,00	12,80	-23,50	7,40
1986				
I	137,40	16,80	68,50	10,68
II	66,30	20,70	25,10	13,20
III	71,70	20,00	33,70	13,10
IV	40,80	21,40	13,30	13,50
1987				
I	41,10	20,90	20,60	12,60
II	40,70	21,20	20,20	11,30
III	37,50	23,10	22,10	11,40
IV	26,20	20,60	16,80	10,60
1988				
I	36,60	21,50	26,10	11,40
II	24,40	18,80	16,70	11,40
III	26,00	18,10	16,00	10,70
IV	31,10	18,00	21,20	10,30

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia

(*) Deflactado respecto a la inflación anual de EEUU.

nos casos activos no rentables de baja calidad y en buena medida inmovilizados. Asimismo, la potencial insolvencia mostrada por algunos bancos comerciales durante 1987 y el seguro implícito del Estado sobre depósitos bancarios crearon estímulos para que las entidades financieras llevaran a cabo inversiones riesgosas, exponiéndose a riesgos de cambio, incobrabilidad, etc., y ofrecieran tasas de interés cada vez más elevadas a fin de obtener la liquidez necesaria para cubrir el déficit de caja derivado de los altos costos operativos.

Cuadro 13
GRADO DE INTERMEDIACION FINANCIERA
(porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984
M1/PIB	9,5	9,1	7,9	6,1	5,0
M2/PIB	12,4	13,9	13,5	9,2	6,1
Colocaciones/PIB	10,6	10,3	8,6	6,8	2,5
	1985	1986	1987	1988	
M1/PIB	3,7	4,1	5,1	5,6	
M2/PIB	4,7	6,1	6,7	7,0	
Colocaciones/PIB	1,0	4,9	5,6	6,0	

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

Los depositantes, seguros de que el Estado se hará cargo de sus depósitos en caso de insolvencia de la institución a la que se los han confiado, no se preocupan del riesgo potencial que ello entraña. Adicionalmente, como fruto de la experiencia de la desdolarización de 1982, las tasas de interés pasivas reflejan una prima de pago muy alta. Estos factores contribuyen a mantener elevadas las tasas de interés.

La consistencia entre la política fiscal y la política monetaria con el objeto de controlar la hiperinflación, más la redolarización "oficial" a través de la autorización otorgada a los bancos para que captasen depósitos en moneda extranjera, fueron factores que contribuyeron a elevar el monto de depósitos en el sistema bancario (de 48 millones de dólares en agosto de 1985 a 382 millones de dólares en 1989) y, por consiguiente, a mejorar el grado de intermediación financiera. En efecto, entre 1985 y 1988 el cociente M1/PIB aumentó de 3,7 a 5,6 por ciento, en tanto que el coeficiente M2/PIB lo hizo de 4,7 a 7 por ciento (cuadro 13). No obstante, el grado de monetización del sistema siguió siendo inferior al de principios de la presente década. Cabe destacar que alrededor del 90 por ciento del aumento de los depósitos en el sistema bancario corresponde a operaciones de corto plazo (hasta 90 días), dando lugar a que también las colocaciones del sistema sean de corta maduración. Estas últimas experimentaron un fuerte crecimiento a partir de 1986, hasta alcanzar en 1988 una significación del orden del 6 por ciento del producto; sin

embargo, este nivel es todavía bastante inferior al prevaliente a comienzos de los ochenta.

En suma, el proceso de ajuste y estabilización iniciado en agosto de 1985 exhibe dos subperíodos en materia de liberalización financiera. En el primero (1985-87), la desregulación de las tasas de interés se subordina a los objetivos de estabilización; en el segundo subperíodo, que se abre en 1987, las reformas financieras introducidas en julio de ese año definen más nitidamente el inicio de un proceso de liberalización financiera.

3. La reforma de 1987

La desregulación de las tasas de interés entre 1985 y 1987 se desarrolló en el vacío, en ausencia de un régimen regulatorio adecuado acerca de eventuales situaciones de insolvencia y en el contexto de una banca muy debilitada. Y por si fuera poco, el proceso tuvo lugar en un período en el que el Banco Central se encontraba en fase de reestructuración, y en el que además las labores de superintendencia de bancos seguían a cargo de la división de fiscalización de aquel organismo. No es de extrañar en este ambiente que el Banco Central haya debido decretar en 1987 el cierre de tres bancos que habían enfrentado problemas de solvencia. Si bien la legislación vigente no contempla en forma explícita el otorgamiento de una garantía estatal sobre los depósitos del público, el Banco Central procedió a honrar los depósitos efectuados en estos bancos en razón a que la política oficial era de mantener la confianza en el sistema bancario. Todos estos factores contribuyeron sin duda a disminuir tanto la calidad de la intermediación financiera como la confianza en el sistema, lo que se manifestó en problemas puntuales tales como altas tasas de interés e insuficiencia en la canalización de créditos a los sectores productivos.

El gobierno acometió en julio de 1987 una reforma financiera orientada a conseguir un triple propósito: i) asegurar la consistencia necesaria a la relación entre la política de liberalización de tasas de interés y el régimen de regulación y supervisión de solvencia de la banca; ii) reducir el costo del crédito; y iii) mejorar la condición financiera de los bancos y la confianza en el sistema. Por tanto, las reformas implantadas son agrupables en dos áreas de acción: i) régimen de tasas de interés y encaje legal; y ii) régimen de regulación y solvencia de la banca.

a) Tasas de interés y encaje legal

El gobierno decidió mantener el régimen de determinación de tasas de interés a través del mercado. Sin embargo, para atenuar el problema de las altas tasas de interés que confrontaban los sectores productivos, el Banco Central quedó autorizado para refinanciarles líneas de crédito a una tasa de interés igual a la LIBO más un máximo de cinco puntos porcentuales anualizados. Se dispuso una nueva estructura del encaje legal, orientada a disminuir de 40 a 20 por ciento las tasas tradicionalmente elevadas sobre los depósitos vista y a eliminar el sesgo en contra de los depósitos a plazo fijo y caja de ahorros en moneda nacional. Así, se restituyeron las tasas de encaje legal para todos los depósitos en moneda extranjera y con cláusula de mantenimiento de valor y se igualaron a un nivel de 10 por ciento las tasas de encaje para depósitos a plazo fijo en moneda nacional y extranjera. (cuadro 14).

El examen de la trayectoria de las tasas de encaje legal muestra el cambio que experimenta una estructura distorsionada y con tasas elevadas, en favor de una estructura más neutral, con tasas inferiores. Posteriormente, en diciembre de 1987 el Gobierno decide remunerar parcialmente las reservas constituidas por el sistema bancario. En virtud de esta medida, el 50 por ciento de las reservas de los bancos se constituyen en certificados de depósitos negociables y redituables indizados al tipo de cambio, de manera de eliminar el riesgo cambiario para los bancos. Por otro lado, esta medida marca el inicio de las operaciones de mercado abierto, ya que los certificados de depósitos están abiertos no sólo a los bancos, sino también a inversores públicos y privados.

b) El régimen de regulación y solvencia de la banca

Los cambios en el régimen de regulación y solvencia de la banca introducidos por el DS 21.660, de julio de 1987, abarcan desde el fortalecimiento institucional hasta mecanismos concernientes a la rehabilitación de los bancos, pasando por mejoras en el control y supervisión de los mismos.

En cuanto al fortalecimiento institucional, se dispuso la restitución de la Superintendencia de Bancos. Sus funciones básicas son las siguientes: i) conceder licencias a los bancos para operar en el mercado financiero; ii) promulgar normas y reglas en lo tocante a la clasificación de cartera, intereses

Cuadro 14
TASAS DE ENCAJE LEGAL EN EL SISTEMA BANCARIO
(porcentajes, a fines de cada periodo)

	<u>Depósitos vista</u>				<u>Caja de ahorros</u>				<u>Depósitos a plazo fijo</u>			
	<u>BN</u>		<u>BE</u>		<u>BN</u>		<u>BE</u>		<u>BN</u>		<u>BE</u>	
	BS	US\$	BS	US\$	BS	US\$	BS	US\$	BS	US\$	BS	US\$
1980	40	100	45	100	10	-	10	-	5	40	5	45
1981	40	100	45	100	10	-	10	-	5	40	5	45
1982	40	100	45	100	15	-	15	-	13	-	15	-
1983	60	100	68	100	30	-	30	-	30	-	32	-
1984	60	100	68	100	30	-	30	-	5	25	5	-
1985	50	-	50	-	20	-	20	-	10	-	10	-
1986	I	50	-	50	-	20	-	20	-	10	-	10
	II	50	-	50	-	20	-	20	-	10	-	10
	III	40	-	40	-	16	-	16	-	8	-	8
	IV	40	-	40	-	16	-	16	-	8	-	8
1987	I	40	-	40	-	16	-	16	-	8	-	8
	II	40	-	40	-	16	-	16	-	8	-	8
	III	20	20	20	20	20	20	20	20	10	10	10
	IV	20	20	20	20	20	20	20	20	10	10	10
1988	I	20	20	20	20	20	20	20	20	10	10	10
	II	20	20	20	20	20	20	20	20	10	10	10
	III	20	20	20	20	20	20	20	20	10	10	10
	IV	20	20	20	20	20	20	20	20	10	10	10

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos

(*) Deflactado respecto a la inflación anual de EEUU.

acumulados, provisiones y concentración de crédito, iii) definir regulaciones sobre capitales mínimos, iv) diseñar manuales y planes contables; y v) implantar un sistema de multas y sanciones ante eventuales incumplimientos de las regulaciones emitidas.

El programa de reformas adoptó asimismo regulaciones más estrictas en lo concerniente a cartera en mora, requerimientos de capitales mínimos, concentración de cartera, activos fijos e información de la condición financiera de los bancos.

Sobre provisiones de cartera morosa, se dispuso que los bancos no podrán contabilizar como ingresos los intereses no cobrados correspondientes a préstamos que estén afectados a

una mora superior a 30 días. Por otra parte, los bancos deberán adecuar sus provisiones para la cobertura de acreencias en mora, en función de una estructura porcentual aplicada al capital afectado (e. g. créditos con una mora de 6 a 12 meses: 20 por ciento; créditos con una mora de más de 36 meses: 100 por ciento).

En materia de requerimientos de patrimonio bancario, el programa de reforma establece que las obligaciones directas y contingentes de un banco no deben ser en su conjunto superiores a 10 veces el valor de su patrimonio neto.⁴ En el caso de las obligaciones con el Banco Central por operaciones de créditos refinanciados, el tope corresponde a cinco veces ese el valor de su patrimonio neto. Es decir, las obligaciones de un banco con el público y con el Banco Central, en conjunto, no podrán exceder 15 veces el valor de su patrimonio.

En materia de crédito, se definió que ningún banco puede asumir con un determinado prestatario un riesgo total que exceda del 20 por ciento de su patrimonio neto. Tratándose de préstamos con plazos mayores a un año, el riesgo individual máximo en puede incurrir un banco es el 10 por ciento de activo.

El artículo 141 de la Ley General de Bancos establece, de otro lado, que en la determinación de la concentración del crédito han de incluirse todas las obligaciones de un individuo (o sociedad) con un banco, como también las obligaciones de las sociedades o corporaciones de la cual forma parte. El DS 21.660 complementa esta disposición, al definir el concepto de riesgo total con un solo prestatario como el riesgo directo e indirecto con personas naturales o jurídicas entre las que exista vinculación económica. Se presume que existe vinculación económica cuando se trata de empresas contratantes, subsidiarias o afiliadas. Se entiende que una compañía es subsidiaria respecto a otra cuando esta última controla a aquella. Asimismo, se considera que una empresa es afiliada a otra u otras, si todas se encuentran bajo un control común. Son compañías controlantes aquellas que están en posibilidad de controlar a otras, ya sea por su participación directa o indirecta en más del 50 por ciento del capital o de los votos

4. El D. S. 21.660 introduce un concepto uniforme de patrimonio neto, el cual corresponde al capital pagado, más reservas patrimoniales y utilidades acumuladas, monto del que se deducen las pérdidas acumuladas, las provisiones sobre cartera y las correcciones por intereses devengados no cobrados por préstamos efectuados con mora mayor a 30 días.

en las asambleas o en los órganos de dirección de las subsidiarias o afiliadas.

Se estipuló adicionalmente que ningún banco podrá tener activos fijos que excedan el valor de su patrimonio neto. Los bancos están autorizados a revalorizar sus activos fijos en función de las variaciones del tipo de cambio. Este criterio difiere del implantado en 1975, en el sentido de que en ese entonces prevalecía un régimen de tipo de cambio fijo, en contraposición al régimen vigente de subasta pública de divisas.

Dado que la Ley General de Bancos no es suficientemente clara en lo tocante a la recapitalización de los bancos, la reforma de julio de 1987 permitió a las entidades nacionales, con el fin de aumentar su capital pagado, otorgar créditos a inversionistas interesados en adquirir acciones. Tales créditos no pueden exceder, en todo caso, el 50 por ciento del patrimonio neto de cada banco.

El programa de reforma de julio de 1987 comprendió adicionalmente la rehabilitación de los tres bancos estatales (del Estado, Minero y Agrícola). Para solucionar el problema de la desdolarización, el gobierno dispuso que el Banco Central de Bolivia emitiera bonos con destino al pago de la deuda externa de la banca privada.⁵ Con posterioridad al arreglo que alcanzó el gobierno con la banca privada internacional en materia de recompra de la deuda externa, el Banco Central emitió nuevas regulaciones tendientes a la efectiva solución de este problema.

4. Evolución de la banca comercial 1985-87

Una vez conseguido el control de la hiperinflación, tras la puesta en vigencia de las medidas de estabilización y la liberalización de la tasa de interés las posibilidades de que los agentes económicos lograsen ganancias quedaron eliminadas casi por completo. Las elevadas tasas de interés nominales que habían sido pagadas normalmente durante la hiperinflación se convirtieron de pronto en tasas reales altamente positivas, sumiendo a los prestatarios en dificultades para servir sus créditos. En consecuencia, la situación financiera de la banca

5. Decretos Supremos N° 19.249 de 3 de noviembre de 1982; 19.250 de 5 de noviembre de 1982; 20.028, de 10 de febrero de 1984; 20.193, de 14 de abril de 1984.

se complicó, y las entidades privadas nacionales empezaron a generar pérdidas que empezaron a erosionar, patrimonio neto. El deterioro de la situación financiera de los bancos se debió además a las condiciones financieras heredadas del periodo hiperinflacionario: la elevada significación de los activos no rentables y los gravosos costos de administración. Ambos problemas están estrechamente relacionados, puesto que la elevada inversión en activos reales en el pasado representaba ahora un costo fijo de mantenimiento y ninguna rentabilidad. A su vez, los elevados costos de administración se transformaron en una de las principales causas que llevaban a mantener elevados márgenes de intermediación (*spreads*) entre las tasas de interés activas y pasivas. Los problemas de insolvencia fueron el paso previo a los graves problemas de liquidez que tuvieron que enfrentar algunos bancos, situación que, como se mencionó antes determinó el cierre de tres bancos nacionales en 1987.

Durante el período agosto 1985-julio 1987 el régimen de regulación estuvo dirigido a mejorar el control sobre el nivel de las reservas de encaje de los bancos, ya que el principal objetivo era consolidar la estabilidad del sistema financiero. Prácticamente no existió una supervisión adecuada para preservar la solvencia de la banca. La incertidumbre acerca del valor de los activos y la solvencia hicieron que en julio de 1987 las autoridades dictaran nuevas normas de regulación y supervisión, destinadas a establecer la verdadera situación financiera del sector.

a) Factores determinantes de la rentabilidad

Durante el trienio 1985-87 la banca comercial registró elevadas pérdidas, que erosionaron su patrimonio neto. Si bien la aplicación del programa económico de agosto de 1985 permitió un crecimiento notable en el volumen de captaciones y colocaciones del sistema, la imposibilidad de reducir en el corto plazo los costos administrativos y los niveles de activos fijos condujo al debilitamiento de la situación financiera y patrimonial de la banca.

Las pérdidas de los bancos extranjeros en el bienio 1986-87, originadas principalmente en el aumento de las provisiones para préstamos morosos, fueron tan cuantiosas que convirtieron en negativo su patrimonio neto. También los bancos nacionales arrojaron pérdidas, aunque se observaron situaciones individuales muy disímiles. El análisis de los

Cuadro 15
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS
DE LOS BANCOS PRIVADOS COMERCIALES

	1985	1986	1987
Bancos privados nacionales			
Resultado de la gestión (millones de US\$)	-	-3,0	-3,2
Cartera en mora/Capital y reservas (%)	18,2	64,3	39,0
Activos fijos/Capital y reservas (%)	82,2	75,0	53,0
Capital y reservas (millones de US\$)	74,3	77,0	109,5
Bancos extranjeros			
Resultado de la gestión (millones de US\$)	-	-2,9	-2,9
Capital y reservas (millones de US\$)	-1,4	-2,9	0,0
Cartera en mora (millones de US\$)	7,7	7,9	6,5
Provisión incobrables (millones de US\$)	-0,1	-3,4	-5,7

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos

ingresos y los costos muestra que las diferencias básicas se encuentran en los ingresos financieros por intereses, y no en los costos operativos; se dan principalmente en 1987, y se explican por el cambio en la normas reguladoras de las provisiones sobre créditos morosos. Las nuevas regulaciones no permiten contabilizar como ingresos los intereses que no hayan sido cobrados y que corresponden a créditos afectados por una mora superior a treinta días. Por otra parte, los bancos quedaron obligados a castigar los intereses previamente devengados y no cobrados que correspondieran a préstamos con una mora mayor de treinta días al 31 de julio de 1987.

La nueva exigencia de un elevado nivel de reservas fue otro de los factores que contribuyó al empeoramiento de la situación financiera de los bancos comerciales. En julio de 1987, como parte de la aplicación de la reforma financiera, el Gobierno adoptó una nueva estructura de encajes, destinada a eliminar el sesgo contra los depósitos denominados en pesos bolivianos y a disminuir las reservas exigibles sobre depósitos a la vista. Sin embargo, el vigoroso crecimiento de los depósitos en dólares en relación a los demás depósitos incrementó en promedio la nueva estructura de reservas, en detrimento de la situación financiera de los bancos. El margen financiero en

Cuadro 16
MARGEN FINANCIERO Y TASA MEDIA
DE RENDIMIENTO DE LA CARTERA DE PRESTAMOS
(porcentajes)

	1986	1987	1988
Bancos privados y del Estado			
Margen financiero/cartera	10,7	7,2	9,5
Tasa media de rendimiento de cartera 1/	29,4	24,8	25,9
Banco privados nacionales			
Margen financiero/cartera	16,3	8,9	10,3
Tasa media de rendimiento de cartera 1/	41,4	29,1	28,4
Bancos extranjeros			
Margen financiero cartera	-2,6	-6,3	6,0
Tasa media de rendimiento de cartera 1/	13,5	16,3	25,2
Banco del Estado			
Margen financiero/Cartera	2,0	1,6	5,5
Tasa media de rendimiento de cartera 1/	10,0	8,9	11,0

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

1/ Definida como ingresos financieros/cartera.

relación a la cartera de préstamos se contrajo de 32 por ciento en 1984 a apenas 11 por ciento en 1986, cifra que en el caso de los bancos extranjeros resultó negativa ese año y el siguiente, emergiendo así como el sector más afectado por las nuevas condiciones económicas y el cambio de las regulaciones del sistema financiero. De igual manera, la tasa media de rendimiento de cartera sufrió en 1986 una fuerte caída respecto a 1984 (de 85 a 29 por ciento). En el caso de los bancos nacionales este indicador muestra una tendencia declinante a partir de 1986, situándose en 1988 a un nivel muy semejante al de principios de los ochenta.

Una de las características más importantes del proceso de intermediación financiera durante este periodo la constituyen a los elevados márgenes (*spreads*) entre las tasas de interés sobre colocaciones y captaciones. Esos diferenciales se explican por: i) la exigencia de elevadas reservas, las cuales implicaban un costo de oportunidad importante para los

bancos; ii) el intento de los bancos de cubrir sus pérdidas y altos costos de operación; y iii) la casi inexistente política de regulaciones. La falta de un adecuado orden institucional que supervisara y regulara el sistema bancario dio lugar a graves distorsiones, al reducir la competencia y obstaculizar el acceso del público la información acerca del real estado financiero de la banca. De esta forma, el piso de las tasas de interés y de los márgenes pasó a ser fijado por las instituciones bancarias con mayores problemas financieros.

Con el propósito de atraer depósitos que les permitieran enfrentar los problemas de liquidez que encaraban, los bancos incrementaron en sucesivas oportunidades sus tasas de interés, conducta que fue seguida por los bancos en mejor situación financiera, empeñados en al menos mantener su participación en los depósitos. El acelerado crecimiento de estas operaciones

Cuadro 17
ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS
(porcentajes)

	1986	1987	1988
Bancos privados y del Estado (100,0%)			
Depósitos del público	53,6	64,6	67,1
Pasivos con el Banco Central	15,0	19,2	26,1
Pasivos externos	31,4	16,2	6,8
Bancos privados nacionales (100,0%)			
Depósitos del público	64,0	71,7	71,3
Pasivos con el Banco Central	18,6	17,1	26,1
Pasivos externos	17,4	11,1	2,6
Bancos extranjeros (100,0%)			
Depósitos del público	18,5	13,2	23,9
Pasivos con el Banco Central	0,0	0,0	0,0
Pasivos externos	81,5	86,8	76,1
Banco del Estado (100,0%)			
Depósitos del público	22,1	41,8	54,3
Pasivos con el Banco Central	5,8	48,3	41,9
Pasivos externos	72,1	9,9	3,8

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

indujo un cambio sustancial en la estructura de los pasivos del sistema bancario comercial, lo que a su vez redundó en una elevación en el costo financiero. La explicación estriba en que el aumento en los depósitos del público se debió en lo fundamental al crecimiento de depósitos a plazo en moneda extranjera, los cuales pagaban una tasa de interés mucho mayor que el costo financiero que implicaban los pasivos con el Banco Central y con el exterior. En 1985 los depósitos del público representaron poco más de la cuarta parte de los pasivos, relación que en 1986 sube a más de la mitad y en 1988 supera los dos tercios (cuadro 17).

b) Cartera en mora, concentración de cartera y situación patrimonial

El aumento de cartera durante el período se explica principalmente por la ampliación del crédito en moneda extranjera. Este cambio en el portafolio de cartera de la banca comercial obedeció principalmente: i) a la significativa expansión de los depósitos en moneda extranjera, los cuales crecieron relativamente más que los pasivos en moneda nacional; y ii) al nivel a que se ubicaron las tasas nominales de interés sobre colocaciones en moneda extranjera, bastante inferior al prevaleciente para las colocaciones en moneda nacional, lo que incentivó la demanda por crédito en moneda extranjera. Cabe señalar que los bancos pudieron efectuar operaciones de arbitraje, captando depósitos en pesos y prestando en moneda extranjera, operación que redituaba elevados márgenes, pero que, a la vez, entrañaba elevados riesgos frente a una devaluación, la que en la práctica no se materializó. A partir de 1986 la tasa de devaluación observada fue siempre menor que la diferencia porcentual entre las tasas de interés en moneda nacional y extranjera (tasa de devaluación esperada), lo que se transformó en un incentivo permanente en favor de este tipo de operaciones.

La estabilización de la economía y la liberalización de las tasas de interés, dieron lugar a tasas reales de interés altamente positivas. Estas se reflejaron en el crecimiento en términos absolutos de la cartera en mora de la banca comercial, aunque en términos relativos la significación de la mora respecto de la cartera total disminuyó, debido en lo fundamental la emergencia de cartera nueva, como resultado del auge de depósitos. La cartera en mora en 1987 prácticamente se duplicó respecto del saldo anotado en 1986. Se estima que los

niveles de mora posteriores a julio de 1987 han sido más altos, puesto que las nuevas regulaciones no permiten contabilizar como ingresos los intereses no cobrados de créditos vencidos, prohibición que constituye un fuerte incentivo para que los bancos procedan a refinanciar tales préstamos, con el propósito de no afectar sus resultados y, consiguientemente, su patrimonio neto. Un aspecto que resalta a partir de 1986 es el sustancial incremento de las provisiones incobrables, las cuales son constituidas contra resultados, a fin de enfrentar pérdidas esperadas de créditos riesgosos. La significación de tales provisiones respecto de la cartera neta subió de 3 por ciento en 1985 a casi 15 por ciento en 1986. Los bancos extranjeros y el Banco del Estado fueron los agentes que más contribuyeron al fuerte crecimiento de las provisiones para créditos incobrables (cuadro 18). Una merma del patrimonio implica la reducción de la capacidad de endeudamiento y la imposibilidad de mantener activos fijos por encima del límite establecido en relación al patrimonio neto.

La fuerte incidencia de las provisiones sobre incobrables en la situación patrimonial, así como los elevados niveles de cartera en mora que en 1986 comprometían cerca de dos terceras partes del capital y reservas de los bancos, tornaron evidente la necesidad de efectuar aumentos de capital. Sin embargo, al 31 de julio de 1987 la banca privada nacional reportó niveles de endeudamiento directo e indirecto muy inferiores a los topes establecidos por el régimen de regulación vigente (cuadro 2), por lo que los bancos no quedaron obligados a efectuar aumentos de capital. De otro lado, la escasa o nula rentabilidad no constituía incentivo alguno para que los accionistas se decidieran a incrementar el capital de los bancos. Finalmente, la ausencia de supervisión les permitía mantener un nivel de activos fijos superior al máximo establecido por la regulación en materia tanto de capital y reservas, como de concentración de cartera.

Las confusiones conceptuales del régimen de regulación anterior, en especial en lo tocante a las normas sobre constitución de capital, impedían establecer márgenes apropiados de endeudamiento. El DS N^o 21.660, de julio de 1987, define el concepto de patrimonio neto de forma que no admite interpretaciones. Sobre esta base se establecen niveles de endeudamiento y otros coeficientes, con el objeto de que las instituciones bancarias saneen su situación financiera. Para este propósito el decreto otorgó a los bancos un plazo hasta fines de ese año para adecuarse a los nuevos requisitos patrimoniales.

Cuadro 18
ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE PRESTAMOS
(porcentajes)

	1986	1987	1988
Bancos privados y del Estado (100,0%)			
Cartera vigente	82,5	74,3	92,6
Cartera en mora	22,8	30,0	22,2
d/c En ejecución	20,5	27,0	20,6
Provisión incobrables	-5,2	-4,3	-14,8
Bancos privados nacionales (100,0%)			
Cartera vigente	87,1	92,1	92,8
Cartera en mora	16,9	11,6	9,2
d/c En ejecución	12,3	8,5	7,9
Provisión incobrables	-3,99	-3,7	-2,0
Bancos extranjeros (100,0%)			
Cartera vigente	33,3	81,7	89,5
Cartera en mora	116,1	147,2	94,2
d/c En ejecución	115,9	147,2	93,0
Provisión incobrables	-49,5	-129,5	-82,4
Banco del Estado (100,0%)			
Cartera vigente	74,9	6,6	93,0
Cartera en mora	28,0	95,6	260,4
d/c En ejecución	27,3	92,6	255,1
Provisión incobrables	-2,9	-2,2	-253,4

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

Por otra parte, con el propósito de determinar la real situación financiera y patrimonial de la banca, el DS 21.660 dispuso la auditoría de las instituciones del sistema al 31 de julio de 1987, la que fue realizada por empresas independientes, contratadas directamente por la autoridad fiscalizadora. Se pretendía determinar de manera rigurosa la situación financiera de las instituciones del sistema al momento del cambio del régimen de regulación y permitir un seguimiento apropiado de la adecuación a las nuevas normas y de su grado de cumplimiento. El cuadro 20 muestra el aumento consiguiente en el patrimonio neto efectuado por los bancos nacionales entre

Cuadro 19
ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS
(porcentajes)

	1986	1987	1988
Bancos privados y del Estado (100,0%)			
Cartera neta	56,0	62,3	58,0
Resto de activos	44,0	37,7	42,0
d/c Activos fijos	12,4	10,0	9,1
Bancos privados nacionales (100,0%)			
Cartera neta	56,3	63,2	67,06
Resto de activos	43,6	36,7	32,9
d/c Activos fijos	13,3	11,0	9,5
Bancos extranjeros (100,0%)			
Cartera neta	19,8	13,45	16,9
Resto de activos	80,1	86,5	83,0
d/c Activos fijos	23,6	21,71	18,75
Banco del Estado (100,0%)			
Cartera neta	54,7	58,81	15,8
Resto de activos	45,28	41,2	84,2
d/c Activos fijos	7,5	6,3	6,71

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

julio y diciembre de 1987. El respectivo informe de auditoría permitió establecer el número de instituciones bancarias que debían incrementar su capital: i) cuatro bancos debían cubrir el límite de endeudamiento con el público; ii) dos debían cubrir el nuevo límite de endeudamiento con el Banco Central; iii) once de los trece bancos debían adecuarse al nuevo límite sobre inversiones en activos fijos. El informe de auditoría da cuenta asimismo del elevado riesgo de concentración de cartera prevaleciente en el sistema al 31 de julio de 1987. El cuadro 21 muestra la concentración del riesgo de los bancos privados nacionales con grupos económicos ó prestatarios individuales que exceden el 20 por ciento del patrimonio neto establecido como límite máximo de concentración de crédito previsto en la Ley General de Bancos y ratificado en el DS 21.660.

Cuadro 20
CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO
DE BANCOS COMERCIALES PRIVADOS

	<u>Regulación anterior</u>		<u>Regulación actual</u>	
	Situación		Situación	
	Límite	31/07/87	Límite	31/12/87
Endeudamiento directo		15,0	73,0	3,0
Endeudamiento indirecto	15,0	35,0	1,7	
Endeudamiento directo e indirecto	30,0	11,8	10,0	4,7
Endeudamiento con el Banco Central	5,0	0,7		
Patrimonio neto (millones de US\$)	77,0	109,5		

Fuente: Banco Central de Bolivia

Cuadro 21
CONCENTRACION DE RIESGO DE CARTERA DE
LOS BANCOS COMERCIALES PRIVADOS NACIONALES
QUE EXCEDEN EL 20% DEL PATRIMONIO NETO

Concentración máxima con grupos económicos o prestatarios (respecto patrimonio neto)	Nº de bancos	Porcentaje del patrimonio comprometido	Nº de bancos
21 - 50	8	1 - 50	1
51 - 100	2	51 - 100	3
100 - +	1	101 - 200	5
200	2		

Fuente: Banco Central de Bolivia

La concentración de cartera es otra manifestación de la insuficiente supervisión imperante en el período, máxime si se considera que el crédito a un solo prestatario o grupo económico por encima del 20 por ciento del patrimonio estuvo concentrado en tan solo 55 operaciones. Adicionalmente, seis bancos habían comprometido cerca del 81 por ciento de su

patrimonio neto en créditos que excedían el límite establecido y que fueron otorgados a grupos económicos vinculados con sus accionistas o ejecutivos.

c) Altos costos de administración

Los costos de administración de la banca comercial privada, en términos de la cartera total, fueron porcentualmente bastante altos durante el período hiperinflacionario. A partir de 1986 experimentan una disminución importante, resultado en lo fundamental del significativo aumento de la cartera en el período de estabilización (cuadro 22). La caída de este cociente se debe en lo fundamental al comportamiento de los bancos nacionales. En el caso de los bancos extranjeros, los costos de administración fueron en ascenso entre 1986 y 1988 (cuadro 22), debido en buena medida al estancamiento de sus operaciones de crédito. De otro lado, la relación entre los costos administrativos y los ingresos financieros fue superior al promedio observado entre 1981 y 1984. Similar comportamiento exhiben los bancos nacionales, aunque la tendencia es declinante. En el caso de los bancos extranjeros, los costos de administración exceden los ingresos financieros, llegando a partir de 1987 a duplicarlos.

A mediados de los ochenta la infraestructura del sistema financiero boliviano estaba en condiciones de procesar un elevado volumen de operaciones; sin embargo, cuando la estabilización logró consolidarse, los altos costos de operación se convirtieron en un problema real. Desde entonces, los bancos han venido ajustándose a las nuevas condiciones económicas, proceso que iniciaron con la reducción del número de empleados. Se pensaba que recurrirían además a la liquidación de parte de los activos fijos acumulados durante la hiperinflación y que daban origen a elevados costos de mantenimiento; sin embargo, esto no fue posible, ya que la reducción de esos activos estuvo limitada en el corto plazo por la existencia de mercados deprimidos en las regiones donde los bancos habían disminuido sus actividades.

No obstante, a partir de las nuevas regulaciones algunos bancos se vieron obligados a adecuar sus activos fijos hasta un monto igual al de su patrimonio neto.

Cuadro 22
COSTOS DE ADMINISTRACION EN RELACION
AL ACTIVO Y A LA CARTERA DE PRESTAMOS
(porcentajes)

	1986	1987	1988
Bancos privados y del Estado			
Activo	6,6	6,1	6,3
Cartera neta	13,5	10,4	10,5
Cartera vigente	18,6	13,3	12,7
Bancos privados nacionales			
Activo	7,4	6,3	6,2
Cartera neta	16,4	10,3	9,4
Cartera vigente	19,1	11,6	10,2
Bancos extranjeros			
Activo	4,8	5,9	6,8
Cartera neta	21,8	40,5	51,3
Cartera vigente	71,2	77,6	60,5
Banco del Estado			
Activo	5,2	5,4	6,5
Cartera neta	8,0	8,4	18,9
Cartera vigente	14,1	37,7	78,4

Fuente: Elaboración propia a base de información del Banco Central de Bolivia y la Superintendencia de Bancos.

5. Situación de la banca a partir de las reformas de 1987

a) Avance en la regulación y supervisión del sistema

Un aspecto importante en la reforma financiera de julio de 1987 fue sin duda la restitución de la Superintendencia de Bancos, la cual inició sus funciones a fines del mismo año. Este organismo concentró su accionar en la dictación de normas destinadas a mejorar la información contable del sistema bancario, así como a reglamentar y poner en marcha el nuevo régimen de regulación. Adicionalmente, se ocupó de problemas puntuales, relativos al funcionamiento del mercado financiero, dictando medidas tendientes a eliminar los recargos y comisiones sobre la tasas de interés que cobraban los

bancos, de tal manera que la información fuese más transparente.

Examinaremos las principales medidas complementarias del DS 21.660:

En lo tocante a las mermas relacionadas con la cartera de créditos, se creó la Central de Riesgos, destinada a generar información sobre las operaciones de crédito de las entidades bancarias, para uso de los niveles ejecutivos de los bancos. A través de este instrumento, la Superintendencia de Bancos está en condiciones de proporcionar a las instituciones financieras un informe confidencial acerca del riesgo de sus clientes. Asimismo, se obliga a los bancos a presentar evaluaciones trimestrales de sus carteras, sometiendo la calificación de los créditos a criterios y procedimientos específicos. Estos consideran el riesgo de recuperación en términos de la posibilidad de realización de las garantías, las reestructuraciones en los plazos del crédito y la capacidad financiera del prestatario. En este sentido, a partir de la calificación del crédito se modificó el régimen de provisiones.

De otro lado se procedió a reglamentar las normas concernientes a endeudamiento, inversión en activos fijos y concentración crediticia, con el objeto de forzar a los bancos a adecuarse al nuevo régimen. Si sobrepasan el límite de endeudamiento global (las mediciones son diarias) los bancos deben constituir un encaje del 100 por ciento sobre el exceso. Por otra parte, el exceso en inversión en activos fijos debe deducirse del patrimonio neto. Por último, está prohibido incrementar el límite en la concentración de cartera, debiendo el banco presentar garantías realizables en el corte plazo que cubran el monto del riesgo total.

También se reglamentó la supervisión bancaria en lo tocante a las auditorías tanto del ente fiscalizador como de las consultoras independientes. Se contempla la realización de auditorías externas semestrales.

El gobierno inició en 1988, con apoyo financiero del Banco Mundial, un programa de fortalecimiento del sistema bancario, el cual abarca aspectos no sólo financieros, sino también de reestructuración. Para tal efecto, el gobierno dispuso la creación de la Gerencia del Sistema Financiero, dependiente del Banco Central, encargándole la aplicación y el seguimiento del programa, así como la regulación y promoción de las operaciones de mercado abierto.

Un componente importante de este programa lo constituye el apoyo financiero al sistema bancario, a través del refinanciamiento de los créditos otorgados por éste al sector

productivo. Ello ha permitido ampliar los vencimientos originales de sus créditos hasta un plazo de cinco años, con una tasa de interés (LIBO más cinco puntos porcentuales) inferior a la prevaleciente en el mercado. Los créditos derivados de este refinanciamiento son pactados en moneda nacional e indizados a las variaciones del tipo de cambio. Se contemplan también modificaciones en los procedimientos y las regulaciones para que la Superintendencia de Bancos y la Gerencia del Sector Financiero del Banco Central queden facultadas y en condiciones llevar a cabo programas de rehabilitación técnica y financiera en favor de problemas de solvencia. Este mecanismo fue creado como alternativa deseable a la intervención y posterior liquidación, siempre traumática, de las entidades que enfrentan serios problemas de solvencia.

Finalmente, la Superintendencia de Bancos emitió disposiciones que eliminaron la posibilidad de capitalización de los bancos a través del otorgamiento de créditos a inversionistas y propietarios de bancos. A su vez, se dispuso que los créditos para incrementos de capital concedidos al amparo del Decreto 21.660 no podrían ser refinanciados, reprogramados ni renovados.

b) Evolución en 1988-89

En contraste con lo ocurrido hasta 1987, 1988 la banca comercial logró generar utilidades, resultado atribuible básicamente a los bancos privados nacionales. Las instituciones extranjeras siguieron registrando pérdidas, aunque bastante pequeñas.

Los excedentes generados por los bancos privados nacionales obedecieron principalmente a un aumento en los márgenes de intermediación financiera y a un cambio en la recomposición de los activos en favor de los activos rentables. El aumento en los márgenes de intermediación financiera fue posible debido tanto al incremento en el volumen de operaciones de cartera como a la posibilidad abierta a los bancos de constituir en certificados del Banco Central que devengan intereses el 50 por ciento de las reservas de encaje legal requeridas sobre depósitos en moneda extranjera. Adicionalmente, la rebaja paulatina de la significación de los costos de administración respecto de la cartera contribuyó a reducir el margen de intermediación financiera.

El aumento de las nuevas operaciones de crédito y la mantención de los saldos de la cartera en mora en niveles

semejantes a los de diciembre de 1982 ampliaron la base de los activos rentables. En el caso de los bancos nacionales, la significación de la cartera en mora disminuyó de 12 por ciento en 1987 a 9 por ciento en 1988, debido en parte al programa de fortalecimiento del sistema financiero iniciado en el último trimestre del año, que permitió refinanciar a mediano plazo y a tasas de interés reducidas los créditos otorgados al sector productivo.

Es importante señalar que el comportamiento de la banca privada nacional no fue homogéneo, presentando diferencias significativas de una institución a otra. Si bien se aprecia un esfuerzo por parte de los bancos en orden a adecuarse a las nuevas regulaciones y condiciones económicas, cuatro de las trece instituciones nacionales enfrentaron una situación financiera difícil, resultado de sus gravosas carteras en mora, que no pudieron aliviar significativamente en 1988, pese a que hicieron sustanciales aumentos de capital. Los niveles de sus carteras en ejecución al 31 de diciembre de 1988 comprometían el 58 por ciento de su patrimonio neto, por lo que la provisión para créditos incobrables fue superior a los superávit brutos de la gestión, dando lugar a ingentes pérdidas.

La gestión de los bancos en 1989 estuvo fuertemente afectada por los acontecimientos políticos. Ellos se reflejaron en una significativa disminución de los depósitos del público entre mayo y agosto, seguida de una pronunciada recuperación hacia finales de septiembre.

El efecto que este comportamiento inestable tuvo sobre las captaciones del sistema y, de otro lado, la eliminación del encaje remunerado redundaron en una apreciable disminución de los márgenes de intermediación para casi todas las instituciones bancarias. Para enfrentar en el corto plazo la caída en los depósitos, los bancos recurrieron a operaciones de redescuento del Banco Central, sobregiros en sus cuentas con el ente emisor y desencajes, expedientes que representaron un elevado costo financiero. Adicionalmente, la caída en la oferta de fondos condujo a una elevación de las tasas de interés sobre captaciones.

La inestabilidad en los depósitos impidió que el sistema bancario efectuara con regularidad sus operaciones de cartera, lo que, junto al aumento de la tasa de interés activa y a la incertidumbre política, se tradujo en un aumento de la cartera en mora, a pesar de que en los primeros cinco meses del año el Banco Central de Bolivia refinanció créditos al sector productivo, a través del programa de fortalecimiento al sistema

financiero, por un monto superior a los 45 millones de dólares. Al 30 de septiembre de 1989, la cartera en mora representaba el 14 por ciento de la cartera total. La situación de los cuatro bancos antes mencionados, que en 1988 ya presentaban problemas de elevada cartera en mora, se vio agravada durante este periodo, toda pérdida vez que las pérdidas durante los primeros nueve meses del año (luego de la provisión de incobrables) llegaron a comprometer 37 por ciento de su patrimonio neto.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. Hasta mediados de 1985, la economía boliviana se desarrolló en un marco estrechamente regulado, cuyos elementos característicos fueron el estatismo, el populismo y la protección al mercado interno. La política monetaria estuvo marcada, en consonancia, por los controles sobre las tasas de interés, las elevadas tasas de encaje legal, y un fácil acceso al crédito doméstico del Banco Central. Sin embargo, la desdolarización de 1982 y la hiperinflación de 1984-85 habrían de conducir al quiebre definitivo del modelo de economía regulada.
2. La desdolarización contribuyó a acelerar el proceso de desintermediación financiera y estimuló la fuga de capitales. El total de depósitos a plazo de los bancos cayó aproximadamente en 75 por ciento entre 1982 y 1985, mientras que la cartera de los bancos se contraía en cerca del 54 por ciento. A medida que la inflación aumentaba y la escasez de divisas se hacía más evidente, el dólar asumió un rol determinante en las transacciones internas, no obstante los controles gubernamentales sobre las transacciones en moneda extranjera. Esto contribuyó a la fuga de capitales, la cual devino a su turno en un factor adicional de presión sobre el tipo de cambio.
3. La hiperinflación no sólo alimentó el proceso de desintermediación financiera, sino que impulsó a los bancos a tomar medidas de protección para enfrentar el alza vertiginosa de los precios. La ampliación de los márgenes financieros, resultado del aumento en la tasa de interés efectiva sobre colocaciones y de la disminución de los depósitos que devengaban intereses, y la posibilidad que pasó a tener la banca de apropiarse del impuesto inflación contribuyeron, a que ella expandiera el

número de sus agencias. Esta estrategia pudo ser seguida, en todo caso, sólo por la banca privada nacional, puesto que rigideces institucionales y financieras dificultaban la adaptación de la banca extranjera y el Banco del Estado al ambiente imperante de inestabilidad económica. Sin embargo, una vez alcanzada la estabilización el gasto derivado del mayor número de sucursales y del exceso de personal erosionó la rentabilidad del sistema bancario.

4. A partir de agosto de 1985, al impulso del programa de ajuste y estabilización, la política monetaria asumió un nuevo carácter. Las tasas de interés fueron desreguladas y se restituyeron las operaciones en moneda extranjera. Las tasas de encaje legal dejaron de ser utilizadas en forma recurrente como instrumentos de desintermediación financiera, aunque en esencia su estructura no cambió. Finalmente, el nuevo Gobierno asumió el compromiso institucional de no financiar el déficit fiscal mediante la expansión del crédito interno. Por desgracia, la liberalización de las tasas de interés, en este marco de trascendentales cambios cualitativos en política macroeconómica, no estuvo acompañada de un adecuado régimen de regulación y supervisión de solvencia. Y por si esto fuera poco, ella tuvo lugar en un período en el que el Banco Central, cuya División de Fiscalización cumplía las labores de superintendencia de bancos se encontraba en fase de reestructuración. Cabe concluir entonces que entre 1985 y 1987 no hubo un claro proceso de intermediación financiera, presumiblemente porque en ese entonces todos los esfuerzos estuvieron concentrados en derrotar la hiperinflación.
5. Si bien la aplicación del programa económico de agosto de 1985 permitió un crecimiento notable de las captaciones y colocaciones del sistema, la imposibilidad de reducir en el corto plazo los costos de administración y los niveles de activos fijos se tradujo en un debilitamiento de la situación financiera de los bancos. Estos se vieron obligados a incrementar las tasas de interés sobre colocaciones, de manera de obtener un margen (*spread*) mayor, que les permitiese cubrir los costos de intermediación. Finalmente, las altas tasas de interés reales vigentes durante el período posterior a la estabilización dieron lugar al crecimiento de la cartera en mora, comprometiendo la situación patrimonial de la banca.

6. El régimen de regulación aplicado durante el periodo agosto 1985-julio 1987 no sólo puso de manifiesto fallas en los mecanismos de control de solvencia, sino que quedó desfasado en relación al nuevo modelo económico. En estas condiciones, en julio de 1987 el Gobierno introdujo cambios fundamentales al marco institucional de la banca, al restituir la Superintendencia de Bancos y al establecer regulaciones más estrictas en materia de cartera en mora, requerimiento de capitales mínimos, concentración de cartera e información al público acerca de la condición financiera de cada entidad. Adicionalmente, se estableció una estructura de encaje legal más neutral con tasas inferiores y se inició un programa de fortalecimiento del sistema bancario. Cabe esperar que estos mecanismos eviten la reedición de problemas de solvencia en el sistema bancario nacional.
7. Las presunciones relativas al desempeño financiero del sistema bancario en 1988 suponían que los bancos privados nacionales en general se habrían adecuado al nuevo esquema regulatorio, aunque algunas instituciones seguían presentando una situación financiera y patrimonial delicada. En 1988 se observó un aumento en los márgenes de intermediación financiera, un cambio en favor de la recomposición de los activos rentables y una disminución de la cartera en mora. Este leve repunte de los bancos se vio severamente afectado en 1989, principalmente por acontecimientos políticos que provocaron inestabilidad en el nivel de los depósitos del público y, por ende, el entorpecimiento de las operaciones de cartera. Subsisten además problemas tales como el sobredimensionamiento del sistema en relación al volumen de recursos intermediados, los elevados niveles de las tasas de interés en términos reales y el predominio de las operaciones de corta maduración, los cuales complican y retrasan los objetivos que estipulara el programa de reforma financiera iniciado en 1987.

BIBLIOGRAFIA

- Banco Mundial** (1988) "Banking Sector Study: Bolivia", noviembre.
- Fisher S. y R. Dornbusch** (1986). "Frenando las hiperinflaciones del pasado y presente". XX Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política, ADEBA.
- Mc. Kinnon R.** (1973). Money and capital in economic development, Brooking Institution, Washington D. C.
- Mc. Kinnon R. y Fry M.** (1980). "Saving, Investment Growth and the Cost of Financial Repression", World Development, Vol. 8 N^o 4.
- Protasi J. C. y R. Vogel** (1986). "Preliminary Review of Financial Sector Issues", april.
- Shaw E.** (1973). Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press.

ANEXO A

ANTECEDENTES METODOLOGICOS Y DEFINICIONES

1. Cuentas de resultados de los bancos comerciales

El formato del estado de resultados que se utilizó fue el siguiente:

1. Ingresos financieros (devengados) ⁶	IF
(-) 2. Gastos financieros (devengados) ⁷	- GF
= 3. Margen financiero	= MF
+ 4. Otros ingresos de operación	+ OI
= 5. Margen de operación bruto	= MB
- 6. Gastos de administración ⁸	- GA
- 7. Otros gastos	- OG
- 8. Provisión, depreciación y amortización	- PD
= 9. Resultado neto	= RN

2. Balance de los bancos comerciales

Las cuentas de balance son las siguientes:

- Activo = Encaje + Activos internacionales + cartera neta + activos fijos + otros neto
- Encaje = Depósitos del sistema bancario en el Banco Central + Efectivo en caja
- Cartera neta = Cartera vigente + cartera en mora - provisión para incobrables

-
- Incluye intereses ganados y comisiones sobre operaciones de cartera y contingentes.
 - Incluye intereses pagados y comisiones sobre depósitos y pasivos internos y externos.
 - Gastos en salarios y en compra de bienes y servicios.

4. Cartera vigente = Colocaciones de crédito con recursos propios + colocaciones con crédito refinanciado del Banco Central + colocaciones con financiamiento de fuentes internas o externas.
5. Cartera en mora = Créditos vencidos + créditos en ejecución. Estos últimos corresponden a la cartera vencida después de pasados los noventa días de la fecha de vencimiento y tras el inicio de las acciones legales para su cobro.
6. Provisión para incobrables = Son fondos de resguardo constituidos contra resultados con el objeto de enfrentar pérdidas esperadas por créditos riesgosos.
7. Otros activos neto = Otros activos (no clasificados) - Otros pasivos (no clasificados)
8. Pasivo = Depósitos del público + pasivos con el Banco Central + pasivos externos.
9. Depósitos del público = Depósitos a la vista + depósitos a plazo y en caja de ahorros
10. Pasivos con el Banco Central = Pasivos por créditos refinanciados + pasivos por operaciones de redescuento.
11. Capital + reservas = Capital social + aportes de capital reservas patrimoniales + resultados acumulados (anteriores y de la gestión)

3. Definición de los indicadores

1. Costos de administración/Activo = GA_t/A
2. Costos de administración/Cartera neta = GA_t/C
3. Costos de administración/Cartera vigente = GA_t/CV

donde:

$$A = (A_{t-1} - A_t)1/2$$

$$C = (C_{t-1} - C_t)1/2$$

$$CV = (CV_{t-1} - C_t)1/2$$

A, C y CV son promedios geométricos de los saldos del período anterior $t-1$ y del período actual t .

4. Margen financiero/Cartera $= MF_t/C$
5. Tasa media de rendimiento de cartera $= IF_t/C$

ANEXO B

**BALANCES Y ESTADOS DE RESULTADOS
DE LOS BANCOS COMERCIALES**

Bolivia - versión 90-07-1

272 *Gonzalo Afcha de la Parra*

A, C y CV son promedios geométricos de los saldos del período anterior $t-1$ y del período actual t .

- | | |
|---|------------|
| 4. Margen financiero/Cartera | = MF_t/C |
| 5. Tasa media de rendimiento de cartera | = IF_t/C |

Cuadro 1
BALANCE BANCOS COMERCIALES PRIVADOS
Y DEL ESTADO, 1980-84
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
ACTIVO	880,2	1147,4	610,7	544,6	391,6
Encaje	160,4	213,3	128,6	158,1	96,0
Activos internacionales	42,3	36,1	17,8	18,6	16,0
Cartera neta	554,5	697,7	327,2	255,8	175,7
Cartera vigente	467,6	581,2	222,5	186,5	132,0
Recursos propios	279,0	360,7	145,6	132,0	66,1
Crédito refinanciado BCB	93,7	116,5	29,5	19,7	39,4
Con otro financiamiento	94,9	104,0	47,4	34,8	26,5
Cartera en mora	94,4	136,7	111,7	76,2	45,5
Vencida	20,9	19,7	45,7	6,7	4,7
En ejecución	73,5	117,0	66,0	69,5	40,8
Provisión para incobrables	-7,5	-20,2	-7,0	-6,9	-1,8
Activos fijos	59,4	78,3	58,3	63,0	48,6
Otros neto	63,6	122,0	78,8	49,1	55,3
PASIVO Y PATRIMONIO	880,4	1147,4	610,8	544,5	391,5
PASIVO	784,2	1043,7	513,6	460,2	314,8
Dépositos del público	530,3	727,2	286,7	270,0	119,9
A la vista	190,6	250,8	88,0	98,4	47,1
A plazo y ahorros	339,7	476,4	198,7	171,6	72,8
Moneda nacional	231,2	350,7	194,5	170,1	71,8
Cajas de ahorro	170,0	264,6	91,9	101,7	34,0
Depósitos a plazo	29,8	49,4	85,3	48,5	27,0
Otros depósitos	31,4	36,7	17,3	19,9	10,8
Moneda extranjera	108,5	125,7	4,2	1,5	1,0
Depósitos a plazo	93,6	117,5	0,0	0,0	0,0
Otros depósitos	14,9	8,2	4,2	1,5	1,0
Pasivos con el Banco Central	96,2	129,2	49,1	27,8	30,9
Pasivos Externos	157,7	187,3	177,8	162,4	164,0
A mediano plazo	79,0	99,4	89,4	88,1	75,3
A corto plazo	78,7	87,9	88,4	74,3	88,7
CAPITAL Y RESERVAS	96,2	103,7	97,2	84,3	76,7

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 1 (continuación)
BALANCE BANCOS COMERCIALES PRIVADOS
Y DEL ESTADO, 1985-88
(millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988
ACTIVO	373,8	607,3	748,9	906,8
Encaje	69,6	95,2	104,8	141,5
Activos internacional	15,4	41,7	36,6	39,6
Cartera neta	160,9	340,0	466,6	526,3
Cartera vigente	103,0	280,4	346,8	487,5
Recursos propios	51,0	177,1	244,6	292,7
Crédito refinanciado BCB	21,6	51,3	63,5	156,4
Con otro financiamiento	30,4	52,0	38,7	38,4
Cartera en mora	62,8	77,3	140,1	116,8
Vencida	3,0	7,5	14,2	8,1
En ejecución	59,8	69,8	125,9	108,7
Provisión para incobrables	-4,9	-17,7	-20,3	-78,0
Activos fijos	78,4	75,4	75,0	82,4
Otros neto	49,5	55,0	65,9	117,0
PASIVO Y PATRIMONIO	373,6	607,1	749,3	907,0
PASIVO	270,3	499,7	556,9	703,0
Dépositos del público	71,1	267,9	359,6	471,7
A la vista	15,5	35,8	48,0	64,1
A plazo y ahorros	55,6	232,1	311,6	407,6
Moneda nacional	34,4	85,4	67,5	68,1
Cajas de ahorro	21,4	45,7	50,5	57,6
Depósitos a plazo	8,6	32,4	7,9	4,7
Otros depósitos	4,4	7,3	9,1	5,8
Moneda extranjera	21,2	146,7	244,1	339,5
Depósitos a plazo	18,4	134,3	225,7	325,8
Otros depósitos	2,8	12,4	18,4	13,7
Pasivos con el Banco Central	32,8	75,1	107,0	183,3
Pasivos Externos	166,4	156,8	90,3	48,0
A mediano plazo	92,9	79,2	24,4	14,8
A corto plazo	73,5	77,6	65,9	33,2
CAPITAL Y RESERVAS	103,3	107,4	192,4	204,0

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 2
BALANCE BANCOS COMERCIALES
PRIVADOS, 1980-84
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
ACTIVO	630,8	875,6	465,5	426,1	301,9
Encaje	141,4	186,8	109,3	146,9	89,9
Activos internacionales	30,5	20,8	9,6	11,4	8,1
Cartera neta total	397,6	554,1	239,9	172,0	116,4
Cartera vigente	342,5	476,9	172,3	133,7	91,1
Recursos propios	220,8	313,6	131,3	104,6	53,4
Crédito refinanciado BCB	57,8	74,2	17,4	15,6	30,6
Con otro financiamiento	63,9	89,1	23,6	13,5	7,1
Cartera en mora	62,9	90,2	73,7	44,2	26,8
Vencida	12,3	21,7	32,2	6,2	5,1
En ejecución	50,6	68,5	41,5	38,0	21,7
Provisión incobrables	-7,8	-13,0	-6,1	-5,9	-1,5
Activos fijos	47,6	64,9	56,8	62,7	45,5
Otros neto	13,7	49,0	50,0	33,1	42,0
PASIVO Y PATRIMONIO	638,5	888,6	471,6	432,1	303,3
PASIVO	569,8	806,0	395,8	357,8	240,4
Depósitos del público	417,1	589,0	246,4	232,0	104,9
A la vista	154,4	212,8	76,5	87,0	40,0
A plazo y ahorros	262,7	376,2	170,0	145,0	64,9
Moneda nacional	157,9	252,8	166,2	143,8	64,1
Caja de ahorros	105,8	183,1	72,4	86,3	30,8
Depósitos a plazo	26,9	43,8	82,6	47,9	26,7
Otros depósitos	25,2	25,9	11,2	9,6	6,6
Moneda extranjera	104,8	123,4	3,8	1,2	0,8
Depósitos a plazo					
Otros depósitos	13,4	7,3	3,8	1,2	0,8
Pasivos con el B. Central	63,2	90,6	32,9	20,4	25,4
Pasivos externos	89,5	126,4	116,5	105,4	110,1
A mediano plazo	35,2	38,6	30,6	32,6	22,3
A corto plazo	54,3	87,8	85,9	72,8	87,8
CAPITAL Y RESERVAS	68,7	82,6	75,8	74,3	62,9

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 2 (continuación)
BALANCE BANCOS COMERCIALES
PRIVADOS, 1985-88
(millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988
ACTIVO	269,0	477,8	587,5	747,3
Encaje	68,4	88,0	102,5	113,9
Activos internacionales	6,2	30,1	27,6	32,1
Cartera neta total	92,6	269,1	371,7	501,1
Cartera vigente	73,4	227,3	343,3	465,3
Recursos propios	50,1	160,9	238,5	288,3
Crédito refinanciado BCB	18,7	45,0	65,6	137,2
Con otro financiamiento	4,6	21,4	39,2	39,8
Cartera en mora	21,2	57,6	49,1	50,9
Vencida	2,1	11,7	11,3	6,7
En ejecución	19,1	45,9	37,8	44,2
Provisión incobrables	-2,1	-15,8	-20,7	-15,1
Activos fijos	68,4	65,7	64,8	71,7
Otros neto	33,4	24,9	20,9	28,5
PASIVO Y PATRIMONIO	271,2	493,8	608,0	762,5
PASIVO	198,3	419,7	498,5	640,3
Depósitos del público	63,4	250,3	335,1	437,6
A la vista	12,1	26,0	37,1	49,8
A plazo y ahorros	51,3	224,3	298,0	387,8
Moneda nacional	30,3	77,8	56,9	50,7
Caja de ahorros	19,8	41,1	43,1	43,0
Depósitos a plazo	6,9	32,2	7,8	4,6
Otros depósitos	3,6	4,5	6,0	3,1
Moneda extranjera	21,0	146,5	241,1	337,1
Depósitos a plazo				
Otros depósitos	2,5	12,2	18,2	13,6
Pasivos con el B. Central	27,8	70,4	78,9	157,1
Pasivos externos	107,1	99,0	84,5	45,6
A mediano plazo	34,9	22,8	24,2	12,4
A corto plazo	72,2	76,2	60,3	33,2
CAPITAL Y RESERVAS	72,9	74,1	109,5	122,2

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 3
BALANCE BANCOS COMERCIALES
PRIVADOS NACIONALES, 1980-84
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
ACTIVO	461,4	746,6	408,7	367,8	253,1
Encaje	100,2	150,4	96,5	131,6	78,4
Activos Internacionales	19,2	18,5	6,9	3,2	1,5
Cartera neta	299,1	477,1	211,7	152,9	103,6
Cartera vigente	257,6	419,8	160,8	123,6	86,4
Recursos propios	167,9	286,5	123,3	99,6	51,8
Crédito refinanciado BCB	47,5	66,3	16,6	14,4	29,9
Con financiamiento externo	42,2	67,0	20,9	9,6	4,7
Cartera en mora	45,7	65,9	55,2	32,9	18,5
Vencida	9,6	14,9	23,3	5,6	5,0
En ejecución	36,1	51,0	31,9	27,3	13,5
Provisión incobrables	-4,2	-8,6	-4,3	-3,8	-1,3
Activos fijos	32,7	51,6	50,8	55,1	44,3
Otros neto	10,2	49,0	42,8	25,0	25,3
PASIVO Y PATRIMONIO	465,5	755,2	482,0	371,6	254,5
PASIVO	421,7	688,5	412,9	305,3	190,6
Dépositos del público	326,6	518,5	299,9	219,0	100,7
A la vista	109,4	179,4	69,0	79,2	37,7
A plazo y ahorros	217,2	339,1	160,9	139,8	63,0
Moneda nacional	127,2	225,2	159,1	138,6	62,4
Cajas de ahorro	84,5	160,3	67,8	82,7	30,3
Depósitos a plazo	25,2	42,0	81,8	47,4	25,7
Otros depósitos	17,5	22,9	9,5	8,5	6,4
Moneda extranjera	90,0	114,0	1,8	1,1	0,7
Depósitos a plazo	82,2	109,8	0,0	0,0	0,0
Otros depósitos	7,8	4,2	1,8	1,1	0,7
Pasivos con el B. Central	53,6	82,0	31,4	18,9	25,3
Pasivos externos	41,5	88,0	81,6	67,4	64,6
A mediano plazo	17,8	26,8	16,8	18,6	9,3
A corto plazo	23,7	61,2	64,8	48,8	55,3
CAPITAL Y RESERVAS	43,8	66,7	70,0	66,3	63,9

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 3 (continuación)
BALANCE BANCOS COMERCIALES
PRIVADOS NACIONALES, 1985-88
(millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988
ACTIVO	228,6	474,4	574,2	714,3
Encaje	57,8	77,9	91,1	100,9
Activos Internacionales	5,7	25,5	24,1	29,8
Cartera neta	81,9	292,9	368,6	495,8
Cartera vigente	70,4	255,1	339,5	460,3
Recursos propios	46,7	160,5	237,4	286,2
Crédito refinanciado BCB	19,0	45,1	65,9	137,3
Con financiamiento externo	4,7	19,5	36,2	36,8
Cartera en mora	13,5	49,5	42,7	45,5
Vencida	2,2	13,4	11,5	6,5
En ejecución	11,3	36,1	31,2	39,0
Provisión incobrables	-2,0	-11,7	-13,6	-10,0
Activos fijos	61,1	57,6	57,7	65,4
Otros neto	22,1	20,5	14,7	22,4
PASIVO Y PATRIMONIO	230,7	456,1	569,5	724,3
PASIVO	156,4	379,1	460,0	601,0
Dépositos del público	61,6	242,7	330,0	428,3
A la vista	11,2	25,5	35,1	46,4
A plazo y ahorros	50,4	217,2	294,9	381,8
Moneda nacional	29,6	75,7	54,6	48,6
Cajas de ahorro	19,6	40,2	42,4	42,2
Depósitos a plazo	6,6	31,1	6,8	3,8
Otros depósitos	3,4	4,4	5,4	2,6
Moneda extranjera	20,8	141,5	240,3	333,2
Depósitos a plazo	18,4	131,0	222,5	319,7
Otros depósitos	2,4	10,5	17,8	13,5
Pasivos con el B. Central	27,8	70,4	78,9	157,1
Pasivos externos	67,0	66,0	51,1	15,6
A mediano plazo	22,3	9,4	12,3	1,3
A corto plazo	44,7	56,6	38,8	14,3
CAPITAL Y RESERVAS	74,3	77,0	109,5	123,3

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 4
**BALANCE BANCOS COMERCIALES
 EXTRANJEROS, 1980-84**
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
ACTIVO	172,9	133,5	58,7	60,5	48,9
Encaje	41,1	36,5	12,9	15,2	11,5
Activos internacionales	11,3	2,3	2,7	8,2	6,6
Cartera neta	96,4	76,2	27,7	18,4	12,7
Cartera vigente	84,9	57,2	11,5	10,0	4,7
Recursos propios	49,8	23,7	8,0	2,3	0,8
Crédito refinanciado BCB	4,1	7,5	0,8	1,1	0,0
Con otro financiamiento	31,0	26,0	2,7	6,6	3,9
Cartera en mora	17,2	24,3	18,5	11,3	8,2
Vencida	2,7	7,0	8,8	0,4	0,1
En ejecución	14,5	17,2	9,7	10,9	8,1
Provisión incobrables	-5,7	-5,3	-2,2	-2,9	-0,2
Activos fijos	30,2	13,3	6,0	7,6	1,2
Otros neto	3,5	0,0	7,2	8,1	16,7
PASIVO PATRIMONIO	173,0	133,4	58,6	60,5	48,9
PASIVO	148,2	117,5	52,8	52,5	49,9
Depósitos del público	90,6	70,4	16,5	13,0	4,2
A la vista	45,0	33,4	7,5	7,8	2,3
A plazo y ahorros	45,5	37,0	9,0	5,2	1,9
Moneda nacional	30,6	27,6	7,0	5,0	1,8
Cajas de ahorro	21,3	22,8	4,6	3,5	0,5
Depósitos a plazo	1,6	1,8	0,8	0,5	1,1
Otros depósitos	7,7	3,0	1,6	1,0	0,2
Moneda extranjera	14,9	9,4	2,0	0,2	0,1
Depósitos a plazo	9,3	6,3	0,0	0,0	0,0
Otros depósitos	5,6	3,1	2,0	0,2	0,1
Pasivos con el Banco Central	9,6	8,6	1,5	1,5	0,1
Pasivos externos	48,0	38,5	34,8	38,0	45,6
A mediano plazo	17,4	11,8	13,8	14,0	13,0
A corto plazo	30,6	26,7	21,0	24,0	32,6
CAPITAL Y RESERVAS	24,8	15,9	5,8	8,0	-1,0

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 4 (continuación)
BALANCE BANCOS COMERCIALES
EXTRANJEROS, 1985-88
(millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988
ACTIVO	40,3	34,2	32,7	33,6
Encaje	10,6	10,1	11,4	13,1
Activos internacionales	0,5	4,7	3,6	2,3
Cartera neta	10,6	6,8	4,4	5,7
Cartera vigente	3,0	2,3	3,6	5,1
Recursos propios	3,0	0,6	1,5	2,2
Crédito refinanciado BCB	0,0	0,0	0,0	0,0
Con otro financiamiento	0,0	1,7	2,1	2,9
Cartera en mora	7,7	7,9	6,5	5,4
Vencida	0,0	0,0	0,0	0,1
En ejecución	7,7	7,9	6,5	5,3
Provisión incobrables	-0,1	-3,4	-5,7	-4,7
Activos fijos	7,3	8,1	7,1	6,3
Otros neto	11,3	4,5	6,2	6,2
PASIVO PATRIMONIO	40,5	37,6	38,5	38,3
PASIVO	41,9	40,5	38,5	39,4
Depósitos del público	1,7	7,5	5,1	9,4
A la vista	0,8	0,5	2,0	3,5
A plazo y ahorros	0,9	7,0	3,0	5,9
Moneda nacional	0,6	2,0	2,3	2,0
Cajas de ahorro	0,2	0,9	0,7	0,7
Depósitos a plazo	0,3	1,0	1,0	0,8
Otros depósitos	0,1	0,1	0,6	0,5
Moneda extranjera	0,3	5,0	0,7	3,9
Depósitos a plazo	0,1	3,3	0,4	3,8
Otros depósitos	0,2	1,7	0,3	0,1
Pasivos con el Banco Central	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasivos externos	40,2	33,0	33,4	30,0
A mediano plazo	12,6	13,4	11,9	11,0
A corto plazo	27,6	19,6	21,5	19,0
CAPITAL Y RESERVAS	-1,4	-2,9	0,0	-1,1

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 5
BALANCE BANCO DEL ESTADO, 1980-84
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
ACTIVO	249,6	271,7	145,1	118,4	89,7
Encaje	19,0	26,4	19,2	11,2	6,1
Activos internacionales	11,8	15,3	8,1	7,2	7,9
Cartera neta	157,1	143,6	87,5	83,8	59,4
Cartera vigente	125,7	104,2	50,3	52,8	40,9
Recursos propios	58,2	47,1	14,4	27,4	12,6
Crédito refinanciado BCB	35,9	42,3	12,1	4,1	8,8
Con otro financiamiento	31,6	14,8	23,8	21,3	19,5
Cartera en mora	31,5	46,6	38,0	32,0	18,7
Vencida	8,6	2,2	13,5	0,5	0,3
En ejecución	22,9	44,4	24,5	31,5	18,4
Provisión incobrables	-0,1	-7,2	-0,8	-1,0	-0,2
Activos fijos	11,8	13,4	1,5	0,2	3,0
Otros neto	49,9	73,0	28,8	16,0	13,3
PASIVO Y PATRIMONIO	241,9	258,9	139,0	112,6	88,0
PASIVO	214,4	237,8	117,6	102,6	74,2
Dépositos del público	113,2	138,3	40,2	38,2	15,0
A la vista	36,2	38,1	11,5	11,4	7,1
A plazo y ahorros	77,0	100,2	28,7	26,7	7,9
Moneda nacional	73,4	97,8	28,3	26,5	7,7
Cajas de ahorro	64,2	81,4	19,5	15,5	3,2
Depósitos a plazo	3,0	5,6	2,7	0,6	0,3
Otros depósitos	6,2	10,8	6,1	10,4	4,2
Moneda extranjera	3,6	2,4	0,4	0,2	0,2
Depósitos a plazo	2,1	1,4	0,0	0,0	0,0
Otros depósitos	1,5	1,0	0,4	0,2	0,2
Pasivos con el Banco Central	33,0	38,6	16,2	7,4	5,4
Pasivos externos	68,2	60,9	61,2	57,0	53,8
A mediano plazo	43,8	60,8	58,7	55,5	53,0
A corto plazo	24,4	0,1	2,5	1,5	0,8
CAPITAL Y RESERVAS	27,5	21,1	21,4	10,0	13,8

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 5 (continuación)
BALANCE BANCO DEL ESTADO, 1985-88
(millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988
ACTIVO	104,9	129,4	161,7	159,4
Encaje	1,2	7,2	2,4	27,5
Activos internacionales	9,3	11,6	8,9	7,5
Cartera neta	68,3	70,9	95,1	25,2
Cartera vigente	29,5	53,1	6,3	23,5
Recursos propios	0,9	16,2	6,1	4,4
Crédito refinanciado BCB	2,8	6,3	0,0	19,1
Con otro financiamiento	25,8	30,6	0,1	0,0
Cartera en mora	41,6	19,8	90,9	65,8
Vencida	0,9	0,5	2,8	1,3
En ejecución	40,7	19,3	88,1	64,5
Provisión incobrables	-2,8	-2,0	-2,1	-64,1
Activos fijos	10,0	9,7	10,2	10,7
Otros neto	16,1	30,1	45,1	88,5
PASIVO Y PATRIMONIO	102,7	113,6	141,1	144,4
PASIVO	72,2	80,2	58,2	62,6
Dépositos del público	8,0	17,7	24,3	34,0
A la vista	3,5	9,8	10,9	14,2
A plazo y ahorros	4,5	7,9	13,4	19,8
Moneda nacional	4,3	7,7	10,5	17,4
Cajas de ahorro	1,6	4,5	7,4	14,6
Depósitos a plazo	1,8	0,3	0,1	0,1
Otros depósitos	0,9	2,9	3,0	2,7
Moneda extranjera	0,2	0,2	2,9	2,4
Depósitos a plazo	0,0	0,0	2,7	2,3
Otros depósitos	0,2	0,2	0,2	0,1
Pasivos con el Banco Central	5,0	4,6	28,1	26,2
Pasivos externos	59,2	57,9	5,8	2,4
A mediano plazo	58,0	56,4	0,2	2,4
A corto plazo	1,2	1,5	5,6	0,0
CAPITAL Y RESERVAS	30,5	33,4	82,9	81,8

Fuente: Banco Central de Bolivia (BCB) y Superintendencia de Bancos.

Cuadro 6
ESTADO DE RESULTADOS
BANCOS COMERCIALES PRIVADOS
Y DEL ESTADO, 1980-88
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
Ingresos financieros	n.d.	158,2	177,8	166,2	179,5
Gastos financieros	n.d.	100,5	159,0	116,8	111,8
Margen financiero	n.d.	57,7	18,8	49,4	67,7
Otros ingresos de operación	n.d.	21,1	113,4	20,2	46,9
Margen de operación bruto	n.d.	78,8	132,2	69,6	114,6
Gastos de administración	n.d.	70,2	61,2	46,8	79,6
Otros gastos	n.d.	2,4	1,9	2,2	1,5
Prov. depreciación y amortización	n.d.	12,5	72,8	25,5	57,9
Resultado neto	n.d.	-6,3	-3,7	-4,9	-24,4
		1985	1986	1987	1988
Ingresos financieros	n.d.	68,8	98,9	128,2	
Gastos financieros	n.d.	43,8	70,2	81,3	
Margen financiero	n.d.	25,0	28,7	46,9	
Otros ingresos de operación	n.d.	13,0	87,9	34,4	
Margen de operación bruto	n.d.	38,0	116,6	81,3	
Gastos de administración	n.d.	31,6	41,4	52,1	
Otros gastos	n.d.	2,5	2,1	5,6	
Provisión, depreciación y amortización	n.d.	9,9	78,0	18,5	
Resultado neto	n.d.	-5,0	-4,9	5,1	

Fuente: Banco Central de Bolivia y Superintendencia de Bancos.

n.d = no disponible

Cuadro 7
ESTADO DE RESULTADOS
BANCOS COMERCIALES PRIVADOS, 1980-88
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
Ingresos financieros	n.d.	129,8	168,6	150,6	165,5
Gastos financieros	n.d.	70,9	114,3	104,2	104,5
Margen financiero	n.d.	58,9	54,3	46,4	61,0
Otros ingresos de operación	n.d.	11,6	31,2	9,1	22,2
Margen de operación bruto	n.d.	70,5	85,5	55,5	83,2
Gastos de administración	n.d.	53,6	51,4	37,8	59,1
Otros gastos	n.d.	2,3	1,8	2,1	1,5
Provisión depreciación y amortización	n.d.	10,6	36,0	20,5	47,1
Resultado neto	n.d.	4,0	-3,7	-4,8	-24,5
		1985	1986	1987	1988
Ingresos financieros		n.d.	61,9	91,6	122,8
Gastos financieros		n.d.	38,2	64,2	78,5
Margen financiero		n.d.	23,7	27,4	44,3
Otros ingresos de operación		n.d.	7,2	16,0	25,1
Margen de operación bruto		n.d.	30,9	43,4	69,3
Gastos de administración		n.d.	26,0	34,5	42,8
Otros gastos		n.d.	2,2	1,6	2,5
Provisión depreciación y amortización		n.d.	8,7	14,4	13,4
Resultado neto		n.d.	-6,0	-7,1	10,6

Fuente: Banco Central de Bolivia y superintendencia de Bancos.

n.d. = no disponible

Cuadro 8
ESTADO DE RESULTADOS
BANCOS COMERCIALES PRIVADOS NACIONALES
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
Ingresos financieros	n.d.	107,7	147,9	138,1	159,3
Gastos financieros	n.d.	60,4	99,9	96,7	101,0
Margen financiero	n.d.	47,3	48,0	41,4	58,3
Otros ingresos de operación	n.d.	9,2	27,2	7,8	16,1
Margen de operación bruto	n.d.	56,5	75,2	49,2	74,4
Gastos de administración	n.d.	38,6	37,1	31,7	52,8
Otros gastos	n.d.	1,9	1,5	1,9	1,3
Provisión depreciación y amortización	n.d.	7,6	31,1	14,4	27,8
Resultado neto	n.d.	8,4	5,5	1,2	-7,5
		1985	1986	1987	1988
Ingresos financieros		n.d.	60,7	90,6	121,5
Gastos financieros		n.d.	36,8	62,9	77,5
Margen financiero		n.d.	23,9	27,7	44,0
Otros ingresos de operación		n.d.	6,4	11,3	21,4
Margen de operación bruto		n.d.	30,2	39,0	65,4
Gastos de administración		n.d.	24,1	32,1	40,1
Otros gastos		n.d.	2,1	1,4	2,1
Provisión depreciación y amortización		n.d.	7,1	9,6	12,3
Resultado neto		n.d.	-3,0	-4,1	10,9

Fuente: Banco Central de Bolivia y Superintendencia de Bancos.

n.d = no disponible

Cuadro 9
ESTADO DE RESULTADOS
BANCOS COMERCIALES EXTRANJEROS
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
Ingresos financieros	n.d.	22,0	7,1	6,2	2,0
Gastos financieros	n.d.	10,5	4,9	3,7	1,1
Margen financiero	n.d.	11,5	2,2	2,5	0,9
Otros ingresos de operación	n.d.	2,4	1,4	0,6	1,9
Margen de operación bruto	n.d.	13,9	3,6	3,1	2,8
Gastos de administración	n.d.	15,0	4,9	3,0	2,0
Otros gastos	n.d.	0,4	0,1	0,1	0,1
Previsión, depreciación y amortización	n.d.	3,0	1,7	3,0	6,1
Resultado neto	n.d.	-4,5	-3,1	-3,0	-5,4
		1985	1986	1987	1988
Ingresos financieros		n.d.	1,2	0,9	1,3
Gastos financieros		n.d.	1,4	1,2	1,0
Margen financiero		n.d.	-0,2	-0,3	0,3
Otros ingresos de operación		n.d.	0,8	4,4	3,6
Margen de operación bruto		n.d.	0,6	4,1	3,9
Gastos de administración		n.d.	1,9	2,2	2,6
Otros gastos		n.d.	0,1	0,2	0,4
Previsión, depreciación y amortización		n.d.	1,6	4,5	1,1
Resultado neto		n.d.	-3,0	-2,9	-0,2

Fuente: Banco Central de Bolivia y Superintendencia de Bancos

n.d = disponible

Cuadro 10
ESTADO DE RESULTADOS BANCO DEL ESTADO
(millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984
Ingresos financieros	n.d.	28,4	9,2	15,6	13,9
Gastos financieros	n.d.	29,7	44,7	12,6	7,2
Margen financiero	n.d.	-1,3	-35,5	3,0	6,7
Otros ingresos de operación	n.d.	9,4	82,2	11,1	24,7
Margen de operación bruto	n.d.	8,1	46,7	14,1	31,4
Gastos de administración	n.d.	16,6	9,8	9,0	20,5
Otros gastos	n.d.	0,2	0,1	0,0	0,1
Previsión, depreciación y amortización	n.d.	1,9	36,8	5,0	10,8
Resultado neto	n.d.	-10,6	0,0	0,1	0,0
		1985	1986	1987	1988
Ingresos financieros		n.d.	6,9	7,3	5,4
Gastos financieros		n.d.	5,5	6,0	2,7
Margen financiero		n.d.	1,4	1,3	2,7
Otros ingresos de operación		n.d.	5,9	71,9	9,3
Margen de operación bruto		n.d.	7,3	73,2	12,0
Gastos de administración		n.d.	5,6	6,9	9,3
Otros gastos		n.d.	0,3	0,5	3,1
Previsión, depreciación y amortización		n.d.	1,2	63,7	5,1
Resultado neto		n.d.	0,2	2,1	-5,5

Fuente: Banco Central de Bolivia y Superintendencia de Bancos.

n.d. = no disponible

**EL SISTEMA
FINANCIERO ECUATORIANO
EN LOS OCHENTA**

Alfredo Arízaga y

Santiago Bayas

INDICE

I.	TASAS DE INTERES Y COMPORTAMIENTO DE LA BANCA	294
II.	EFICIENCIA DEL SISTEMA	298
1.	Antecedentes	298
2.	Indicadores	300
III.	LA SOLVENCIA DEL SISTEMA	309
1.	Modelos de regulación	309
2.	Normativa en el país	309
a)	<i>Disposiciones relacionadas con el capital bancario</i>	<i>310</i>
b)	<i>Garantía del Estado a los depósitos</i>	<i>311</i>
3.	Efectos de la liberalización financiera	312
4.	Disposiciones de saneamiento	314
IV.	CONSIDERACIONES FINALES	316

EL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO EN LOS OCHENTA

*Alfredo Arizaga
Santiago Bayas*

Durante los años setenta y comienzos de los ochenta el sistema bancario ecuatoriano experimentó un vertiginoso crecimiento, impulsado por el auge petrolero. Entre 1973 y 1982, el número de bancos privados aumentó de 21 a 32, y el capital más que se duplicó en términos reales. En sucrés de 1974, sus activos se incrementaron de 25.000 millones en 1973 a 55.000 millones en 1981, esto es a una tasa media anual del 10 por ciento, que se compara con la de alrededor de 6 por ciento a la que expandió del producto. El estallido de la crisis de la deuda en 1982 puso de manifiesto que el número de instituciones bancarias era desmesurado para el tamaño de la economía ecuatoriana, pero el problema persiste porque si bien en los últimos años se liquidaron dos, surgieron otras dos.

El presente trabajo busca analizar los factores que explican el grado de eficiencia y solvencia que presentó el sistema financiero ecuatoriano durante 1980-88, a partir del examen tanto de las políticas aplicadas durante el periodo como de los cambios registrados en la economía. Concentraremos el análisis en los bancos privados, por cuanto ellos reflejan mejor los efectos de las políticas y constituyen el grueso del sistema financiero ecuatoriano.

La eficiencia y la solvencia se ha visto condicionadas por las políticas macroeconómicas y sectoriales aplicadas durante el periodo, dentro del cambiante entorno de la economía ecuatoriana, afectada por choques de origen interno y externo. Entre los primeros destacan factores climatológicos, que en 1983 determinaron una fuerte caída de la producción agrícola destinada al mercado interno y a exportaciones, provocando inflación y desequilibrios externos, y el terremoto de 1987, que paralizó las exportaciones petroleras del país por aproximadamente seis meses y dio origen a desequilibrios en los sectores fiscal externo. Entre los choques de origen

externo se encuentran la crisis de la deuda y la baja de los precios del petróleo, principal producto de exportación del Ecuador.

Una de las políticas que mayor gravitación ejerce sobre el sistema financiero es la de la determinación de las tasas de interés, la cual se ciñe a cuatro regímenes diferentes durante este período. El primero, que va hasta 1982, se caracteriza por tasas fijas, reguladas por la Junta Monetaria. En el segundo, que se extiende hasta 1985, se flexibilizan los mecanismos de regulación de las tasas de interés, con lo que éstas suben en términos nominales. En un tercer régimen, hasta agosto de 1988, las tasas son libremente determinadas por las fuerzas del mercado. Con posterioridad, se imponen topes a los márgenes máximos entre las tasas activas y pasivas de cada institución

I. TASAS DE INTERES Y COMPORTAMIENTO DE LA BANCA

En el sexenio 1980-1985 las tasas de interés fueron fijadas por la Junta Monetaria, pero el criterio utilizado por ésta experimentó modificaciones. Hasta 1982 primó la voluntad de establecer tasas bajas, con el fin de promover la inversión, lo cual se tradujo en un bajo nivel de intermediación por parte de la banca. El margen entre las tasas pasiva y activa, fijado por la autoridad monetaria, disminuyó de cinco puntos porcentuales en 1980, a cuatro y tres en los años siguientes, nivel en el que se mantuvo hasta agosto de 1986. Esto deprimió la movilización de recursos domésticos y llevó a que las instituciones financieras trabajasen garantizando recursos provenientes del exterior, los cuales, hasta 1982, habían sustentado alrededor del 20 por ciento del crédito concedido por el sistema bancario del Ecuador.

El grueso de las utilidades de la banca pasó a provenir, pues, de la intermediación de crédito proveniente del Banco Central y de las garantías concedidas para los préstamos externos. La concesión de créditos a través de la captación de depósitos había dejado de ser rentable: el margen entre las tasas activas y pasivas era bajo (tres puntos) y la existencia de altos porcentajes de encaje e inversiones obligatorias reducían sustancialmente el atractivo de estas operaciones para la banca. Por ello es que, si bien se crearon numerosas instituciones, éstas contaban con pocas agencias para la

atención al público que posibilitara en una mayor captación de depósitos.

A partir de 1983 los reajustes de tasas de interés se tornaron más frecuentes, en parte por el aceleramiento de la inflación, cuyo promedio fue ese año superior a 48 por ciento. Aunque, las tasas de interés continuaron siendo negativas en términos reales (cuadro 1), el incremento de las tasas nominales abrió paso a una mayor movilización de recursos (cuadro 2), atribuible a una ilusión monetaria de los agentes económicos, desacostumbrados a la inflación.

Desde 1985 se permite la libre determinación de tasas en las captaciones de pólizas de acumulación, que son certificados a plazo por un monto individual mínimo de 500.000 sucres. Con los recursos de estas captaciones podían también realizarse préstamos a tasas de interés no reguladas. A partir de 1985, las pólizas hasta entonces muy poco utilizadas, se convierten en una de las principales fuentes de recursos para la banca. En agosto de 1986 se liberalizan las tasas del resto de las operaciones pasivas y activas.

Cuadro 1
TASAS PORCENTUALES DE INTERES
E INFLACION, 1980-88 a/

Año	Pasiva nominal b/	Activa nominal	Ahorros inflación	Activa real c/	Real c/
1980	6,0	12,0	13,8	-6,9	-1,6
1981	8,0	12,0	17,1	-7,8	-4,4
1982	12,0	15,0	20,0	-6,7	-4,2
1983	16,0	19,0	44,0	-19,4	-17,4
1984	20,0	23,0	37,0	-12,4	-10,2
1985	23,3	23,0	32,6	-6,9	-7,2
1986	28,5	33,7	28,4	0,1	4,1
1987	34,4	38,8	35,3	-0,7	2,6
1988	39,0	44,6	57,0	-11,5	-7,9

Fuente: Información estadística del Banco Central y bancos privados.

- a/ Hasta 1985, son tasas reguladas, con excepción de la pasiva en 1985.
- b/ Corresponde a la más alta. Hasta 1984 es la tasa de depósitos de ahorro. A partir de 1985, la de pólizas de acumulación.
- c/ Se la define como: $(\text{tasa nominal} - \text{inflación}) / (1 + \text{inflación})$.

Cuadro 2
**PASIVOS FINANCIEROS LIQUIDOS
 DEL SISTEMA BANCARIO**

Año	porcentaje del PIB
1980	12,8
1981	12,2
1982	11,6
1983	13,2
1984	14,0
1985	16,8
1986	17,1
1987	18,8
1988	14,7

Fuente: Memorias de la Superintendencia de Bancos.

La tasa de pólizas de acumulación es la que muestra mayor flexibilidad, incrementándose en 11 puntos porcentuales entre 1985 y 1987, mientras que la tasas de depósitos de ahorro lo hace en sólo 1,4 puntos porcentuales. El aumento de la tasa activa (15 por ciento) respondió fundamentalmente a las variaciones de las tasas de pólizas.

A pesar de que entre 1986 y 1988 hubo libre determinación de tasas, éstas no necesariamente fueron positivas en términos reales. Ello pone de relieve la importancia de una política microeconómica coherente, que controle la inflación, como medio para que las tasas reales de interés tiendan a ser positivas, y no se limite al manejo de las nominales.

En agosto de 1988 se establece un tope (19 puntos porcentuales) al margen entre una de las tasas básicas (aquella sobre los depósitos de ahorro) y la activa de cada institución. Este cambio respondió a la postura ideológica del nuevo gobierno, de rechazo a que la economía estuviese gobernada exclusivamente por las fuerzas del mercado, en circunstancias de que en el Ecuador ella exhibe marcadas características oligopólicas. El gobierno quiso ejercer alguna forma de control sobre las tasas de interés, dado que se trata de uno de los principales precios en la economía y un medio para favorecer a los pequeños y medianos ahorristas. Luego de la liberalización, la tasa de depósitos de ahorro no experimentó mayores variaciones y el margen con la tasa de pólizas fluctuó en torno a 15 puntos porcentuales, injustificadamente alto en términos de la diferencia de plazo y monto.

El margen de 19 puntos entre las tasas de interés pasiva y activa fue fijado a la luz del promedio existente a la fecha de cambio del sistema, con el fin de no erosionar las utilidades de los bancos. Este margen puede parecer excesivo; sin embargo, cabe tener en cuenta que los bancos deben hacer frente a elevadas tasas de encaje sobre depósitos monetarios (30 por ciento) y a una serie de inversiones forzosas y créditos subsidiados, en detrimento de su rentabilidad.

La fijación del margen afecta de manera sin duda heterogénea a las instituciones financieras, de acuerdo a la composición de sus captaciones. No obstante, los intermediarios financieros no han cuestionado este sistema, ya que les permite cierto grado de libertad para determinar sus tasas y siempre tienen posibilidad de modificar su estructura de captaciones. Según algunos administradores de bancos, existía también el temor de que el gobierno fijara las tasas y, en consecuencia, consideran este sistema como una segunda mejor opción.

Un rasgo muy particular de las tasas de interés a partir de 1988 ha sido su inflexibilidad, pese a que a fines de ese año la inflación se acelera. Ellas se determinan sobre una base anual, en un país que carece de tradición inflacionaria. Así, las tasas de interés se ajustan parcialmente y con demora a la variación anual que exhibe el nivel de precios cada mes. Pese a que las operaciones financieras se realizan a 30, 60 o 90 días plazo, sus tasas de interés se determinan, pues, a partir de las tasas anuales.

Si el ajuste de expectativas es muy lento, los bancos determinarán sus tasas de acuerdo a la inflación rezagada; por ejemplo el promedio de los 12 meses previos. En el caso de que la inflación mensual fuera mensualmente de 1 por ciento, la tasa de interés que cobrarían por sus préstamos tendría que ser cuando menos 12,7 por ciento. Si ese mes la inflación mensual se acelerara al 3 por ciento, estabilizándose en ese nivel y se dispusiera de información perfecta al respecto, tendría que cargar a sus clientes una tasa anual no inferior a 42,6 por ciento, a la cual, empero, no tendría demanda alguna de crédito, en vista de que los usuarios ajustan lentamente sus expectativas. De igual manera, si la inflación se reduce en forma permanente del tres al uno por ciento mensual, lo más probable es que disminuya de 42,6 a 12,7 por ciento su tasa anual de captación. Esta situación determina, como consecuencia únicamente de la inflación, una excesiva fluctuación de las tasas reales de interés, de negativas a positivas.

La inversión en suces ha sido más atractiva, dado que las políticas monetaria y fiscal se han mantenido ordenadas, con la estabilización consiguiente del mercado cambiario, lo que ha limitado la salida de capitales, dando origen inclusive a un influjo de recursos.

Otro factor importante es el efecto que el elevado margen existente (15 puntos porcentuales) entre tasas de interés activas y pasivas puede provocar sobre el sector productivo. Además, el crédito está sujeto a un impuesto anual de 2,5 por ciento, que incrementa aún más su costo. Por lo señalado, es necesario analizar los factores que explican la magnitud de esta brecha. Procederemos pues al examen del grado de eficiencia con que opera el sistema financiero ecuatoriano.

II. EFICIENCIA DEL SISTEMA

1. Antecedentes

El funcionamiento de un sistema financiero es evaluable desde las perspectivas de la eficiencia y de la estabilidad. Analizaremos en este capítulo la primera.

Cuando las autoridades monetarias diseñan un conjunto de medidas tendientes a mejorar el funcionamiento del sistema financiero, generalmente intentan aumentar tanto la eficiencia con que las instituciones operan como la estabilidad y solvencia de cada una. Sin embargo, es muy difícil alcanzar simultáneamente ambos objetivos, menos aún en presencia de desequilibrios macroeconómicos.

Durante los años ochenta se introdujeron cambios legales e institucionales tendientes a incrementar la eficiencia y solvencia del sistema financiero y la economía ecuatoriana se sumió en graves desequilibrios. Este capítulo se propone pues evaluar la evolución de la eficiencia del sistema financiero ecuatoriano, en el marco de las cambiantes circunstancias institucionales y generales de la economía.

Partiremos definiendo nuestro sujeto de análisis, esto es el mercado de intermediación financiera. Existen varias formas de medir la importancia que el mercado de intermediación financiera tiene en una economía; por ejemplo, mediante la relación pasivos financieros líquidos/PIB. Si en el caso ecuatoriano definimos los pasivos financieros líquidos como la

sumatoria de depósitos monetarios, depósitos de ahorro, depósitos de plazo y pólizas de acumulación captados por los bancos, observaremos que el mercado de intermediación ha ido ganando profundidad, salvo en 1988 (cuadro 2). Cabe subrayar, sin embargo, las grandes limitaciones de este tipo de estadísticas, que no registran las operaciones efectuadas en el mercado informal ni toman en cuenta tampoco las variaciones estructurales, como cambios en la legislación pertinente, que pueden ocasionar movimientos aparentes en los pasivos financieros.

El caso ecuatoriano provee dos ejemplos característicos. El primero lo constituyen las pólizas de acumulación o certificados de depósito a plazo fijo de alta denominación, cuya tasa de interés ha sido en todo momento determinada por el mercado, incluso cuando otros instrumentos estaban sujetos a regulaciones. Las pólizas de acumulación son de antigua data en el mercado financiero ecuatoriano, pero su uso había permanecido en niveles muy modestos. Un tipo de instrumento muy similar, conocido como "fondos de terceros", funcionaba al margen de toda regulación legal, sin dejar huellas en el movimiento de activos y pasivos de las instituciones financieras, pese a movilizar recursos por un monto cercano a los 50.000 millones de sucres. En 1984 se autoriza la libre contratación de las tasas de interés en este tipo de instrumento, lo que provoca un sustancial incremento de la captación de ahorro financiero en las estadísticas de 1985, siendo difícil establecer con exactitud hasta qué punto ello obedece a la mera contabilización de operaciones que ya existían o si en efecto constituye un incremento real en el ahorro financiero.

El segundo caso explicaría la abrupta caída de la relación pasivos financieros líquidos/PIB durante 1988. A partir de agosto de ese año la autoridad monetaria modifica el sistema de determinación de las tasas de interés, fijando un margen máximo entre las tasas activa y pasiva con que opera cada institución financiera. Ello hizo caer la rentabilidad de las instituciones cuyos márgenes eran superiores al máximo establecido. El sistema financiero reaccionó impulsando lo que se conoce como "banca de inversiones" y restringiendo sus operaciones de intermediación tradicional.

En lugar de aumentar sus captaciones del público y el volumen de crédito otorgado, las instituciones bancarias conceden avales a documentos crediticios que luego son negociados en el mercado financiero. De esta forma, las operaciones de intermediación financiera no se reflejan en movimientos de los activos y pasivos de las instituciones

bancarias. Durante 1988 se negociaron en la "banca de inversiones" documentos por alrededor de 30.000 millones de sucres. Por consiguiente, el crecimiento de los pasivos financieros líquidos, definidos de acuerdo a la información reportada en el cuadro 2, se estancó.

Por otro lado, la aceleración del proceso inflacionario durante 1988 tiene que haber erosionado el crecimiento de los pasivos líquidos. Pero el mencionado ejemplo ilustra las dificultades de evaluar en forma rigurosa la trayectoria de las variables reales del sistema financiero y de diferenciarla de las variaciones aparentes que sugieren las estadísticas, como consecuencia de cambios en los procedimientos contables. De otro lado, durante 1988 el Banco Central participó más agresivamente en el mercado de papeles fiduciarios, vendiendo los denominados bonos de estabilización monetaria. Estos papeles entraron a competir con las pólizas de acumulación ofrecidas por los bancos reduciendo, supuestamente, el monto de los pasivos financieros líquidos, de acuerdo a la definición usada en este trabajo.

En este contexto, cabría esperar que se reanude el proceso de gradual profundización de la intermediación financiera, interrumpido en 1988.

2. Indicadores

La eficiencia con que opera un mercado financiero puede analizarse desde las perspectivas distributiva y operacional. En el primer caso se evalúa si los recursos están dirigidos hacia aquellos agentes económicos que presentan la mayor tasa potencial de retorno marginal, ajustada por el riesgo implícito en la actividad que desarrollan. Esta orientación del análisis adoptada, ya que excede el limitado alcance de este trabajo. En el caso de la perspectiva operacional, en cambio, se pretende examinar si el funcionamiento del sector financiero se da o no al menor costo posible.

Desde el punto de vista operacional, un mercado financiero puede ser calificado como eficiente cuando el precio de los instrumentos negociados en su seno es en todo momento igual a su valor de inversión. Cualquier brecha entre estos dos parámetros indicará que existen ineficiencias, originadas en una defectuosa estructura del mercado.

La concurrencia de un número suficientemente elevado de oferentes y demandantes, de tal forma que ninguno de ellos pueda alterar los precios, constituye uno de los requisitos

básicos de un mercado perfecto. Esto implica la inexistencia de barreras de entrada, de asimetrías en la obtención de información relevante, o de otro tipo de factores distorsionantes, como son las inversiones obligatorias y los encajes sobre depósitos.

El mercado ecuatoriano de intermediación financiera no cumple algunas de estas premisas, debido en varios casos a regulaciones de la autoridad pertinente, diseñadas con el objeto de asegurar cierta estabilidad al sistema financiero. De esta forma, se sacrificaría algo de eficiencia, en aras de una dosis de mayor seguridad.

Para medir el grado de eficiencia operacional con que opera un mercado de intermediación financiera se ha propuesto la utilización de diversos tipos de indicadores (Harvard, 1987). Uno de ellos se aboca al examen de la liquidez que presenta el sistema financiero y del grado de concentración prevaleciente en dicho mercado. Se presume que mientras mayor sea la liquidez, menor será la ineficiencia; por el contrario, mientras mayor el grado de concentración, mayor la ineficiencia.

Para evaluar la liquidez existente en la actividad de intermediación se examina la trayectoria del volumen de depósitos y préstamos registrados por el sistema financiero a lo largo de un determinado período. Ello requiere seleccionar un deflactor, con el objeto de medir apropiadamente las variaciones de volumen. Por considerar que en el caso ecuatoriano podría ser el más relevante, adoptamos para estos efectos el Índice de Precios al Consumidor.

La observación de las tasas de crecimiento de los valores deflactados lleva a concluir que los depósitos monetarios o de cuenta corriente han variado en forma más bien errática durante el período, salvo en 1988, por los motivos señalados (cuadro 3). Los depósitos en libretas de ahorro, depósitos a plazo y pólizas de acumulación, en cambio, muestran un comportamiento mucho más regular, con una sostenida expansión durante prácticamente todo el período. Es importante recordar que las tasas de crecimiento de las pólizas de acumulación en 1984 y 1985 obedecen fundamentalmente a modificaciones contables. Sea como fuere, se detecta un importante incremento en la liquidez del mercado de intermediación de depósitos de ahorro, lo que, de acuerdo con los supuestos iniciales, sugiere que en este mercado prevalece un bajo grado de ineficiencia.

Durante la primera mitad de la década de los ochenta, el volumen de créditos otorgado por los bancos privados experimentó sustanciales aumentos, atribuibles en gran medida

Cuadro 3
EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS
DE DEPOSITO Y DE LA CARTERA DE CREDITO
DE LOS BANCOS PRIVADOS, 1980-88

Año	Depósitos monetarios	Ahorro a plazo	Pólizas acumuladas	Cartera créditos	IPC 1978=100
1. Miles de millones de sucres					
1980	28,3	7,7	0,0	42,2	122,3
1981	31,4	8,6	0,2	53,8	143,4
1982	32,8	10,9	0,3	76,8	178,4
1983	51,2	15,4	0,6	130,4	272,0
1984	73,6	26,4	2,9	171,6	340,2
1985	92,0	42,6	42,7	214,1	423,1
1986	105,3	59,3	61,2	252,5	538,8
1987	140,9	101,1	84,0	327,5	713,8
1988	205,7	150,8	101,6	377,4	1.325,6
2. Sucres de 1978					
1980	23,1	6,3	0,0	34,5	
1981	21,9	6,0	0,1	37,5	
1982	18,4	6,1	0,2	43,0	
1983	18,8	5,7	0,2	47,9	
1984	21,6	7,8	0,9	50,4	
1985	21,7	10,1	10,1	50,6	
1986	19,5	11,0	11,4	46,9	
1987	19,7	14,2	11,8	45,9	
1988	15,5	11,4	7,7	28,5	
3. Tasa (%) variación respecto año precedente					
1981	-5,2	-4,7	0,0	8,7	
1982	-16,0	1,6	20,6	14,7	
1983	2,2	-6,5	31,2	11,4	
1984	14,9	36,8	286,4	5,2	
1985	0,5	29,5	1 022,2	0,3	
1986	-10,1	8,9	12,9	-7,3	
1987	1,0	29,1	3,5	-2,1	
1988	-21,3	-19,7	-34,9	-37,9	

Fuente: Memorias de la Superintendencia de Bancos.

Cuadro 4
GRADO DE CONCENTRACION
DEL SISTEMA FINANCIERO
(porcentajes)

Año	Depósitos	Cartera
1986	45,6	39,2
1987	48,2	39,6
1988	46,2	37,5

Fuente: Memorias de la Superintendencia de Bancos.

Cuadro 5
ESTADO DE SITUACION FINANCIERA
BANCOS PRIVADOS, 1980-88
(Saldos en miles de millones de sucres
al 31 de diciembre de cada año)

Cuentas	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Activo	93	115	147	220	313	359	465	609	785
Fondos disponibles	19	21	23	34	44	57	68	97	147
Depósitos Banco Central	11	11	12	14	22	32	42	49	81
Otros	8	10	12	19	22	25	26	48	66
Cartera	42	54	77	131	172	214	252	327	378
Por vencer	38	47	64	108	151	194	231	303	351
Vencida	4	7	13	23	21	20	21	24	27
Inversiones	6	8	11	15	21	10	15	15	38
Otros activos	26	32	34	41	78	78	131	171	222
Pasivo	86	104	135	207	296	339	435	570	714
Depósitos	37	42	50	67	103	137	171	246	371
Otras obligaciones	8	10	22	34	36	20	23	28	39
Emisiones	9	12	15	19	27	68	92	120	142
Con bancos	10	15	25	63	81	79	86	99	90
Otros pasivos	22	26	23	24	49	34	64	77	72
Patrimonio	7	9	11	14	17	21	31	41	70
Capital y reservas	6	8	10	12	16	19	29	38	64
Utilidades	1	1	1	2	1	2	2	3	6
Pasivos y patrimonio	94	114	146	221	313	360	466	611	784

Fuente: Memorias de la Superintendencia de Bancos.

la sucretización de la deuda externa privada. Pero a partir de 1985 las tasas de crecimiento se tornaron negativas, situación propicia para un incremento de la ineficiencia.

El análisis de la participación que alcanzan en el mercado las cuatro instituciones más grandes muestra que existe una marcada diferencia en el grado de concentración en materia de depósitos y captaciones de un lado, y de la cartera de créditos del otro, siendo mayor y bastante alta, la primera (cuadro 4). Ello sugiere que el funcionamiento del sistema financiero ecuatoriano adolece de algún grado de ineficiencia, en especial respecto de las actividades de captación de los recursos de que disponen los agentes económicos.

Otro método de análisis vincula la información reportada en los estados de pérdidas y ganancias de las instituciones financieras con el correspondiente a sus estados de situación a fines de cada periodo.¹ Su utilización deja en evidencia el

Cuadro 6
ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS
BANCOS PRIVADOS, 1980-88
(saldos en miles de millones de sucres corrientes
al 31 de diciembre de cada año)

Cuentas	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Intereses ganados	4	5	8	13	25	37	52	79	129
Intereses pagados	1	2	4	8	17	25	37	59	94
Margen financiero	3	3	4	5	8	12	15	20	35
Otros ingresos	2	3	4	3	3	5	8	13	18
Comisiones ganadas	2	3	3	3	4	6	7	8	12
Ingresos ordinarios	0	1	2	3	4	3	5	13	24
Comisiones pagadas	0	0	0	0	1	0	0	1	1
Provisiones	1	1	2	2	4	4	4	7	17
Margen operacional	5	6	7	9	11	17	23	34	53
Gastos operacionales	4	5	7	8	11	14	20	31	50
Ingresos no operacional	0	1	1	1	2	1	1	3	7
Ingresos extraordinarios	1	1	1	2	2	1	1	4	11
Egresos extraordinarios	0	0	0	0	0	0	0	1	14
Resultados	1	2	2	2	2	3	4	6	11

Fuente: Memorias de la Superintendencia de Bancos.

1. Esta parte del trabajo se basa en Held (1989).

incremento de los costos y los ingresos que representó para los bancos el alza de las tasas de interés a lo largo de los años ochenta (cuadro 7). Como resultado, la variación que experimentó durante el período el margen financiero, definido como intereses ganados menos intereses pagados, fue menor que la de sus componentes. Se observa además que este indicador apuntó a la baja a comienzos de la década, hasta alcanzar su nivel mínimo en 1983; a partir de entonces exhibe un rápido incremento, con lo que en 1988 su valor duplica el de 1983, conforme lo indica la relación margen financiero/activo corriente.

Cuadro 7
PRINCIPALES RELACIONES PORCENTUALES,
BANCOS PRIVADOS, 1981-88

RELACIONES	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
IG/AC	6,9	8,0	9,3	12,1	14,3	17,0	20,0	25,8
MF/AC	4,3	3,8	3,6	3,8	4,8	5,0	5,3	7,1
PE/AC	96,0	98,3	101,0	103,4	106,6	109,6	111,6	113,3
CV/AC	8,9	11,3	12,5	8,7	7,2	6,3	5,5	4,7
(Go+GP)/AT	4,8	5,1	4,4	4,1	4,3	4,8	5,8	7,1
R/AT	1,7	1,3	1,0	0,8	1,0	1,0	1,0	1,5
IP/AT	1,8	3,1	4,5	6,5	7,3	8,9	10,9	13,4
MF/AT	3,1	2,9	2,9	3,0	3,7	3,8	3,8	5,1
IP/PE	2,7	4,2	5,6	8,1	9,0	10,9	13,5	16,5
R/P	21,1	16,8	14,7	14,1	17,2	16,6	15,7	19,2

Fuente: Cuadros 5 y 6

Nota: Las relaciones que vinculan cuentas del balance con cuentas de resultado se calculan usando el promedio de las cuentas del balance correspondiente al año anterior y al contemporáneo.

AC= Activo corriente

IG= Intereses ganados

IP= Intereses pagados

MF= Margen financiero

PE= Pasivo exigible

OA= Otros activos (excluido contingentes y transferencias internas)

P= Patrimonio

GO= Gastos operacionales

GP= Gastos de personal

AT= Activos totales

R= Resultados (antes del impuesto a la renta)

Cuadro 8
EVOLUCION DEL PORCENTAJE DE ENCAJE LEGAL
Y DE INVERSION FORZOSA DE DEPOSITOS CAPTADOS
POR LA BANCA PRIVADA

	Fecha		Depósitos monetarios	Libretas ahorro	Pólizas acumulación	
1980	Octubre	16	28,5	12,0	0,0	
	Diciembre	4	29,0	12,0	0,0	
	Diciembre	13	29,5	12,0	0,0	
	Diciembre	20	30,0	12,0	0,0	
1981	Febrero	13	20,0	12,0	0,0	
	Febrero	19	23,0	12,0	0,0	
	Febrero	26	25,0	12,0	0,0	
	Abril	2	25,5	12,0	0,0	
	Abril	16	26,0	12,0	0,0	
	Abril	30	26,5	12,0	0,0	
	Mayo	14	27,5	12,0	0,0	
	Mayo	21	28,0	12,0	0,0	
	Julio	2	27,0	12,0	0,0	
	Julio	9	26,0	12,0	0,0	
	Agosto	5	24,0	12,0	0,0	
	Diciembre	10	22,0	12,0	0,0	
	1982	Julio	15	23,0	12,0	0,0
		Octubre	14	22,0	12,0	0,0
1983	Noviembre	3	20,0	10,0	0,0	
1984	Noviembre	8	22,0	10,0	0,0	
1985	Noviembre	7	24,0	10,0	0,0	
1986	Febrero	20	26,0	10,0	0,0	
	Marzo	6	28,0	10,0	0,0	
	Mayo	8	26,0	10,0	0,0	
	Agosto	14	27,0	5,0	0,0	
1987	Junio	4	29,0	5,0	5,0	
	Septiembre	3	30,0	5,0	5,0	
	Septiembre	17	31,0	5,0	5,0	
	Octubre	1	32,0	5,0	5,0	
	Octubre	22	37,0	5,0	5,0	
1988	Marzo	16	25,0	5,0	5,0	
	Octubre	13	27,0	5,0	5,0	
	Diciembre	20	29,0	5,0	5,0	

Fuente: Banco Central, Información Estadística Mensual.

Se considera que el margen de intermediación refleja el grado de eficiencia con que opera el sistema financiero, siendo menor la eficiencia a medida que aquél aumenta. Cabe señalar que cuando se relaciona el margen financiero con el activo corriente, se están tomando en cuenta recursos que los bancos deben mantener congelados como consecuencia del encaje legal, así como también colocaciones forzosas de una parte de sus carteras, con tasas de interés subsidiadas.

En el caso ecuatoriano, las instituciones financieras están obligadas a mantener un elevado porcentaje de los depósitos como encaje en el Banco Central (cuadro 8). Adicionalmente, deben invertir el 10 por ciento de los depósitos captados en libretas de ahorro, en bonos del Banco Ecuatoriano de la Vivienda, los cuales generan un interés nominal de apenas 10 por ciento al año. Por otro lado, están obligados a colocar el 10 por ciento de su cartera total en fondos financieros, un mecanismo de crédito subsidiado en favor de determinadas ramas de actividad, a una tasa de interés de 32 por ciento anual, en circunstancias de que en el mercado es cercana a 50 por ciento.

Es indudable que estos factores, ajenos a la capacidad de gestión de las instituciones bancarias, afectan la rentabilidad de las mismas, obligándoles a mantener un margen financiero superior al que se requeriría de otra manera. Así, el coeficiente resultados/activo total se mantiene estancado entre 1985 y 1987, pese al incremento del margen de intermediación. A su turno, la relación resultados/patrimonio muestra que la rentabilidad de las inversiones en instituciones financieras se ha ido situando por debajo del respectivo costo de oportunidad.

Los antecedentes disponibles (cuadro 7) sugieren además que los gastos operacionales y de personal del sistema financiero ecuatoriano son excesivos. Se advierte además que parte de los recursos captados del público se destina a actividades que, si bien pueden estar relacionadas con el negocio bancario, no generan en forma directa ingresos a la institución.

La primera situación se manifiesta en la relación gastos operacionales y de personal/activo total. Esta declina entre los años 1982 y 1985, pero después vuelve a subir, ahora en forma acelerada, situándose en 1988 en un nivel tres puntos porcentuales por encima del registrado en 1984.

El segundo caso se refleja en el análisis de la siguiente identidad contable:

$$PE + P = AC + OA$$

en donde

PE = Pasivo exigible;
P = Patrimonio;
AC = Activo corriente; y
OA = Otros activos.

De ella se desprende que si el pasivo exigible es mayor que activo corriente, el patrimonio será menor que los otros activos. En tal caso, parte de los recursos captados del público estará siendo utilizado por el banco para financiar la adquisición de activos, y no para atender el giro mismo del negocio. Estos recursos, entonces, estarán congelados en edificios, instalaciones, vehículos y equipos de operación, en un monto que excede la capacidad de adquisición de esas instituciones financieras. Con el incremento registrado en las tasas de interés, la utilización de estos recursos en activos que no corresponden estrictamente al giro del negocio presionará significativamente sobre los costos de las entidades bancarias, obligándoles a incrementar su margen financiero.

Hubiese sido interesante analizar el grado de utilización que tienen los equipos más complejos con que opera el sistema financiero ecuatoriano, pero desgraciadamente no fue posible conseguir la información pertinente. Sin embargo, el alto número de instituciones de reducido tamaño que está adquiriendo este instrumental lleva a suponer que existe un bajo nivel de utilización de la capacidad instalada.

La relación pasivo exigible/activo corriente exhibe una tendencia ascendente (cuadro 7). De otro lado, a partir de 1983 el pasivo exigible supera al activo corriente, con las consecuencias ya anotadas.

Debe señalarse que los bancos estuvieron sujetos durante el periodo de análisis a una lista de tarifas, fijadas por la autoridad monetaria, que regulaba las tasas cobradas por los servicios brindados a los clientes. Debido a que esta lista de tarifas no se actualizaba con la oportunidad debida, de cara a un ambiente inflacionario en el cual los costos iban en constante aumento, los ahorristas terminaron por subsidiar a los usuarios de tales servicios, en razón de que los bancos aumentaban el margen financiero mediante el expediente de mantener deprimida la tasa pasiva. Esta situación fue modificada en 1989, al levantarse las regulaciones acerca de las tarifas que los intermediarios financieros pueden cobrar por estos servicios.

III. LA SOLVENCIA DEL SISTEMA

1. Modelos de regulación

Según los mecanismos que se utilicen para la regulación y supervisión de la solvencia de la banca y el régimen de garantía del Estado al pasivo exigible, los arreglos institucionales han sido clasificados en cuatro categorías:

- i) **Banca libre:** En este esquema se considera que la intermediación financiera es igual a cualquier otra actividad privada. No hay garantía del Estado a los depósitos, por lo que los titulares de éstos corren el riesgo de perderlos en caso de que la institución a la que los han confiado caiga en insolvencia, razón por la cual se supone que adoptarán precauciones al efectuarlos.
- ii) **Banca con controles:** En este esquema el Estado garantiza los depósitos, por lo que los depositantes toman en cuenta únicamente la rentabilidad. La autoridad dicta normas para vincular el riesgo con las provisiones y los requerimiento de capital.
- iii) **Banca bicontrolada:** En este régimen no existe garantía del Estado a los depósitos y la autoridad dicta normas que limitan el riesgo y estipulan las relaciones mínimas de capital.
- iv) **Banca sin controles:** El Estado garantiza, en este esquema, los depósitos, al tiempo que dicta normas referidas fundamentalmente a la contabilidad bancaria. No existe regulación en materia de riesgo ni se estipulan requisitos de provisiones ni capital.

2. Normativa en el país

La banca privada ecuatoriana se desarrolló bajo un sistema carente de controles, al que se le atribuye la peor asignación de recursos. Bajo este arreglo, como lo señala Feller (1985), los bancos incurren, con el objeto de obtener mayor rentabilidad, en riesgos cada vez más elevados, que

hacen que la situación se torne insostenible y obligan a buscar soluciones que por lo general involucran grandes pérdidas para el Estado.

Con el propósito de caracterizar el arreglo institucional ecuatoriano, presentaremos a continuación las disposiciones que regulaban el funcionamiento de la banca privada en el Ecuador y la forma en que se ha materializado la garantía del Estado a los depósitos.

a) Disposiciones relacionadas con el capital bancario

En general, las disposiciones legales determinaban relaciones de capital en lo concerniente a ciertos pasivos, sin tomar en cuenta para nada los riesgos en que podían incurrir las instituciones financieras.

Hasta 1972, el capital mínimo exigible para la sección comercial de un banco ascendía a 10 millones de sucres en el caso de las ciudades de Quito y Guayaquil, y a 5 millones para el resto de ciudades.

El capital mínimo exigido para las secciones de ahorros e hipotecaria fue duplicado en 1973, quedando en 6 millones y 4 millones para Quito y Guayaquil, de un lado, y las restantes ciudades, del otro. En 1985 se establecieron los montos vigentes en la actualidad, esto es 60 millones de sucres para Quito y Guayaquil, y 40 millones para las restantes ciudades. En el caso de la instalación de una sección de mandato, debe mantenerse un depósito mínimo de 50.000 sucres en valores que ganen interés.

El artículo 66 de la ley de bancos obligaba a cada banco a destinar, a fines de cada ejercicio, al menos el 10 por ciento de sus utilidades al fondo de reserva, hasta que éste llegase a un nivel equivalente al 25 por ciento de su capital pagado. Adicionalmente, se le prohibía entregar dividendos si ello iba en detrimento de su capital o del mínimo de su fondo de reserva. Si la institución perdía parte de su capital, todas las utilidades netas debían dedicarse a la recuperación de esta pérdida. En 1985 se elevó a 50 por ciento la significación mínima del fondo de reserva respecto del capital pagado de cada institución. Igualmente, se determinó por primera vez que los bancos y compañías financieras debían constituir reservas para créditos incobrables con cargo a pérdidas y ganancias de los respectivos ejercicios, hasta por un diez por ciento del total de las cuentas por cobrar que figuren en sus activos.

b) Garantía del Estado a los depósitos

Un primer antecedente se encuentra en la liquidación del Banco La Previsora en 1977 y su posterior rehabilitación en 1979, mediante la entrega de recursos por parte del Banco Central, que llevaron a la estatización de aquella entidad.

Cabe mencionar asimismo el proceso de sucretización de la deuda externa ecuatoriana. Como ya se anotó, gran parte de la expansión de los activos de los bancos obedeció el aumento de los activos indirectos, esto es de las operaciones contingentes, a través del otorgamiento de cartas de crédito, créditos documentarios y fianzas y avales en moneda extranjera. Tal conducta obedece a que el tipo de cambio se mantuvo fijo durante toda la década de los setenta. Sin embargo, como resultado de las dificultades del sector externo, el gobierno devaluó el sucre, elevando el tipo de cambio de 25 sucres a 33 sucres por dólar en mayor de 1982, y a 42 en marzo de 1983. En esta última fecha se instituyó además un programa de minidevaluaciones que hasta febrero de 1984 implicaba una depreciación del 40 por ciento. Entretanto, a mediados de 1983 la cotización del dólar en el mercado paralelo había alcanzado los 90 sucres.

El efecto combinado de la devaluación y la recesión que se abatió sobre la economía ecuatoriana provocó un deterioro sustancial de la situación de las empresas nacionales que estaban endeudadas en moneda extranjera, las cuales se vieron obligadas a suspender el servicio de los créditos contratados con el sistema financiero. Como éste, a su turno, había garantizado los pagos al exterior, hubo de asumir esas obligaciones, con el empeoramiento consiguiente de su situación financiera. Contablemente, ello se tradujo en un aumento de los pasivos del sistema, en vista de que las obligaciones en moneda extranjera se habían incrementado por efecto de la devaluación. Como estas obligaciones debían servirse al tipo de cambio de mercado libre, y éste se había más que triplicado el pasivo, luego de crecer 28 por ciento en 1981, aumentó en 46 y 40 por ciento en 1982 y 1983. La significación de la cartera vencida respecto del patrimonio llegó por su lado a 113 y 164 por ciento.

En vista de que esta situación comprometía el patrimonio del conjunto del sistema financiero, el Banco Central asumió la deuda privada y estableció dos opciones básicas para los deudores nacionales. En la primera, éstos podían acogerse a un refinanciamiento a tres años plazo, asumiendo el riesgo cambiario; en la segunda, en cambio, la deuda era sucretizada,

a un plazo similar. El Banco Central otorgaba un crédito al banco privado, y éste a su vez le prestaba a la empresa involucrada. Además del interés, los deudores debían pagar una comisión destinada a cubrir el riesgo cambiario que asumía el Banco Central. En un comienzo, se estableció un plazo de tres años, el cual fue posteriormente ampliado a siete. La comisión por concepto de riesgo cambiario guardaba relación con el plazo originalmente establecido, momento en el que el tipo de cambio alcanzaba un valor medio de 182 sucres por dólar. Con la posterior ampliación del plazo, el Banco Central incurre cada día en mayores pérdidas por este concepto: ya en diciembre de 1988 el tipo de cambio de intervención ascendía a unos 450 sucres por dólar.

3. Efectos de la liberalización financiera

En 1984 se inicia una gradual liberalización del sistema financiero en el Ecuador. Una primera medida consiste en autorizar la captación de recursos a tasas de interés de libre determinación, a través de las denominadas pólizas de acumulación, que son certificados de ahorro de alta denominación. Al mismo tiempo, se autoriza, con cargo a los recursos captados por esta vía, la concesión de créditos a una tasa de interés libre.

En agosto de 1985 se introducen numerosas modificaciones a la Ley General de Bancos, en virtud de las cuales los bancos privados quedan autorizados para realizar operaciones de mandato e intermediación financiera, emitir tarjetas de crédito de circulación general y cheques de viajeros, y financiar o comprar cartera bajo cualquier modalidad. Estas medidas apuntan al establecimiento de una multibanca en el país. Concomitantemente, se duplican los requisitos mínimos de capital para las diferentes secciones de los bancos, en los montos ya mencionados anteriormente. Sin embargo, no se introdujo ningún control para el riesgo, pudiendo afirmarse en consecuencia que siguió vigente el sistema de banca sin controles.

En agosto de 1986 se liberalizan las tasas de depósitos de ahorro y la totalidad de las tasas activas, con excepción de las financiadas con recursos del Banco Central y con préstamos externos. Esta liberalización hace posible una mayor intermediación de fondos por parte de las instituciones financieras, con la consiguiente reducción del crédito que debía suministrarles el Banco Central.

En la nueva situación no existía tanto crédito dirigido y las instituciones podían cargar mayores tasas a aquellas actividades más riesgosas. Por otro lado, no existía ningún control sobre el riesgo de los activos de los intermediarios, ni en materia de concentración de sus créditos. No es extraño, entonces, que la banca haya tendido a un mayor riesgo y a la concentración de sus activos, sin la necesaria contrapartida en provisiones y capital.

No cabe atribuir los problemas del sector financiero a la crisis petrolera de 1986, ya que los efectos de ésta recayeron principalmente sobre el sector público no financiero, debido a que es el Estado el exportador de petróleo. Adicionalmente, la economía no experimentó ajuste alguno y la pérdida de los ingresos petroleros fue compensada con mayor endeudamiento externo e interno del Banco Central. Se configuró así una situación insostenible, caracterizada por un elevado déficit fiscal y de la cuenta corriente, así como por un incremento de la inflación, pese a lo cual se adoptan medidas correctivas recién a mediados de 1988. El plan de emergencia que adopta por entonces el gobierno pretende superar esos desequilibrios a través de un ajuste, tanto del sector público como del privado.

El deterioro llegó a manifestarse en los balances bancarios, dado que no se anulaban intereses no servidos ni existía ajuste alguno por riesgo de las colocaciones. Sin embargo, se ha estimado que al 31 de diciembre de 1987 los bancos privados habían acumulado una pérdida de activos del orden de 25.800 millones de sucres, frente a provisiones de cartera por apenas 7.300 millones; es decir, la insuficiencia de reservas llegaba a unos 18.500 millones. A esa fecha el patrimonio alcanzaba a 40.500 millones de sucres; si se le resta la insuficiencia de provisiones, se tiene que el patrimonio ajustado alcanzaba a 22.000 millones, lo que refleja que los bancos habían perdido aproximadamente el 50 por ciento de su patrimonio.

Otros indicadores de la precaria situación de las instituciones bancarias son los sobregiros por 4.700 millones de sucres en sus cuentas en el Banco Central, la cartera vencida por 1.100 millones y el desencaje de 15.000 millones de sucres que registraban a junio de 1989. Tales resultados se daban pese a que se les había permitido compensar estas obligaciones mediante la entrega de deuda externa ecuatoriana, que el Banco Central les aceptaba a su valor par, en circunstancias de que las instituciones bancarias le habían adquirido al 30 por ciento e incluso al 15 por ciento de su valor nominal.

La situación se complicó ante la debilidad de la Superintendencia de Bancos para hacer cumplir las disposiciones legales. Si bien éstas no era las más adecuadas, su cabal aplicación habría permitido controlar a tiempo una situación que iba camino del colapso. Por ejemplo, la ley de bancos estipulaba que si una institución incurría en desenganche por un período superior a cuatro semanas, le quedaba prohibido incrementar sus operaciones activas; y, si esta situación persistía por ocho semanas, podía ser liquidada. A pesar de que algunas instituciones habían incurrido en esas causales, la Superintendencia no tomó ninguna acción. Igualmente, en el Banco Central se continuaron pagando los cheques de entidades sobregiradas, dado que se temía que la devolución de alguno de esos documentos desatará un "pánico financiero".

La liberalización financiera y la vigencia de un sistema de banca sin controles habían redundado pues en un sensible deterioro de la solvencia de los bancos privados en el Ecuador. En vista de esta grave situación, el gobierno llegó a un acuerdo con el Banco Mundial para el otorgamiento de un préstamo sectorial destinado a corregir los problemas que aquejaban al sector financiero del Ecuador.

4. Disposiciones de saneamiento

La primera norma contable promulgada en este marco obliga a las instituciones financieras a la anulación de los intereses devengados si éstos no han sido recibidos a los 45 días de su vencimiento. Complementariamente, los bancos fueron autorizados a amortizar, en el plazo de cinco años, los intereses no cobrados que hubiesen registrado como ganancias. Por otro lado, se prohibió la distribución de dividendos en efectivo a todas aquellas instituciones financieras que exhibían insuficiencia de capital o de provisiones para cubrir créditos incobrables. Adicionalmente, se obligó a los bancos a contratar auditores externos para la evaluación de su situación económico-financiera, los cuales deben tener el visto bueno de la Superintendencia.

En noviembre de 1988 la Junta Monetaria estableció los límites mínimos de capital relacionados con activos de riesgo. Los activos fueron clasificados en seis grupos, con las exigencias de porcentajes de capital que se indican a continuación:

1.	Bonos de Gobierno Nacional y entidades públicas	0,25
2.	Activos de otros bancos, cédulas y aceptaciones	0,50
3.	Obligaciones y créditos con garantía real	3,00
4.	Restantes créditos y contingentes	5,00
5.	Activo fijo, acciones y participaciones	20,00
6.	Cargos y gastos diferidos e intereses no cobrados	100,00

Para los riesgos con firmas vinculadas y relacionadas, el porcentaje es el triple de lo establecido en cada una de las categorías.

Quedó definido que personas naturales o jurídicas vinculadas y directamente son aquellas que ejercen control o influencia significativa en las decisiones de una institución financiera o una empresa. En forma explícita se considera vinculadas a las personas que poseen la totalidad o mayoría del capital accionario o participante; a las empresas en las que la parte controlante y la controlada tienen directores, funcionarios o administradores en común; y a quienes poseen un porcentaje de capital que otorgue los votos necesarios para influir en la aprobación de los estados financieros o impliquen dependencia técnico administrativa.

Vinculación indirecta con bancos y compañías financieras existe cuando las personas jurídicas o sociedades mantienen una relación directa con las personas relacionadas directamente con los bancos. En cuanto a las personas naturales, se considera que tienen una vinculación indirecta los cónyuges y parientes, dentro del cuarto grado civil de consanguinidad o segundo de afinidad, de quienes ejercen control o influencia significativa en las decisiones de la institución financiera en forma directa o a través de una sociedad. Se considera también que tienen vinculación directa los directores, administradores y miembros de los órganos de control del banco que se hallan en el desempeño efectivo de sus funciones y el personal superior que tenga facultades para adoptar decisiones en la gestión del negocio.

Se entiende que existe vinculación indirecta con sociedades o empresas unipersonales, cuando éstas se encuentran bajo control o influencia de decisiones de los directores,

administradores y miembros de los órganos de control del banco. De igual manera, vinculación indirecta existe con los cónyuges y parientes dentro del cuarto grado civil de consanguinidad o segundo de afinidad.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

El alto margen de intermediación imperante en la banca ecuatoriana es fruto, en buena medida, de los elevados índices de cartera vencida registrados por el sistema durante la década, los cuales erosionaron los niveles de rentabilidad de las instituciones del sector. A pesar de que la relación cartera vencida/activo corriente presenta una tendencia marcadamente declinante a partir de 1983, en 1988 ella seguía siendo elevada.

Esta situación, unida a la exigencia, impuesta por nuevas regulaciones que ha introducido en el último tiempo la autoridad bancaria, en orden a incrementar el patrimonio, llevará presumiblemente a que el margen de intermediación se mantenga en niveles elevados.

Los factores descritos reflejan un alto grado de ineficiencia operacional en el sistema financiero ecuatoriano y permiten identificar algunas de sus fuentes. Desde esta perspectiva, se visualizan tres mecanismos principales para mejorar la situación actual.

En primer lugar, es indudable que la reducción tanto de las tasas de encaje legal como de las inversiones obligatorias de cartera permitiría disminuir el margen financiero y, por consiguiente, la ineficiencia que estas medidas producen en el sistema. Por otro lado, la mayor flexibilidad en la fijación de las tarifas que cobran los bancos por los servicios prestados a sus clientes permitirá que sean los usuarios quienes paguen por su costo, eliminando así presiones para la elevación del margen.

Sin embargo, para que ello se cumpla, es necesario controlar la segunda fuente de ineficiencias. En efecto, mientras no se corrija la tendencia de las instituciones financieras a utilizar recursos captados del público en la adquisición o mantención de activos no relacionados directamente con el giro del negocio, como ocurre con el sobredimensionamiento de sus activos fijos, cualquier esfuerzo por corregir otras fuentes de ineficiencias se verá en buena medida frustrado.

También la mantención de un ambiente macroeconómico equilibrado y estable contribuiría, sin duda, a la calidad de la cartera de créditos, y en forma indirecta, a reducir el margen financiero.

**REGULACION BANCARIA,
CRISIS FINANCIERA Y POLITICAS
CONSECUENTES: EL CASO
URUGUAYO**

Ariel Banda

INDICE

1.	Del choque petrolero a la crisis de 1982	323
2.	El sistema financiero y la desregulación luego del choque petrolero de 1973	326
3.	Estrategias para enfrentar la crisis	334
	<i>a) Refinanciaciones</i>	<i>335</i>
	<i>b) Compras de carteras</i>	<i>337</i>
	<i>c) Ley N° 15.786 de refinanciación de la deuda interna</i>	<i>341</i>
4.	Bancos bajo control del Banco de la República Oriental del Uruguay	344
	<i>a) Situación luego de la intervención</i>	<i>346</i>
	<i>b) Características de la intervención</i>	<i>347</i>
5.	Las reformas recientes del marco regulatorio	348
	<i>a) Política de autorizaciones</i>	<i>348</i>
	<i>b) Política de adecuación patrimonial</i>	<i>349</i>
	<i>c) Política sobre riesgo crediticio individual</i>	<i>351</i>
	<i>d) Políticas de información y contralor de riesgos</i>	<i>352</i>
	<i>e) Política de encajes</i>	<i>353</i>
	<i>f) Reglamentación de otras operativas</i>	<i>353</i>
6.	Conclusiones	353

REGULACION BANCARIA, CRISIS FINANCIERA Y POLITICAS CONSECUENTES: EL CASO URUGUAYO

Ariel Banda

1. Del choque petrolero a la crisis de 1982

A raíz de la estampida de los precios del petróleo, Uruguay, país no productor de crudo, vio aumentar sus importaciones de energéticos de 43 a 160 millones de dólares, en circunstancias de que sus exportaciones llegaban apenas a US\$ 220 millones, con lo que la situación de su sector externo se tornó insostenible.

La reacción gubernamental consistió en equiparar desde un punto de vista jurídico la moneda nacional y la extranjera y en suprimir el control de cambios, de modo de favorecer una entrada de capitales que tendiera a equilibrar el déficit en cuenta corriente, aprovechando cierta tradición de Montevideo como plaza financiera de las economías vecinas, sujetas a fuertes controles. Las autoridades reforzaron asimismo el régimen de incentivos a las exportaciones no tradicionales (vía reintegros, preventa de divisas a tasas reales negativas, créditos para inversiones), de modo de lograr el equilibrio de la cuenta corriente en el mediano plazo. Entretanto, el régimen cambiario siguió consistiendo en pequeñas devaluaciones periódicas programadas.

En 1977, la balanza de pagos acusó superávit, a pesar de una cuenta corriente deficitaria, en tanto que el déficit fiscal significó 1,2 por ciento del PIB. La inflación llegaba, empero, a 57 por ciento al año.

La visión predominante a la sazón atribuyó, en consonancia con la teoría económica tradicional, esta alza de precios al efecto de regulaciones que impedían la convergencia de los precios con los internacionales. Los aranceles distorsionaban los precios relativos y la asignación de los recursos productivos, generando en especial un sesgo antiexportador. Creaban asimismo protección redundante, con un adverso impacto sobre el precio de los no transables y el tipo de

cambio real de equilibrio. Los encajes, regulaciones sobretasas e impuestos a la actividad financiera, alejaban las tasas de interés internas de sus homólogas internacionales, afectando los flujos financieros dentro de la economía y con el resto del mundo.

Se aboga en consecuencia por una desregulación comercial y financiera, que habría de ser complementada, para abatir las expectativas inflacionarias y fomentar la convergencia, con una devaluación gradual y programada del tipo de cambio.

La desregulación financiera precedió a la comercial, dada la resistencia de los sectores sustituidores de importaciones. Esta secuencia es motivo de una interesante controversia académica. Aparentemente, la sola apertura financiera es insuficiente para inducir un arbitraje internacional de bienes que detenga el crecimiento de los precios ante choques de demanda. Asimismo, aun con un mercado financiero doméstico liberalizado, es probable que la apertura financiera precipite con rapidez, dada la velocidad de ajuste de los mercados financieros, un alza inicial de la tasa de interés y una apreciación del tipo de cambio real (sea, en régimen de flotación porque deprime el tipo de cambio nominal o bajo un esquema de tipo de cambio fijo, porque se monetizan los flujos externos). La apreciación cambiaria puede ser muy recesiva para una industria exportadora naciente, como la uruguaya, con el impacto consiguiente sobre la asignación de recursos y las decisiones de producción y consumo entre los distintos tipos de bienes.

Teniendo como punto de partida un mercado financiero doméstico no liberalizado y con una importante participación del sector de bienes no comerciales, la apertura financiera tiende a generar una brecha entre la tasa de interés interna y la externa, en lugar de favorecer la convergencia de ambas. Sobre la naturaleza de esta brecha hay numerosas explicaciones, las cuales invocan la existencia de costos de transacciones, la sistemática falta de credibilidad en el esquema de las devaluaciones programadas, la falta de experiencia de los operadores financieros con los mercados libres, la posibilidad de comportamientos colusivos en el sistema financiero, el aumento del componente riesgo de cartera en el nivel de las tasas etc.

Ya por entonces comenzaba a hacerse sentir el efecto de los cambios operados en el contexto internacional. Una economía pequeña y en proceso de apertura se vuelve más

vulnerable a los choques externos. El período inicial del programa fue pues turbulento.

La apertura y la aplicación de un conjunto de medidas de política interna redundaron en una creciente entrada de capitales externos, por un monto acumulado cercano a US\$ 1.100 millones en el quinquenio 1974-78, lo que permitió absorber un déficit de US\$ 680 millones en cuenta corriente y reconstituir reservas. Sin embargo, también dio origen a un incremento de la base monetaria y del crédito al sector privado. Este último se expandió 18 por ciento en términos reales en el año en que dejó de considerarse que esa entrada de capitales configuraba un fenómeno coyuntural, procediéndose a canalizar esos fondos al mercado interno. El crecimiento del producto (tasas superiores al 6 por ciento) y el de la inversión alcanzaron niveles desusadamente altos, en tanto que los bienes inmuebles y los valores mostraban auges espectaculares y se generaba superávit en las cuentas fiscales debido al aumento de los ingresos vinculados a los niveles de actividad y de importaciones. El choque externo se vio ampliado por la circunstancia de que Uruguay tiene dos "restos del mundo"; el impacto de origen regional, especialmente argentino, fue considerable.

Esas tendencias se mantuvieron en 1979/80, ahora con una inflación en franco descenso.

En los años siguientes, el estancamiento de la economía mundial, y en especial de los socios comerciales de Uruguay, agudizó para los exportadores el efecto del rezago cambiario. Las tasas de interés se empujaron a niveles sin precedentes, tornando insoportable el endeudamiento externo privado y público, a la luz de las tasas de retorno de los proyectos que financiaba. Los créditos internacionales de los bancos comerciales se cerraron abruptamente. En el ámbito regional, el abandono de la regla tabular por Argentina culmina con el respectivo choque de demanda, quedando únicamente procesos financieros especulativos. La inflación interna vuelve a caer, ahora 29 por ciento, esta vez aparece acompañada de un deterioro del producto, la reaparición del déficit fiscal, la aparición de distorsiones en las cuentas externas y problemas en el sistema financiero.

La crisis empieza a tomar cuerpo y detona a fines de 1982. La inflación de ese año baja al 20 por ciento, pero el nivel del producto desciende 10 puntos; la significación del déficit fiscal trepa al 14,7 por ciento del producto; el endeudamiento externo aumenta 34 por ciento; la pérdida de reservas internacionales asciende a US\$ 640 millones (62 por ciento

de las exportaciones) y la fuga de capitales a 1.030 millones; el salario real cae 11 por ciento y el tipo de cambio se devalúa en 145 por ciento, al tiempo que colapsan varios bancos nacionales y numerosas empresas no financieras.

2. El sistema financiero y la desregulación luego del choque petrolero de 1973

La flotación generalizada, la movilidad de capitales y tasas y el agravamiento de la incertidumbre y los riesgos son características de los mercados en los que las instituciones financieras debieron operar a partir del estallido de la crisis petrolera de fines de 1973.

La preservación del equilibrio de la balanza de pagos uruguaya requería en el corto plazo un ingreso de capitales compensatorio del desajuste de la cuenta corriente, en tanto no se arbitraran mecanismos capaces de inducir un ajuste de carácter más estructural (incentivos fiscales, financieros y cambiarios para promover exportaciones no tradicionales). Ante la imposibilidad de financiar una parte considerable de esa brecha con recursos oficiales (gobiernos, organismos internacionales), se requería el aporte privado, cuya materialización, empero carecía de viabilidad en un marco caracterizado por un fuerte control de cambios. Fue preciso entonces acometer un proceso de desregulación e internacionalización del sistema financiero.

En 1974 se eliminan las restricciones al flujo de capital privado. Los residentes uruguayos quedan autorizados a comprar y vender, sin restricciones, activos denominados en moneda extranjera, aunque la comercialización sólo puede realizarse en el sistema bancario. Sólo los bancos siguen sujetos a restricciones en materia de formación de posiciones cambiarias más allá de ciertos niveles.

Paralelamente se aumentan, de 25% a 48 por ciento anual, las tasas máximas autorizadas para remuneración de depósitos en moneda nacional; para prestaciones en moneda nacional (de 3 a 38 por ciento anual anticipado) y en moneda extranjera (de 14 a 18,5 por ciento anual); se disminuyen (de 40 por ciento sobre depósitos vista y 20 por ciento sobre plazo, a 30 y 10 por ciento respectivamente) los niveles de reserva bancarias mínimas en moneda nacional y se da comienzo a una reducción en la capacidad de las instituciones financieras de acceder a redescuento a tasas subsidiadas (de

100 a 85 por ciento del patrimonio). Ello va acompañado de un tipo de cambio fijo en régimen de minidevaluaciones (*crawling peg*) para el mercado oficial (balanza comercial) y tasa libre para el mercado financiero, con una brecha que osciló durante algunos meses mientras se alcanzaba el equilibrio. Los gravámenes arancelarios sobre las importaciones eran considerables y se complementaban con depósitos previos (consignaciones).

El proceso de desregulación continúa en los cuatro años siguientes con: i) la autorización para comercializar moneda extranjera fuera del sistema bancario; ii) la liberalización de la posición en moneda extranjera a los bancos; iii) la derogación de la prohibición de realizar contratos a término en materia cambiaria; iv) el pago de intereses sobre las reservas bancarias, de modo de evitar el cobro del impuesto inflación sobre los mismos y volver a un sistema financiero más competitivo internacionalmente; v) una nueva rebaja y posterior eliminación de la normativa que regulaba la asignación del crédito por actividades (redescuento); vi) la fijación de la tasa de interés máxima para prestaciones, en niveles superiores a los que mostraba el mercado, dando origen a una cuasiliberalización; vii) la reglamentación de una serie de operativas que amplían el menú de opciones financieras (aceptaciones bancarias, depósitos con cláusula de reajuste, venta de valores públicos con pacto irrevocable de compra, certificado de depósitos a plazo fijo transferible; viii) la autorización del pago de intereses sobre depósitos a la vista; ix) la unificación de las tasas de reserva bancaria.

En 1979 el proceso de desregulación financiera se acelera notoriamente, de la mano de una fuerte reducción arancelaria. Las tasas de reserva bancaria, que tras su unificación comienzan paulatinamente a declinar al establecerse una reserva marginal nula, son eliminadas. El mercado cambiario es unificado y se comienza a operar con un tipo de cambio fijo preanunciado (tablita). Se autoriza la compra de divisas para importaciones en dicho mercado (y no necesariamente en el Banco Central). Poco después se elimina también la obligación de vender las divisas provenientes de las exportaciones en el Banco Central. Son liberalizadas las tasas de interés tanto para depósitos como para préstamos, con la única restricción de la tasa de usura, definida como aquella cuyo nivel excede en más 75 por ciento la vigente en el mercado. Son derogados los topes de crédito por firma, en términos del patrimonio de la institución prestamista.

La desregulación financiera fue acompañada de una internacionalización del sistema financiero. Esta tuvo, al

menos, una triple fundamentación. Por un lado, la necesidad de captar fondos externos para financiar la deficitaria balanza petrolera puso a los bancos en mayor contacto con sus homólogos internacionales, en la medida que el reciclaje de los llamados petrodólares provocó el desplazamiento de los fondos y, por ende, de la capacidad de crédito, desde la esfera gubernamental a la privada.

Las ventajas del país como plaza financiera regional se acrecentaron. La tradición uruguaya en el cumplimiento de sus obligaciones externas, en especial con los diferentes papeles públicos emitidos en moneda extranjera, y la desregulación operada, en circunstancias de que en los países vecinos persistían severos controles de cambio y otras regulaciones a los movimientos de capital, generaron una corriente de capitales en forma de préstamos o inversiones directas (productivas e inmobiliarias) que contribuyó a la internacionalización del sistema.

Finalmente, se asistió a un proceso de dolarización explícita de la economía. Durante la vigencia del control de cambios, la defensa de los agentes económicos contra la inflación, en un mercado muy poco diversificado, estuvo dada por la dolarización. Esta asumía la forma de tenencia, por parte de residentes, de pasivos emitidos por no residentes, preferentemente en forma de efectivo o depósitos en bancos del exterior. Cuando sobreviene la desregulación, la dolarización se internaliza, al menos parcialmente, ya que se vuelcan al sistema bancario disponibilidades en moneda extranjera atesoradas y se reintegran capitales fugados, para aplicarse a las necesidades de financiamiento de la exportación no tradicional.

Los cambios operados en el sistema financiero fueron notorios.

- i) El número y la red física de instituciones financieras comenzaron a crecer. El auge se concentró en el área en que se levantó de hecho la prohibición de instalar nuevas instituciones, el de las casas bancarias. Respecto de los bancos en cambio, la política a partir de septiembre de 1982 consistió en no permitir un crecimiento superior al 10 por ciento anual, es decir no más de dos instituciones adicionales. La señalada equiparación jurídico operacional facilitó la expansión de Uruguay como plaza financiera regional.

La persistencia de rígidos controles cambiarios en los países vecinos daba a estas agencias un lugar

importante. De otro lado, el crecimiento del comercio intrazonal, por la vía de acuerdos comerciales, generaba un creciente número de operaciones cambiarias que ese tipo de instituciones estaban habilitadas a realizar, las cuales fueron autorizadas, adicionalmente, a operar en aceptaciones bancarias, vía indirecta de recepción de depósitos.

- ii) El nivel de recursos canalizados a través del sistema, aun excluyendo las operaciones extraterritoriales (*off-shore*), fue en rápido ascenso, como resultado de la entrada de capitales de no residentes y la repatriación de capitales de residentes, en un contexto de elevada liquidez internacional y regional; de la existencia de tasas internacionales de interés negativas en términos de los precios de los exportables; y, más tarde, de la desregulación operada.

La relación entre depósitos y producto recuperó y superó los niveles de la década del cincuenta, en tanto que también se ampliaba la venta de servicios bancarios. En este proceso el Banco de la República perdió participación en el mercado.

- iii) La dolarización se hizo explícita. Los recursos del sistema pasan, en un porcentaje creciente, a ser denominados en moneda extranjera.

Dada la relación que se configuró entre depósitos y créditos en moneda nacional y totales, "la licuación" de los pasivos se torna imposible, a diferencia de lo sucedido en anteriores crisis del sistema financiero.

De otro lado, el riesgo cambiario asumido implícitamente por los bancos aumenta en forma considerable. La falta de profesionalismo de las gerencias bancarias y la necesidad de competir para no perder posiciones llevan a asumir riesgos temerarios, en tanto los créditos se fundamentan más en el nivel de las garantías (basadas en activos tasados a precios de ese período de auge, a todas luces inflados) que en el flujo de caja y de fondos de las empresas solicitantes.

La elevada relación de deuda-capital que solían mantener las empresas no financieras en la época de tasas de interés administradas, y que generaba tasas reales negativas, se había mantenido luego de la liberalización, puesto que la reconversión desde empresas vinculadas al mercado interno a empresas exportadoras, exigida por la crisis del petróleo, hizo imprescindible efectuar inversiones en capital fijo y de trabajo.

Los costos financieros siguieron constituyendo pues un componente importante de las cuentas de egresos de los balances de resultados, pero eran contrarrestado por el menor peso de los salarios y por los beneficios vía tasas de prefinanciación de exportaciones y reintegros (cuadro 1).

Cuando, hacia fines de los setenta, estos beneficios comienzan a ser eliminados y el salario real crece por la expansión de diversos sectores productivos, la cuenta de intereses se torna más gravosa, aunque no deja de ser manejable. Pero cuando en 1980, al alcanzar la tasa de interés internacional alcanza niveles sin precedentes, la situación financiera de muchas empresas se ve seriamente comprometida.

Las autoridades reconocen con extrema tardanza el vuelco que experimenta poco después la situación externa, así como la consiguiente necesidad de realizar ajustes, particularmente en la política cambiaria

La pérdida de confianza de los agentes en la conducción económica provoca un masivo retiro de depósitos, fenómeno que no logra ser acompañado de una recuperación del excesivo crédito otorgado, aparte de que el valor de respaldo de éste cae abruptamente, junto con el de los activos.

En 1982 la banca dolariza el crédito que no puede ser reembolsado, como forma de evitar una posición vendida y asumir pérdidas cambiarias, con lo que se incrementa la vulnerabilidad de los deudores y, por ende, de las propias entidades bancarias. De otro lado, los bancos tropiezan con la característica lentitud judicial para hacer efectivos sus créditos vencidos. Un código de procedimiento obsoleto y la carencia de recursos de que sufren los tribunales impiden un rápido diligenciamiento de los juicios, que suelen durar más de cinco años.

El desequilibrio fiscal tuvo también un papel clave en la evolución de la crisis financiera. El año 1982 fue catastrófico a este respecto, ya que la significación conjunta del déficit fiscal y cuasi fiscal alcanzó al 15 por ciento del PIB, aunque este resultado obedeció a fenómenos previos. En efecto, la política fiscal acompañó el ciclo expansivo, en lugar de suavizarlo mediante la generación de superávit de cierta magnitud en las cuentas fiscales.

Un menor nivel de actividad en la fase expansiva hubiera permitido un descenso de la deuda durante la fase recesiva, haciendo más compatible su servicio con determinados niveles del PIB y de las imposiciones.

Cuadro I
EVOLUCION DE LA BANCA PRIVADA, 1976-88
Indicadores seleccionados

	TR	Up	Kp	ia-ip	Y/A	Cp/A	Depósitos/PIB
1976	17,7	1,0	5,5	32,2	13,4	2,3	14,2
1977	27,8	1,3	4,8	25,2	11,4	1,8	17,5
1978	20,3	1,3	6,5	28,6	15,1	1,8	21,1
1979	35,9	2,6	7,1	17,5	16,1	1,7	22,8
1980	30,3	3,4	11,2	14,8	18,9	1,7	24,8
1981	18,3	2,4	13,1	12,4	19,0	1,6	31,8
1982	32,4	6,2	19,1	10,1	17,0	1,1	41,6
1983	-13,2	-2,1	15,9	17,2	19,0	1,1	41,4
1984	5,9	0,9	16,0	11,4	15,4	1,0	41,4
1985	24,5	3,1	12,7	20,6	14,7	1,2	40,4
1986	-27,6	-3,5	12,6	34,6	12,8	1,3	39,1
1987	-2,7	-0,4	13,9	34,0	12,5	1,7	35,8
1988	16,1	2,4	15,0	33,4	12,5	1,5	39,7

Referencias:

- TR = Tasa de retorno
Up = Utilidad a precios constantes
Kp = Capital a precios constantes
ia = Tasa de interés activa
ip = Tasa de interés pasiva
Y = Ingresos
A = Activo total
Cp = Costos del personal

La política fiscal reflacionaria demoró el ajuste de los precios relativos, propiciando una pérdida de reservas internacionales y un incremento de la deuda externa muy superior al imprescindible para financiar el ajuste.

Si bien la situación externa fue el detonante de la crisis el rezago en el ajuste de las políticas cambiarias y fiscales operó como mecanismo de propagación. No cabe duda de que los impactos derivados de esa situación pudieron haber sido menores, de haber existido una mayor experiencia de los bancos en la administración crediticia en mercados no reprimidos, así como de las autoridades en lo concerniente a los efectos de la desregulación.

Los problemas de cartera derivaron, en cierta medida, de un análisis anacrónico e insuficiente de los deudores por parte, de las entidades crediticias; en parte también, de la inexistencia de una fiscalización adecuada y de regulaciones mínimas. Estas pudieron haber consistido en controles sobre la entrada al mercado (cupos a las autorizaciones en favor de grupos financieros reconocidos); límites individuales o por grupos económicos a los créditos y avales; políticas claras en materia de provisiones para deudas sometidas a renovación; políticas respecto de descalses según plazos o monedas; auditorías e inspecciones de cartera; y publicidad de la situación de los bancos.

Durante los años de la crisis (1981-82) la rentabilidad bancaria siguió siendo elevada, comparable a la de la etapa de crecimiento acelerado (1979-80). La tasa interna de retorno que, no obstante el aumento de los patrimonios, había crecido desde niveles del 10 por ciento en la primera mitad de la década de los setenta a cerca del 30 por ciento, llega a 32,4 por ciento en 1982. El cómputo de intereses devengados sobre cartera de dudosa recuperación y el aforo de todos los créditos en moneda extranjera contribuyeron a explicar esta situación que no refleja las pérdidas potenciales.

A fines de noviembre de 1982 colapsa el sistema de preanuncio cambiario. Como los bancos habían transformado sus créditos a moneda extranjera a fin de eliminar o disminuir el riesgo cambiario directo, el impacto sobre los deudores estaba llamado a ser considerable, llevando seguramente a la liquidación a los más afectados por el vuelco de la coyuntura externa y a quienes tenían gran parte de su cartera de clientes en moneda nacional y su pasivo en moneda extranjera. Sin embargo, el efecto fue mayor que el previsto, a causa de la actitud del Banco de la República en el mercado cambiario.

Previo a la maxidevaluación de noviembre de 1982, el tipo de cambio de paridad se ubicaba en N\$ 21, y el sentimiento generalizado era que la cotización del dólar debería ubicarse entre 18 y N\$ 24. Cuando se produce la corrección cambiaria y el nuevo peso entra a flotar, ya que el Banco Central no tenía reservas para defender cotización alguna, el Banco de la República cierra la ventanilla vendedora, transformándose en un especulador en lugar de limitarse a vender al precio de compra más una moderada comisión de intervención. De esa forma, la cotización del dólar alcanzó en pocos días a N\$ 47. Una vez que los precios internos se ajustaron a un dólar mucho más elevado que el previsible, no había posibilidades de que la divisa retornase a su nivel de equilibrio. El

espectro de deudores a los cuales la crisis dejó sin posibilidades de recuperación se hizo mucho más amplio, agravando el ya delicado problema de las carteras bancarias y el costo social consiguiente.

La crisis da lugar a un proceso de ajuste de la economía. Entre los años 1982 y 1984 el producto bruto interno desciende 17 por ciento y inversión, 73 por ciento. Buena parte de las empresas encaran problemas de sobreendeudamiento con el sistema e incurren en atrasos o cesación de pagos. Adicionalmente, la vía judicial de cobro tiene ahora limitadas posibilidades, debido a la aplicación de las refinanciaciones, que suspenden los trámites de ejecución para los deudores, aparte de que en muchos casos los propios bancos se resisten a este expediente, por cuanto implica realizar las pérdidas de una vez. En ese contexto la intermediación financiera se ve muy disminuida y los bancos se vuelven más proveedores de servicios que intermediarios de fondos. Los bancos extranjeros, afectados por el endeudamiento externo en la región, tienden a achicarse.

Eso no se refleja claramente en la relación depósitos-producto, porque en la medida en que las instituciones financieras tienen inmovilizado, ya sea por refinanciaciones, acuerdos o imposibilidad de cobro, buena parte de su activo, recurren al expediente de renovar en forma automática los créditos a su fecha de vencimiento. Tampoco se manifiesta plenamente en la rentabilidad, dado que su deterioro se ve en alguna medida compensado por el efecto de la venta de carteras, el reaforo de los créditos en moneda extranjera, el cálculo de interés sobre créditos vencidos con garantías reales, etc. Entre fines de 1982 y mediados de 1983 el Banco Central compró carteras de escasa recuperabilidad a bancos privados, a cambio de fondos externos líquidos que le permitieran mejorar rápidamente sus reservas internacionales brutas. Los bancos que lograron fondos externos para esa operativa cambiaron activos que no estaban redituando intereses cobrables por pagarés (*promisory notes*) que sí los generaban, con evidente beneficio para su rentabilidad financiera (por oposición a la contable).

En los primeros tres años del ajuste (1983-85), los bancos tendieron a elevar las tasas pagadas por depósitos en moneda local por encima de la tasa de crecimiento de precios, de modo de fomentar la desdolarización de sus pasivos y asegurar de la renovación de los crédito en su fecha de vencimiento (*roll over*). Como paralelamente existía el compromiso de no elevar las tasas activas más allá de ciertos niveles,

el margen de intermediación se vio constreñido a un rango de entre 15/20 puntos y la rentabilidad de los activos bajó sustancialmente, lo que se tradujo en la práctica en tasas de retorno muy bajas e incluso negativas.

En el trienio siguiente, las tasas pasivas siguieron de cerca la inflación esperada, pero las activas, ya liberadas, subieron vigorosamente, llevando el margen de intermediación a rangos de entre 33/35 puntos, manifestación de que los bancos estaban cargando a la cartera vigente parte del peso muerto de la cartera vencida. Es cierto que el método de cálculo de las tasas puede haber exagerado la magnitud de esos valores, ya que consideró las tasas cobradas por los cinco bancos con mayor cartera, entre los cuales se hallaban tres bancos gestionados por el Banco de la República, cuya crítica situación hacía previsible que operaran con tasas de préstamos superiores a las que cobraban las restantes instituciones. En el último año del trienio los fondos frescos aportados por el Banco de la República a aquellas instituciones deben haber incidido seguramente en la recuperación de los ingresos financieros.

No debe olvidarse tampoco que alrededor del 75 por ciento de la cartera en 1983/5 y del 80 por ciento en 1986/8 estaba constituido en moneda extranjera. Esto hace que la relación entre la tasa de devaluación y la de inflación adquiera mucha importancia en la determinación de la trayectoria de las utilidades a precios constantes. Dicha relación fue significativamente inferior a uno en los años 1983 y 1986. En el primero, tras la maxidevaluación de fines de 1982, el tipo de cambio se devalúa 30 por ciento, en tanto que el acomodo de los precios relativos genera una inflación del orden de 50 por ciento. En 1986 el modelo basado en el crecimiento del sector exportador es sustituido por otro en el que el dinamismo proviene de la demanda interna.

3. Estrategias para enfrentar la crisis

La reacción del Banco Central se hizo sentir en tres áreas principales:

- Refinanciación de deuda privada
- Venta de entidades financieras insolventes a instituciones sólidas de gran tamaño, facilitada a través de la adquisición previa de la cartera de préstamos comprometida.

- Adquisición, con el objeto de mejorar la posición de reservas internacionales del Banco Central, de cartera vencida y de recuperación en el corto plazo a instituciones, como contrapartida de préstamos externos que éstas hubiesen conseguido.

a) *Refinanciaciones*

Circular 1110

A fines de agosto de 1982 el Banco Central emite las primeras normas tendientes a promover una refinanciación masiva de la deuda privada, proceso del que son excluidos el sector agropecuario y las entidades financieras que participaban voluntariamente de la refinanciación.

Se refinanciaba hasta un 33 por ciento de las deudas vigentes al 30/09/82, por un periodo de cinco años a partir de enero de 1983 y con dos años de gracia, a una tasa de Libo más dos puntos en las operaciones en moneda extranjera. En moneda nacional, se tomaba el 90 por ciento de la última tasa media trimestral del mercado. Se permitía asimismo capitalizar un 40 por ciento de los intereses semestrales, luego del pago del restante 60 por ciento. La intervención del Banco Central consistía en adelantar a los bancos un porcentaje de los intereses refinanciados, los que habrían de serles reembolsados a partir de julio de 1985. Las amortizaciones de los montos refinanciados se harían en seis cuotas iguales semestrales.

Circular 1125

A fines de 1982 se instrumenta una segunda refinanciación masiva, ante la escasa repercusión de la anterior. Su característica principal consiste otra vez en que queda librada a la voluntad de la banca acreedora. Incluye esta vez a todos los sectores económicos, excepto la ganadería extensiva (establecimientos con una superficie mayor de 2500 há. Los deudores debían ser residentes. Se podía refinanciar hasta el 50 por ciento de los adeudos en moneda extranjera y hasta el 33 por ciento de los contraídos en moneda nacional, incluidos los intereses acumulados.

Los plazos de la refinanciación en moneda extranjera eran de cinco años, con dos de gracia como mínimo; en moneda nacional eran de tres años, con uno de gracia. Las

tasas de interés serían Libo más dos puntos, tomándose como referencia el mes anterior al semestre refinanciado y el 90 por ciento de la tasa media trimestral del mercado en moneda nacional, condiciones similares a las estipuladas en la anterior. También en este esquema el Banco Central se compromete a suministrar adelantos sobre los intereses de los saldos refinanciados, reembolsables a partir de julio de 1985.

En esta circular el Banco Central agregó disposiciones para hacer más atractiva la participación de los bancos. Dispuso, en efecto, que las entidades adherentes deberían provisionar sólo un 12 por ciento del rubro deudores en plan de abatimiento (contra un 40 por ciento para las que no lo hicieran), autorizándolas además para incluir deudores en gestión al 50 por ciento de los productos financieros devengados no percibidos, lo que las restantes instituciones no podrían hacer.

Los créditos amparados en la refinanciación llegaron al 20 por ciento del total de la deuda con la banca privada. La conclusión es que ambos regímenes constituyeron respuestas tardías a la crisis y que no modificaron mayormente la posición de los deudores.

Con posterioridad el Banco Central adoptó medidas respecto de la contabilización de la cartera vencida, en virtud de las cuales las deudas en plan de abatimiento podían ser amortizadas en 60 cuotas mensuales. Asimismo, a principios de 1984, dispuso medidas de refinanciación de las carteras adquiridas en los distintos operativos, introduciendo incluso índices societales, aparte de quitas y cambios de monedas.

Refinanciación del Banco de la República Oriental del Uruguay

Como las anteriores circulares alcanzaban sólo a la banca privada, el Banco de la República dispuso una refinanciación en favor de sus deudores por compromisos contraídos hasta fines de 1983 y que se encontraran vencidas al 30 de abril de 1984. Las deudas en moneda nacional tenían una refinanciación a cuatro años, con uno de gracia, a una tasa de interés equivalente a la básica efectiva menos cinco puntos anuales. En moneda extranjera, el plazo era de siete años, con dos de gracia y una tasa de interés del 12 por ciento anual.

b) *Compras de carteras*

De bancos comprometidos

La compra de carteras se aplicó en los casos de instituciones pequeñas, del tipo casa bancaria, y de reducida presencia y trayectoria en la plaza, cuya intervención y liquidación no fue considerada conveniente por el Banco Central.

El Banco Central adquiría la cartera en estado de mora, pagando con la cancelación de la asistencia financiera previamente otorgada como mecanismo de auxilio y colocando adicionalmente bonos públicos en el banco en cuestión, de tal forma que el patrimonio neto del mismo se hiciera nulo. Una vez realizada esta operación de saneamiento, ingresaba una institución externa, la cual adquiría los activos y pasivos remanentes, desapareciendo la antigua entidad.

La primera operación de este tipo involucró al Banco Panamericano, transferido al Banco Central de Madrid sobre la base de la venta de carteras por N\$ 62,5 millones y US\$ 11 millones, por un total a esa fecha de US\$ 15,9 millones. Un segundo caso lo protagonizó el Banco del Litoral, cuya cartera fue adquirida por el Banco Central en US\$ 173,1 millones, y traspasada en dos etapas, en setiembre de 1982 y marzo de 1983, al Banco Santander. El tercero correspondió a la Banca Federada del Interior (BANFED), adquirida en octubre de 1982 por el Banco Exterior de Madrid, luego que el Banco Central se hiciera cargo de cartera adquirida por N\$ 695 millones y US\$ 38,3 millones, por un total equivalente a US\$ 88 millones.

La intervención del BAFISUD se originó a su turno, en su vinculación accionaria con el fallido Banco Ambrosiano, de Italia. La cartera comprada alcanzó los N\$ 513 millones y US\$ 85 millones, lo que totalizó US\$ 105 millones, siendo adquirida a comienzos de 1983 por el NMB Bank.

La transacción de Pemar Sudamericana Casa Bancaria fue distinta, ya que el Banco Central limitó su participación a US\$ 27 millones, debiendo parte de los accionistas asumir una garantía bancaria por US\$ 20 millones, por cartera eventualmente incobrable. El adquirente fue el Banco de Italia, de propiedad de inversionistas argentinos.

La diferencia entre el valor nominal de las carteras y el monto pagado fue un reconocimiento de que el valor era menor al facial y de que se trataba de una operación de rescate por parte del Banco Central.

Mediante la devolución de los depósitos y la capitalización que realizaban las nuevas instituciones, el Banco Central

recuperó, además, una asistencia financiera por US\$ 127 millones que había otorgado a los bancos en situación comprometida en la etapa anterior a la compra de cartera.

Vinculadas a préstamos externos

Las carteras vinculadas a préstamos externos se originaron en la debilidad de la posición de reservas del Banco Central, dado que la política de sostener la cotización cambiaria provocó en él una permanente sangría de dólares. La evolución de las reservas del Banco Central se transformó en el termómetro de la inminencia de una maxidevaluación.

A comienzos del segundo semestre de ese año, la caída del tipo de cambio real había liquidado la capacidad competitiva del país, con lo que la estrategia macroeconómica pierde su credibilidad. Se decide entonces extender la práctica de adquisición de carteras con el fin de atraer préstamos para reservas lo que equivale a comprar tiempo con la esperanza de que se produzca una reversión del ciclo económico.

Los bancos participantes vendían cartera al Banco Central, el que se comprometía a comprarla, aunque con documentos a un precio con un descuento negociable respecto de su valor facial. Las operaciones, de este tipo significaron la compra de US\$ 215 millones de cartera privada, recibiendo el Banco Central fondos frescos por US\$ 325 millones. A causa de estas operaciones el endeudamiento externo del Banco Central aumentó en US\$ 540 millones.

Las consecuencias internas de la crisis que se desencadena en 1982 hubieran sido mucha más devastadoras, con las secuelas políticas y sociales que es de imaginar, si se hubiese consentido en una liquidación de instituciones, ya que ello habría redundado en una acentuación del ciclo recesivo. La alternativa de liquidar bancos comprometidos no goza de mayor aceptación en el ámbito internacional, como lo demuestra la experiencia reciente de algunas instituciones comprometidas en los Estados Unidos y la conducta asumida al respecto por el Federal Reserve Board.

En segundo lugar, puede que la compra de cartera de entidades insolventes haya sido una solución eficiente frente a las alternativas de estatización o intervención. Particularmente, tuvo la ventaja de establecer un costo perfectamente determinado, ya que la irrupción de sólidas entidades internacionales garantizaba de alguna manera que eventuales pérdidas a futuro no requerirían nuevamente la intervención del Banco Central,

lo que no ocurrió, sin embargo, en el caso de Pemar Sudamericana y su adquisición por parte del Banco de Italia.

Cabe señalar, de otro lado, que se advertía consenso ciudadano en cuanto a la conveniencia de reasignar de algún modo parte de las pérdidas, ya que el mecanismo más idóneo era un proceso de refinanciación de la deuda bancaria, lo que quedó de manifiesto en la ley de refinanciación, aprobada por el nuevo gobierno democrático.

Cuadro 2
RESUMEN DE OPERACIONES DE COMPRA
(millones de dólares)

1. DE CARTERAS DE BANCOS COMPROMETIDOS

Monto total de carteras adquiridas	
en moneda extranjera	268,9
en moneda nacional	144,3
	Total
	413,2
Forma de pago	
Bonos del Tesoro	280,8
Cancelación de asistencia financiera en moneda nacional por el equivalente de N\$ 1.270	69,0
Pago contado en moneda nacional por N\$ 200	6,3
Valores públicos	29,9
	Total
	386,0

2. DE CARTERAS VINCULADAS A PRESTAMOS EXTERNOS

Carteras compradas	
en moneda extranjera	160,1
en moneda nacional: N\$ 1.116 equivalentes a	54,9
	Total
	215,0
Préstamos recibidos	
fondos externos	428,8
fondos internos	111,6
	Total
	540,4

Cuadro 3
DETALLE DE LAS OPERACIONES DE COMPRA
DE CARTERAS VINCULADAS A PRESTAMOS

Bancos y casas bancarias vendedores	Millones de		Monto contrapartida millones US\$
	N\$	US\$	
Citibank	470,7	40,0	175,0
Bank of America	31,1	48,8	122,3
Surinvest	1,4	2,1	5,7
Montevideo	19,7	3,4	9,3
Nación Argentina	12,6	3,8	12,9
River Trade	0,7	10,0	29,5
UBUR	19,6	1,5	6,3
Exprinter	4,6	2,8	7,4
Holandés Unido	45,2	2,4	9,4
Boston	49,8	4,0	15,0
Comercial	28,9	5,8	19,3
Crédito	361,4	13,6	63,7
Caja Obrera	-	0,1	0,2
Trade Development	11,2	9,2	24,7
Exterbanca	7,7	1,4	4,1
Sudameris	36,3	2,1	7,9
Londres	15,6	8,8	27,0
EISA		0,3	0,7
Total	1.116,5	160,1	540,4

La adquisición de carteras facilitó este proceso, ya que los deudores pasaron a disponer, explícita o implícitamente, de plazos mucho más extendidos una vez que sus deudas fueron adquiridas por el Banco Central. Muchos deudores llegaron incluso a solicitar a las instituciones que sus compromisos fueran incluidos en los paquetes que estaban negociando con el Banco Central.

Ante la insolvencia simultánea de diversas instituciones bancarias podría haberse recurrido a otras alternativas, como es el caso de un mecanismo de subsidios explícitos, sin quitarle la administración de la cartera al sector privado.

La participación del Banco de la República aparece como otra de las alternativas abiertas, superior al traspaso directo de las carteras al Banco Central, institución que carecía de la especialización para hacerse cargo de esta tarea. Sin embargo, esta solución no llegó a arbitrase, debido quizás a las impor-

tantes desinteligencias que se suscitaron entre ambas instituciones respecto de la forma de encarar la crisis.

La adquisición de cartera mala a instituciones de sólido prestigio y solvencia internacionales configura un caso distinto al anterior y sólo se explica, al parecer, por la aguda escasez que sufre el Banco Central y el imperativo de refinanciar deuda externa. Sin embargo, la cotización artificial del dólar mueve a pensar que estas operaciones tendían más bien a comprar tiempo, por la vía de permitir un rápido financiamiento adicional.

c) Ley N° 15.786, de refinanciación de la deuda interna

El advenimiento de la democracia, en 1985, lleva al diseño de una nueva política para encarar el problema insoluto de la deuda interna. Existía la percepción de la existencia de un importante sobreendeudamiento en los distintos sectores económicos, y de que los intentos de refinanciación de tipo volitivo, como los propiciados por las circulares del Banco Central, habían terminado en el fracaso. En este marco se aprueba finalmente una ley que impone la refinanciación obligatoria en favor de los acreedores bancarios.

A la dictación de esta ley contribuyó, sin duda, la idea de que el problema del sobreendeudamiento era insoluble con medidas en el solo ámbito judicial. Se temía por otra parte que las ejecuciones de los deudores generarían un grave deterioro de los valores de los activos, particularmente en el caso de la tierra. También la extensión y profundidad de la crisis tornaba probablemente inevitable una solución de este tipo, aun cuando la misma implicara una intervención pública en contratos de buena fe entre particulares.

La ley dispuso alterar con retroactividad convenios acordados antes del 30 de junio de 1983, refinanciándose obligatoriamente a nuevas tasas hasta el 15 de octubre de 1985. Los problemas de constitucionalidad derivados de la retroactividad y la pérdida de derechos que estas disposiciones ocasionaban a los acreedores, no fueron obstáculo para la puesta en vigencia de esta ley, lo que indica que la reglamentación y la conducta del Banco Central respecto a los bancos determinaron formas de compensación parcial, aun cuando, a diferencia de otros países, se hayan proporcionado subsidios.

La ley no asignó los costos de la refinanciación en forma muy equilibrada, ya que fueron los acreedores quienes debieron asumir las quitas y esperas y aceptar los menores

intereses, pero en esto se sigue la tradición del Uruguay en otros ámbitos, como es el caso del sector de arrendamiento de viviendas. En efecto, el deterioro que sufra una de las partes contratantes, derivado de una situación imprevista, no tiene por qué significar, como forma de solución, que la otra parte contratante incurra en todos los costos.

Sin embargo, las instituciones bancarias de algún modo admitieron que una refinanciación con las características estipuladas en la ley era inevitable, dadas la debilidad de sus carteras y el hecho de que la opinión pública les reprochaba su conducta irresponsable durante el período de auge y la transformación compulsiva de las monedas de los préstamos en la etapa previa a la devaluación de noviembre de 1982, que habrían provocado un incremento masivo del monto de la deuda en términos de moneda nacional. Además, buena parte de la deuda refinanciable se encontraba ya en poder de instituciones oficiales o de otras cuya precaria condición no les dejaba más alternativas que aceptar pasivamente las propuestas oficiales.

La ley impuso ciertas restricciones en el acceso a sus beneficios, excluyendo a los deudores solventes y a los totalmente inviables, al tiempo que procuraba evitar situaciones de injusticia y ventajas indeseables.

El legislador, consciente de que intervenía en un área delicada, se esforzó por no dejar secuelas traumáticas para el futuro en un mercado de tanta importancia como el del crédito bancario, favoreciendo en consecuencia la suscripción de acuerdos voluntarios entre las partes, sin perjuicio de imponer un marco supletorio para el evento de un fracaso.

La refinanciación fue obligatoria para los acreedores y voluntaria para los deudores, abarcando el grueso de los sectores económicos (industria, comercio al por mayor y menor, servicios, agricultura y ganadería), con la sola exclusión de los préstamos para vivienda y los préstamos de consumo. No fueron consideradas, eso sí, las deudas de no residentes y extranjeros, fuesen éstos personas físicas o jurídicas.

La refinanciación alcanzaba al 100 por ciento de los saldos deudores al 30 de junio de 1983, con pagos anticipados de los intereses devengados antes del ingreso al proceso de refinanciación. Los plazos fueron de cinco a diez años, con dos años de gracia. La ley estableció distintas modalidades de plazo según sectores económicos, grado de endeudamiento y monto de la operación. Los intereses en moneda nacional fueron equivalentes al 90 por ciento de la tasa media del

mercado, según indicador publicado por el Banco Central; y en moneda extranjera, al máximo de la tasa media respectiva. Durante el periodo de gracia se imponían pagos parciales de intereses, con la capitalización posterior del saldo insoluto. A su turno, las amortizaciones eran crecientes en el tiempo, con un porcentaje reducido al principio.

El tratamiento de los deudores era altamente selectivo, con clara preferencia en favor de los pequeños y medianos que pertenecieran a la industria, la agricultura y los servicios. También se dio preferencia a las industrias con elevados coeficientes de exportaciones en sus ventas y de mano de obra en el total de sus costos.

A los deudores les quedó prohibido, durante los siguientes cuatro años, distribuir utilidades y conceder préstamos a socios o directores, quedando obligados además a la presentación periódica de información patrimonial a los acreedores.

Cabe destacar la ausencia de medidas compensatorias tipo redescuentos o tratamientos especiales en los encajes a los bancos por las deudas que refinanciaran. Sin embargo, el Banco Central permitió diferir las pérdidas generadas por el proceso de refinanciación, autorizando amortizarlas en el transcurso de un prolongado período.

La ley consagró además un régimen de quitas y bonificaciones de hasta un 20 por ciento, en función de pagos anticipados dentro de los 180 días de reglamentada la ley, en porcentajes similares a los del monto total adeudado. En el caso de deudores pequeños se autorizó igualmente la sustitución de monedas de los convenios originalmente pactados.

A los efectos de determinar la elegibilidad de los deudores para el ingreso al sistema, se establecieron algunos criterios generales y se creó la CAF (Comisión de Análisis Financiero), llamada a resolver en los diferendos entre deudores y acreedores y a solucionar aquellos casos en que no intervenía el régimen automático y era preciso realizar un análisis detenido de la situación del deudor.

Señalemos, por último, que la ley estipuló que se consideraría que un deudor había incurrido en incumplimiento en el evento de que dejara de pagar dos cuotas trimestrales consecutivas.

En el sector agropecuario, el total de las solicitudes categorizadas ascendió a 4.580, por un monto superior a N\$ 13.000 millones, en tanto que se realizaron 1.831 solicitudes, por casi 9.700 millones.

En el sector industrial se presentaron 679 solicitudes, por alrededor de N\$ 12.000 millones (unos US\$ 400 millones).

Cuadro 4
REFINANCIACION DEL ENDEUDAMIENTO INTERNO
EN VIRTUD DE LA LEY 15.786

Solicitudes	Número
Presentadas	8.716
Presentadas con información insuficiente, y no regularizadas	-904
Correctamente presentadas	7.812
Categorizadas	7.789
en forma definitiva	7.764
en forma provisoria	25
otras (incluye categorías pendientes de ajuste, etc.)	23
	7.812

Respecto del comercio y los servicios, se incluyeron 1.609 solicitudes por un monto cercano a N\$ 7.800. Para el total de sectores, las solicitudes evaluadas fueron de 7.791 (27 con doble actividad, o sea 7.764), por un monto del orden de N\$ 48.000 millones. Aproximadamente la mitad del total de US\$ 1.530 millones involucrados en la deuda pudo acogerse a este refinanciación legal.

4. Bancos bajo el control del Banco de la República Oriental del Uruguay

Un grupo de bancos, entre los cuales se encontraban los tres más importantes del país en términos de volumen de operaciones en el sector bancario privado nacional, se vieron sumidos desde principios de la década de los ochenta en una situación de insolvencia creciente. Como forma de ganar tiempo y de detener en el corto plazo la hemorragia de recursos que se estaba produciendo, se optó por ubicarlos en la órbita del Banco de la República.

Las primeras instituciones acogidas a este régimen fueron el Banco Pan de Azúcar y el Banco de Italia (1985). Posteriormente lo harían los bancos Caja Obrera y el Comer-

cial (1987). La intención de las autoridades fue que permanecieran gestionados, o sea que se mantuvieran en operaciones hasta que se encontrara un comprador, de modo de reinsertarlos en el ámbito privado.

El Banco Comercial y la Caja Obrera habían podido vender cartera mala en la misma proporción y modalidad que sus congéneres que eran filiales de bancos extranjeros. En cuanto a los otros dos bancos, el Pan de Azúcar era filial de un banco chileno que fue liquidado, y lo mismo sucedió con el Banco de Italia en la Argentina.

Las pérdidas de estos bancos están asociadas a una diversidad de factores, entre los cuales destaca la mala calidad de la cartera y, particularmente en los casos del Banco Comercial y la Caja Obrera, un alto costo del personal, fruto del mantenimiento de una red de sucursales que desde el punto de vista de la rentabilidad de las operaciones no se justificaban.

La participación del Banco de la República se orientó a capitalizar las instituciones, en tanto que el Banco Central les otorgaba tratamientos especiales. Sin embargo, a partir de los aportes de capital y préstamos del Banco de la República, la hemorragia de recursos se detuvo.

Los principales parámetros que guiaron la colaboración prestada por el Banco de la República a la autoridad monetaria para el saneamiento de estas instituciones fueron las siguientes:

- i) Acatamiento de los parámetros que le fija la ley de emergencia de 1967 para enfrentar una crisis bancaria, lo que significaba descartar aquellas soluciones que constituyeran una adquisición definitiva, por el Estado, de los bancos "gestionados", la liquidación o el cierre de los mismos.
- ii) Preservación de la confianza en el sistema financiero, con la menor utilización de recursos. En la práctica, esto implica intervenir no hasta el punto de evitar que los bancos sigan perdiendo, sino sólo lo indispensable para conjurar eventuales "corridas" sobre los depósitos.

En algunos casos, como en el Banco de La Caja Obrera, el solo anuncio de la intervención del Banco de la República bastó para detener la corrida, pero en otros se necesitaron medidas adicionales.

- iii) Ganancia de tiempo para la reprivatización de los bancos, y para la realización de negociaciones cuando surgieran ofertas de parte de instituciones extranjeras.

El Arlbank se mostró interesado por el Pan de Azúcar pero las laboriosas gestiones en tal sentido terminaron en el fracaso.

- iv) Ofrecimiento de garantías al personal de los bancos, en materia de estabilidad en el empleo y mantenimiento de las condiciones laborales.
- v) Entrega de garantía a los fondos de los depositantes, lo que se hizo en todos los casos, si bien en el del Banco de Italia, antes de intervenir, el Banco Central obligó a los ahorrantes a capitalizar del orden de alrededor del 7 por ciento del total de depósitos.

a) Situación luego de la intervención

El cuadro 5 muestra sintéticamente el estado patrimonial de las cuatro instituciones a fines de diciembre de 1987. El supuesto respecto al patrimonio ajustado es que la cartera vencida es totalmente incobrable. Si ése fuera el caso, las pérdidas patrimoniales ascenderían a US\$ 197 millones. Si se computa un costo de capital del 10 por ciento sobre el patrimonio negativo y se adiciona el total de gastos operativos al año (US\$ 43,3 millones), se obtiene una cifra estimada de pérdidas anuales de US\$ 63 millones, lo que revela que por entonces la situación de estos bancos seguía sin solución.

Cuadro 5
SITUACION DE LOS BANCOS GESTIONADOS
(millones de US\$)

Activo		Pasivo	
Disponible	93,2	Depósitos	745,9
Inversiones	63,9	Otras obligaciones	24,0
Créditos			
Vigentes	349,0	Patrimonio	49,4
Vencidos	246,5	Previsiones	6,1
Otros	22,3	Patrimonio ajustado	
Fijo	21,1	como %	
Cargos diferenciales	29,5	Activos	-23,9

b) *Características de la intervención*

La primera de estas intervenciones afectó al Pan de Azúcar, en julio de 1985. La institución, propiedad del Banco de Chile, que había sido intervenido en Chile tiempo atrás, se había destacado por su dinamismo y agresividad en la plaza y por su prestigiosa plantilla gerencial. Sufrió, al igual que todas las instituciones bancarias, el abrupto deterioro de sus carteras, y al no contar con recursos externos para venderlas, la situación se le hizo insostenible.

El Banco de la República adquirió el total del paquete accionario. Aportó US\$ 12 millones a principios de 1986, se hizo cargo del 90 por ciento de las pérdidas del ejercicio de ese año y suministró US\$ 30 millones en préstamos al Pan de Azúcar y el de Italia, que se fusionó con éste, para cubrir los retiros de recursos principalmente del segundo, comprar bonos externos y colocar préstamos.

En el caso del Banco de Italia, la intervención se materializó luego de que los depositantes llegaran a un acuerdo con el Banco Central para capitalizar US\$ 5 millones sobre US\$ 70 millones de depósitos. El Banco de la República fusionó este Banco con el Pan de Azúcar, tomando las acciones a su valor par. Luego de la operación, el de Italia perdió rápidamente el 60 por ciento de los depósitos, hecho que se atribuyó al descontento de los ahorrantes, al haber sido obligados a capitalizar parte de los depósitos.

El Banco Comercial fue por muchos años el mayor y más prestigioso banco privado de la plaza. Cuando el Banco de la República lo interviene, en mayo de 1987, le inyecta capital por US\$ 47 millones, lo que permite recuperar la confianza de los ahorrantes en los 12 meses siguientes a la intervención, los depósitos en moneda extranjera crecen 30 por ciento y las colocaciones, 20 por ciento.

La intervención del Banco La Caja Obrera, en el segundo semestre de 1987, se hizo a través de la fusión con el Pan de Azúcar y el de Italia. La Caja Obrera había vendido cartera al Banco Central a través de una modalidad distinta, ya que tenía un pacto de retroventa. En efecto, en febrero de 1984 se concretó la operación de cartera con el Banco Central, el cual le hizo, entre agosto de 1984 y febrero de 1988, un aporte de N\$ 1.100 y US\$ 7,4 millones. A partir de agosto de 1989 y de agosto de 1990, respectivamente, se procedería a revertir la cartera en moneda extranjera y aquella en moneda nacional y, por consiguiente, los préstamos realizados por el Banco Central.

La operación confirió características especiales a la Caja Obrera que, además, adoptó una actitud muy conservadora entre 1985 y 1986, al punto de realizar colocaciones y de acumular fondos líquidos por US\$ 25 millones. Luego de la intervención del Banco Comercial, soportó retiros por US\$ 17 millones antes de la entrada del Banco de la República.

Luego de la crisis financiera, el sistema financiero quedó conformado por tres bancos oficiales (Banco Central, Banco de la República y Banco Hipotecario); tres bancos gestionados por el Banco de la República; once bancos que son sociedades anónimas constituidas en el país, pero cuyo capital es total o mayoritariamente extranjero; ocho bancos extranjeros, y diecisiete casas bancarias.

5. Las reformas recientes del marco regulatorio

En el tercer trimestre de 1989 se pusieron en vigencia una serie de reformas al marco regulatorio, tendientes a fortalecer el sistema financiero y elevar su eficiencia, de modo de prestigiar a Uruguay como plaza financiera, lo que, adicionalmente, permitiría evitar los costos fiscales y, por tanto, sociales de eventuales nuevas crisis.

Estas reformas se instrumentaron en medio de una recomposición de equilibrios macroeconómicos básicos y en una coyuntura en que amplios segmentos del sistema sufrían aún los efectos de la crisis de comienzos de los ochenta y de la normativa a que esta dio origen.

Las reformas efectuadas partieron del diagnóstico de que la crisis de los ochenta había derivado de un inusual choque externo, ampliado por políticas internas inadecuadas e inoportunas, tanto en la esfera monetario-crediticia-cambiaria, como en la bancaria. Ello hizo que la crisis se propagara hasta el punto de tornarse inmune a los tratamientos individuales, hecho que no había ocurrido en las crisis de los años sesenta. Sin embargo, no todas las instituciones tuvieron problemas de liquidez y solvencia al unísono ni de semejante intensidad. Esto implica que hay instituciones que contaron con un manejo más eficiente y/o un mayor respaldo.

a) Política de autorizaciones

La política en materia de autorización y propiedad de nuevas entidades reviste gran importancia. El control y la

disciplina bancaria empiezan en realidad por la política de autorizaciones, según lo comprueba la historia financiera de muchos países de América Latina. La solvencia, antecedentes, reputación y calidad de la administración de la institución patrocinante son aspectos claves en la política de autorizaciones. Así lo demuestran las experiencias de los fallidos bancos Rural, Regional, Atlántico, de Fomento Industrial y Comercial, los de Italia y del Plata, así como de diversas casas bancarias.

No es adecuado permitir, por ejemplo, que grupos económicos nacionales o internacionales establezcan una institución financiera, ya que es previsible que ésta buscará de preferencia allegarles recursos, atando así su suerte a la del respectivo grupo.

La política de las autoridades uruguayas se ha orientado en el sentido recién descrito, como que después de la crisis se han instalado apenas tres casas financieras, las cuales pertenecen a bancos europeos de jerarquía internacionalmente reconocida.

Un decreto posterior estableció, por otra parte, la obligatoriedad de la emisión nominativa de las acciones bancarias; de la declaración de la propiedad de las mismas para que el Banco Central lleve un registro actualizado; de la previa autorización de transferencias de acciones, y del establecimiento en estatutos de que toda transferencia no autorizada es nula.

b) Política de adecuación patrimonial

El segundo asunto involucrado en las crisis pasadas es el referente a la adecuación patrimonial. Las normas vigentes definían el concepto de responsabilidad patrimonial neta y regulaban tanto la exigencia de una responsabilidad patrimonial neta mínima como la fijación de un tope de endeudamiento.

La responsabilidad patrimonial neta se determinaba a partir del patrimonio contable, en tanto que la mínima era fijada en función únicamente del tipo de empresas y de su red física. Los valores se ajustaban anualmente, de acuerdo a la evolución del índice de precios mayoristas. Por cierto, la tipificación no tomaba en cuenta las características de cada empresa ni, lo que es más importante, el riesgo básico de una institución financiera.

El último mecanismo de ajuste del patrimonio era el tope de endeudamiento, que vinculaba la responsabilidad

patrimonial de la empresa con su volumen de operaciones, medido éste en términos de su pasivo. Estaba prohibido recibir fondos de terceros o contraer obligaciones por un monto superior a 20 veces la suma del patrimonio neto, el encaje real, los depósitos en el Banco Central y los valores públicos y pagarés que fuesen propiedad de la institución, libres de toda afectación.

El problema es que el principal riesgo del negocio bancario no lo constituye el monto de recursos captados, sino el uso que hace de éstos. Se estableció, por tanto, un sistema de adecuación del capital de acuerdo al coeficiente de activos riesgosos de la institución, adoptándose los criterios propuestos por el Comité de Reglamentación Bancaria y Prácticas de Supervisión de Basilea.

Las normas aprobadas establecen una responsabilidad patrimonial neta mínima no inferior al 8 por ciento de los activos riesgosos de la institución, netos de provisiones por incobrabilidad valuadas de conformidad con lo establecido por el Banco Central. Se consideran activos riesgosos las partidas del activo y las cuentas deudoras de contingencia del balance de situación patrimonial, con las salvedades que expresamente se indican. Dicha responsabilidad patrimonial no podrá ser inferior a la básica, que se establece como un monto en términos nominales para cada tipo de empresa, actualizable trimestralmente. Para las operaciones activas no existían normas de calificación de los prestatarios según riesgo. Sólo se las clasificaba el último día de cada mes, en función de la fecha de vencimiento, de acuerdo a lo estipulado en el Plan de Cuentas obligatorio. Ahora las empresas están obligadas a clasificar en forma permanente, y revisar dos veces al año, los riesgos crediticios directos y contingentes en categorías conformadas a partir de criterios objetivos y subjetivos formulados por el Banco Central. Los riesgos se tipifican como normales, con problemas potenciales, de dudosa recuperación e irre recuperables.

El Banco Central, claro está, debe controlar la correcta aplicación de estos criterios mediante actuaciones inspectivas. Se ha pasado, pues, de un mecanismo basado en la fecha de vencimiento, a otro más amplio, que clasifica los riesgos crediticios en términos de un conjunto de elementos que la teoría y la práctica han demostrado que son más eficaces que una simple regla temporal.

En cuanto a las normas sobre constitución de provisiones, se han introducido cambios en consonancia con la clasificación de la cartera.

Antes, en el Plan de Cuentas obligatorio se establecía que las previsiones debían realizarse sobre la base de una evaluación realista del riesgo, disponiéndose que ellas no podían ser inferiores al 20 por ciento del saldo de la cuenta "deudores en gestión" (que incluye créditos que vencieron hace más de 180 días). Los créditos que hubieran pasado más de 150 días en esta cuenta debían ser castigados. Las normas actuales establecen, en cambio, la constitución de previsiones de acuerdo a los siguientes porcentajes, como mínimo, de las categorías de riesgos antes mencionadas: riesgo normal, 1 por ciento; con problemas potenciales, 20 por ciento; de dudosa recuperación, 50 por ciento; irrecuperables, 100 por ciento.

Se admite la liquidación de un porcentaje de los intereses devengados sobre los préstamos en moneda nacional no reajustables, cuando éstos se hallen en las categorías "con problemas potenciales", "de dudosa recuperación" o "irrecuperables", a fin de asegurarles un tratamiento análogo al que se dispensa a los créditos en moneda extranjera. Estas ganancias admitidas son neutralizadas con el correspondiente porcentaje de previsiones.

También se introdujeron modificaciones a la liquidación de intereses en moneda nacional y de diferencias de cambio, con el propósito, en el caso de los primeros, de asegurar un tratamiento análogo a los de moneda extranjera y, en el caso de las segundas, de obtener resultados más afinados.

También las normas sobre renovación de operaciones experimentaron modificaciones. Antes, las operaciones podían ser renovadas y consideradas como vigentes cuando se hubiera abonado el 20 por ciento de los intereses. En la actualidad, la renovación total o parcial supone pagos efectivos, sin que medie nueva financiación. Estos deben significar, como mínimo, el 100 por ciento de los intereses devengados. Se exceptúan para las operaciones en moneda nacional no reajustables, las que a efectos de darles un tratamiento análogo al previsto para el resto, se les exige un porcentaje inferior (dado el componente de amortización del capital incluido en el interés en caso de inflación).

c) Política sobre riesgo crediticio individual

Las desregulación había llevado también a la suspensión del tope de crédito por firma o conjunto económico. Por tanto, se estableció un límite del 25 por ciento de la responsabilidad patrimonial para los riesgos que las instituciones

financieras pueden asumir por cada persona física o jurídica o conjunto económico. Se incluyen también, por el total adeudado o afianzado, las operaciones en las que el cliente figure como codeudor o garante.

d) Políticas de información y control de riesgos

Para mejorar el funcionamiento del contralor concomitante, el grado de sujeción a las regulaciones y la base estadística se introdujo un nuevo plan de cuentas, más completo y analítico, que comprende tanto las cuentas integrales como las diferenciales. Adicionalmente, se estableció la obligatoriedad de someter las cuentas a auditorías externas adicionales a las que realice el propio banco y las que resultan de las inspecciones del Banco Central.

La nueva normativa mantiene los informes que debían presentar las empresas auditoras: dictamen sobre los estados contables al cierre del ejercicio; informe de revisión limitada al cierre de cada trimestre; informe sobre deficiencias del control interno. Exige, además, información que atañe al sistema contable utilizado y a su adecuación a las normas y plan de cuentas dictados por el Banco Central y respecto de la concordancia de la información presentada con dicho sistema; resultados de la clasificación de riesgos crediticios, con opinión sobre la cuantificación de las previsiones y antecedentes acerca de los créditos otorgados a empresas que forman el conjunto económico que integra la entidad auditada.

También la transparencia de la situación financiera constituye un aspecto relevante, puesto que a menudo se aduce que el Estado debiera hacerse cargo de los pasivos bancarios por el hecho de que los depositantes carecieron de adecuada información acerca del riesgo que estaban asumiendo al acudir a determinada entidad bancaria.

Los resultados de la contabilidad de los bancos y otros intermediarios eran de difícil apreciación por el público, toda vez que cada institución efectuaba la publicidad de sus estados financieros conforme a criterios propios. El Banco Central ha elaborado un estado de situación único, que facilita el análisis de las publicaciones de las entidades financieras.

Este proceso de dar mayor transparencia deberá profundizarse aún más, de modo de reducir la simetría existente entre las informaciones que los bancos tienen de los clientes, de un lado, y las que éstos tienen de aquéllos, del otro.

e) *Políticas de encajes*

La nueva normativa no contempla cambios en el régimen de reservas de los bancos.

Años atrás se utilizaba la política de reservas mínimas (encajes) como mecanismo de respaldo de las obligaciones contraídas por la institución. Ese instrumento fue derivando cada vez más en un mecanismo de política monetaria. En una economía pequeña y abierta, con un tipo de cambio flotante, como es en la actualidad la uruguaya, el numerario de la economía pasa a ser la oferta de dinero. En un contexto de tales características el encaje no puede usarse para política monetaria, salvo en países en que la falta de un mercado de capitales fluido impide el recurso a instrumentos más eficaces, como las operaciones de mercado abierto.

f) *Reglamentación de otras operativas*

Finalmente, en el marco de esta reestructuración de la normativa de la actividad financiera, se han reglamentado las operaciones extraterritoriales (*offshore*) y se proyecta dictar un estatuto jurídico para el arrendamiento financiero (*leasing*) y para los bancos de inversión. Ambas iniciativas apuntan a configurar un marco legal más adecuado para la formación de capital.

Respecto a la operativa extraterritorial, la ley 11.322 preveía un tipo especial de entidades financieras, que ahora ha sido reglamentado, creándose las denominadas instituciones financieras externas. La normativa pertinente pone de manifiesto la importancia que se atribuye a la adecuada selección de quienes ingresan a esta actividad, con el fin de fortalecer el prestigio de Uruguay como plaza financiera en el ámbito internacional y en especial latinoamericano.

6. Conclusiones

1. La historia del sistema financiero durante el último cuarto de siglo muestra que ha sufrido crisis tanto bajo un esquema de economía cerrada como bajo uno de economía abierta. La apertura de la economía no parecería constituir, pues, por sí sola un elemento determinante de la generación de situaciones críticas.

Las características de las crisis que se suceden en ese lapso son, empero, disímiles. Bajo el esquema de economía abierta, la consistencia de las variables macroeconómicas debe ser mayor, por cuanto los choques de precios o de cantidad de distintos signos pueden ser de mucho mayor magnitud. Es posible además que haya que operar en un escenario donde la dolarización explícita limite considerablemente las probabilidades de un ajuste no traumático.

La apertura implica cambios en las reglas de juego, las cuales no siempre son internalizados por los agentes económicos. La experiencia uruguaya muestra que ni los banqueros, ni los empresarios, ni los responsables de la formulación de políticas supieron entender adecuada y oportunamente los procesos que la apertura implicaba, ya fuese por efectos del contexto internacional, o por la significación de las políticas internas.

La percepción de los banqueros, y no sólo de los uruguayos, sino también de los extranjeros en cuanto a la duración e intensidad de la crisis, probó ser equivocada. Evaluaron inadecuadamente los créditos, tomando las garantías (aforadas a precios no permanentes) como la primera línea de defensa de los créditos, en vez de considerar la capacidad de repago de la inversión. Los errores acerca de la trayectoria de las variables macroeconómicas fueron aún más graves, lo que es hasta cierto punto comprensible, dada la inexistente formación académica en macroeconomía abierta de la amplia mayoría de ellos, que pasaron desde un ámbito de certeza a uno de riesgo crediticio, cambiario, etc.

Numerosos empresarios no financieros quisieron continuar aplicando esquemas propios del periodo anterior a la apertura, operando como si las tasas siguieran siendo negativas. En muchos casos el error no significó una pérdida patrimonial.

También los responsables de las políticas evaluaron inadecuadamente la permanencia e intensidad de los fenómenos; actuaron procíclicamente en ciertos casos y tardamente en otros; y depositaron excesiva confianza en la posibilidad de extrapolar la teoría a la realidad.

Es de justicia señalar, empero, en favor de estos grupos de agentes económicos, que el contexto internacional en que se produjo el cambio no tenía precedentes históricos y era muy inestable. Las experiencias tanto de cierre como de la apertura de la economía

fueron fruto de crisis externas, pero en el primer caso los agentes económicos encontraron antes un contexto internacional más favorable.

Fluye de este análisis que es inconveniente internacionalizar el crecimiento de los depósitos en moneda extranjera. Al menos un porcentaje considerable de éstos debe ser manejado extraterritorialmente.

2. La historia de las crisis financieras muestra también que las ha habido bajo regímenes de severa regulación y bajo regímenes de banca cuasi sin controles. El grado de regulación no parece constituir, en consecuencia, un elemento determinante de la crisis. Debe privilegiarse más bien la calidad, es decir, el control adecuado de los verdaderos riesgos que encara el sistema.

La crisis 1965-71 se produjo bajo un esquema de regulación de las tasas de interés activas y pasivas; normas de selectividad crediticia, disposiciones sobre encajes que eran objeto de frecuentes revisiones, fijación de topes de carteras, etc. La de los ochenta, se precipita en un contexto en el que las normas se referían al patrimonio mínimo y a la capacidad de endeudamiento global.

La reciente dictación de una nueva normativa constituye un reconocimiento de la necesidad de introducir regulaciones al sistema. Cabe señalar, sin embargo, que la experiencia enseña también que las normas han de ser selectivas, en el sentido de tender a minimizar los riesgos principales, sin trabar la operativa.

El fomento de la transparencia del mercado, adecuadamente reglamentado, parece representar una alternativa a los seguros de depósitos, que en presencia de tasas libres tienden a incrementar los riesgos. El seguro podría quedar limitado a los depósitos a la vista (fondos de trabajo de las empresas) y a los pequeños ahorristas, cuyos costos de información son mayores. De todas maneras, la alternativa más costosa en términos sociales es la de seguro ilimitado a cargo del Estado, sin cobro de prima.

Antes de la crisis de los sesenta no existía seguro alguno. Al sobrevenir ésta, se establece uno en favor de los depósitos menores (US\$ 2.700 por cuenta), sin cobro de prima. No obstante, el límite establecido dimensionaba al menos los costos sociales del seguro. Cuando sobreviene el segundo golpe de la crisis, en 1971, la inflación había transformado ese tope en una cifra real

irrisoria. La solución utilizada consistió entonces en el pago total de los depósitos. Los argumentos en favor de esta medida fueron desde la falta de transparencia de la situación de los bancos, lo que habría impedido a los ahorristas asumir los riesgos con conocimiento de causa, hasta el peligro de derrumbe del mercado de crédito y el cese del sistema de pagos, por culpa en cierta medida del Estado, por cuanto el Banco Central no había advertido acerca de la gravedad de la situación.

Si bien los argumentos eran aceptables, la solución fue socialmente injusta, ya que incluso quienes no tenían depósito alguno en bancos ni habían usufructuado de créditos debieron contribuir a la devolución de recursos a los ahorristas.

Este hecho generó además la idea de la existencia de una garantía total no explícita sobre los depósitos en el sistema. Y, de nuevo, en la crisis de los ochenta, se procedió a devolver la totalidad de los depósitos, sin pago de prima alguna por este concepto. Los costos fueron aún más elevados, debido a la magnitud de la crisis y a la imposibilidad de la licuación inflacionaria, al estar el grueso de los depósitos constituidos en moneda extranjera.

La solución de mercado (quiebra y distribución a los costos entre accionistas y ahorristas) parece la más justa socialmente. Sin embargo, cuando la crisis abarca instituciones muy importantes o un sector significativo del mercado financiero, sus costos resultan tan enormes, que casi en ninguna circunstancia se la ha aplicado.

Por tanto, es necesario asegurar el imperio de condiciones de transparencia, así como proteger a los pequeños ahorristas y a los fondos de trabajo, para evitar los costos más nocivos, sin perjuicio de la operación de un sistema de seguros, eventualmente no estatal, para el resto de los depósitos.

3. La banca debería ser muy flexible para dimensionarse en forma permanente a los vaivenes del sector real. Las restricciones existentes en el Uruguay al ajuste de la plantilla del personal de las entidades financieras favorecen la prolongación y el agravamiento de las crisis.
4. En coyunturas difíciles el nivel de supervisión tiende a caer, como consecuencia del descenso de la calidad de la plantilla de los supervisores oficiales. El crecimiento de la banca que precede a las crisis, fomenta el traslado de

personal desde el sector controlado al privado, debido a las mejores remuneraciones que este último paga.

5. A la luz de las experiencias recientes, da la impresión que el Banco Central carece todavía de las atribuciones legales suficientes para enfrentar las crisis sin generar efectos indeseables sobre el sistema de pagos. La nominatividad de las acciones juegan en ese sentido, pero parece no ser suficiente.

Es probable que estas limitaciones, junto a la envergadura de las empresas involucradas y a la circunstancia de que las restantes entidades tenían respaldos externos en general satisfactorios, explique el camino elegido para encarar la crisis.

NOTAS ACERCA DE LOS AUTORES

- Afcha, Gonzalo.** Master en Economía, Arizona State University. Director Ejecutivo de UDAPE, Bolivia.
- Arízaga, Alfredo.** Master en Economía, Rutgers University. Asesor de la Junta Monetaria del Banco Central del Ecuador.
- Banda, Ariel.** Contador Público Economista, Universidad de la República Oriental del Uruguay. Gerente del Departamento de Investigaciones del Banco Central del Uruguay.
- Bayas, Santiago.** Master en Economía, Vanderbilt University. Asesor de la Junta Monetaria del Banco Central del Ecuador.
- Jácome, Luis Ignacio.** Master en Economía, Universidad de Londres. Miembro del Comité del Departamento de la Deuda Externa Ecuatoriana.
- Ocampo, José Antonio.** Doctor en Economía, Yale University. Asesor del Gobierno en asuntos cafeteros.
- Neyra, Héctor.** Economista Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Presidente Mega Systems, Perú.
- Rodríguez, Luisa Cristina.** Doctora en Economía, Temple University. Ex asesora del Banco Central de Venezuela.

**Este libro se terminó de imprimir en los
talleres EDIGRAF S. A. - Delgado 834,
Buenos Aires, República Argentina,
en el mes de agosto de 1990.**