c.2

Distr.
LIMITADA

LC/MEX/L.341
22 de septiembre de 1997

ORIGINAL: ESPAÑOL

NACIONES UNIDAS

COMISION ECONOMICA
PARA AMERICA LATINA
Y EL CARIBE - CEPAL

AHORRO Y LIBERALIZACION EN CENTROAMERICA Y LA REPUBLICA DOMINICANA

97-9-58

INDICE

I. INTRODUCCION

Tras aproximadamente 15 años de políticas de estabilización y ajuste estructural en Centroamérica y la República Dominicana, se plantea la urgente necesidad de recuperar la dinámica de inversiones y crecimiento anterior a la década de los ochenta. Sin embargo, las dificultades de balance de pagos y de acumulación de deuda externa que dieron lugar a la crisis de ese período y, más recientemente, la vulnerabilidad coyuntural asociada a los abundantes flujos de capital externo de corto plazo, han generado una discusión sobre la sostenibilidad del crecimiento. El análisis empírico sugiere que los países con altas tasas de ahorro registran también altas tasas de crecimiento del producto. 1/

De ahí surge el interés por incursionar en el tema del ahorro, que adquiere particular importancia en un proceso dinámico de crecimiento. El presente trabajo se propone hacer un diagnóstico sobre el ahorro en los países de la región, que pudiera servir de base para el diseño de políticas económicas orientadas a fortalecer esa variable, así como para ayudar a canalizar dicho ahorro a la inversión.

El ahorro total, y en especial el nacional, 2/ 3/ en la región estudiada ha sido tradicionalmente bajo respecto de otras regiones del mundo, e incluso de algunos otros países de América Latina. Los cálculos del nivel del ahorro total 4/ en Centroamérica y la República Dominicana indican que entre 1970 y 1978 la tasa de ahorro fue de 20.3% del producto interno bruto (PIB), luego decayó hasta ubicarse en 17.9% en 1979-1990, y finalmente se recuperó, alcanzando 20.9% en 1991-1995. (Véase de nuevo el cuadro 1.)

1/ FMI (1995a y 1995b).

2/ El ahorro total está compuesto por el ahorro nacional y el externo. A su vez, el ahorro nacional se conforma por el ahorro interno, las transferencias netas y los ingresos netos de factores del exterior. El ahorro nacional también ha sido subdividido para fines analíticos en ahorro privado y público. (Véase el anexo al final de este capítulo.)

3/ Respecto de algunos países de la región, en especial El Salvador y la República Dominicana, es importante hacer una distinción entre ahorro nacional y ahorro interno, dado que el primero cuenta con un componente externo creciente, es decir, las transferencias unilaterales privadas que consisten primordialmente de remesas de los trabajadores en el extranjero. (Véase de nuevo el anexo al final del capítulo.) Hasta la década de los ochenta, el ahorro interno y el ahorro nacional arrojaban un valor similar. A partir de mediados o fines de los ochenta el ahorro nacional superó al interno en la mayoría de los países tratados, a causa de que se cumplió con los acreedores internacionales y se recibieron crecientes remesas del exterior, sobre todo en El Salvador y la República Dominicana. Las transferencias a este último país han ayudado a incrementar el ahorro nacional por encima de sus niveles históricos, mientras que en El Salvador dichos recursos han tendido a compensar la dramática caída del ahorro interno, variable que alcanzó sólo 3.3% del PIB en 1991-1995. (Véase el cuadro 1.)

4/ Sobre definiciones de ahorro véase el anexo al final de este capítulo.

Cuadro 1

CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA:
AHORRO EXTERNO Y NACIONAL

(Porcentajes del PIB)

	1970-1978	1979-1990	1991-1995	1970-1995
Ahorro total	20.3	17.9	20.9	19.3
Ahorro externo	4.8	6.5	7.2	6.1
Ahorro nacional	15.5	11.3	13.7	13.2
Ahorro interno	12.9	12.7	13.5	12.9

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.
a/ Promedio ponderado por la participación de cada país en el PIB total regional (Centroamérica y República Dominicana).

El período 1979-1990 fue particularmente crítico a raíz de que algunas naciones centroamericanas (Nicaragua, El Salvador y Guatemala) atravesaron conflictos bélicos, cuyos efectos se resintieron también en los restantes países del Istmo. En los años noventa estas dificultades fueron superadas, pero el coeficiente de ahorro seguía siendo deficiente conforme a estándares internacionales. Agréguese a ello que la recuperación fue desigual entre las economías. Costa Rica, Honduras y República Dominicana fueron los únicos que en 1991-1995 habían logrado superar los coeficientes de ahorro nacional alcanzados en 1970-1978, ya que los demás mostraban un franco retroceso. (Véase el cuadro 1-A.)

Respecto de otras regiones del mundo, al igual que la mayoría de los países de América Latina, el ahorro nacional de la subregión tratada resulta bajo, sobre todo en comparación con los elevados coeficientes obtenidos por algunas naciones en desarrollo del Sudeste Asiático. Entre 1991 y 1995, por ejemplo, Indonesia, Malasia y Tailandia, tenían tasas de ahorro anuales de más de 35% del PIB, 5/ mientras que la subregión alcanzaba sólo 20.1%.

Este es un problema importante, en virtud de que en general se constata una correlación estrecha entre ahorro nacional e inversión. Durante los años setenta la inversión creció en todos los países, y llegó a totalizar alrededor de un 25% del PIB hacia la segunda mitad de la década. A partir de 1979 y hasta mediados o fines de los ochenta se derrumbaron el ahorro nacional y la inversión en la mayoría de los países estudiados. Los fuertes recortes en la inversión pública también frenaron indirectamente la inversión privada, pues aquélla constituye un complemento de estas últimas. Sólo en la República Dominicana el ahorro del sector público se recuperó rápidamente y alcanzó altos niveles después de 1982 (10% del PIB en 1992), lo que también fue acompañado por elevadas tasas de inversión pública. La acentuada propensión al consumo del sector privado y público nacional explican en buena medida esta tendencia. Dicho comportamiento ha estado ligado a políticas

5/ *Asian Development Outlook and Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries*, varios números.

Cuadro 1-A

CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA:
AHORRO EXTERNO Y NACIONAL

(Porcentajes del PIB)

	1970-1978	1979-1990	1991-1995	1970-1995
Ahorro total				
Total regional (incluye Nicaragua) a/	20.3	17.9	20.9	19.3
Total regional (no incluye Nicaragua) a/	20.3	17.8	20.8	19.3
Total centroaméricano a/	20.0	16.8	20.3	18.6
Total centroaméricano (no incluye Nicaragua) a/	19.9	16.6	20.2	18.5
Costa Rica	23.1	24.3	25.6	24.1
El Salvador	19.1	13.4	18.2	16.3
Guatemala	18.6	13.8	15.8	15.9
Honduras	20.5	18.9	27.8	21.2
Nicaragua	20.2	18.5	22.3	19.8
República Dominicana	21.2	22.4	22.6	22.0
Ahorro externo				
Total regional (incluye Nicaragua) a/	4.8	6.5	7.2	6.1
Total regional (no incluye Nicaragua) a/	4.6	5.5	4.5	5.0
Total centroaméricano a/	4.6	6.6	8.7	6.3
Total centroaméricano (no incluye Nicaragua) a/	4.2	5.3	5.2	4.9
Costa Rica	9.4	6.8	4.1	7.2
El Salvador	2.7	5.0	4.9	4.2
Guatemala	1.5	3.7	4.9	3.2
Honduras	6.6	8.0	9.4	7.8
Nicaragua	6.5	18.7	65.1	23.4
República Dominicana	5.8	6.0	2.3	5.2
Ahorro nacional				
Total regional (incluye Nicaragua) a/	15.5	11.3	13.7	13.2
Total regional (no incluye Nicaragua) a/	15.7	12.4	16.4	14.3
Total centroaméricano a/	15.5	10.1	11.6	12.3
Total centroaméricano (no incluye Nicaragua) a/	15.8	11.3	15.1	13.6
Costa Rica	13.7	17.4	21.5	16.9
El Salvador	16.4	8.4	13.4	12.1
Guatemala	17.1	10.2	11.0	12.7
Honduras	13.9	10.9	18.5	13.4
Nicaragua	13.7	-0.2	-42.8	-3.6
República Dominicana	15.4	16.3	20.3	16.8
Ahorro interno				
Total regional (incluye Nicaragua) a/	12.9	12.7	13.5	12.9
Total regional (no incluye Nicaragua) a/	12.4	13.2	14.4	13.2
Total centroaméricano a/	11.9	11.8	12.2	11.9
Total centroaméricano (no incluye Nicaragua) a/	10.9	12.4	13.3	12.1
Costa Rica	15.4	22.4	24.5	20.4
El Salvador	16.4	7.4	3.3	9.7
Guatemala	4.0	9.4	9.1	7.4
Honduras	16.0	15.4	24.1	17.3
Nicaragua	17.0	5.0	-5.6	7.1
República Dominicana	16.1	16.1	17.9	16.5

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

a/ Promedio ponderado por la participación de cada país en el PIB total regional (Centroamérica y República Dominicana).

macroeconómicas inadecuadas; a las donaciones del exterior y remesas familiares en expansión, que también fomentan el consumo más que el ahorro; a la falta de profundidad del sistema financiero, y a la elevada proporción de los ingresos que se ven obligados a destinar al consumo vastos sectores pobres de la población.

Un análisis más detenido sobre los determinantes del ahorro en estos países analizados sería de suma utilidad; sin embargo, a causa del carácter limitado o incompleto de las series estadísticas, fue imposible efectuar un estudio econométrico riguroso con este propósito. No obstante, basándose en los trabajos escritos sobre el comportamiento del ahorro en América Latina o en algunos de los países escogidos, se identifica la influencia de ciertas variables. (Véase el recuadro 1.)

Se configura de esta manera un cuadro de mercado de ahorro de corto plazo, que además no sale necesariamente de la esfera financiera, y por tanto, ni siquiera nutre la actividad de inversión, que a menudo se financia por la liquidez en la economía, en lugar de existir otros instrumentos más sofisticados para ello.

A diferencia de lo que ha sucedido con el ahorro nacional, el ahorro externo ha ido cobrando un peso creciente en el ahorro total, 6/ y su comportamiento ha tendido a ser menos errático que antes de 1982. (Véase el gráfico 1.) De hecho, el ahorro externo ha representado casi 30% del ahorro total en los países centroamericanos desde 1975, sin considerar a Nicaragua, en contraste con el resto de América Latina y el Caribe, donde esa cifra se ubica en alrededor de 20% en el mismo período. 7/

El cambio en la composición del ahorro también ha suscitado discusiones acerca de si el creciente ahorro externo permite el ahorro nacional (que comparativamente ha tendido a estancarse) y estimularlo, en lugar de sustituirlo, y así contribuir al despegue de un proceso de crecimiento. 8/

En un mundo imperfecto, el mercado de fondos prestables puede estar en desequilibrio, generándose una brecha entre el ahorro y la inversión a la tasa de interés prevaleciente. En este caso, el ahorro externo permite efectuar inversiones que el ahorro nacional no alcanza a financiar. En tal sentido, el ahorro externo sería complementario del ahorro nacional y ayudaría a incrementar la tasa de expansión de la economía. Este tipo de análisis ha sido utilizado por teóricos del desarrollo económico en un modelo denominado "de dos brechas" (Chenery y Strout), en el que el crecimiento económico se ve limitado, primero, por la brecha entre el ahorro nacional y la inversión potencial y, segundo, por la insuficiente disponibilidad de divisas para importar insumos intermedios.

6/ El ahorro externo se mide a base de caja (o flujos) como el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, menos los intereses atrasados sobre la deuda externa.

7/ En la República Dominicana ese porcentaje es de 23%.

8/ Schmidt-Hebbel, Klaus, Luis Serven y Andrés Solimano (1994).

Recuadro 1

DETERMINANTES DEL AHORRO NACIONAL

En términos generales, el nivel de ingreso real por habitante y su tasa de crecimiento figuran entre los principales determinantes del coeficiente de ahorro. No obstante, un estudio reciente (CEPAL, 1996a) demuestra que en un elevado número de países latinoamericanos el ahorro no es muy sensible a los cambios en estas variables y que los agentes económicos no discriminan entre ingresos permanentes o transitorios. En la experiencia de la región, los cambios bruscos externos o internos que determinen incrementos "temporales" del ingreso repercuten de manera positiva en los niveles de consumo e implican la posibilidad de ajustes excesivos en esta variable, con la consecuente caída en el ahorro nacional.

Dos factores se asocian a este comportamiento. Primero, el efecto de las frecuentes situaciones de restricción de liquidez o crédito que condicionan una sensibilidad excesiva del consumo cuando se registran fluctuaciones temporales del ingreso. Segundo, la fuerte reacción del consumo a variaciones en el ingreso ante una situación de "consumo reprimido". Dados los bajos niveles de ingreso por habitante, sobre todo en los años ochenta, los incrementos en el ingreso han sido destinados en gran medida a elevar el consumo. Por otra parte, la rápida entrada de capitales financieros no ha tenido una contrapartida similar en la creación de activos de producción, generándose un efecto "riqueza" a consecuencia de una rápida apreciación en el precio de los activos existentes. Por esta vía, las entradas de capital se tradujeron en mayores tendencias al consumo.

La estructura demográfica es otro factor que influye sobre el comportamiento del ahorro (Edwards, 1994; Masson, Bayoumi y Semiei, 1995). No debe olvidarse que en varios de los países estudiados el porcentaje de la población menor de 15 años es muy fuerte, lo que ejerce un impacto negativo sobre el nivel del ahorro.

También se debe considerar que la evidencia empírica demuestra que la deuda externa constituye un enorme obstáculo a la formación de ahorro (Fry, 1989). Esto adquiere especial relevancia en los casos de Nicaragua y Honduras, cuyos indicadores de endeudamiento son sumamente altos.

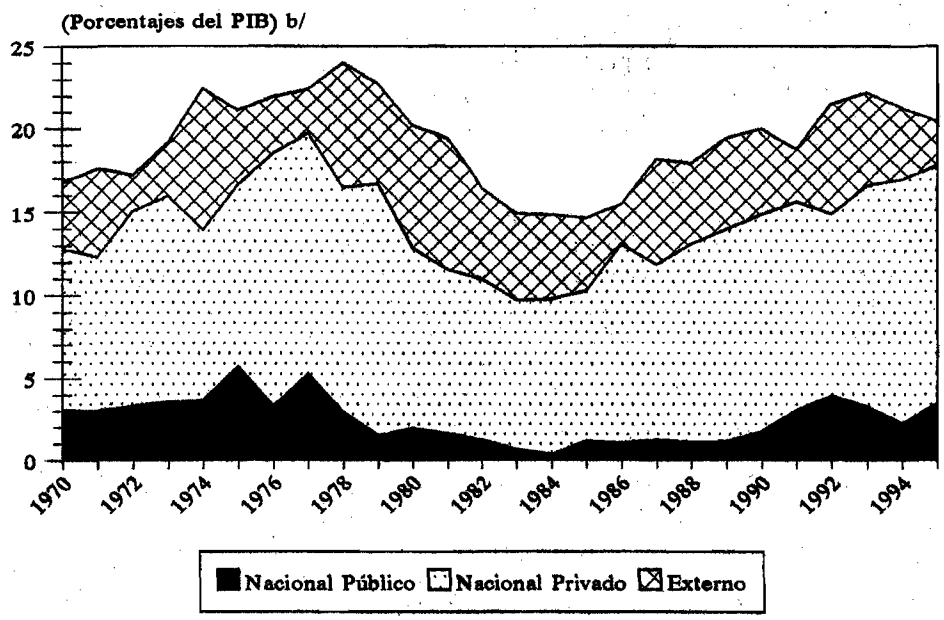
En cuanto al sector externo, de acuerdo con estimaciones recientes de la CEPAL, los términos del intercambio inciden sobre el ahorro nacional; y finalmente, un mayor ahorro externo puede determinar una reducción del ahorro nacional (CEPAL, 1996b). Otros estudios corroboran estos resultados. En el caso de El Salvador, por ejemplo, la volatilidad del ahorro privado se explica principalmente por los choques de los términos del intercambio (Rivera Campos, 1996a). Asimismo, en el caso de los países centroamericanos, Cáceres y Quintanilla (1989) descubrieron que el determinante básico del ahorro son las exportaciones, mientras que otro estudio (Cáceres, 1985) comprobó que en estas economías el ahorro sigue fielmente la evolución del precio del café.

Además de las variables ya presentadas, la distribución del ingreso repercute también sobre el nivel del ahorro. En la literatura reciente se ha argumentado que el cambio de la distribución del ingreso hacia una mayor equidad daría lugar a un incremento de la inversión, el crecimiento y el ahorro (Birdsall, Ross y Sabot, 1996). En este contexto, hay que señalar que en los países tratados la inequidad en la distribución del ingreso se profundizó en la década de los ochenta.

Por último, cabe recordar que la tasa de interés no ejerce una influencia significativa sobre el comportamiento del ahorro (Dornbusch y Reynoso, 1989; McKinnon, 1991; Edwards, 1994). Esto se traduce, entre otras cosas, en una grave ausencia de instrumentos de ahorro de largo plazo. Uno de los resultados esperados de la fase de reformas estructurales a partir de los años ochenta, que incluyó la liberalización del sector financiero, era una mejor trasmisión de las señales del mercado; entre éstas, la tasa de interés real que reflejara efectivamente las condiciones del mercado financiero y que estimulara a potenciales ahorradores nacionales y extranjeros, seleccionando los proyectos más viables y rentables. Aun así, la conformación de un mercado financiero que capte ahorros de largo plazo requiere de instituciones e instrumentos adecuados que toman tiempo en consolidarse, y que son el resultado de una secuencia de políticas coherentes de apertura y liberalización.

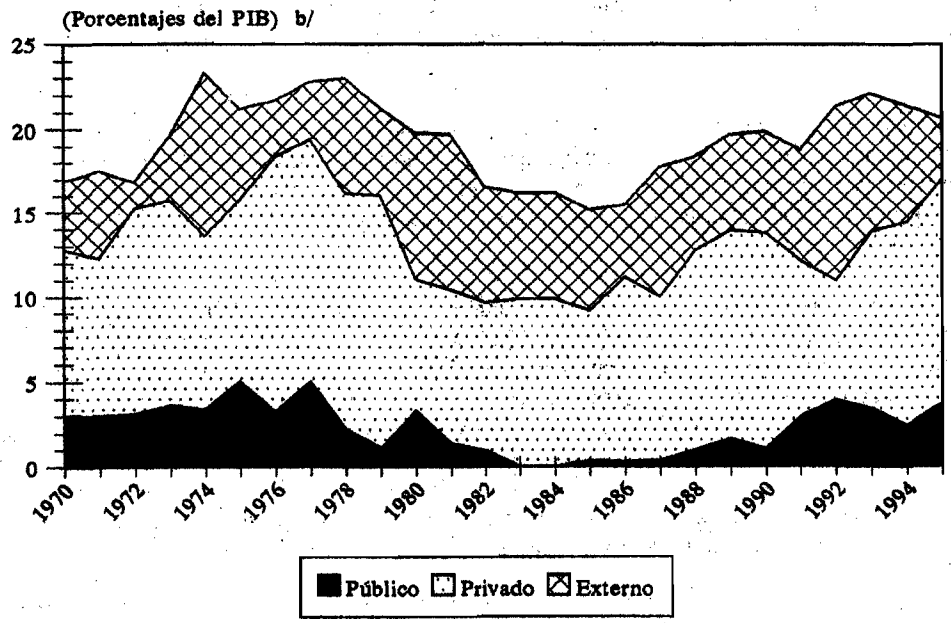
Gráfico 1
CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA
COMPOSICION DEL AHORRO NACIONAL Y EXTERNO

Gráfico 1-A a/



a/ Excluye a Nicaragua.
b/ Promedio ponderado por la participación de cada país en el PIB a precios corrientes, total regional (Centroamérica y R. Dominicana)

Gráfico 1-B a/



a/ Incluye a Nicaragua.
b/ Promedio ponderado por la participación de cada país en el PIB a precios corrientes, total regional (Centroamérica y R. Dominicana).

En la mayoría de los países de la región, el efecto benéfico del ahorro externo no se percibe claramente. Ello ha ocurrido a pesar de que esas naciones siguieron disponiendo de un sustancial ahorro externo durante los ochenta, en tanto que la gran mayoría de los países en desarrollo veían secarse sus fuentes externas de financiamiento. A raíz de la crisis de la deuda externa, dicha complementariedad no se comprueba. Al contrario, la hipótesis de un posible efecto negativo del ahorro externo sobre el ahorro nacional es factible, al menos en algunos períodos, y/o en algunos países. Como ya se mencionó, una serie de factores que alientan el consumo explican en gran medida este fenómeno.

Más recientemente, al inicio de la década de los noventa, los excedentes de liquidez internacional que indujeron bajas tasas de interés mundiales, la instrumentación de reformas estructurales tendientes a incrementar la eficiencia y el dinamismo de las economías basadas en las señales del mercado, y la aplicación de políticas de promoción de la inversión privada (en particular, la inversión extranjera), junto con la disminución de las restricciones a los movimientos de capital, se tradujeron en una mayor afluencia de recursos externos. Esta circunstancia revivió el mencionado debate, y el énfasis de las políticas se puso en el ahorro externo y la necesidad de administrar adecuadamente estos recursos, a fin de evitar efectos no deseados en las economías. Un aspecto importante en relación con este flujo de capital se refiere a su potencial volatilidad, en el caso de corresponder a recursos de corto plazo e inversión financiera.

El repunte del ingreso de capital foráneo, sin duda, ha estimulado la inversión y la producción en los años noventa. No obstante, a causa de la debilidad del ahorro nacional, el repunte sigue siendo vulnerable a los choques externos, de manera que sólo en algunos países el ahorro nacional logró robustecerse apoyado por el ahorro externo. En particular, Costa Rica y la República Dominicana se hicieron menos dependientes del ahorro externo. En rigor, en la mayoría de los países el ahorro externo ha tendido a sustituir al ahorro nacional, generándose así una creciente dependencia de una fuente de recursos bastante inestable.

El panorama a escala de país presenta una diversidad de situaciones. En los casos de Costa Rica y la República Dominicana (y en menor medida, Honduras), se observa una tendencia nítida a la complementación del ahorro externo y el ahorro nacional, y por ende una retroalimentación positiva entre ambas variables. En El Salvador, Guatemala y Nicaragua se verifica una relación exactamente opuesta a la anterior, i.e., una sustitución de ahorro nacional por ahorro externo. (Véase el gráfico 2.)

La vulnerabilidad del ahorro externo ante cambios en las expectativas, como ocurrió con la crisis de la economía mexicana a fines de 1994, y sus efectos sobre otras economías, resalta la necesidad de no descuidar la relevancia del ahorro nacional para hacer sostenible el proceso de crecimiento económico y la inversión. 9/

Una fuente complementaria de ahorros de largo plazo que vale la pena explorar es la generada por sectores de ingresos medios y bajos, hasta ahora escasamente aprovechada. En el curso de las últimas dos o tres décadas se han ensayado variados esquemas de financiamiento a los sectores

---

9/ Villagómez Amezcua, A. (1995).

Gráfico 2
CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA
COMPOSICION DEL AHORRO NACIONAL

Gráfico 2.1
COSTA RICA

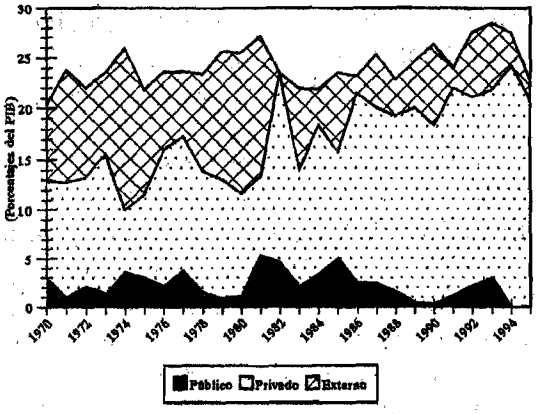


Gráfico 2.2
EL SALVADOR

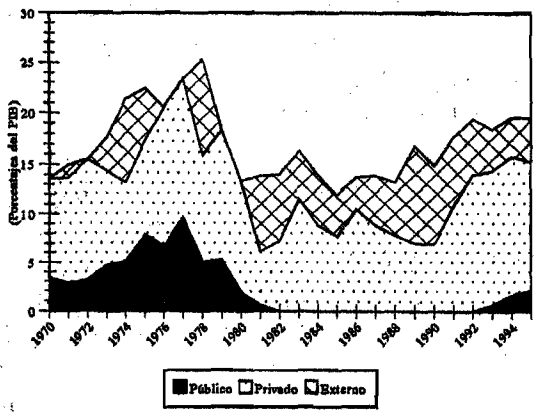


Gráfico 2.3
GUATEMALA

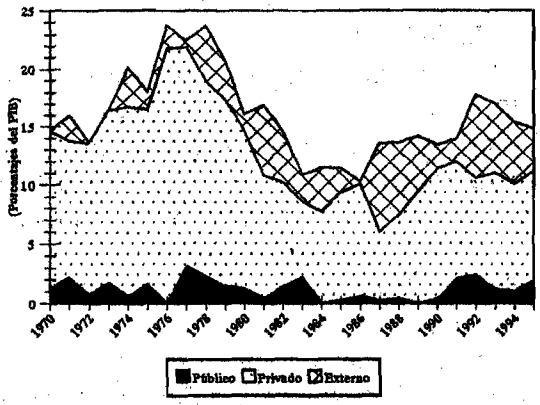


Gráfico 2.4
HONDURAS

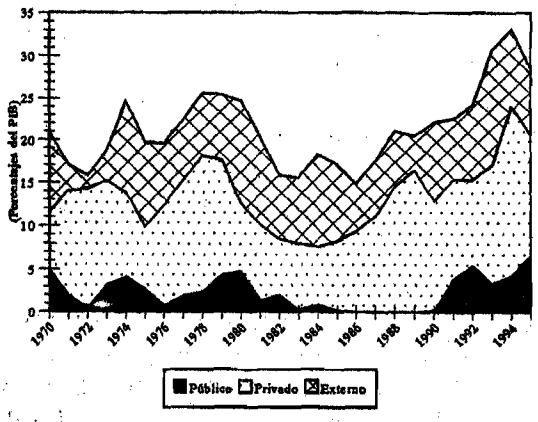


Gráfico 2.5
NICARAGUA

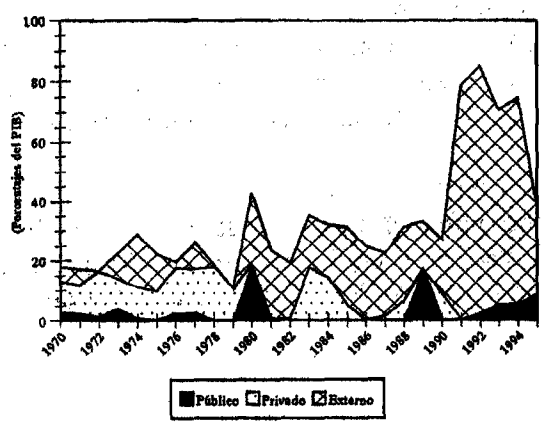
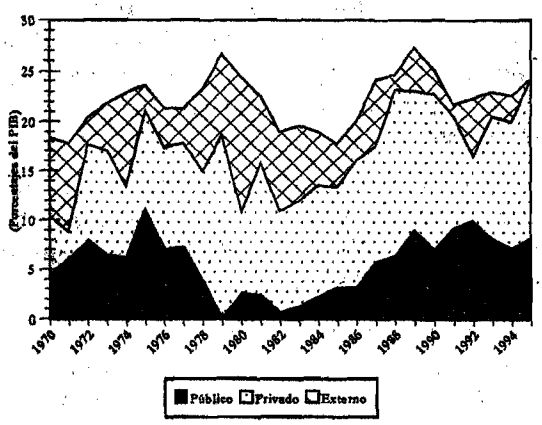


Gráfico 2.6
REPUBLICA DOMINICANA



populares, que han contado con un aporte apreciable de ahorro personal de los beneficiarios. Diversas entidades financieras, tales como las asociaciones de ahorro y crédito, las mutuales y las asociaciones de solidaridad, entre muchas otras, acopiaron cuantiosos recursos de los sectores mencionados.

Sin embargo, su orientación al financiamiento del consumo, o en el mejor de los casos de la vivienda, poco ha ayudado a incrementar en forma directa la inversión en sectores de la producción. Además, la dependencia de esas entidades del subsidio o garantía del gobierno, su fragmentación, la ineficiencia en su manejo, entre otros motivos, las condujo a una crisis de solvencia. Aun así, la renovación de algunas y la necesidad de volverse rentables para sobrevivir, en ausencia del apoyo estatal, está generando experiencias alentadoras de ahorro popular sostenible.

El financiamiento de la vivienda y el sistema de pensiones son medios tradicionales de canalizar ahorro de más largo plazo de sectores de ingresos medios y bajos. Actualmente, estos sistemas están sometidos a una profunda revisión en todos los países. De hecho, el primer rubro ha sufrido la suerte de las instituciones financieras de ahorro y préstamo antes mencionadas, tendiendo a desaparecer o renovarse bajo una forma más competitiva dentro del sistema financiero, mientras que el segundo atraviesa una fase de cambio en que los países incorporan un sistema mixto donde coexisten un sistema individual de capitalización de los fondos de pensiones con un sistema de reparto tradicional (aunque revisado).

El presente trabajo se centra en analizar el cambio de naturaleza del ahorro en las economías de la región, con especial énfasis en el papel del ahorro nacional privado y el ahorro externo. 10/ El siguiente capítulo expone una síntesis de las experiencias de liberalización financiera en los países tratados y sus posibles efectos sobre el ahorro. El tercer capítulo trata el papel del ahorro externo y los flujos internacionales que lo impulsan, así como su posible influencia sobre la inversión. El cuarto capítulo estudia la naturaleza y transformación de las instituciones que han movilizado recursos del sector popular; finalmente, el quinto capítulo se aboca a plantear la situación del ahorro de más largo plazo, proveniente de estratos medios y bajos, especialmente vinculados al financiamiento de la vivienda y las pensiones. Se termina con una sección de conclusiones.

10/ El estudio de los vínculos entre inversión, ahorro nacional y política fiscal se realizará en una etapa ulterior.

Anexo

LA COMPOSICION DEL AHORRO

Se parte de la identidad macroeconómica:

(1) $PIB = C + I + X - M$

donde PIB es el producto interno bruto, C el consumo, I la inversión, X las exportaciones y M las importaciones.

Se agrega el ingreso neto de factores del exterior (YF) al PIB y se obtiene el producto nacional bruto (PNB):

(2) $PNB = PIB + YF$

Considerando además las transferencias netas del exterior (TR) y la depreciación (D), se obtiene el ingreso nacional neto (YNN):

(3) $YNN = PNB + TR - D$

Por el lado de los usos, el YNN se descompone en consumo y ahorro nacional (An).

(4) $YNN = An + C$

Entonces,

(5) $An = YNN - C$

De las ecuaciones (1) a (4), y tomando en cuenta la inversión neta (In, que excluye la depreciación de la inversión), se obtiene una identidad que relaciona los superávit o déficit internos con el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos (CC) o el ahorro externo (Ae):

(6) $An - In = X - M + YF + TR = CC = -Ae$

Reordenando e introduciendo el ahorro interno (Ai), como diferencia entre el PIB y el consumo, se obtiene:

(7) $In = An + Ae = Ai + YF + TR + Ae$

La diferencia entre el concepto de ahorro nacional (An) y el interno (Ai) radica en que el primero incluye el ingreso netos de factores (YP) y las transferencias netas (TR) del exterior. Reordenando la ecuación (6), se puede escribir:

(8) $YNB - (C + I) = X - M + YF + TR = CC = -Ae$

donde YNB es el ingreso nacional bruto. */

Finalmente, considerando los ingresos fiscales netos (Tx), se puede reescribir esta identidad en términos de consumo privado (Cp) y público (Cg) e inversión privada (Ip) y pública (Ig):

(9) $[(YNB - Tx - Cp) - Ip] + [(Tx - Cg) - Ig] = CC = -Ae$

En el lado izquierdo de esta identidad se ubica el ahorro privado (Ap) y el ahorro público (Ag):

(10) $(Ap - Ip) + (Ag - Ig) = CC = -Ae$

La identidad expresa que cualquier desequilibrio de ahorro-inversión que se produzca internamente conducirá a un desequilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos.
Para facilitar las comparaciones se consideró el peso de los componentes del ahorro en el PIB (a precios corrientes).

---

*/ La depreciación desaparece en el proceso de cálculo.

II. LA LIBERALIZACION FINANCIERA Y EL AHORRO

1. Introducción

El papel del sistema financiero en el ahorro y la inversión ha sido ampliamente analizado en la literatura sobre el desarrollo económico. Schumpeter, por ejemplo, concibió el mercado de dinero como una instancia indispensable de la transición entre un *steady state* y otro del proceso de desarrollo; en sus palabras, "...la función principal del mercado de dinero es, por tanto, el tráfico en crédito con el propósito de financiar el desarrollo...". 11/

Subyacente al mercado de dinero se halla el mercado de capitales, pero algunos autores han expresado recientemente que en muchos países en desarrollo el sistema financiero no cumple esa función clave a causa de la llamada "represión financiera". 12/ Las distorsiones en el mercado financiero, debidas al control de las tasas de interés por parte de las autoridades monetarias, por ejemplo, pueden volver negativas las tasas de interés reales o mantenerlas muy bajas, de suerte que no hay incentivo para que los ahorradores participen en el mercado formal. El concepto de "represión financiera" se integra en el conjunto de indicadores que se resumen en la idea de "economía fragmentada", 13/ resultante de aquellas políticas gubernamentales relacionadas principalmente con los aranceles, las prohibiciones de importaciones, los impuestos, los subsidios y las tasa de interés administradas. Su impacto se manifiesta en un aislamiento de las empresas y familias, que llegan a enfrentar precios diferentes para factores similares (tierra, trabajo, capital y los propios bienes de consumo), así como accesos desiguales a la tecnología. En la medida en que esta situación prevaleciera, los países estarían utilizando improductivamente los factores de producción, tierra y capital, y el capital humano. 14/

Frente a este auténtico nudo gordiano, la escuela de la "represión financiera" proponía que el factor clave fuera la liberalización del sector financiero, en especial a través del logro de tasas de interés real que reflejen los costos de oportunidad del capital (McKinnon, 1973; Galbis, 1993), pues

---

11/ Schumpeter (1957), pág. 134. Véase también King y Levine (1993). Patrick (1966) prácticamente llega a afirmar que el desarrollo de Japón se apoyó en una profunda transformación del sector financiero, previa al desarrollo industrial, que al cumplir adecuadamente las funciones de transferir recursos desde los sectores de baja a los de alta productividad y estimular el desarrollo empresarial, exactamente en la línea de análisis de Schumpeter, proveyó un marco institucional adecuado para financiar las empresas manufactureras y las obras de infraestructura.

12/ Los estudios clásicos sobre el tema fueron realizados por Edward Shaw (1973) y Ronald McKinnon (1973). En el área centroamericana esta corriente también ha tenido exponentes, tales como el economista costarricense Claudio González Vega. Véase, por ejemplo, Adams, Dale et al. (1990), J. D. von Pischke (1990).

13/ McKinnon (1973), pág. 5.

14/ Un análisis detallado de las distorsiones de los mercados domésticos de muchos países latinoamericanos y sus implicaciones en el funcionamiento de sus economías puede encontrarse en Schydlowsky (1991). Las recomendaciones de política económica de Schydlowsky, sin embargo, son diferentes a las que se derivan de McKinnon.

mediante esta política se unificaría el mercado de capitales, aumentando los rendimientos a los ahorradores y expandiendo las oportunidades de inversión, y se daría un paso esencial para eliminar las otras formas de fragmentación.

En este contexto, la liberalización financiera cumpliría varios objetivos estratégicos. Por un lado, se incrementaría el monto de ahorros canalizados por conducto del sistema bancario formal, suavizando así la restricción de liquidez de las empresas y proporcionando mayores fondos a la inversión y al capital de trabajo. Por otro, se contribuiría a generar un mercado de capitales unificado, eliminando la fragmentación y la dispersión de las tasas de rendimiento, y se lo convertiría en un canalizador altamente eficiente del ahorro a los usos más productivos del capital. Ambos efectos de la liberalización financiera conducirían a una situación en la que las mayores tasas de interés irían acompañadas del mantenimiento del nivel de empleo y de producto.

Además de los puntos anotados, esta escuela pronosticó tres efectos probables de la liberalización del sector financiero en las cuentas externas. El primero consistía en el incentivo de los residentes nacionales a repatriar sus ahorros, con lo cual se lograría relajar la restricción de divisas, aumentando el ahorro nacional, al tiempo que se obtenían mayores tasas de crecimiento sin afrontar riesgosos desequilibrios externos. El segundo estribaba en la mejor utilización del ahorro externo para fomentar el crecimiento económico derivado de la modernización del sector financiero. El tercero se enfocaba más bien en los riesgos de incurrir en la sobrevaluación de la moneda y el desalineamiento de las tasas de interés locales y las internacionales, con efectos perjudiciales para el sector exportador y la excesiva utilización de ahorro externo.

Sin embargo, esta corriente enfatizó la necesidad de acompañar la liberalización financiera con otras medidas de política macroeconómica para evitar resultados perversos tales como flujos excesivos de capital de corto plazo. De gran relevancia eran la reforma fiscal, para mejorar los ingresos y el ahorro público, sobre todo mediante la introducción del impuesto al valor agregado (IVA). Además, se aconsejaba la devaluación real para favorecer las exportaciones y evitar importaciones excesivas (i.e., desalentar el ahorro externo).

Una revisión crítica de los postulados de la escuela de la "represión financiera" fue realizada por Lance Taylor. Sus principales objeciones consistieron en el supuesto implícito en el planteamiento de la liberalización financiera, de que los gobiernos tenían el poder y la capacidad para llevar adelante las reformas macroeconómicas que debían acompañar la liberalización financiera, principalmente la reforma fiscal. También se refirió a la estructura oligopólica del sector financiero en los países en desarrollo —un elemento ignorado por la escuela de la represión financiera— como factor que empujaría a que el alza de las tasas de interés condujera a la ampliación del margen financiero, en vez de incrementar los recursos para la inversión. Además, se criticó la hipótesis de esta escuela en torno a la existencia de una capacidad de absorción en forma de inversión de los nuevos recursos financieros, dejando de lado los diferentes obstáculos organizativos y hasta culturales que enfrentaba el logro de una tasa de acumulación más alta. Finalmente, Taylor puntualizaba que la escuela de la represión financiera asociaba tasas de interés con mayores ahorros financieros, pero no necesariamente ahorros reales con el correspondiente impacto positivo sobre la inversión. 15/

15/ Lance Taylor (1974).

El propio McKinnon (1986 y 1989) hizo una revisión crítica de los programas de liberalización financiera, a la luz de las dificultades encontradas en su aplicación en América Latina. En el análisis comparativo de estas experiencias y las de países asiáticos como el Japón, la República de Corea y la provincia china de Taiwán, el autor descubrió que en estos últimos jugó un papel crucial la solidez de la política fiscal, condición que entre los países latinoamericanos sólo se cumplió en Chile. McKinnon resalta la importancia de la secuencia con la que se aplican las políticas de liberalización y observa que la desregulación no es estrategia aconsejable si se implementa en forma generalizada a las tasas de interés y al margen financiero, mientras persiste la demanda de crédito de los gobiernos ocasionada por sus desajustes fiscales. Tampoco le parece conveniente la apertura completa de la cuenta de capital si las tasas de interés nacionales se encuentran por encima de las internacionales (debido a los déficit fiscales), pues pueden incentivar el ingreso masivo de capitales de corto plazo que causan otros desequilibrios macroeconómicos serios. En tal sentido, el autor considera fecunda la política de los países asiáticos dirigida a mantener tasas de interés reales positivas, con un tope máximo tanto a estas últimas como a los márgenes de intermediación. Además de las regulaciones sobre el sistema financiero en estos países, juzga admisibles los controles en la cuenta de capital impuestos por los países asiáticos.

La principal conclusión que se desprende de este examen de los modelos de desarrollo financiero en los países en vías de desarrollo es que los efectos de la liberalización financiera dependen enteramente de los supuestos iniciales que se postulen. Tanto en la modelización del ahorro como en la de la inversión existe todavía una brecha importante entre teoría y observación, entre modelos normativos y empíricos. No obstante, como observa Dale Jorgenson, la ausencia de una base teórica firme no debe impedir una investigación más descriptiva y positiva, como la que se propone en este documento. 16/

2. Reforma financiera en Centroamérica y la República Dominicana

Los países centroamericanos y la República Dominicana han iniciado un proceso de liberalización financiera intensa desde fines de los años ochenta o principios de los noventa. Hasta entonces, los países en estudio siguieron las pautas de los sistemas financieros aceptados a escala internacional, en el período de la posguerra, es decir, la banca central asumía un papel rector del sistema monetario nacional, se creaban sistemas de regulación y supervisión bancarias y se establecían instituciones —públicas y privadas— de depósito y crédito que atendían directamente al público.

A partir de la década de los ochenta, los países industrializados y muchas naciones en desarrollo han emprendido amplias y variadas reformas de sus sistemas financieros. El fenómeno se inscribe en las tendencias hacia la globalización de los servicios y los procesos de apertura y modernización de la banca internacional.

En el caso de los países latinoamericanos y caribeños, las reformas recientes fueron emprendidas ya sea como respuesta a una grave crisis del sistema financiero o por la necesidad de mejorar la competitividad y eficiencia de sus instituciones. Las causas más evidentes de los

---

16/ Dale W. Jorgenson (1996).

problemas eran la excesiva orientación del crédito, el control de las tasas de interés, la débil reglamentación prudencial de las instituciones financieras, y el subdesarrollo de las estructuras jurídicas, reglamentarias y de contabilidad. Los síntomas más obvios eran los bajos niveles de intermediación financiera y de movilización de recursos, combinados con un alto grado de insolvencia de las instituciones financieras. 17/

a) Reforma financiera en los países centroamericanos

En este contexto, en Centroamérica se vienen desarrollando programas de reforma financiera que contienen medidas para modernizar el sector financiero desde sus bases legales e institucionales, así como medidas enfocadas a mejorar la asignación de recursos mediante la participación del sector privado y de los mecanismos de mercado. Estas contemplan la liberalización del tipo de cambio, de las tasas de interés y de los diferenciales de tasas y la eliminación de los subsidios encubiertos bajo la forma de créditos bancarios, entre otras.

Finalmente, se ha acometido un proceso de integración regional en el que el sector financiero tiene un espacio importante. Este proceso se inició formalmente en 1994 (aunque ya había convergencia entre los países en materia de reformas financieras). Un papel central juega el Consejo Monetario Centroamericano (CMC), que es el órgano encargado de la coordinación de los bancos centrales centroamericanos, y ahora encargado de darle seguimiento al proceso de integración financiera.

i) Los avances en materia de la estructura institucional. En lo que va de la década de los noventa, todos los países han reforzado las instituciones financieras, pero sólo en Costa Rica y El Salvador lo han hecho desde sus estructuras, mientras que en los tres restantes los cambios han debido efectuarse de modo parcial y con mayor lentitud. 18/ En Honduras, sin embargo, en forma reciente ha cobrado nuevo impulso el programa de reformas basado en disposiciones legislativas que propician su reanudación. En cambio, tanto en Guatemala como en Nicaragua las reformas financieras evidencian cierto estancamiento a causa de la incertidumbre respecto de la acción legislativa propuesta por los gobiernos y bancos centrales.

1) Mayor autonomía del banco central. Los textos constitucionales centroamericanos contemplan explícitamente el carácter autónomo del banco central, aunque en los últimos años se ha cuestionado la efectiva realidad de la aplicación de esa premisa en la región. En general, se considera que tal independencia no puede materializarse mientras se conserve un vínculo directo monetario-fiscal que facilite el financiamiento del sector público y en tanto no se garantice la independencia política de la dirección superior del banco central. En estos aspectos se centran actualmente las reformas a los bancos centrales de los países centroamericanos.

17/ Jayarajah, C. y W. Branson (1995).

18/ Véanse los comentarios en el punto II.3 de este documento respecto de una posible explicación de este desfase.

El remedio que proponen las nuevas reformas financieras consiste en: i) restringir explícitamente el objetivo del banco central al mantenimiento de la estabilidad y la convertibilidad de la moneda nacional, y desligarlo del financiamiento del desarrollo (con la excepción de Costa Rica, donde el Banco Central aún está encargado de velar por un desarrollo "ordenado" de la economía); ii) prohibir el financiamiento directo o indirecto al sector público no financiero, y iii) mayor autonomía de la dirección del banco central de las autoridades gubernamentales.

Las nuevas leyes orgánicas de los bancos centrales apuntan justamente en la dirección mencionada, aun cuando no todos han avanzado al mismo ritmo. De hecho, El Salvador, Nicaragua y Costa Rica tienen leyes orgánicas del banco central totalmente nuevas, promulgadas en 1991, 1992 y 1995, respectivamente; en Honduras se optó por mantener vigente la ley orgánica original, pero en diciembre de 1996 se promulgaron amplias reformas que la renuevan de modo sustancial. 19/ En Guatemala, por último, no se ha tomado aún la decisión de renovar en forma integral la ley orgánica de 1946.

El objetivo fundamental de los bancos centrales, según las leyes orgánicas de Costa Rica, El Salvador, Honduras y Nicaragua, ahora se circunscribe a mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional, y se relega la función de financiar al fisco sólo en situaciones de emergencia; además, se elimina su injerencia en la promoción del desarrollo. En Guatemala, por su parte, la restricción al financiamiento del sector público desde el Banco Central ya estaba contemplada en su ley orgánica vigente (de 1946). Las nuevas leyes orgánicas de los bancos centrales de El Salvador, Nicaragua y Costa Rica y las reformas de la de Honduras notoriamente se esfuerzan por excluir el financiamiento del sector público (inclusive "prohibiéndolos" en el caso de Costa Rica).

No obstante, en los primeros cuatro países quedan ciertos resquicios que permiten al banco central financiar en alguna medida al gobierno. Esta institución, de hecho, puede: i) otorgar crédito al gobierno para cubrir deficiencias transitorias del presupuesto que no excedan el 10% del promedio anual de los ingresos tributarios en El Salvador y Honduras, el 8.33% del mismo promedio en Nicaragua y el 5% de los gastos ordinarios del presupuesto en Costa Rica; ii) en Nicaragua y Honduras, adquirir títulos-valores oficiales en el mercado secundario, títulos-valores de primera clase en el mercado abierto (presumiblemente también los oficiales) en Costa Rica, y títulos-valores emitidos por instituciones oficiales de crédito en El Salvador, y iii) otorgar créditos, avales o garantías al gobierno en caso de guerra, emergencia nacional o calamidad pública en El Salvador y Honduras. 20/ (Véase el cuadro 2.)

Finalmente, es interesante señalar que la otra condición para lograr la autonomía del banco central, es decir, la independencia política del órgano directivo superior, ha sido alcanzada parcialmente, debido a los obstáculos del sistema legal en los cinco países. Por ejemplo, en última

---

19/ Véanse Decreto No. 746 de la Asamblea Legislativa de El Salvador, Decreto No. 42-92 del Presidente de la República de Nicaragua, Decreto No. 7558 de la Asamblea Legislativa de Costa Rica y Decreto No. 228-96 del Congreso Nacional de Honduras.

20/ Véanse Arts. 52 y 59 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Arts. 74, 76 y 77 de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador, Arts. 48 y 49 de la Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua y Art. 40 de la Ley Orgánica del Banco Central de Honduras.

Cuadro 2

PRINCIPALES RASGOS INSTITUCIONALES Y DE SUPERVISION DE LA BANCA CENTRAL

	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua
Banco Central					
Base legal de autonomía	Ley Orgánica	Ley Orgánica	Constitución	Ley Orgánica	Ley Orgánica
Objetivo fundamental	Estabilidad monetaria	Estabilidad monetaria	Estabilidad monetaria	Estabilidad monetaria	Estabilidad monetaria
Crédito al gobierno					
Presupuesto anual	1/20 total gastos	10% tributación	Prohibido	10% tributación	1/12 tributación
En mercado secundario	No especificado	Sólo bancos públicos	Sin límite legal	Sin límite legal	Sin límite legal
Emergencia nacional	No previsto	Decreto Asamblea Legislativa	Decreto Congreso de la República	Decreto Consejo de Ministros	No previsto
Supervisión					
Base legal de funcionamiento	Ley Orgánica del Banco Central	Ley Orgánica propia	Ley Orgánica del Banco de Guatemala	Ley Orgánica propia	Ley orgánica propia
Entidades supervisadas	Bancos, empresas financieras no bancarias, mutuales, cooperativas	Banco Central, bancos comerciales, financieras, bolsa de valores y entidades públicas de crédito	Banco Central, bancos comerciales, financieras y entidades públicas de crédito	Bancos comerciales, financieras, asociaciones de ahorro y préstamo, entidades públicas de crédito	Bancos y todas las otras entidades de crédito, privadas o públicas
Atribuciones especiales	Autorización de nuevos bancos, intervención de entidades, sanciones y liquidación forzosa	Autorización de nuevos bancos y financieras, intervención de entidades, sanciones y liquidación forzosa	Sanciones y liquidación forzosa	Intervención de entidades, sanciones y liquidación forzosa	Autorización de nuevos bancos, intervención de entidades, sanciones y liquidación forzosa

Fuente: Leyes nacionales vigentes en mayo de 1977.

instancia, en Costa Rica, El Salvador, Honduras y Nicaragua, la designación de los directivos del banco central recae en el Presidente de la República.

2) Modernización de la supervisión financiera. Antes de iniciarse las actuales reformas financieras, las superintendencias bancarias de Costa Rica, 21/ El Salvador, Honduras y Nicaragua operaban como departamentos o dependencias del banco central, mientras que la de Guatemala funcionaba (y aún lo hace) con gran independencia administrativa y financiera porque el superintendente es asesor y no dependiente de la Junta Monetaria. 22/

La solvencia y la estabilidad del sistema financiero es el principal objetivo de la supervisión, y al estar bajo la responsabilidad de un órgano dependiente del banco central, se ve limitada su función autónoma. La corriente modernizadora de los años noventa pretende enmendar esta situación.

Con el desarrollo que ha habido en los últimos 20 años en el ámbito internacional en materia de supervisión bancaria, se ha hecho necesaria su renovación integral también en los países en estudio. Aun más, en el ámbito financiero interno, con quiebras bancarias, nacionalizaciones y reprivatizaciones, inflaciones desmesuradas y vulnerabilidad de la banca de desarrollo, el refuerzo de las tareas de supervisión y fiscalización financieras se hace indispensable.

El modelo institucional propuesto actualmente consiste en separar del banco central a la superintendencia financiera, dotándola de un cuerpo directivo propio y mejorando las condiciones de permanencia del superintendente y su equipo técnico. 23/

Se pretende, además, reemplazar la regulación restrictiva a los intermediarios financieros del sistema de supervisión, por una vigilancia cautelar o preventiva ("prudencial") más eficiente que la fiscalización *ex post* de los estados financieros. Esta es una tendencia universal propiciada desde hace 15 años por el "Comité de Basilea" de superintendentes bancarios.

En forma resumida, los criterios de supervisión "prudencial" que se están aplicando en los países centroamericanos consisten en lo siguiente: a) la constitución de reservas o provisiones en las entidades supervisadas para cubrir el riesgo de recuperabilidad de los activos, en función del atraso en la amortización de los créditos otorgados y la capacidad de pago del deudor; b) la aplicación de prácticas contables que muestren separadamente la cartera vencida y la cartera en mora, la acumulación de intereses y las inversiones en valores con pacto de recompra o retroventa; c) la publicación y difusión obligatoria de los estados financieros de las entidades supervisadas, incluyendo

---

21/ Denominada entonces Auditoría General de Bancos.

22/ Véase CEMLA (1982), págs. 113, 144, 151, 181 y 203.

23/ Si bien ésta parece una alternativa "política" superior a la preexistente, el principal problema es que la supervisión bancaria o financiera es un acto ejecutivo y no el producto de la deliberación de un cuerpo colegiado: el desfalco o la falsificación de documentos mercantiles, por ejemplo, son actos que por su naturaleza se castigan *in situ*, no ameritando la evaluación de sanciones propias de un cuerpo colegiado que, sin proponérselo, se convierte en un tribunal especializado en atender el delito financiero al margen del derecho penal.

la clasificación de activos por riesgo de recuperabilidad, el cumplimiento de los requisitos de capital y los índices financieros sujetos a fiscalización; d) la valoración separada de capital primario y capital complementario para establecer la capitalización adecuada de las entidades, y determinación de dicha suficiencia conforme a la ponderación de los activos de acuerdo con su grado de liquidez y solvencia; e) la precisión del riesgo crediticio concentrado en una sola persona o empresa vinculadas a la entidad prestamista por razones de propiedad, parentesco o administración, a fin de reducirlo o eliminarlo, y f) la fijación del importe mínimo de capital inicial de nuevos bancos nacionales y sucursales de bancos extranjeros.

En Centroamérica, con excepción de Guatemala, la actual reforma financiera ha logrado implantar la modalidad de un nuevo organismo colegiado para regir las funciones de fiscalización financiera. De todas formas, en El Salvador y Costa Rica se mantiene cierto vínculo con el banco central, mientras que en Honduras pasa a ser una dependencia de la Presidencia de la República y en Nicaragua se conceptualiza como un organismo autónomo del Estado. En El Salvador, Honduras y Nicaragua la superintendencia se rige por leyes especiales. 24/

Sin duda, se han ampliado en forma efectiva las funciones de la institución supervisora. 25/ Las normas explícitas sobre calificación de los riesgos crediticios, la constitución obligatoria de reservas precautorias, la valoración del capital adecuado, basándose en la calidad de los activos y el control de la concentración del riesgo, son las más importantes para prevenir los problemas de insolvencia causantes de los peligros de quiebra.

Otra ampliación significativa de la función fiscalizadora es el papel protagónico de la superintendencia en la intervención y eventual liquidación de las entidades supervisadas. La nueva legislación de Costa Rica, El Salvador y Honduras incorpora precisiones respecto de la progresividad de la intervención, las facultades administrativas y financieras para corregir las anomalías, las operaciones de regularización y, en caso extremo, los trámites conducentes a la liquidación; en los tres casos, los órganos colegiados que rigen a la superintendencia gozan de un amplio margen de acción. 26/

El avance en materia de supervisión a escala regional ha dado lugar a acuerdos sobre normas cautelares o preventivas de supervisión a través del Consejo Monetario Centroamericano. En este sentido, se progresa hacia la meta de armonización de políticas e integración financiera a escala regional. 27/

24/ Véanse la Ley Orgánica de la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador (Decreto No. 628), la Ley de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros de Honduras (Decreto No. 155-95) y la Ley de Creación de la Superintendencia de Bancos y de otras Instituciones Financieras de Nicaragua (Decreto No. 125).

25/ Inclusive en el caso de Guatemala, pues el art. 44 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala otorga amplia discrecionalidad a la Superintendencia en su función reguladora.

26/ Arts. 137-140 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, arts. 52-54 de la Ley Orgánica de la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador, y arts. 73-81 de la Ley de Instituciones del Sistema Financiero de Honduras (Decreto No. 170-95).

27/ Resolución CMCA-R2/202/95 (San Salvador, agosto de 1995).

ii) Nuevas formas de intermediación financiera. La expansión del sector financiero ha sido acompañada de la introducción de una variedad de nuevos instrumentos y entidades financieras, que han hecho necesaria la universalización de las funciones de intermediación financiera, la redefinición de la banca especializada y el fomento regulado de los mercados de capital.

La nueva legislación bancaria tiende a la difusión de la banca múltiple y la universalización de actividades y servicios. Este proceso ha sido más completo en El Salvador y bastante profundo en Costa Rica y Nicaragua. En Honduras se ha preservado la tradición de las asociaciones de ahorro y préstamo, que por la gama de servicios al público se asimilan a los bancos comerciales más que las sociedades financieras. Algo análogo ocurre en Guatemala con la legislación vigente, pues las sociedades financieras tienen prohibido aceptar cualquier tipo de depósitos y conceder créditos a plazos menores de tres años. 28/

Los procesos de privatización de los años noventa que siguieron a la nacionalización bancaria de la década precedente en El Salvador y Nicaragua han conducido a la liquidación de la banca especializada. De esa suerte, el extenso sistema salvadoreño de ahorro y préstamo desapareció con la reforma financiera, mientras que en Nicaragua ha dejado de operar y su destino final es todavía tema de debate legislativo. En una situación análoga se encuentran los bancos estatales que, como el Banco de la Vivienda de Nicaragua, realizaron una ingente tarea de banca especializada.

Todos estos acontecimientos son muy recientes o bien transitan en estado embrionario, por lo que resulta prematuro anticipar el destino final de este tipo de banca. La perspectiva inmediata es que los bancos privados de esta naturaleza sólo podrían sobrevivir si compiten con la banca comercial por la captación de recursos a tasas del mercado, lo cual implica que los usuarios sectoriales perderían la ventaja de costos preferenciales del crédito (véase el capítulo IV).

Respecto de formas alternativas de intermediación financiera, destaca el establecimiento de las bolsas de valores.

Con excepción de Costa Rica, país donde la primera bolsa de valores fue fundada en 1976, las bolsas centroamericanas son incipientes. La primera bolsa guatemalteca inició sus operaciones en 1987, mientras que Honduras, El Salvador y Nicaragua cuentan con estas instituciones desde 1990, 1992 y 1993, respectivamente. Tanto en Costa Rica como en Guatemala funciona más de una bolsa de valores, lo cual ha incrementado la competitividad bursátil, en vista de que las de reciente creación han surgido con una actitud innovadora, anunciando el desarrollo de la participación accionaria. Además, esta nueva generación se basa en procesos automatizados y se encuentra asociada con sistemas más complejos, asesorados por países con mayor tradición bursátil.

Una mención importante merecen las Casas o Puestos de Bolsa, que, según la Asociación de Bolsas de Comercio de Centroamérica (BOLCEN), se constituyen actualmente en los principales agentes impulsores de la innovación financiera.

28/ Art. 11 de la Ley de Sociedades Financieras Privadas.

A pesar de los avances registrados hasta la fecha, en todos los países de la región se observan fallas en la regulación y supervisión de los mercados bursátiles, y se requiere una legislación similar a la que se encuentra vigente en los sistemas bancarios. Es esencial redefinir los preceptos legales de los códigos comerciales y reformar una legislación mercantil que ha permitido la proliferación de instituciones financieras no reguladas, que compiten en forma a veces desleal con el sistema financiero regulado.

Las bolsas de valores que ya operan en los cinco países han debido emprender sus actividades con la transacción de títulos de la deuda pública, a lo cual ha contribuido significativamente la prohibición o restricción del mercado primario que hasta 1990 atendía el banco central. Pero quizás más importante es el hecho de que, como un posible reflejo del aumento de las tasas de interés del mercado en todos los países, las empresas (accionarias o cerradas) están generando una amplia diversidad de instrumentos negociables: facturas cambiarias, aceptaciones bancarias, certificados financieros, bonos de prenda, etc. Esta demanda de financiamiento a corto plazo es un nuevo segmento del mercado bursátil que puede imprimirle un mayor dinamismo en todos los países centroamericanos.

iii) Políticas de liberalización con impacto en el sector financiero. Como parte del cambio modernizador en el sector financiero, se ha emprendido la reducción o eliminación de una serie de regulaciones que se establecieron después del *crack* de 1929, como el encaje legal, los requisitos de capital mínimo, las tasas de interés máximas, el control selectivo del crédito y la abstención obligatoria de operaciones especulativas en la bolsa de valores y el mercado de cambios.

Primero, la reforma financiera pretende reducir el encaje a "su nivel óptimo", por considerarlo "una fuerte distorsión impositiva discriminatoria" que encarece los costos de la intermediación financiera. 29/ El resultado de esta nueva política ha sido la reducción de las tasas de encaje en los países estudiados, mas no su eliminación.

En Costa Rica, El Salvador 30/ y Guatemala los encajes continúan siendo instrumentos de regulación monetaria; 31/ y, excepto en Guatemala, en todos los países los encajes son aplicados tanto a los depósitos como a "otras exigibilidades" análogas o equivalentes a ellos. Finalmente, sólo en El Salvador se fija un límite máximo relativamente bajo (25%) del promedio del encaje, mientras que en los otros países esa proporción la establece discrecionalmente el banco central, y tampoco se prescribe una "remuneración" obligatoria sobre los excedentes de encaje, salvo en Costa Rica. 32/ Con todo, la meta de la región apunta a ir sustituyendo paulatinamente las tasas de encaje por otros instrumentos, entre los que sobresalen las operaciones de mercado abierto.

Segundo, la liberalización de las tasas de interés bancarias ha sido una de las políticas centrales de la reforma financiera y, de hecho, salvo situaciones excepcionales contempladas por las leyes orgánicas, esa es la política que actualmente se aplica.

29/ Véase Consejo Monetario Centroamericano (CMC), 1994, pág. 9.

30/ Para un análisis detallado de la liberalización financiera en El Salvador, véase Derby (1995).

31/ Art. 2, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica; Art. 49, Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador y Art. 63, Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

32/ Art. 80 de la Ley Orgánica del Banco Central.

Recuadro 2

LIBERALIZACION FINANCIERA EN COSTA RICA

En 1972 se emitió la Ley de Regulación de Empresas Financieras no Bancarias, que autorizó la captación de recursos del público por instituciones privadas y dio un impulso importante a la aparición de financieras privadas.

En 1974 los cuatro bancos estatales más importantes decidieron formar una subsidiaria en las Islas Bahamas, destinada a facilitar las operaciones bancarias en dólares. Este fue un embrión de entidad financiera costarricense no regulada (o "caribeña"), que permitía eludir a los bancos las restricciones de encaje y a los cuentahabientes los impuestos a los ingresos provenientes de intereses. Hacia mediados de los años ochenta se reportaba que la actividad de la banca "caribeña" cubría aproximadamente 50% de la actividad bancaria costarricense total.

En 1984 se autorizó que los bancos establecieran sus tasas de interés hasta tres puntos por arriba de las indicadas por el Banco Central.

En 1984 se implantó una modificación a la legislación bancaria que permitió a los bancos privados el acceso al redescuento del Banco Central si los fondos tenían origen en préstamos o recursos externos.

Hacia 1987 los bancos pudieron fijar libremente sus tasas de interés, pero sujetos a que el margen de intermediación no excediera los 10 puntos porcentuales. También se eliminaron los topes de cartera.

En 1989 fueron suprimidos los topes al margen financiero, completando así la liberalización del mercado de las tasas de interés.

En enero de 1992 se redujo el plazo mínimo de los certificados de inversión de los bancos a 31 días, y en agosto fueron autorizados a captar a cualquier plazo. También se facultó a los bancos para que realizaran operaciones de captación y crédito en moneda extranjera.

En 1995 se emitió una nueva Ley Orgánica del Banco Central, que autorizó a los bancos privados la operación de cuentas corrientes y el acceso al redescuento del Banco Central, de forma que se eliminó el monopolio de los bancos estatales sobre tales operaciones.

El Banco Central de Guatemala es el que mayor número de atribuciones conserva para fijar las tasas de interés. Entre sus objetivos de estabilización monetaria interna, se le otorga la facultad de fijar las tasas máximas para operaciones activas y pasivas de los bancos, o bien abstenerse de fijarlas y dejar a los bancos en libertad de hacerlo. 32/ En los restantes países, conforme a las nuevas leyes orgánicas de sus respectivos bancos centrales, la situación es la siguiente: i) fijación

32/ Arts. 98 y 99 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

excepcional, durante un año, del "margen de intermediación" en Costa Rica; ii) regulación de todas las tasas "cuando las circunstancias económicas lo requieran" en Honduras y de las tasas pasivas, por períodos de seis meses, "solamente en situaciones de grave desequilibrio del mercado monetario y crediticio" en El Salvador. 33/

En la práctica, los bancos centrales han optado por no fijar las tasas de interés, de manera que en los cinco países es libre la aplicación de tasas para operaciones activas y pasivas.

Tercero, la mayor liberalización de tasas de interés debería de haber generado una mayor competencia entre las entidades financieras, reduciendo los márgenes de intermediación financiera, cuya amplitud ha restado competitividad al sistema económico de estos países. Pero ello no ha ocurrido, como se aprecia en el cuadro 3. A pesar de la incorporación de un mayor número de bancos privados y la privatización de algunos bancos del sector público, no se ha acentuado la competencia, y en apariencia los bancos privados están aprovechando la rentabilidad que les ofrece el adoptar las tasas de interés del sector público.

Cuarto, la presión para liberalizar el establecimiento de nuevas entidades de crédito se ha acentuado con motivo de la reforma financiera; sin embargo, las condiciones para la incorporación de nuevos bancos siempre han sido blandas. De esta manera, la actual política de apertura en materia de la fundación de entidades financieras nuevas (nacionales o extranjeras) no implica necesariamente un cambio radical respecto de lo preexistente. En el prototípico caso guatemalteco, las sucursales de bancos extranjeros no están sujetas a reglas diferentes a las de los bancos nacionales en cuanto a su autorización, organización y funcionamiento. En la legislación reformada de los restantes países centroamericanos, esa misma norma de igual tratamiento es aplicada bajo la autoridad de la superintendencia de bancos correspondiente; en Honduras, en cambio, el Banco Central se encarga de la correspondiente autorización, tomando en cuenta, entre otras cosas, la reciprocidad internacional existente en la materia. 34/

Quinto, a pesar de que esta amplia liberalidad de normas aplicables a la banca extranjera debería de haber estimulado en Centroamérica el establecimiento de sucursales o agencias de los bancos nacionales de un país en los restantes, ello no ha sucedido en forma significativa. Así, en el contexto de la integración regional de los servicios financieros, se ha propuesto concretamente la creación del "pasaporte bancario centroamericano", que implicaría el derecho automático de un banco comercial ya establecido en uno de los países a abrir sucursales bancarias en los demás. 35/ Esta propuesta viene siendo considerada por los bancos centrales centroamericanos, a iniciativa del Consejo Monetario Centroamericano. 36/

Por último, en materia de tipo de cambio, actualmente no existen en Centroamérica controles formales sobre el mercado de moneda extranjera, y los tipos de cambio resultan de las "libres"

33/ Art. 81, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Art. 48, Ley Orgánica del Banco Central de Honduras, Art. 50, c), Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador.

34/ Art. 18, Ley de Instituciones del Sistema Financiero de Honduras.

35/ Véase CMC (1993), págs. 27 y 33.

36/ Resolución CMCA-R1/198-94, punto segundo, II.A.

Cuadro 3

PAISES SELECCIONADOS: TASAS DE INTERES

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Tasas nominales														
Costa Rica a/														
Tasa de depósitos	18.29	19.50	14.50	16.50	16.67	14.06	15.18	15.62	21.16	27.32	15.80	16.90	17.72	23.88
Tasa de préstamos	25.00	23.25	18.00	20.92	21.80	23.82	28.69	29.17	32.56	38.88	28.46	30.02	33.03	36.70
El Salvador														
Tasa de depósitos b/	...	12.50	12.50	12.50	15.00	15.00	15.00	16.25	18.00	16.11	11.51	15.27	13.57	14.37
Tasa de préstamos c/	...	15.00	14.00	14.00	17.00	17.00	17.00	18.50	21.17	19.67	16.43	19.42	19.03	19.08
Guatemala														
Tasa de depósitos d/	12.00	9.00	9.00	9.00	10.20	11.00	12.20	13.00	18.20	24.40	10.40	12.60	9.70	...
Tasa de préstamos e/	14.50	12.00	12.00	12.00	13.20	14.00	15.20	16.00	23.30	34.10	19.50	24.70	22.90	...
Honduras														
Tasa de depósitos f/	10.60	11.30	10.30	9.90	9.70	9.60	8.60	8.60	8.80	11.50	12.30	11.60	11.60	12.00
Tasa de préstamos g/	16.50	16.10	16.20	16.30	16.10	15.50	15.40	15.40	17.10	21.90	21.70	22.10	24.70	27.00
Tasas reales h/														
Costa Rica a/														
Tasa de depósitos	−37.78	−9.90	2.28	1.26	4.32	−2.38	−4.67	−0.76	1.78	−1.08	−4.92	6.48	3.69	0.56
Tasa de préstamos	−34.25	−7.07	5.41	5.10	8.91	5.97	6.51	10.87	11.35	7.90	5.48	18.43	17.17	10.97
El Salvador														
Tasa de depósitos b/	...	−0.54	0.70	−8.03	−12.84	−7.89	−3.98	−1.18	−4.80	1.49	0.23	−2.73	2.70	3.94
Tasa de préstamos c/	...	1.67	2.04	−6.81	−11.32	−6.29	−2.31	0.73	−2.24	4.60	4.65	0.77	7.64	8.23
Guatemala														
Tasa de depósitos d/	11.44	4.47	6.27	−8.31	−17.08	0.14	1.74	0.02	−16.17	−7.95	0.15	−0.67	−2.50	...
Tasa de préstamos e/	13.93	7.34	9.20	−5.79	−14.83	2.85	4.46	2.67	−12.56	−0.77	8.40	10.00	9.23	...
Honduras														
Tasa de depósitos f/	1.49	2.77	5.37	6.33	5.10	6.94	3.92	−1.11	−11.79	−16.77	3.24	0.78	−8.33	−13.48
Tasa de préstamos g/	6.90	7.20	11.00	12.53	11.23	12.70	10.43	5.08	−5.07	−9.01	11.89	10.26	2.44	−1.90
Tasas de interés pasivas en dólares (Tasa pasiva nominal−tasa de devaluación)														
Costa Rica a/	−69.5	15.0	7.7	2.9	5.6	2.0	−5.6	8.1	8.8	−6.3	5.9	11.2	7.2	9.2
El Salvador	...	12.5	12.5	12.5	−85.0	15.0	15.0	6.6	−22.0	10.8	7.0	11.2	13.5	14.3
Guatemala	12.0	9.0	9.0	9.0	−77.8	−22.0	7.4	5.0	−40.8	13.5	7.1	3.9	7.2	...
Honduras	10.6	11.3	10.3	9.9	9.7	9.6	8.6	8.6	−110.2	−11.8	8.0	−5.1	−17.9	−0.5
Estados Unidos														
Tasas de interés pasivas														
Fondo de la Reserva Fed	12.3	9.1	10.2	8.1	6.8	6.7	7.6	9.2	8.1	5.7	3.5	3.0	4.2	5.8
Préstamos PRIME	14.9	10.8	12.0	9.9	8.4	8.2	9.3	10.9	10.0	8.5	6.3	6.0	7.1	8.8

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

a/ Con excepción de la tasa de descuento (fin de período), las cifras son promedios de datos mensuales de fin de período.
Tasa de descuento: Tasa de redescuento que ofrece el Banco Central de Costa Rica a los bancos comerciales de propiedad estatal.
Tasa de interés de los depósitos: Los datos se refieren a tasas de los bancos oficiales correspondientes a depósitos a plazo de más de 30 días y menos de 90. A partir de enero de 1991, los datos se refieren a las tasas ofrecidas por los bancos comerciales de propiedad estatal sobre los depósitos a plazo de un mes. Los datos se refieren a la media aritmética simple de las tasas declaradas por cada uno de los cuatro bancos comerciales de proipiedad estatal.
Tasas de préstamos: Los datos se refieren a las tasas que cobran los bancos comerciales sobre los préstamos para actividades agrícolas. A partir de enero de 1991, los datos se refieren a tasas que cobran los bancos comerciales de propiedad estatal sobre los préstamos para actividades agrícolas. Los datos se refieren a la media aritmética simple de las tasas declaradas por cada uno de los cuatro bancos comerciales de propiedad estatal.

b/ Tasa de interés para depósitos a plazo fijo a 180 días en bancos y Asociaciones de Ahorro y Préstamo.

c/ Tasa de interés que aplican los bancos comerciales a los préstamos de hasta un año de plazo.

d/ Tasa máxima ofrecida por los bancos comerciales para los depósitos a plazo y ahorro.

e/ Tasa máxima cobrada por los bancos comerciales sobre los préstamos.

f/ Tasa efectiva que pagan los bancos por los depósitos a plazo. Las tasas representan medias ponderadas de la tasa de interés efectiva pagada.

g/ Tasa efectiva que cargan los bancos por los préstamos financiados con recursos propios. La tasa es una medida ponderada de la tasa de interés efectiva cobrada por los bancos.

h/ Deflactadas con el promedio anual del índice de precios al consumidor.

fuerzas del mercado; sólo en Nicaragua se reconoce la existencia de dos mercados de cambios (él oficial y el financiero), lo que implica distintos grados y métodos de intervención de las autoridades monetarias. 37/ Aun así, la influencia de los bancos centrales de todos los países se deja sentir mediante la operación de los "tipos de referencia" y la compraventa de divisas que realizan bancos, financieras y casas de cambio.

b) Reforma financiera en la República Dominicana

Durante el período 1985-1990 la economía dominicana presentó fuertes indicios de inestabilidad, que se tradujeron en elevados niveles de inflación, altas tasas de interés y tipos de cambio, así como la baja en la producción real. Estos factores en cierta forma incidieron en la rentabilidad de las operaciones de los bancos, a raíz del deterioro en la recuperación de los créditos. Esta situación condujo al mayor número de quiebras que ha registrado la vida institucional de la banca nacional.

En sus inicios la crisis se manifestó, entre otros, en problemas de liquidez en el sistema bancario, lo cual afectó de manera significativa a los nuevos bancos comerciales surgidos entre 1985-1986. El ambiente de inestabilidad económica y los estrictos controles por parte del Banco Central sobre las tasas de interés, las tasas de encaje legal (altas) y el crédito (en gran medida dirigido) profundizaron el deterioro de la liquidez. A ello se agregaron otros factores atribuibles a la gestión propiamente bancaria, que dificultaron la recuperación de estas entidades y determinaron su consiguiente salida del mercado. Además, la ausencia de una supervisión bancaria eficaz impidió la adopción de soluciones oportunas que evitaran las liquidaciones de entidades bancarias.

La rehabilitación de las instituciones afectadas no se logró mediante los mecanismos utilizados para el manejo de la crisis financiera, es decir, las intervenciones, adquisiciones y fusiones de bancos, los programas de recuperación bancaria y las facilidades crediticias. Entonces, las autoridades monetarias implementaron, a partir de 1991, un proceso de reforma que contempla, entre otros, el desarrollo de una supervisión preventiva, mediante el establecimiento de normas bancarias y prudenciales, que posibilitan una evaluación y clasificación permanentes de los activos de la banca, con un sistema de provisiones o reservas en función de los riesgos asumidos. Asimismo, la reforma procura fortalecer la autonomía institucional del Banco Central y consolida las normas de regulación del sistema financiero nacional.

Este nuevo esquema regulatorio contempla la autorización de la figura de bancos de servicios múltiples, que permite a la banca ampliar sus operaciones en condiciones más flexibles y ofrecer una amplia gama de servicios en moneda nacional o en divisas. Por último, las autoridades monetarias han orientado su política a eliminar rigideces del control financiero, favoreciendo que las decisiones se determinen por las condiciones del mercado. A partir de 1991 la tasa de encaje legal de los bancos comerciales se redujo y unificó al 20%. La disminución del encaje legal, conjuntamente con la liberalización de las tasas de interés, ha ayudado a liberalizar el acceso al crédito y ha propiciado una caída de los costos de captación de la banca, favoreciendo el descenso de las tasas de interés.

37/ Véase Consejo Monetario Centroamericano (1996), págs. 77-82.

No obstante, los márgenes de intermediación se han mantenido elevados, debido al proceso gradual de ajuste que ha experimentado el sistema bancario ante la política de liberalización.

Si se compara este proceso con el de Centroamérica, resalta el hecho de que la República Dominicana emprendió una reforma financiera en medio de una crisis económica y financiera profunda, lo cual contrasta con la etapa de recuperación económica en que se desarrolló el proceso reformador en Centroamérica. El énfasis en los mecanismos de supervisión bancaria de la República Dominicana y la mayor tardanza en el diseño y aplicación de tal mecanismo en algunos países centroamericanos son señal de ello. Al mismo tiempo, por la premura de la reforma financiera en el país caribeño, las reformas institucionales y legales no han sido tan completas como las realizadas en El Salvador y Costa Rica. Por lo demás, el mantenimiento de elevados márgenes de intermediación financiera es una característica común a los dos tipos de reforma.

3. Los efectos de la liberalización financiera

a) El marco macroeconómico limita el éxito de la reforma financiera como estímulo al ahorro

Los efectos de la reforma financiera sobre el ahorro necesariamente están condicionados por el contexto macroeconómico.

Durante los años ochenta, los países de la región (excepto Guatemala y la República Dominicana, que no padecieron ese problema) se concentraron en resolver los desequilibrios fiscales y mostraron un progreso sustancial hacia fines de esa década. Costa Rica, por ejemplo, logró reducir el déficit del gobierno central desde 8.2% en 1980 a 2.5% en 1988, mientras que en el mismo lapso, El Salvador, país que registró desequilibrios fiscales muy fuertes al comienzo de la década, había logrado que descendiera de 9 a 3.6% del PIB. La estrategia que se siguió para abatir el déficit fiscal fue muy importante para su posterior estabilidad, así como la de otras variables macroeconómicas.

En El Salvador, un mejoramiento de la recaudación tributaria desde 1990, gracias a la exitosa implementación de una reforma tributaria, determinó que los ingresos de ese origen pasaran de 8.1% del PIB en 1990 a 12% en 1995. A su vez, se ejerció un fuerte control sobre el gasto público, complementado por el arribo de cuantiosas donaciones en apoyo al proceso de paz y mayor disponibilidad de financiamiento externo por el mismo motivo. En consecuencia, la deuda interna se conservó dentro de márgenes manejables.

En otros países, en contraste, los logros en materia fiscal no han sido estables. En la primera mitad de los años noventa algunos de éstos sufrieron retrocesos en sus esfuerzos por eliminar el déficit fiscal (en particular, Costa Rica, Honduras y Nicaragua). (Véase el cuadro 4.) En esas economías los procesos de ajuste estructural, sobre todo en cuanto a reformas fiscales, no se habían completado antes de que se eliminara la "represión financiera", de manera que el aumento de las tasas de interés ejerció una influencia importante en la profundización del déficit fiscal, acrecentando su deuda interna. Al mismo tiempo, estos déficit fiscales forzaron a los gobiernos a colocar gran

Cuadro 4

CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA: ALGUNOS INDICADORES MACROECONOMICOS SELECCIONADOS

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 a/
Costa Rica																
Inflación diciembre–diciembre b/	...	65.1	81.7	10.7	17.3	10.9	15.4	16.4	25.3	10.0	27.3	25.3	17.0	9.0	19.9	22.6
Inflación promedio anual b/	...	37.1	90.1	32.6	11.9	15.0	11.8	16.8	20.8	16.5	19.0	28.7	21.8	9.8	13.5	23.2
Déficit (–) o superávit del gobierno central/PIB	–8.2	–3.6	–2.6	–4.2	–3.0	–2.0	–3.3	–2.0	–2.5	–4.1	–4.4	–3.1	–1.9	–1.9	–6.9	–4.4
Reservas internacionales netas b/	...	–112.0	62.0	58.4	53.6	192.8	142.7	–104.6	2,605.1	21.2	–256.2	137.9	244.2	–5.6	–51.6	81.5
Reservas internacionales netas/Importaciones totales	–17.4	–46.9	–22.3	–8.4	–3.6	3.3	7.5	–0.3	6.9	6.9	–9.4	3.8	9.9	7.9	3.6	5.9
Reservas internacionales netas/Importaciones de bienes	–21.0	–56.2	–28.9	–10.8	–4.5	4.2	9.7	–0.4	9.2	9.0	–12.3	4.9	13.1	10.4	4.7	8.1
Tipo de cambio (colones/dólar)	11.7	21.1	39.4	41.3	44.1	50.4	55.7	62.1	75.8	81.5	91.6	122.5	134.5	142.2	157.1	172.9
Saldo de la cuenta corriente (millones de dólares)	–658	–409.1	–271.7	–312.6	–251.1	–291.1	–160.6	–376.4	–303.5	–479.9	–494	–99.2	–380.4	–619.2	–463.2	–182.9
El Salvador																
Inflación diciembre–diciembre b/	...	11.7	13.4	14.8	9.8	31.9	30.3	19.6	18.2	23.5	19.3	9.9	19.9	12.3	8.9	11.4
Inflación promedio anual b/	...	14.8	11.7	13.1	11.7	22.3	31.9	24.9	19.8	17.6	23.9	14.4	11.3	18.5	10.6	10.0
Déficit (–) o superávit del gobierno central/PIB	–5.3	–6.7	–7.2	–9.0	–6.1	–4.1	–3.1	–4.2	–3.6	–5.5	–3.6	–5.2	–5.2	–3.3	–2.1	–1.4
Reservas internacionales netas b/	...	–117.4	46.5	237.9	5.4	7.9	107.3	19.1	–22.9	54.8	37.6	–3.4	20.6	9.3	10.2	–4.1
Reservas internacionales netas/Importaciones totales	–5.9	–12.8	–7.6	10.2	10.0	10.5	21.9	25.3	18.2	22.8	31.2	30.3	30.7	30.1	25.0	18.1
Reservas internacionales netas/Importaciones de bienes	–7.7	–16.6	–10.0	13.2	12.7	14.0	28.7	32.9	24.6	30.2	38.7	37.9	37.9	36.6	29.6	21.6
Tipo de cambio (colones/dólar)	2.6	2.5	2.5	2.8	2.8	3.5	4.8	4.9	5.0	5.5	7.7	8.1	8.4	8.8	8.8	8.8
Saldo de la cuenta corriente (millones de dólares)	–1.1	–250.7	–119.9	–147.5	–188.9	–188.7	–17.3	–68	–129.3	–369.6	–260.8	–212.4	–195.3	–118.2	–17.9	–276
Guatemala																
Inflación diciembre–diciembre b/	...	8.6	–2.0	7.1	7.2	27.9	21.4	9.3	12.3	20.2	59.6	10.2	14.2	11.6	11.6	8.6
Inflación promedio anual b/	...	11.1	0.5	4.3	2.6	18.9	32.9	10.8	10.3	13.0	41.0	35.1	10.2	13.4	12.5	8.4
Déficit (–) o superávit del gobierno central/PIB	–4.7	–7.4	–4.7	–3.3	–3.8	–1.8	–1.9	–2.4	–2.4	–3.8	–2.3	–0.0	–0.5	–1.5	–1.5	–0.7
Reservas internacionales netas b/	...	–125.6	–106.1	–39.9	–63.4	38.6	21.1	7.5	–13.9	61.2	44.2	926.2	52.6	9.6	–17.8	–9.5
Reservas internacionales netas/Importaciones totales	17.8	–4.4	–11.3	–19.5	–29.3	–20.4	–19.4	–11.8	–12.3	–4.5	–2.6	18.8	20.5	21.5	16.3	12.8
Reservas internacionales netas/Importaciones de bienes	23.6	–5.8	–14.3	–24.3	–35.4	–23.9	–23.1	–14.1	–15.1	–5.6	–3.2	22.8	25.1	26.8	20.6	15.7
Tipo de cambio (colones/dólar)	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.8	2.2	2.5	2.6	2.8	4.5	5.0	5.2	5.6	5.7	5.8
Saldo de la cuenta corriente (millones de dólares)	–164.5	–572.7	–399.1	–223.9	–377.4	–246.3	–17.6	–442.5	–414	–367.1	–232.9	–214.2	–712.6	–701.7	–637.8	–525
Honduras																
Inflación diciembre–diciembre b/	...	9.2	9.4	7.2	3.7	4.2	3.2	2.9	6.7	11.4	36.4	21.4	6.5	13.0	28.9	26.8
Inflación promedio anual b/	...	9.4	9.0	8.3	4.7	3.4	4.4	2.5	4.5	9.8	23.3	34.0	8.8	10.7	21.7	29.5
Déficit (–) o superávit del gobierno central/PIB	–7.8	–7.3	–11.7	–9.8	–11.0	–8.6	–7.8	–7.2	–6.9	–7.4	–6.4	–3.3	–4.9	–9.2	–5.4	–2.9
Reservas internacionales netas b/	...	–1.2	–9.4	–0.2	2.3	–2.1	–0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	3.3	1.4	–0.7	0.1	1.8
Reservas internacionales netas/Importaciones totales	5.4	–1.0	–12.7	–13.5	14.7	–15.4	–16.4	–12.7	–9.8	–7.4	–4.0	9.2	20.7	5.9	5.7	14.3
Reservas internacionales netas/Importaciones de bienes	6.4	–1.1	–15.4	–16.3	17.8	–18.8	–20.1	–15.6	–12.1	–9.2	–5.0	11.5	25.7	5.7	5.4	13.5
Tipo de cambio (colones/dólar)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	4.1	5.3	5.5	6.6	8.5	9.6
Saldo de la cuenta corriente (millones de dólares)	–330.8	–302.8	–228.2	–232	–374.3	–308.6	–224.7	–263.2	–181.1	–206.3	–227.9	–258.4	–351	–308.6	–327	–224

/Continúa

Cuadro 4 (Conclusión)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 a/
Nicaragua																
Inflación diciembre–diciembre b/	....	23.2	22.2	32.9	50.2	334.3	747.4	1,347.2	33,657.3	1,689.1	13,490.3	865.6	3.5	19.5	12.4	11.1
Inflación promedio anual b/	...	23.9	25.2	30.6	34.8	220.5	681.9	911.9	14,451.6	4,709.3	7,485.2	2,945.1	23.7	20.4	7.8	11.2
Déficit (–) o superávit del gobierno central/PIB	–8.2	–11.0	–12.4	–21.7	–23.1	–22.1	–17.1	–16.6	–26.6	–6.7	–20.2	–7.5	–7.6	–7.3	–9.9	–8.7
Reservas internacionales netas b/	...	13.5	–26.9	31.6	23.0	–106.2	70.7	53.8	–6,964.9	99.9	41.2	1,864.4	432.1	–15.0	–56.0	106.9
Reservas internacionales netas/Importaciones totales	–42.8	–32.5	–51.4	–33.4	–25.3	–50.0	–16.1	–7.0	–514.5	–336.0	–0.2	2.8	13.4	12.9	4.8	9.0
Reservas internacionales netas/Importaciones de bienes	–48.2	–36.3	–58.8	–39.2	–30.5	–58.1	–19.9	–8.5	–613.4	–409.2	–0.2	3.4	16.0	15.9	5.9	11.2
Tipo de cambio (colones/dólar)	10.1	9.9	10.1	13.6	17.2	48.6	189.4	967.4	0.3	15.7	690.0	4.8	5.0	6.1	6.7	7.6
Saldo de la cuenta corriente (millones de dólares)	–533.7	–591.6	–513.9	–507.4	–597.1	–725.7	–687.7	–678.8	–715.4	–361.7	–305.2	–4.8	–834	–644.3	–728.9	–706
República Dominicana																
Inflación diciembre–diciembre b/	...	7.3	7.2	7.7	38.1	28.3	6.5	25.0	57.6	145.4	7.8	3.0	5.2	2.8	14.3	9.2
Inflación promedio anual b/	...	7.5	7.6	6.9	24.4	37.5	9.7	15.9	44.4	116.6	46.9	2.9	4.3	5.3	8.3	12.5
Déficit (–) o superávit del gobierno central/PIB	–2.7	–2.1	–3.0	–2.6	–0.8	–1.3	–0.4	–1.9	–1.3	–0.1	0.3	2.9	2.9	–0.4	–1.2	0.5
Reservas internacionales netas b/	...	–59.7	–9.9	42.6	52.5	–321.0	25.5	–106.9	58.4	27.9	–3.6	233.6	54.8	45.3	–91.5	507.2
Reservas internacionales netas/Importaciones totales	–10.0	–16.8	–21.9	–12.2	–5.9	–24.7	–17.6	–30.4	–12.3	–7.3	–8.3	11.2	14.0	20.7	1.6	9.4
Reservas internacionales netas/Importaciones de bienes	–12.6	–21.0	–26.7	–15.1	–7.3	–30.0	–21.2	–37.3	–15.4	–9.1	–10.3	14.3	17.6	26.2	2.1	12.1
Tipo de cambio (pesos/dólar)	1.3	1.3	1.5	1.6	2.8	3.1	2.9	3.5	5.8	6.4	8.7	12.6	12.5	12.5	12.6	12.9
Saldo de la cuenta corriente	–724.6	–389.4	–442.7	–417.9	–163.4	–107.6	–183.4	–364.1	–18.9	–327.3	–279.6	–157.3	–707.9	–425.1	–158.7	163.0

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

a/ Cifras preliminares.

b/ Tasas de crecimiento.

cantidad de bonos en el mercado financiero, presionando las tasas de interés a niveles por encima de los internacionales. Así, mientras que la tasa de interés real activa del sistema financiero costarricense se situó en el período 1990-1995 en 14.6%, en El Salvador se ubicó en 5.7%. Con respecto a las tasas pasivas, el promedio del mismo período en el caso de Costa Rica fue de 6%, mientras que en El Salvador alcanzó 2%. Esto condujo a que los países con fuertes deudas internas entraran a un círculo vicioso deuda interna/alto servicio de deuda interna/mayor deuda interna. (Véase de nuevo el cuadro 3.)

En el sector externo también se presentaron situaciones que complicaron la estabilidad macroeconómica. En varios casos, la liberalización financiera estuvo acompañada por un aumento sustancial de los flujos de capital a consecuencia de los acuerdos de paz que pusieron fin a la guerra civil y de las altas tasas de interés nominal. Como resultado, las reservas internacionales se fortalecieron prácticamente en todos los países a fines de los ochenta y principios de los noventa. Sin embargo, las consecuencias para el contexto macroeconómico fueron heterogéneas. Por un lado, Honduras y Costa Rica mantuvieron el tipo de cambio real dentro de un margen de variación limitada. A fin de compensar el diferencial inflacionario se procedió a la devaluación de sus monedas, con el consiguiente incremento de las presiones inflacionarias. Por otro lado, El Salvador y Guatemala registraron una apreciación cambiaria que obedeció a la relativa estabilidad del tipo de cambio nominal y a los niveles de inflación que se sostuvieron a principios de los noventa. En consecuencia, las importaciones se vieron estimuladas, desequilibrando las cuentas externas. (Véase de nuevo el cuadro 4.)

Los desequilibrios macroeconómicos experimentados por algunos países, justamente en el período de mayor liberalización del sistema financiero, han obstaculizado los efectos positivos sobre la profundización de dicho sistema y el aumento del ahorro interno que pudiera esperarse de ese proceso. La incertidumbre en el sistema económico impide el mayor uso del aparato financiero por parte de los potenciales ahorradores, y en su lugar actúan fuerzas especulativas.

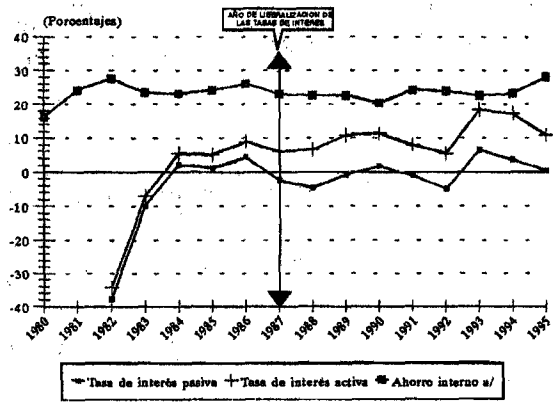
b) Efectos de la liberalización de las tasas de interés sobre el ahorro

La liberalización de la tasa de interés ocurrió en distintos momentos en los países del área, como se aprecia en el gráfico 3. Así, Costa Rica fue el primer país en aplicar tal política, siguiéndole Guatemala, El Salvador, Nicaragua y Honduras en orden cronológico. A partir del momento de la liberalización, se percibe una tendencia al alza de las tasas de interés activas y pasivas, pero más de las primeras, con lo cual se amplió el margen de intermediación (*spread*), como se había mencionado.

Sólo en El Salvador el ahorro nacional se expandió siguiendo la tendencia de la tasa de interés pasiva real. No obstante, es difícil discernir hasta qué punto ello resulta de las mayores tasas de interés y en qué medida lo es de la pacificación del área y la exitosa política macroeconómica aplicada en los últimos años. En los demás países no parece haber una relación clara entre el

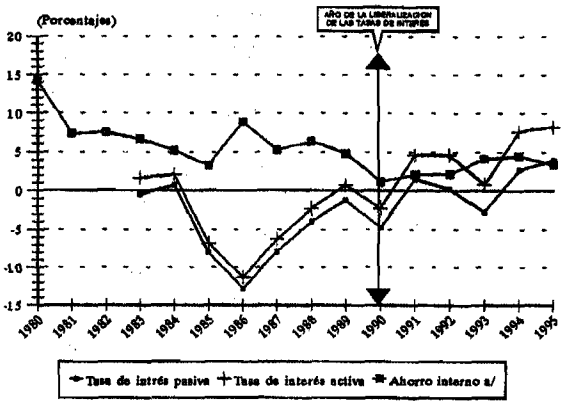
Gráfico 3
CENTROAMERICA: TASAS DE INTERES REALES Y AHORRO NACIONAL

Gráfico 5.1
COSTA RICA



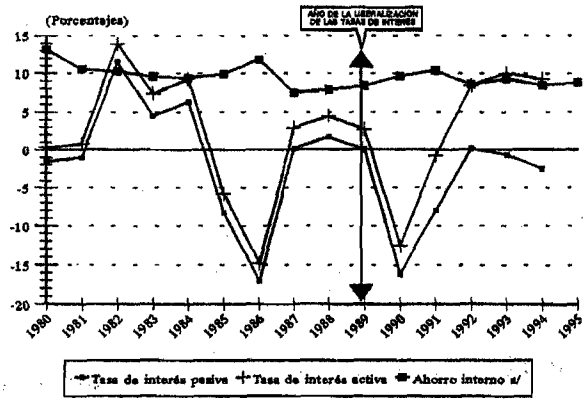
a/ Porcentaje del PIB.

Gráfico 5.2
EL SALVADOR



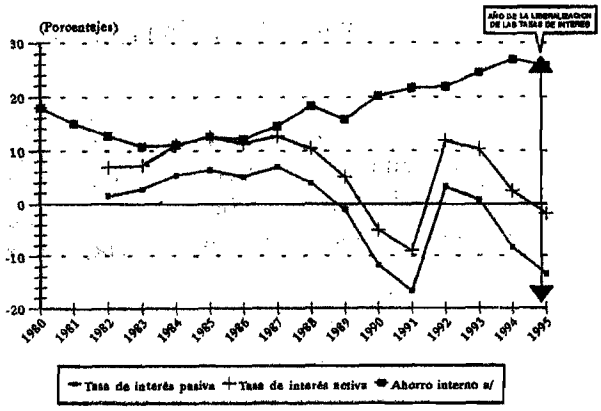
a/ Porcentaje del PIB.

Gráfico 5.3
GUATEMALA



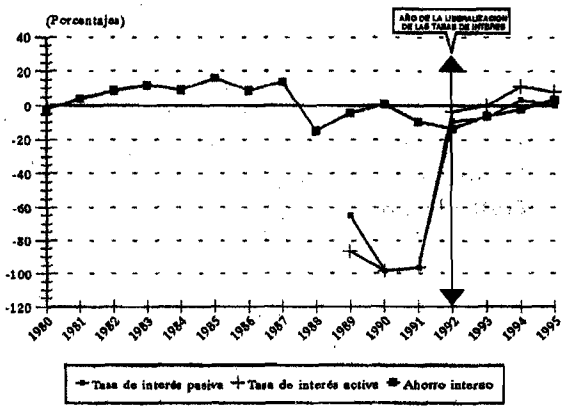
a/ Porcentaje del PIB.

Gráfico 5.4
HONDURAS



a/ Porcentaje del PIB.

Gráfico 5.5
NICARAGUA



a/ Porcentaje del PIB.

comportamiento del ahorro nacional y la tasa de interés, lo cual sugiere poca incidencia de esta última variable sobre la primera. 38/

c) Sobre la profundización financiera

Uno de los pronósticos centrales de la teoría de la "represión financiera" consiste en que la liberalización de las tasas de interés conduce a una profundización financiera, esto es, el aumento de la relación (M3-M1)/PIB. En el caso de El Salvador, por ejemplo, tal pronóstico se ha cumplido de forma precisa: a partir de 1990 ese coeficiente crece y casi se duplica hacia mediados del decenio (en 1996 era de 36% aproximadamente; véase el cuadro 5).

En Costa Rica, en cambio, el análisis de esa relación arroja resultados más complejos. El coeficiente mencionado se eleva marginalmente en los años noventa, hasta alcanzar 32.2% en 1996. Sin embargo, si se considera la profundización del mercado financiero únicamente en moneda nacional (es decir, la relación (M2-M1)/PIB), la profundización es mucho menor y sólo alcanza 18.4% en 1996. Esta diferencia en el coeficiente muestra el grado de dolarización de la economía. (Véase de nuevo el cuadro 5.)

En el resto de los países se percibe una situación heterogénea. Honduras y la República Dominicana experimentaron cierta profundización financiera, aunque en el primer caso no es así si únicamente se considera la moneda nacional (M2-M1)/PIB, mientras que Guatemala más bien retrocedió. Finalmente, la gran profundización del mercado financiero nicaragüense, en realidad refleja el enorme aumento de los depósitos en moneda extranjera a partir de 1992, pero al considerar (M2-M1)/PIB, la profundidad de su sistema financiero es mínima. (Véase de nuevo el cuadro 5.)

Si se compara este panorama con el de los países del Sudeste Asiático, se percibe que sólo Costa Rica y El Salvador han logrado una profundización del sector financiero comparable con algunos países de la región, como la República de Corea, quedando de todas maneras atrás de otros como Malasia y Singapur (cuyo coeficiente (M3-M1)/PIB es de alrededor del 60%). Los demás países, es decir, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana, muestran grados de intermediación financiera mucho menor.

d) Otros efectos

Uno de los efectos buscados por la reforma financiera es el aumento de la razón de crédito interno a PIB, como un indicador del papel de intermediario que el sistema financiero juega entre ahorrantes e inversionistas.

38/ Se hicieron las mismas gráficas relacionando ahorro interno y tasas de interés activas y pasivas, a fin de observar el comportamiento del ahorro sin las distorsiones que puedan provocar las remesas, pero no mejoró la relación entre estas variables.

Cuadro 5

CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA: PRINCIPALES INDICADORES MONETARIOS

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 a/
Costa Rica																	
(M2 – M1)/PIB	8.1	17.1	13.8	12.0	11.0	11.9	12.6	13.5	13.2	13.2	15.5	14.4	15.4	18.3	16.5	15.0	18.4
(M3 – M1)/PIB	25.3	36.0	32.4	31.0	28.4	19.4	19.8	22.7	24.2	25.0	28.9	31.3	28.3	30.4	28.5	27.3	32.2
Crédito interno/PIB	50.6	42.0	33.1	44.2	41.0	36.4	36.4	37.0	34.9	29.8	31.7	25.7	24.3	25.6	25.1	25.9	33.1
Al sector público/PIB	21.5	18.8	14.4	22.9	21.1	17.4	18.5	17.9	17.1	13.7	14.6	11.6	8.5	7.4	7.8	8.0	14.9
Al sector privado/PIB	29.1	23.2	18.7	21.4	19.9	19.0	17.9	19.1	17.8	16.1	17.0	14.0	15.8	18.3	17.3	17.9	18.1
El Salvador																	
(M2 – M1)/PIB	12.7	16.3	18.5	20.3	22.5	23.9	24.3	23.6	22.7	15.7	16.2	17.9	20.0	24.5	26.3	29.7	30.3
(M3 – M1)/PIB	12.7	16.3	18.5	20.3	22.5	23.9	24.3	23.6	22.7	18.0	19.0	19.5	22.5	27.3	29.6	34.2	35.9
Crédito interno/PIB	43.2	53.9	60.0	52.8	52.8	52.4	43.5	40.9	37.8	32.2	28.5	28.3	30.5	32.1	31.5	38.3	39.6
Al sector público/PIB	17.5	25.5	28.8	17.2	18.0	21.1	15.0	14.1	12.4	7.7	8.2	8.7	8.5	7.2	4.5	2.7	2.7
Al sector privado/PIB	25.8	28.3	31.2	35.6	34.8	31.3	28.5	26.8	25.4	24.6	20.3	19.6	22.0	24.9	27.0	35.5	36.9
Guatemala																	
(M2 – M1)/PIB	...	...	...	17.0	18.8	18.3	15.7	16.5	15.5	15.5	12.1	14.5	16.1	14.0	14.5	13.4	13.5
(M3 – M1)/PIB	...	...	...	17.0	18.8	18.3	15.7	16.5	15.5	15.5	12.1	14.5	16.1	14.0	14.5	13.4	13.5
Crédito interno/PIB	...	...	...	34.3	38.3	35.5	23.6	22.9	21.4	20.8	16.2	15.7	16.0	14.3	13.3	14.7	14.5
Al sector público/PIB	...	...	...	13.9	16.6	15.5	8.1	5.7	4.3	4.6	3.2	4.5	2.7	1.5	0.7	0.1	–0.1
Al sector privado/PIB	...	...	...	20.5	21.7	20.0	15.5	17.2	17.1	16.2	13.1	11.2	13.3	12.9	12.6	14.5	14.7
Honduras																	
(M2 – M1)/PIB	10.3	10.8	13.1	15.1	15.5	13.9	15.3	16.9	16.9	16.8	21.9	18.2	20.4	17.9	16.5	14.8	14.4
(M3 – M1)/PIB	10.3	10.8	13.1	15.1	15.5	13.9	15.3	16.9	16.9	16.8	22.5	19.1	22.1	21.0	21.0	20.0	23.5
Crédito interno/PIB	34.8	35.6	38.8	42.9	43.6	48.1	50.8	55.6	54.3	54.7	37.9	31.0	31.5	30.0	29.2	24.5	25.2
Al sector público/PIB	6.2	7.9	8.9	11.0	10.8	14.7	16.3	19.2	19.8	21.2	6.8	4.6	2.9	2.8	2.5	–0.4	–2.2
Al sector privado/PIB	28.5	27.7	29.9	31.9	32.8	33.4	34.5	36.5	34.5	33.5	31.1	26.3	28.5	27.2	26.6	24.9	27.4
Nicaragua																	
(M2 – M1)/PIB	12.1	13.0	13.1	15.6	17.7	11.0	8.0	3.5	3.0	0.1	1.3	2.5	2.8	3.4	6.1	6.5	6.2
(M3 – M1)/PIB	15.2	19.8	24.3	16.7	15.6	–24.3	–28.9	7.5	7.2	0.3	44.0	50.8	233.7	215.4	212.4	179.6	139.7
Crédito interno/PIB	72.5	78.6	87.2	103.8	107.5	85.7	60.8	53.8	76.3	1.5	41.7	52.2	235.8	219.8	215.4	184.1	140.4
Al sector público/PIB	31.1	39.6	51.8	72.3	82.4	69.2	44.6	40.7	62.0	1.2	35.6	29.7	213.8	192.3	182.7	148.4	112.5
Al sector privado/PIB	41.4	39.0	35.4	31.6	25.2	16.4	16.2	13.1	14.3	0.2	6.1	22.5	22.0	27.6	32.7	35.7	27.9
República Dominicana																	
(M2 – M1)/PIB	8.8	9.0	9.7	9.7	8.7	8.1	13.1	10.6	10.5	12.0	9.9	9.2	11.0	13.2	13.6	13.5	15.1
(M3 – M1)/PIB	8.8	9.0	9.7	9.7	8.7	8.1	13.1	10.6	10.5	12.0	9.9	9.9	12.1	13.5	13.9	13.7	15.2
Crédito interno/PIB	32.7	33.7	33.5	35.1	30.2	27.1	30.7	25.6	22.8	32.0	24.4	15.0	14.7	15.5	20.1	20.2	19.4
Al sector público/PIB	13.7	16.7	18.3	20.3	17.2	16.9	16.3	11.8	11.1	15.9	9.6	3.5	0.7	–0.5	3.8	3.1	3.5
Al sector privado/PIB	19.0	17.0	15.3	14.8	13.0	10.2	14.5	13.8	11.8	16.2	14.8	11.5	14.0	16.0	16.3	17.1	15.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.
a/ Cifras preliminares.

Todos los países estudiados, excepto Nicaragua, experimentaron un descenso del crédito al sector público o incluso su desaparición como porcentaje del PIB a partir de mediados o fines de los años ochenta, en concordancia con la política de eliminación del déficit fiscal. Con todo, el crédito al sector privado, que durante la crisis fiscal de los ochenta había sido desplazado por el crédito al sector público, no logró recuperarse enteramente, una vez que el crédito al sector público se redujera muy por debajo de sus niveles históricos (en los noventa). (Véase de nuevo el cuadro 5.) Hay que considerar, además, que una mayor proporción de este crédito se destinó al consumo (particularmente vía tarjetas de crédito), en detrimento de la capacidad de ahorro del sector privado. Así, la liberalización financiera no parece haber tenido un efecto suficientemente estimulante sobre la capacidad del sistema de ofrecer crédito, quizás como resultado de la elevación de las tasas de interés activas reales y su comportamiento errático. Al mismo tiempo, en apariencia ha mermado la capacidad de ahorro debido a las características del crédito concedido.

III. APERTURA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y EL AHORRO EXTERNO

1. Introducción

Una pieza importante del proceso de modernización del sistema financiero ha sido su mayor apertura al mercado internacional. El potencial que ello representa para impulsar el desarrollo es relevante, sobre todo si las transacciones externas no permanecen como ahorros financieros, sino que se destinan a apoyar las inversiones productivas requeridas en ese proceso.

Sin embargo, es necesario abordar con cautela el flujo de recursos foráneos que complementarían el ahorro interno, dado que tanto la apertura como otros cambios internacionales y nacionales han alterado en años recientes la naturaleza de esos recursos. Algunos de estos cambios son equivalentes en estas economías pequeñas a aquellos experimentados por las economías grandes con mercados financieros emergentes, como el mayor flujo de capitales privados de corto plazo de carácter inestable, que fueron atraídos por un diferencial favorable de tasas de interés y una cierta estabilidad macroeconómica. 40/ Otros fenómenos son más propios de la región, como el aumento de transferencias unilaterales privadas, que incluyen las remesas de los trabajadores migrantes. Estas imprimen mayor estabilidad a los flujos de divisas y, por tanto, compensan en alguna medida la incertidumbre vinculada a los capitales de corto plazo.

Dependiendo de su naturaleza, el ahorro externo puede ser más inestable que el ahorro nacional, y su vínculo con la inversión más evasivo. Así, por ejemplo, se ha hecho una distinción entre los flujos de capitales externos no concesionales (inversión directa y préstamos no concesionales) y la ayuda externa: los del primer tipo significan "una fuente de financiamiento externa; "la última implica" una transferencia de riqueza" que frecuentemente se usa para incrementar el consumo (Schmidt-Hebbel, Serven y Solimano, 1994, pág. 24). Si a ello se agrega el mayor peso de los flujos de capital privado de corto plazo en el total de ahorro externo, y una disminución en los años ochenta y noventa de la presencia del ahorro nacional como porcentaje del PIB (respecto de lo que era en los setenta), la inestabilidad y naturaleza de los flujos internacionales podría tornar más endeble la base de financiamiento de las actividades productivas de la región.

Así, la mayor integración de los países de la región en el mercado financiero mundial obliga a revisar cuidadosamente el tipo de ahorro del que han estado dependiendo. El propósito de este capítulo es analizar el comportamiento del ahorro externo en Centroamérica y la República Dominicana, las características de los flujos externos que lo nutren, su efecto sobre el funcionamiento de la economía, su relación con el proceso de inversión, así como delinear algunas consideraciones de política.

40/ Esta mayor estabilidad fue lograda en parte a través de políticas económicas eficaces y mediante una renegociación favorable de la deuda externa.

2. Comportamiento del ahorro externo en los países centroamericanos y la República Dominicana

a) Evolución del ahorro externo

El ahorro externo regional alcanzó 5% del PIB, en promedio, en el período 1970-1995, un porcentaje alto en comparación con estándares internacionales. La evolución de esta variable en el área considerada es diferente, dependiendo de si se incluye a Nicaragua o no, pues éste es el país que ha contado proporcionalmente con el mayor ahorro externo durante la última década y media. 40/ (Véase de nuevo el cuadro 1.) Al excluir dicho país de los cálculos, el ahorro externo desciende de 5.5 a 4.5% del PIB entre 1979-1990 y 1991-1995.

A escala individual, los países han atravesado por situaciones distintas e incluso muestran tendencias opuestas. Algunos fueron muy dependientes del ahorro externo durante el período de conflictos bélicos en la década de los ochenta. En el caso de El Salvador y Nicaragua, su ahorro nacional se desplomó en 1979-1990, mientras que el ahorro externo se elevaba considerablemente como porcentaje del PIB. Después de la pacificación, el primer país logró recuperar su ahorro nacional, en buena medida ayudado por las remesas, mientras que el segundo no llegó a alcanzar éxito en este sentido. La situación de Guatemala era de las más débiles, después de Nicaragua, por el hecho de registrar un bajo ahorro nacional desde fines de los setenta, a la vez que su ahorro externo crecía sólo levemente. En Nicaragua, entre 1979 y 1989, durante el régimen sandinista, el ahorro externo pasó a ser medular porque en algunos años el ahorro nacional fue negativo. Estos rasgos se acentuaron tras el fin del gobierno sandinista. Honduras —que a raíz del conflicto bélico en el país vecino también exhibía un aumento de su ahorro externo—, si bien mantenía esa fuente de ahorro en los noventa, a la vez que fortalecía su ahorro nacional, no arrojaba resultados tangibles en el crecimiento económico. (Véase nuevamente el gráfico 1.)

Costa Rica y la República Dominicana, en contraste, son los únicos países que elevaron consistentemente su ahorro nacional, a la vez que aminoraron su dependencia del ahorro externo como proporción del PIB. Ello ocurrió a partir de 1981 en Costa Rica, tras la crisis de deuda externa que sufrió, y desde 1983 en la República Dominicana. Así, aun cuando estos países tradicionalmente habían tenido un componente importante de ahorro externo, éste no sustituyó al ahorro nacional, sino que más bien lo impulsó. Cabe mencionar que esos son los países que, además, han tenido el mayor éxito en su desempeño económico en términos del crecimiento del PIB.

40/ Nótese que las transferencias unilaterales privadas netas forman parte del ahorro nacional y no del ahorro externo. Sin embargo, como son un flujo externo, se considerarán en el punto 4. de este capítulo como parte del capital internacional que ingresa al país.

b) El ahorro externo como estímulo al ahorro nacional: facilidades y obstáculos

Uno de los elementos que habría frenado el uso más productivo del ahorro externo es que su contraparte, al menos durante un lapso de los años setenta y principios de los ochenta, fue justamente la acumulación de una deuda externa que requería el pago de un servicio. Así, una porción de los recursos externos estaban comprometidos de antemano para cubrir esas obligaciones.

Ahora bien, desde mediados de los ochenta el ahorro externo ha dejado de ocasionar una deuda externa proporcional. En la cuenta de capital han incrementado su peso las transferencias unilaterales oficiales, que no causan deuda externa ni pago de servicios. Consistente con lo anterior, y por efecto también de otros factores como renegociaciones de la deuda, cancelaciones de parte de la deuda por países acreedores, menores tasas de interés internacionales, reducción de déficit fiscales, entre otros, ha caído notablemente la deuda externa como porcentaje del PIB en Centroamérica (de 90.1% del PIB en 1990 a 53.8% en 1995), al igual que su servicio (de 12.7% del PIB en 1990 a 5.2% en 1995). (Véase el cuadro 6.)

El escenario anterior indica que el conjunto de los países ha mejorado sustancialmente su situación de financiamiento externo, pues sus compromisos de pagos al exterior son relativamente pequeños con relación a los recursos externos que reciben. Sólo en Honduras y Nicaragua el peso de la deuda sigue siendo un severo obstáculo al crecimiento y, por tanto, al aumento del ahorro nacional.

En El Salvador y Guatemala no se ha aprovechado esa posible fuente de crecimiento y no se ha dado dicha complementariedad, 41/ y Costa Rica y la República Dominicana son los únicos países analizados que presentan en alguna medida esta complementariedad. Por lo demás, la mayor parte de los países parecen estar enfilados en dirección opuesta a los casos exitosos del Sudeste Asiático. Naciones como la República de Corea ingresaron a un círculo virtuoso entre ahorro externo-ahorro interno que posibilitó financiar inversiones en sectores productores de bienes transables capaces de generar suficientes divisas para cubrir la brecha externa, lo que los llevó eventualmente a pagar la deuda externa del país y los intereses sobre ésta generados. Una vez cumplida la meta, y manteniéndose la dinámica de generación creciente de ahorro interno, pasaron a ser exportadores netos de capitales (CEPAL, 1995a).

Diversos motivos han impedido que se establezca una dinámica vía crecimiento suficientemente estimulante entre el ahorro externo y el nacional en gran parte de la región.

i) Percepción de riesgo. Sin duda, la superación de la situación bélica en El Salvador y Nicaragua, y la mayor estabilidad de las variables macroeconómicas hacia fines de los años ochenta, contribuyeron a que el sector privado comenzara a recuperar la seguridad. Sin embargo, el hecho de que haya habido un retroceso en las finanzas públicas en algunos países en los noventa

---

41/ Ello es especialmente notorio cuando se incluye a Nicaragua junto con los otros cinco países analizados: en este caso el ya bajo ahorro nacional de los países en su conjunto cae de 9.3% del PIB en 1979-1990 a 1.3% en 1991-1994, a la vez que el ahorro externo eleva su peso de 8.5 a 19.7% en el mismo lapso (véase de nuevo el cuadro 5).

Cuadro 6

CENTROAMERICA: INDICADORES DE LA DEUDA EXTERNA

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 a/
								Millones de dólares								
Saldo de la deuda externa pública																
Centroamérica	6,386.7	8,581.6	10,600.7	12,479.5	13,990.6	15,236.1	16,251.8	17,241.0	18,253.2	20,776.2	20,924.4	20,569.6	21,311.5	21,232.7	22,355.8	21,274.8
Costa Rica	1,797.0	2,315.0	2,961.8	3,212.5	3,267.9	3,524.2	3,483.7	3,765.3	3,833.3	3,801.0	3,172.6	3,266.9	3,288.7	3,159.0	3,256.0	3,217.4
El Salvador	1,030.0	1,391.0	1,517.0	1,706.0	1,763.0	1,805.0	1,782.0	1,743.0	1,769.3	2,017.3	2,076.1	2,102.0	2,337.5	1,988.1	2,069.0	2,242.9
Guatemala	764.0	1,148.0	1,431.0	2,007.0	2,377.0	2,536.0	2,517.0	2,465.2	2,340.4	2,456.9	2,487.0	2,403.0	2,251.6	2,085.9	2,160.4	2,107.0
Honduras	970.7	1,161.6	1,551.9	1,766.0	2,220.7	2,434.9	2,709.1	2,997.5	3,090.2	2,760.1	2,572.6	2,485.7	2,627.7	3,012.7	3,246.4	3,465.5
Nicaragua	1,825.0	2,566.0	3,139.0	3,788.0	4,362.0	4,936.0	5,760.0	6,270.0	7,220.0	9,740.9	10,616.1	10,312.0	10,806.0	10,987.0	11,624.0	10,242.0
República Dominicana	2,173.0	2,549.0	2,966.0	3,313.0	3,536.0	3,720.0	3,812.0	3,899.0	3,883.0	4,181.0	4,500.0	4,614.0	4,413.0	4,559.0	3,924.0	4,001.0
Servicio de la deuda externa total																
Centroamérica	759.4	1,272.9	1,641.4	1,606.0	1,617.3	1,846.6	1,890.7	1,615.7	1,811.2	1,400.5	2,952.0	2,332.8	2,468.4	2,337.3	2,048.8	2,044.4
Costa Rica	258.0	419.0	237.0	393.0	318.0	453.0	345.0	274.0	266.0	259.0	1,313.6	362.3	509.0	537.0	494.0	580.1
El Salvador	139.0	301.0	641.0	539.0	481.0	436.0	530.0	424.2	398.8	244.6	312.7	497.0	346.0	332.0	347.0	298.2
Guatemala b/	59.0	133.0	189.0	266.0	417.0	509.0	495.0	396.0	527.3	487.1	694.0	768.0	721.0	584.0	409.0	316.0
Honduras	193.4	227.9	371.4	305.0	322.3	380.6	488.7	496.5	608.1	397.8	614.7	656.5	722.4	690.3	556.8	620.1
Nicaragua b/	110.0	192.0	203.0	103.0	79.0	68.0	32.0	25.0	11.0	12.0	17.0	49.0	170.0	194.0	242.0	230.0
República Dominicana	253.3	288.4	259.2	304.0	247.2	247.9	266.7	317.7	279.1	231.5	245.0	159.8	174.2	201.7	190.0	191.0
								Porcentajes								
Deuda externa pública/PIB																
Centroamérica	31.5	43.4	52.6	58.3	59.8	57.6	72.3	75.9	76.8	81.1	90.1	82.5	75.3	68.3	64.7	53.8
Costa Rica	40.1	85.9	120.8	103.2	89.0	89.8	79.1	83.1	83.1	72.7	55.6	58.0	48.9	41.7	39.2	34.6
El Salvador	28.9	40.2	42.3	42.0	37.8	31.5	45.1	37.7	32.3	34.3	43.7	39.9	39.6	28.8	25.7	23.3
Guatemala	9.7	13.3	16.4	22.2	25.1	22.7	29.9	34.8	29.8	29.4	32.6	25.3	21.5	18.3	16.6	14.2
Honduras	42.3	46.1	59.3	63.8	74.8	75.6	79.6	81.4	66.8	53.4	89.9	82.3	78.7	87.2	96.2	88.8
Nicaragua	88.2	103.7	112.2	156.0	166.4	207.7	250.3	225.0	602.4	997.0	468.0	672.5	585.7	607.6	627.9	534.4
República Dominicana	41.3	44.9	54.4	61.5	96.6	83.1	69.8	70.1	79.6	62.6	64.5	60.3	48.9	46.8	36.4	32.1

/Continúa

Cuadro 6 (Conclusión)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 a/
Servicio de la deuda externa total/PIB																
Centroamérica	3.7	6.4	8.1	7.5	6.9	7.0	8.4	7.1	7.6	5.5	12.7	9.4	8.7	7.5	5.9	5.2
Costa Rica	5.8	15.5	9.7	12.6	8.7	11.5	7.8	6.0	5.8	5.0	23.0	6.4	7.6	7.1	5.9	6.2
El Salvador	3.9	8.7	17.9	13.3	10.3	7.6	13.4	9.2	7.3	4.2	6.6	9.4	5.9	4.8	4.3	3.1
Guatemala	0.7	1.5	2.2	2.9	4.4	4.6	5.9	5.6	6.7	5.8	9.1	8.1	6.9	5.1	3.2	2.1
Honduras	8.4	9.0	14.2	11.0	10.9	11.8	14.4	13.5	13.1	7.7	21.5	21.7	21.6	20.0	16.5	15.9
Nicaragua	5.3	7.8	7.3	4.2	3.0	2.9	1.4	0.9	0.9	1.2	0.7	3.2	9.2	10.7	13.1	12.0
República Dominicana	4.8	5.1	4.8	5.6	6.8	5.5	4.9	5.7	5.7	3.5	3.5	2.1	1.9	2.1	1.8	1.5

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.
a/ Cifras preliminares.
b/ Servicios de la deuda externa pública. Para Guatemala, a partir de 1993 no incluye al Banco de Guatemala.

y que subsistieran recientes focos de tensión política (principalmente en Guatemala), ha retardado en la mayoría de los países el restablecimiento de la plena confianza del sector privado.

ii) Propensión al consumo. La tendencia a consumir una proporción creciente del ingreso y, en buena medida, satisfacer ese consumo vía importaciones (que no estimula la producción nacional), ha representado un considerable obstáculo para iniciar la dinámica positiva ahorro externo-inversiones-crecimiento del PIB-expansión del ahorro nacional. Esta situación es sostenible sólo en casos en que se cuenta con un flujo abundante y constante de capitales externos.

El hecho de que el consumo absorba más recursos que la inversión obedece, en parte, al bajo ingreso por habitante, pero también a la alta propensión al consumo de los estratos de mayor poder económico (salvo en Costa Rica y la República Dominicana, en los demás países el ingreso está altamente concentrado). En dos de los países —Guatemala y Nicaragua— existe un agravante adicional, que es la caída del ingreso real: de 0.6 y 5.5% en 1982 y 1994, respectivamente. En ambos casos aumentó la proporción del ingreso consumido en ese período, pero Nicaragua registra el cuadro más agudo, pues en 1994 el sector privado llegó a consumir más del doble de su ingreso privado disponible. Costa Rica, en cambio, presenta la mayor tasa de crecimiento del ingreso nacional real bruto por habitante y la menor proporción del ingreso consumido por habitante.

Por último, hay que agregar que el apoyo externo mediante las transferencias unilaterales oficiales está en parte condicionado a compromisos de importaciones específicas para el consumo (ayuda alimentaria, entre otros).

iii) Flujo de capitales externos de corto plazo. El abundante flujo de divisas del exterior, su efecto sobre algunas variables macroeconómicas, así como las expectativas de los agentes económicos, también han contribuido a incentivar el consumo.

La respuesta a la cuantiosa entrada de capitales externos ha sido la adopción de una política mixta de esterilización de los recursos externos y de una intervención limitada en el mercado cambiario. No se ha impedido, sin embargo, una cierta sobrevaluación del tipo de cambio y, por ende, el incremento en las importaciones. En rigor, las operaciones de mercado abierto no han podido absorber toda la liquidez generada por la acumulación de reservas, de manera que ello ha incentivado la demanda. A su vez, la sobrevaluación del tipo de cambio ha dado lugar a la valorización de los activos internos, lo cual produce un efecto riqueza que incentiva aún más el consumo (Zahler, 1992; Held y Uthoff, 1995).

iv) Poca profundidad del sector financiero. Las limitaciones del sistema financiero han contribuido al insatisfactorio desempeño del ahorro nacional y también han constituido un desincentivo al ingreso de capitales externos, principalmente de aquellos que buscan colocarse a largo plazo. Prácticamente en todos los países de la región se carece de instrumentos de movilización de ahorro interno de largo plazo.

Por otra parte, los flujos de capitales externos no han ayudado significativamente a profundizar el mercado financiero. Las instituciones financieras han adoptado la costumbre de canalizar préstamos externos con tasas de interés concesionales —que han abundado en estos países—, lo que les resulta más redituable, como forma de financiar sus préstamos, que la captación

de ahorro interno. Entonces, los fondos provenientes del exterior tienden a desincentivar la búsqueda o el estímulo al ahorrador nacional por parte del sistema financiero local.

3. Reforma del sistema financiero y apertura del mercado financiero nacional

A medida que disminuía la "represión financiera" en los ochenta, tendió a elevarse la tasa de interés real a niveles internacionales en los países en desarrollo. Luego, a principios de los noventa, el desplome de la tasa de interés de la Reserva Federal (de 8.1% en 1990 a 3% en 1993) redundó en un diferencial positivo en la tasa de interés de los países en desarrollo, intensificando los flujos de capital extranjero. Estos flujos acentuaron aún más el diferencial al provocar un alza de las tasas de interés domésticas, ya sea a consecuencia de intensas operaciones de mercado abierto a fin de esterilizar los recursos que entraban a los países, o bien por insuficiencias de tales operaciones; en el primer caso, como resultado de la competencia en el mercado financiero por colocar bonos, y en el segundo, debido al mayor ingreso de recursos externos que se traducía en una expansión monetaria, una cierta inflación y, por tanto, un efecto alcista sobre las tasas de interés.

Al mismo tiempo, merced a la abundancia de recursos externos, la variación del tipo de cambio dejó de seguir estrechamente a la inflación. Así, los inversionistas que querían obtener grandes ganancias acudían principalmente a los países con mercados financieros emergentes (por ejemplo, Argentina, Brasil y México), aprovechando las elevadas tasas de interés nominal más el rezago cambiario. Cualquier indicador de devaluación podía provocar la estampida de estos capitales, pues una parte de sus ganancias provenían justamente del rezago cambiario.

Dado que estos flujos son de carácter especulativo, a menudo responden de manera brusca a pequeñas variaciones en las tasas de interés nacionales y no contribuyen en absoluto a su moderación. Por el contrario, los altos costos que ocasionan estos intereses hacen más vulnerables a las carteras de préstamos bancarios, y el mayor porcentaje de carteras vencidas induce a elevar aún más los intereses para atraer capitales que impidan la quiebra de entidades financieras.

Se entra así en un círculo vicioso que vuelve cada vez más frágil al sistema financiero y desincentiva los préstamos a la producción. Ello se debe a que muchas de las transacciones financieras responden a un interés por diversificar portafolios 43/ por parte de entes financieros rentistas, más que a decisiones relacionadas con la esfera productiva.

En varios países centroamericanos la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital generaron la elevación de las tasas de interés. De hecho, en los años noventa la tasa de interés en dólares aumentó, aunque en forma errática, en Costa Rica, El Salvador y Guatemala. Al igual que en las economías emergentes, hubo una sobrevaluación de la moneda y una mayor

---

43/ Flujos de capital de portafolios incluyen colocaciones en bonos y acciones en mercados internacionales y la compra por parte de extranjeros de acciones y diversos instrumentos financieros en el mercado nacional de los países receptores de flujos, en particular, los (muy atractivos) bonos emitidos a través de las operaciones de mercado abierto.

fragilidad del sistema financiero, pero a raíz de las dimensiones estrechas de los mercados financieros y su poca profundidad, estos países fueron polos de atracción muy débiles para el capital especulativo internacional, en comparación con las economías de mercados financieros emergentes. Por ende, estos países no albergaron capitales internacionales fugaces importantes como, por ejemplo, México. Con todo, la respuesta de capitales externos fue dispar; Guatemala y Costa Rica fueron los únicos países que registraron un ingreso de capitales privados de corto plazo de alguna relevancia. Como se apreciará en el siguiente acápite, fue otro tipo de capital el que explica el mayor ingreso de flujos externos a la región.

4. Evolución de los flujos de capital externo 44/

a) Tendencias generales

Los países de la región presentan un contraste notable frente a algunas economías con mercados financieros emergentes, como México y Chile. Se puede apreciar en el gráfico 4 que los países centroamericanos y la República Dominicana han recibido un flujo de capitales externos considerable y con tendencia ascendente desde mediados de los años setenta, además de no haber experimentado cambios muy bruscos.

De 1980 a 1989, mientras México y Chile, entre otros países latinoamericanos, veían secarse sus fuentes de financiamiento externo, Centroamérica y la República Dominicana seguían recibiendo ayuda externa en forma de donaciones o préstamos oficiales, en virtud de los problemas bélicos y situaciones de pobreza crítica, entre otros. Luego, en los momentos en que los flujos externos se dirigieron masivamente a los mercados emergentes, se incrementaron comparativamente menos aquellos destinados a la región estudiada.

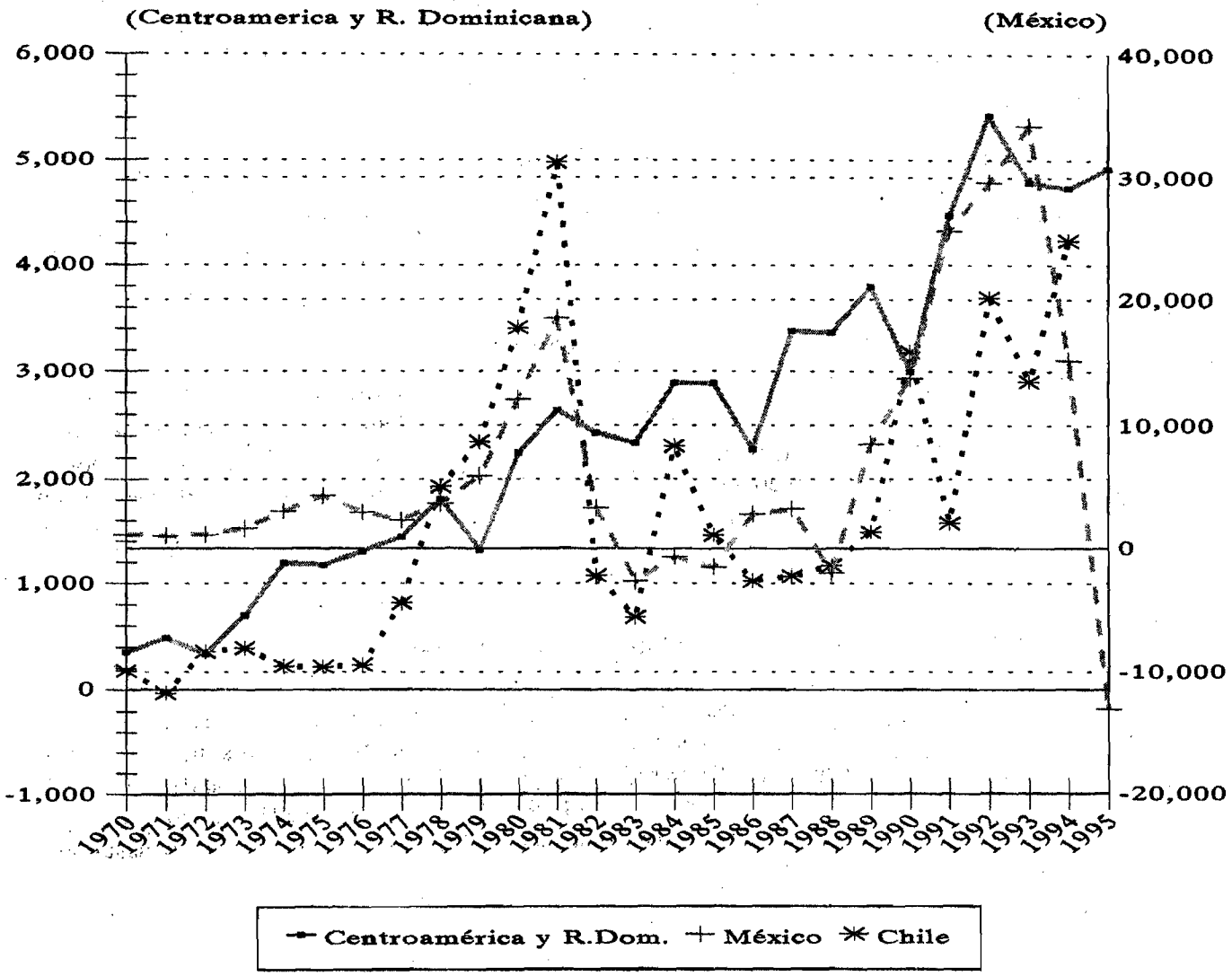
b) Cambio en la composición de los flujos de capital externo

Al igual que el resto de los países en desarrollo, Centroamérica y la República Dominicana experimentaron un cambio muy marcado en la composición de los flujos financieros internacionales. Precisamente, los capitales privados y las transferencias unilaterales privadas pasaron de representar 30% del total de los flujos de capital foráneo en 1979-1990 a 68% en 1991-1994. En contrapartida, los préstamos bilaterales y multilaterales, así como las donaciones, han perdido peso hasta sólo

---

44/ La serie estadística para las distintas variables que componen los flujos externos de capital llega sólo hasta 1994, dado que el Fondo Monetario Internacional (FMI) modificó el formato de presentación de la cuenta de capital de la balanza de pagos a partir de 1995, y dicha clasificación no es compatible con la de los años anteriores.

Gráfico 4
FLUJOS DE CAPITAL a/
(Millones de dólares)



a/ Incluye transferencias unilaterales privadas

significar 32% en 1991-1994, en contraste con 70% en el período anterior. (Véase el cuadro 7.) 45/ La entrada de capitales por inversión en cartera, a su vez, fue muy limitada si se compara con lo ocurrido en las economías emergentes. Hacia mediados de los años noventa, sólo Costa Rica y Guatemala habían colocado bonos en el mercado financiero internacional. Guatemala emitió el equivalente a 60 millones de dólares en bonos en 1993 y Costa Rica 50 millones en 1994. 46/

Aun haciendo abstracción de los flujos de inversión de cartera, la región todavía presenta una desventaja como receptora de inversión extranjera directa (IED) respecto de los demás países de América Latina y el Caribe. En efecto, mientras que el flujo de la IED a la región latinoamericana creció 38.6% promedio anual 47/ entre 1990 y 1993, la IED destinada a estos países lo hizo a una tasa de 19.2% promedio anual (CEPAL, 1997). 48/ Ahora bien, como se verá más adelante, la naturaleza de esta IED en los países estudiados, a diferencia del tipo de IED que llegó a México, Argentina y Brasil, compensa hasta cierto punto su menor dinámica.

i) Los capitales oficiales. Los flujos oficiales a la región (incluyendo las transferencias unilaterales oficiales) explican el 53.5% del total de flujos de capitales entre 1970 y 1994. (Véase de nuevo el cuadro 7.) 49/ Se aprecia un cambio profundo en la composición del capital foráneo a partir de 1979 y nuevamente en 1991. (Véase el gráfico 5.) En los períodos 1970-1978 y 1991-1994 predomina el ingreso de capital privado, mientras que en 1979-1990 se impone el capital oficial.

El capital oficial cambia de naturaleza en la región. Los préstamos de carácter oficial fueron sustituidos por las transferencias oficiales unilaterales a partir de principios de los ochenta, lo cual tiene efectos positivos pues no abulta la deuda externa del país; pero también negativos, al estimular más el consumo que el ahorro. Así, los préstamos oficiales se redujeron a niveles muy bajos en los años noventa y el acceso a préstamos oficiales de largo plazo fue prácticamente nulo. (Véase de nuevo el cuadro 7 y el gráfico 6.)

ii) Flujo de capitales privados

1) Capitales de corto plazo. Existe una amplia literatura (Calvo, Liederman y Reinhart, 1993 y 1996; Kuczynski, 1993; Hernández y Rudolph, 1995; French-Davis y Griffith-Jones, 1995, entre otros) sobre los determinantes de los grandes flujos de capitales de corto

---

45/ Si se excluye a Nicaragua del conjunto de países, las cifras referidas cambian de la siguiente manera: el capital privado y las transferencias unilaterales privadas se elevan de 42% en 1979-1990 a 85% en 1991-1994, y el capital oficial y las transferencias unilaterales oficiales pasan de 58 a 15% en el mismo período.

46/ CEPAL (1996c).

47/ Si se suma a la IED la inversión de cartera, el incremento es de 60% promedio anual entre 1990 y 1994 (Vera-Vassallo, 1996).

48/ No existen datos sobre la IED en algunos países centroamericanos para años posteriores a 1993.

49/ La República Dominicana constituye una excepción y no recibe capital oficial en cantidades significativas.

Cuadro 7

CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA:
FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO

	1970–1994	1970–1978	1979–1990	1991–1994
		Millones de dólares		
Total de flujos decapital	2,431.4	978.8	2,713.7	4,853.0
Capital oficial y transferencias oficiales	1,267.6	343.4	1,928.4	1,364.6
Capital oficial	818.9	316.9	1,362.3	318.4
Largo plazo	546.7	283.4	924.1	7.0
Corto plazo	272.2	33.5	438.2	311.4
Transferencias unilaterales oficiales	448.7	26.5	566.1	1,046.3
Capital privado y transferencias privadas	1,163.8	635.4	785.3	3,488.4
Capital privado	593.3	458.2	269.5	1,868.4
Largo plazo	436.8	409.4	354.1	746.6
Inversión directa	294.8	186.3	282.3	576.6
Corto plazo a/	156.5	48.9	−84.6	1,121.8
Transferencias unilaterales privadas	570.5	177.1	515.8	1,620.0
		Estructura porcentual		
Total de flujos decapital	100.0	100.0	100.0	100.0
Capital oficial y transferencias oficiales	52.1	35.1	71.1	28.1
Capital oficial	33.7	32.4	50.2	6.6
Largo plazo	22.5	29.0	34.1	0.1
Corto plazo	11.2	3.4	16.1	6.4
Transferencias unilaterales oficiales	18.5	2.7	20.9	21.6
Capital privado y transferencias privadas	47.9	64.9	28.9	71.9
Capital privado	24.4	46.8	9.9	38.5
Largo plazo	18.0	41.8	13.0	15.4
Inversión directa	12.1	19.0	10.4	11.9
Corto plazo a/	6.4	5.0	−3.1	23.1
Transferencias unilaterales privadas	23.5	18.1	19.0	33.4

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

a/ Incluye errores y omisiones.

Gráfico 5

CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMICANA
COMPOSICION DE FLUJOS DE CAPITAL

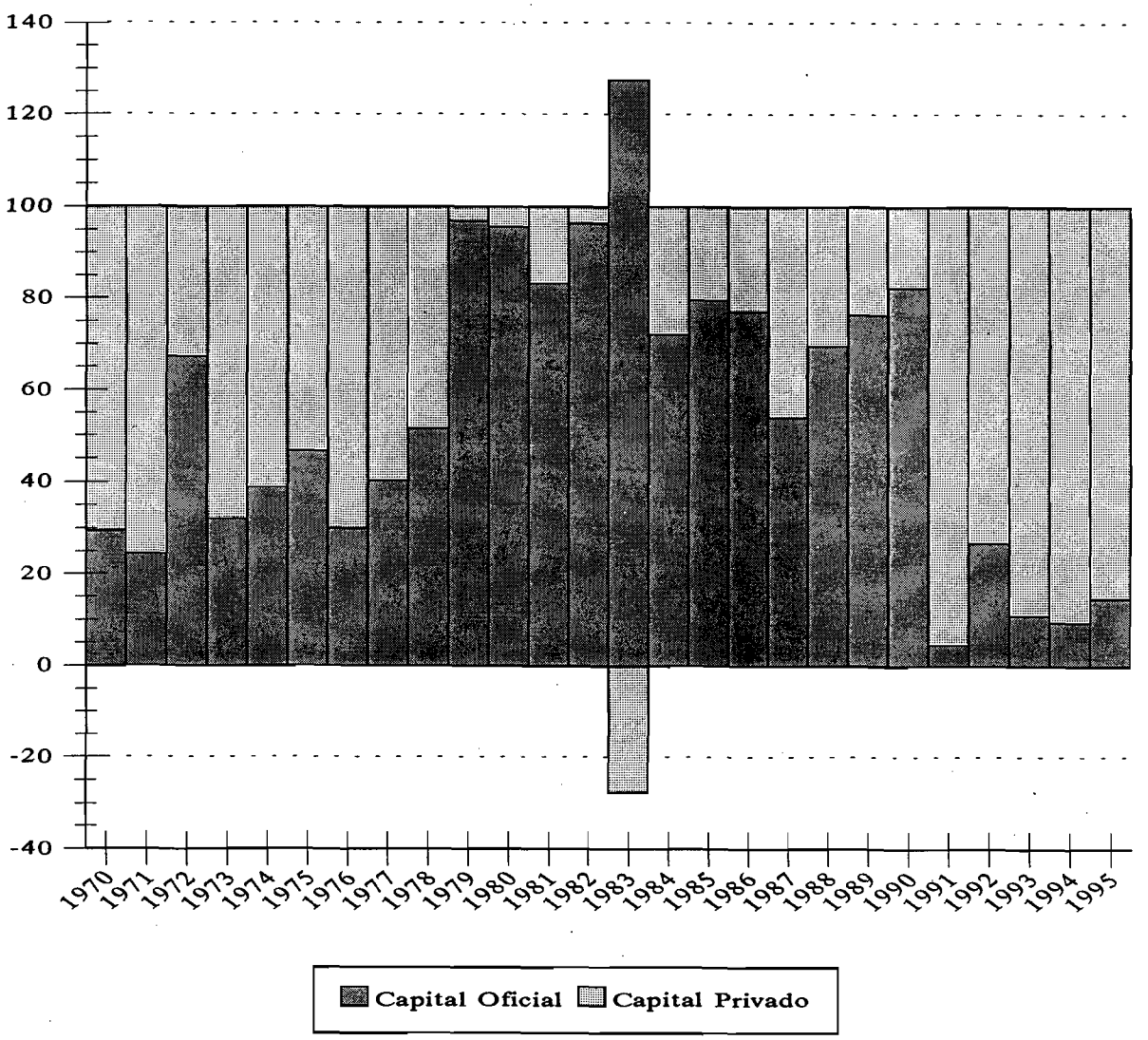
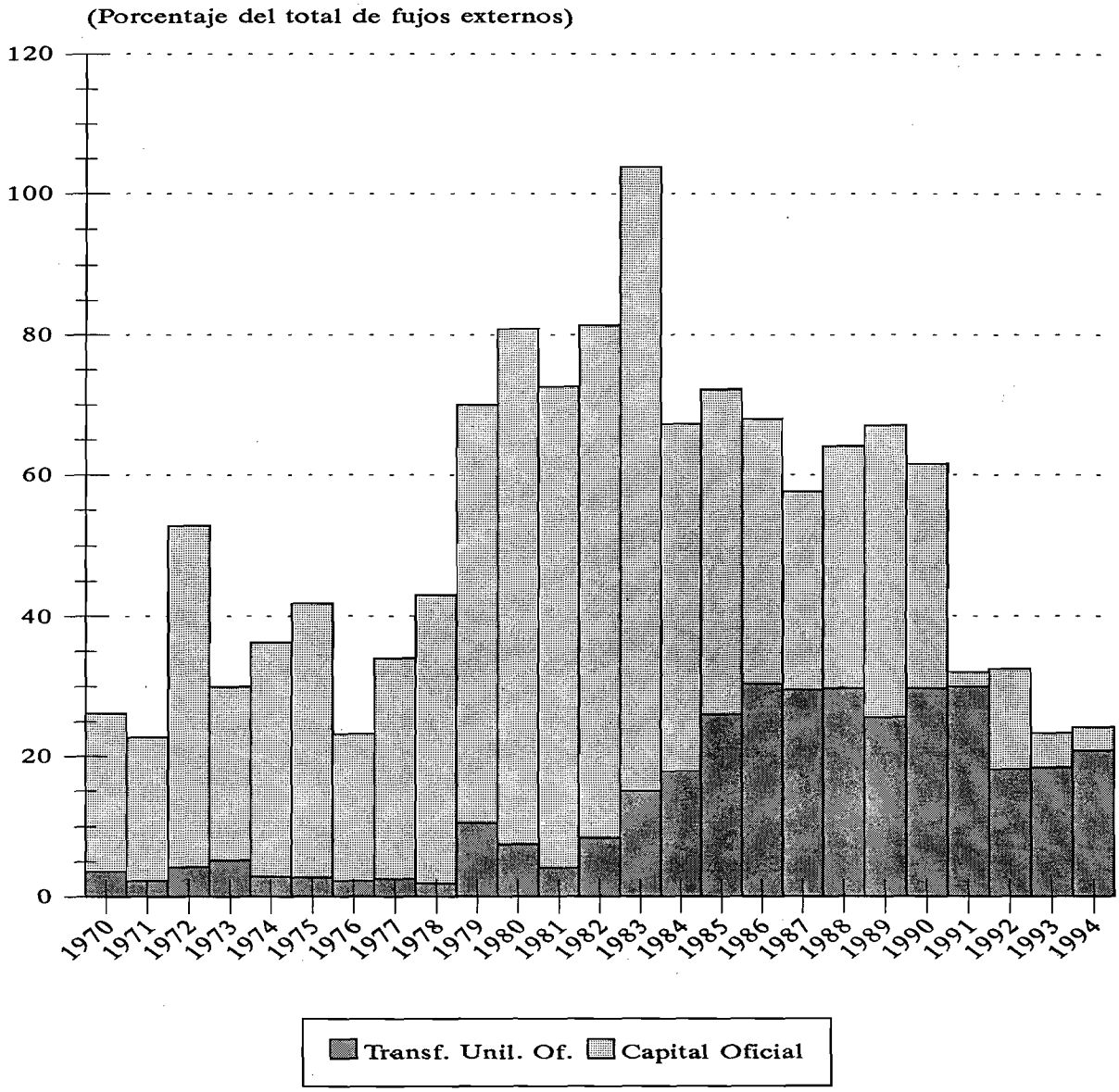


Gráfico 6
CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA
CAPITAL OFICIAL Y TRANSFERENCIAS UNILATERALES OFICIALES



plazo que se dirigieron a los países emergentes en el período reciente. Entre los factores de impulso externo que dieron lugar al mencionado flujo de capitales se cuentan la merma de la actividad económica de los países industriales, la caída en las tasas de interés en esos países, la desregulación del sistema financiero en las naciones industrializadas y la gran diversificación de instrumentos financieros que ésta ocasionó (fondos mutuales, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.). Entre los factores internos de las economías emergentes que atrajeron el mencionado capital sobresalen la liberalización financiera y la estabilidad macroeconómica, en particular respecto de la inflación y el menor desequilibrio fiscal.

La región también experimentó una sustitución de capital de largo plazo por capital de corto plazo. (Véase el gráfico 7.) Los flujos de capital de largo plazo cayeron fuertemente a partir de 1981, debido principalmente a la falta de acceso a préstamos bancarios y otros capitales de largo plazo. Hacia fines de los ochenta, pero sobre todo a principios de los noventa, capitales de corto plazo de alguna importancia se dirigieron a algunos países.

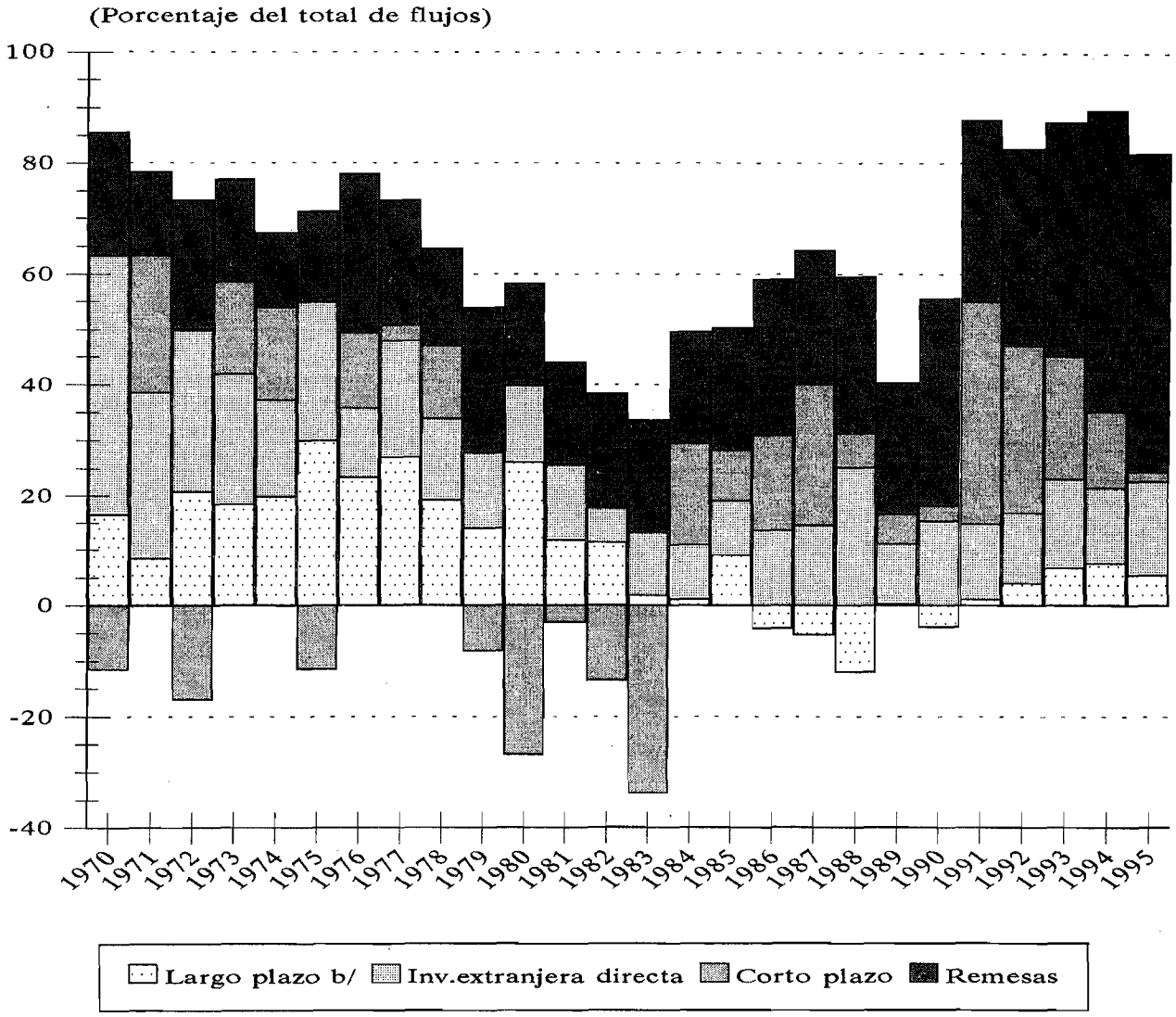
A diferencia de las economías emergentes de mayor tamaño, los factores internos que probablemente influyeron más para atraer capitales de corto plazo en los países centroamericanos fueron la pacificación del área, una mayor estabilidad macroeconómica, la liberalización del sector financiero y la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

En comparación con los capitales atraídos por economías como la mexicana, el perfil del capital extranjero privado de corto plazo que llegó a los países de la región es diferente. (Véase el gráfico 8.) En general, consistió en repatriación de capitales de los propios ciudadanos que, dependiendo de las señales del mercado financiero nacional, deciden mantener fuera o reingresar sus capitales. Esto contrasta con los capitales de países industrializados de grandes magnitudes que eran atraídos por países emergentes en busca de mejores rendimientos internacionales. También asumieron cierta relevancia en las naciones estudiadas los préstamos de proveedores.

El papel de la tasa de interés es un elemento significativo para completar el panorama del ingreso de capital de corto plazo. Si existe un marco macroeconómico relativamente confiable y, sobre todo, estabilidad del tipo de cambio, en el corto o mediano plazo el inversionista extranjero se interesará por la tasa de interés nominal en dólares (es decir, la tasa de interés nominal, restándole la devaluación). Eso explica que, por ejemplo, en El Salvador, donde la tasa de interés real llegó a ser negativa en 1993 pero con estabilidad del tipo de cambio, el flujo de capitales externos fue notable debido al diferencial de tasa de interés nominal con el mercado internacional.

En el gráfico 9 se muestra la relación entre el ingreso de capital de corto plazo y la tasa de interés nominal en dólares. En todos los países de los que se obtuvo información se advierte que una caída en el ingreso de capital de corto plazo antecede a una caída drástica del indicador de tasa de interés (y no al revés, como podría esperarse), esta última causada típicamente por una devaluación. Después se restaura el flujo de capital de corto plazo conforme se recupera la tasa de interés en dólares, y también la confianza. La tasa de interés nominal en dólares parece tener influencia sobre los flujos de capital en los períodos en que el factor de riesgo es bajo, pero no cuando los agentes económicos perciben una sobrevaluación significativa del tipo de cambio y la inminencia de una devaluación. El indicador de un eventual ataque especulativo contra la moneda nacional es un deterioro de la balanza en cuenta corriente, lo cual puede dar inicio a la reversión de

Gráfico 7
CENTROAMERICA Y REPUBLICA DOMINICANA a/
COMPOSICIÓN DEL CAPITAL PRIVADO



a/ Se excluye Nicaragua
b/ El capital privado de largo plazo no incluye la inversión extranjera directa.

Gráfico 8
COMPOSICION DEL CAPITAL PRIVADO
(Porcentaje del total de flujos)

Gráfico 10.1
COSTA RICA

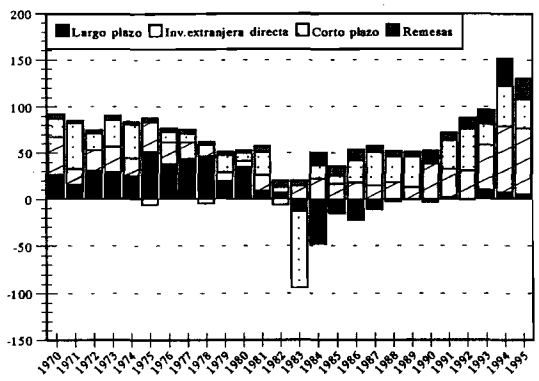
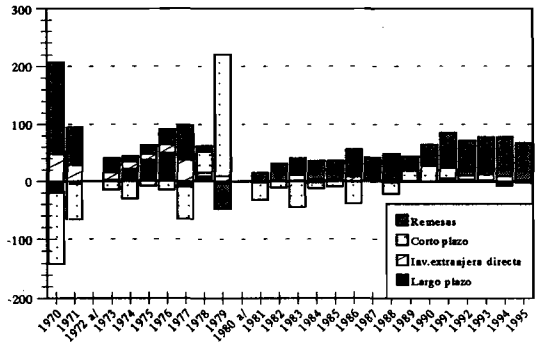
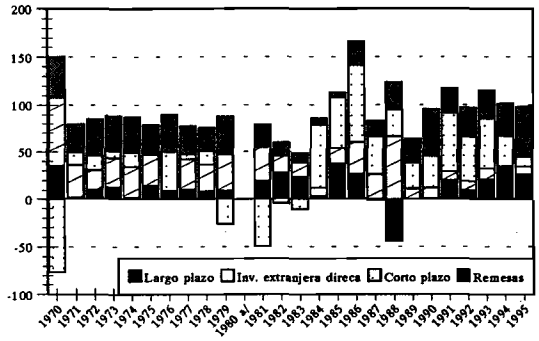


Gráfico 10.2
EL SALVADOR



a/ No se incluyen datos, pues la fuga de capitales fue tal que modifica la escala del gráfico haciendo ilegible el resto de los años.

Gráfico 10.3
GUATEMALA



a/ No se incluyen datos, pues la fuga de capitales fue tal que modifica la escala del gráfico de manera que lo hace ilegible para otros años.

Gráfico 10.4
HONDURAS

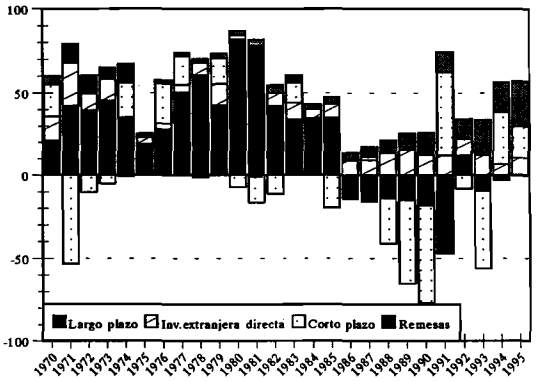
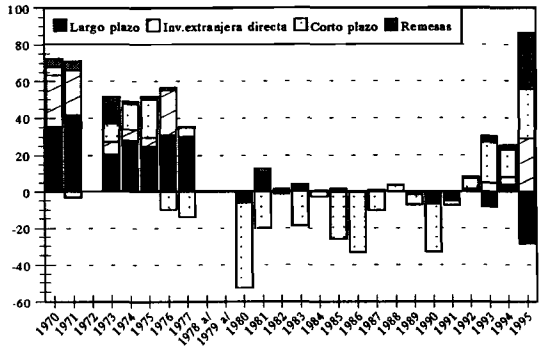


Gráfico 10.5
NICARAGUA



a/ No se incluyen datos, pues la fuga de capitales fue tal que modifica la escala haciendo ilegibles los demás años.

Gráfico 10.6
REPUBLICA DOMINICANA

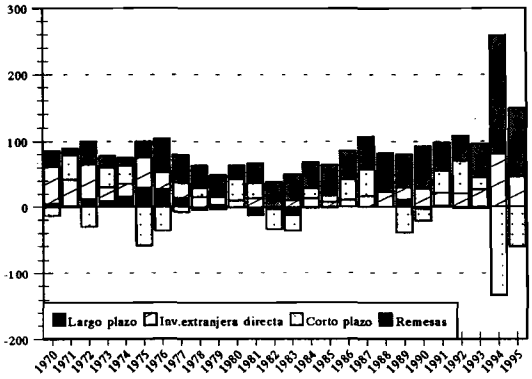


Gráfico 9
FLUJOS DE CAPITAL Y TASAS DE INTERES
(Porcentajes)

Gráfico 11.1
COSTA RICA

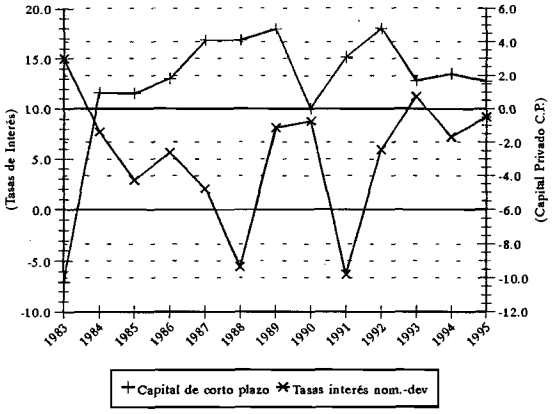


Gráfico 11.2
EL SALVADOR

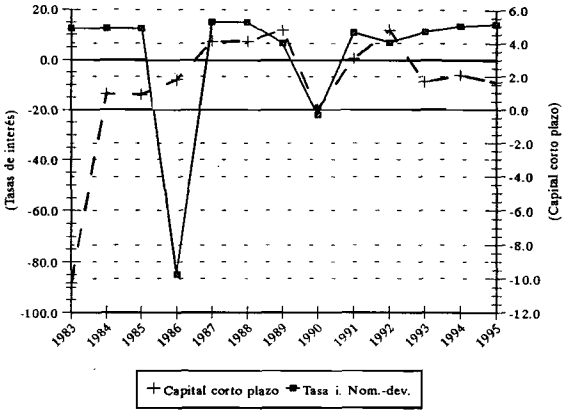


Gráfico 11.3
GUATEMALA

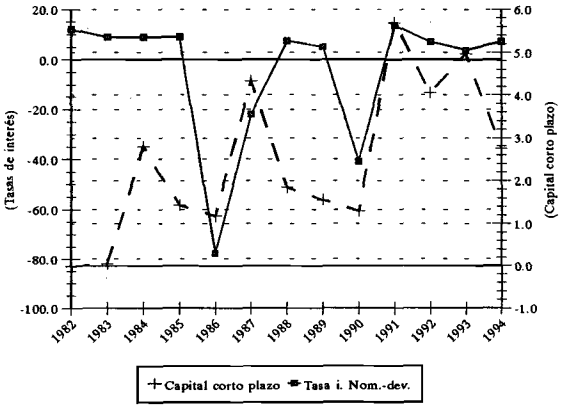
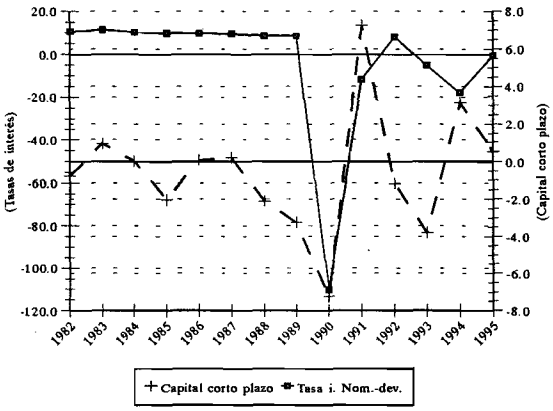


Gráfico 11.4
HONDURAS



los flujos de capital internacional antes de que se produzca la devaluación y la reducción de la tasa de interés en dólares (Agenor y Montiel, 1996).

2) Capital de largo plazo. Los préstamos de largo plazo se redujeron mucho a partir de la crisis económica de principios de los años ochenta, y desde entonces ha sido la IED la que conforma la mayor parte de los capitales extranjeros de largo plazo que ingresan a la región. Así, se incrementó su participación de 45% en 1970-1978 a 80 y 77% en 1979-1990 y 1991-1994, respectivamente. (Véase de nuevo el cuadro 7.) Ello respondió a la contracción de los préstamos de largo plazo, pero también a un aumento real de la IED (de 186.3 millones de dólares promedio anual entre 1970 y 1978, a 576.6 millones de dólares promedio anual entre 1991 y 1994; véase de nuevo el cuadro 7). El movimiento de la IED fue resultado de programas especiales de incentivos a ese tipo de inversiones: creación de zonas francas, trato fiscal especial, régimen de importaciones temporales, estímulos a las exportaciones no tradicionales, entre otros. A ello súmese el atractivo que representa la cercanía del área al mercado de los Estados Unidos, el tratamiento especial que ha otorgado este país a las importaciones provenientes de la subregión (por ejemplo, mediante la Iniciativa de la Cuenca del Caribe y el régimen de maquila) y, por último, la mano de obra comparativamente barata. Además, aunque Centroamérica y la República Dominicana han sido bastante abiertos al ingreso de capital externo, esa apertura no siempre estaba reglamentada, y en los años noventa se han hecho progresos en este sentido, particularmente en materia de trato nacional al inversionista extranjero, compensación justa ante expropiación, libre convertibilidad de la moneda y repatriación de utilidades.

Aunque la región, al igual que los demás países de América Latina, experimentó una contracción de la IED en la primera mitad de los años ochenta, al reanudarse este flujo en la segunda mitad de esa década, su papel fue más productivo que el de la IED en las economías latinoamericanas con mercados financieros emergentes. En estos últimos países la IED recuperó ímpetu principalmente a través del canje de deuda externa por capitales, y luego participando en las privatizaciones de grandes empresas estatales. En Centroamérica y la República Dominicana, en cambio, la IED no interrumpió su inversión fresca, la que se concentró en la maquila y el sector turismo. Aunque se registraron privatizaciones en los países tratados, a diferencia de lo ocurrido en otros más grandes, prácticamente no hubo participación del capital extranjero en esas operaciones, lo cual indica que la IED se interesa sobre todo en el mercado externo de estas economías (maquila, turismo, etc.) y no tanto en el interno. A la vez, los *swaps* de deuda externa fueron limitados; Costa Rica constituye el caso más importante, pues la deuda externa descendió 5% por esta vía.

3) Las transferencias unilaterales privadas. Se trata principalmente de las remesas de los trabajadores que viven en el exterior. En El Salvador este flujo ha llegado a representar el 12% del PIB. En la República Dominicana, si bien las remesas alcanzan un porcentaje menor del PIB que en El Salvador, su monto también es muy relevante (alrededor de 4% en los últimos años). En buena medida, de la permanencia de estos flujos depende la viabilidad de economías como la salvadoreña, en las que el ahorro interno ha llegado a niveles muy bajos. (Véase de nuevo el cuadro 1.) Algunos consideran que la permanencia de esos flujos es dudosa y que tarde o temprano tenderán a disminuir sustancialmente (Rivera Campos, 1996b). Por otra parte, las remesas se canalizan al ahorro sólo en una proporción muy pequeña: 6% en El Salvador, 4% en Guatemala y 11% en Nicaragua en 1990 (CEPAL, 1993). Por consiguiente, su posible carácter efímero y la

extrema dependencia del país de ellas requiere un mayor esfuerzo por dedicarlas al ahorro y a actividades productivas (Siri, 1996).

5. Sostenibilidad del flujo de capital externo

a) Los pros y los contras del flujo de capitales de los años noventa

La liberalización de los flujos financieros ha facilitado la mayor integración de los países en desarrollo al mercado mundial y la ampliación de su ahorro externo. De hecho, la comparativamente mayor apertura de los países estudiados en relación con otros en desarrollo estimuló el ingreso, desde los años setenta, de un capital internacional que ha ayudado a expandir las actividades exportadoras, a generar empleos en ese ámbito y a introducir una modernización productiva. Asimismo, tras un largo período recesivo, el mayor ingreso de capitales en los años noventa estimuló el crecimiento económico en Centroamérica y, en menor medida, en la República Dominicana.

Dado el importante papel que han tendido a jugar los flujos de capitales externos, su sostenibilidad en el tiempo adquiere especial importancia para la viabilidad del modelo económico actual en Centroamérica y la República Dominicana. En este sentido, las características de los flujos externos en los noventa son dignas de atención, particularmente por el insuficiente vínculo entre estos flujos y la inversión productiva y, por tanto, su potencial volatilidad.

El ingreso repentino y masivo de estos flujos suele causar una serie de problemas que a la postre los hace insostenibles (por ejemplo, el llamado "mal holandés", que redunda en una sobrevaluación de la moneda nacional y una desindustrialización potencial). Frente al ingreso de estos abundantes fondos del exterior, los países latinoamericanos han utilizado distintas estrategias (Titelman y Uthoff, 1994).

Una de las políticas adoptadas ha sido permitir su ingreso y la consiguiente ampliación de las reservas internacionales. Además, no se ha intentado controlar la liquidez provocada por el aumento de las reservas, y se ha mantenido fijo el tipo de cambio nominal. Este ha sido el caso de Argentina, por ejemplo. La apuesta de esta ruta es que una liberalización comercial simultánea debiera inducir a una elevación de las importaciones tal que se evite un incremento desmedido de la base monetaria, las presiones inflacionarias y la apreciación del tipo de cambio real.

Ahora bien, la política más usada para evitar las distorsiones macroeconómicas provocadas por el ingreso de capitales ha sido la esterilización de dichos fondos a través de operaciones de mercado abierto. 50/ Así, la liquidez generada por la acumulación de reservas internacionales se neutraliza mediante la venta de bonos en el mercado financiero, lo cual también atenúa las presiones que puede ejercer sobre la inflación y el tipo de cambio real. Sin embargo, la emisión de bonos

---

50/ Una esterilización sólo parcial de los recursos externos recibidos conlleva el riesgo de generar mayores créditos que en mercados financieros recientemente liberados daría lugar a una cartera de mayor riesgo, así como eventual crisis bancaria por excesiva cartera vencida (FMI, 1995b).

puede acarrear problemas al ingresar a un mercado financiero pequeño, elevando las tasas de interés y el consiguiente déficit cuasifiscal del banco central. Ello, a su vez, puede generar mayor atracción de capital externo, primordialmente de corto plazo. Al subir las tasas de interés aumentará también el servicio de la deuda interna del sector público, agravando el déficit fiscal. El costo para el sector público es aún mayor, pues tiene que pagar tasas de interés nacionales (sobre los bonos) superiores a las internacionales (tasa de interés que recibe el banco central por el depósito de las reservas internacionales en bancos extranjeros), abultando el déficit cuasifiscal y acentuando la fragilidad de las cuentas públicas. Más grave aún, las altas tasas de interés que resultan del proceso de esterilización operan en contra de la selección de proyectos productivos. En este caso, liberalización y apertura se oponen a sus objetivos iniciales, o sea, canalizar mayores recursos hacia la actividad productiva.

La falta de conexión entre los flujos de capital y la inversión real, por su parte, también plantea problemas con relación a la sostenibilidad de los flujos. Primero, esos recursos pueden usarse para el consumo en lugar de la inversión, lo que explica que en algunos países haya disminuido el ahorro interno en lugar de retroalimentarse con el mayor ahorro externo. El segundo problema es que los capitales externos se utilicen en actividades productivas que no generen divisas. En este caso, no se obtienen los recursos necesarios para pagar el servicio de la deuda externa, y el ahorro externo no logra evadir la restricción externa en forma perdurable. Finalmente, dedicar los flujos internacionales a la inversión real automáticamente convierte el ingreso de capital en uno de largo plazo, pero si se queda en un circuito financiero especulativo (vg., el mercado secundario de papel monetario), se acentúa su volatilidad (Hernández y Rudolph, 1995).

b) Políticas para contribuir a la sostenibilidad de los capitales externos

Existe un intenso debate acerca de las mejores políticas para evitar la volatilidad de los flujos de capitales extranjeros, aunque de hecho se pueden identificar varios elementos internos que ayudan a hacer más sostenible estos flujos.

i) Una política que permita mantener ciertos equilibrios macroeconómicos. Así, una política fiscal que evite grandes déficit en el sector público y eluda excesivas presiones sobre la tasa de interés, que normalmente atrae capitales fugaces, es de suma utilidad para establecer condiciones establemente atractivas para el capital extranjero (pero no es suficiente, como lo muestra el caso mexicano).

ii) Se necesita fortalecer el mercado financiero local a fin de que ingresen capitales de largo plazo. Un prerrequisito para que tal mercado inspire confianza es que el sistema bancario funcione bien y que mejore la supervisión. A su vez, para que esta supervisión sea eficaz, los bancos deben aplicar normas contables uniformes y se debe investigar la veracidad de los datos contables que presenta el banco (Rojas-Suárez y Weisbrod, 1996). De todas formas, la supervisión tiene una eficacia limitada porque es difícil contar con toda la información y también es imposible prever todos los potenciales riesgos que enfrentan las instituciones financieras (véase Griffith-Jones, 1996).

iii) Con objeto de evitar los retiros masivos de capitales del sistema financiero, es posible exigir altos encajes legales sobre los fondos que ingresan del exterior, lo cual garantiza la liquidez del sistema financiero ante esta posible contingencia. En Chile, por ejemplo, se ha aplicado esta estrategia exigiendo encajes elevados sobre los flujos del exterior e impidiendo que éstos se utilicen en su totalidad durante un período determinado (Titelman y Uthoff, 1994). Esto, sin embargo, tiene un costo financiero para los bancos, en especial para aquellos que sin necesidad de esta medida cuentan con suficiente liquidez (Rojas-Suárez y Weisbrod, 1996). Una política de cambio flexible permite limitar el costo para el banco central de una salida de capital. En este caso también es probable que se incorpore una prima de riesgo en la tasa de interés necesaria para atraer capital.

iv) También puede aumentarse la relación capital/activos de los bancos por sobre los niveles exigidos por el Convenio de Basilea, aunque ello conlleva costos adicionales.

v) Puede encarecerse el endeudamiento en el extranjero, y por tanto desalentar aquel de corto plazo, a través de un impuesto a los flujos de capital, que es la solución propuesta por Tobin. Ello, al igual que algunas de las alternativas anteriores, aumenta el costo de la cobertura del riesgo cambiario (*hedging*) para las empresas que importan o exportan.

vi) Otra política, aplicada por Chile, y de gran efectividad en ese país, ha sido el incentivo selectivo a la salida de capitales. Para ello se ha flexibilizado el proceso de inversiones de empresas nacionales en el exterior, se ha autorizado a la Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) a invertir en instrumentos de bajo riesgo en el exterior, y se ha reducido el plazo para remitir los capitales atraídos por las operaciones de conversión de la deuda externa (Titelman y Uthoff, 1994).

Dada la imperfección de los instrumentos mencionados, cada país tendrá que manejar más de uno para mantener la tranquilidad de su mercado financiero. En Centroamérica y la República Dominicana, 51/ a medida que ha progresado la liberalización financiera, se ha reforzado la supervisión bancaria en los años noventa, no siempre con pleno éxito, 52/ y en algunos casos se ha aplicado una tasa de encaje legal mayor para los depósitos en dólares (Costa Rica). El sistema bancario aún necesita ser reforzado en la mayoría de los países y la aplicación del Convenio de Basilea no se ha concretado plenamente en muchos de ellos.

51/ La falta de regulación en la República Dominicana determinó que proliferaran las entidades bancarias antes de 1991, hasta superar la cifra de 1,000.

52/ En Honduras la separación del Banco Central de la Superintendencia de Bancos, encargada de la supervisión bancaria, ha dado lugar a ciertas irregularidades en el sector financiero.

IV. AHORRO Y FINANCIAMIENTO DE LAS FAMILIAS DE BAJOS RECURSOS

1. Introducción

Numerosas capas poblacionales de los países centroamericanos y de la República Dominicana obtienen escasos o ningún servicio del sector financiero a sus requerimientos de ahorro y crédito. Esto responde en general a la segmentación de los mercados financieros, lo que no contribuye a combatir la pobreza en estos países, sino que es un factor potencial de su incremento.

Conforme a la evidencia disponible en los países mencionados y en diferentes experiencias internacionales, esos problemas no se resuelven sólo mediante reformas para liberalizar, desregular y privatizar las instituciones y mercados financieros. Al mismo tiempo, la literatura especializada y la experiencia de los países centroamericanos y de la República Dominicana muestran que las instituciones financieras populares representan, bajo ciertas condiciones, una opción eficaz para atender las diferentes necesidades de las micro y pequeñas empresas, trabajadores de subsistencia, así como ahorro, pensiones y vivienda.

Con miras a desarrollar este argumento, en la primera parte de este capítulo se revisa en forma crítica la evolución seguida por los enfoques sobre financiamiento popular. En principio, la tendencia dominante ha sido prestar mayor atención al papel de los sectores financieros formales en los procesos de ajuste estructural instrumentados en la región, por lo que se hace necesario precisar en este documento el marco analítico propio de las instituciones de financiamiento popular. En el título 3. se analizan las instituciones dedicadas a captar y movilizar el ahorro popular en Centroamérica y la República Dominicana, mediante el estudio de las experiencias, dificultades y perspectivas de las instituciones financieras populares, enfatizando los casos ilustrativos de Costa Rica y El Salvador.

2. Los enfoques sobre el ahorro y crédito de las familias de bajos recursos y microempresas

Desde los años cincuenta, los enfoques sobre el financiamiento en los sectores pobres y su relación con las estrategias de combate al desempleo y la pobreza en el que se inscriben, han venido evolucionando a escala mundial y en Centroamérica.

Entre los cincuenta y comienzos de los ochenta prevaleció en el plano internacional el enfoque orientado a sostener que lo fundamental en el financiamiento de las poblaciones pobres era facilitarles el acceso a créditos en condiciones "blandas", tanto por lo que se refiere a tasas como a plazos y condiciones.

De este enfoque se presentaron dos versiones: la primera, a la que se denomina "tradicional", privilegiaba el papel de los bancos públicos de desarrollo y los programas especiales de crédito con políticas para aplicar selectivamente fondos subsidiados. La segunda cencepción, desarrollada desde fines de los setenta, seguía apoyándose en el principio de canalizar crédito subsidiado pero procurando movilizar los fondos mediante entidades privadas en lugar de bancos

públicos de desarrollo, con la hipótesis de que dichas entidades privadas cumplirían más adecuadamente la función de facilitar el crédito y recuperarlo.

Sin embargo, según distintos críticos de este enfoque ambas versiones no lograron los objetivos deseados. 53/ La conclusión general de Von Pischke es que las distintas insuficiencias detectadas en la aplicación de este enfoque provenían de la deficiente perspectiva analítica sobre el desarrollo financiero en la que se basaba (y no en errores en la implementación de los esquemas).

a) Enfoque de financiamiento popular como intermediación financiera completa y con orientación de mercado

A partir de esas críticas surgió una perspectiva analítica alternativa que concibe el financiamiento como intermediación financiera completa. Esto implica incluir la captación de depósitos y ahorros financieros así como su movilización hacia la aplicación crediticia, todo ello operado en una lógica de mercado, pero atendiendo a las condiciones de la población objetivo a la que sirve el financiamiento. Este enfoque se inscribe en el marco de las estrategias de reformas económicas orientadas hacia una desregulación y liberalización de los mercados, la privatización de las relaciones económicas y la apertura de las economías nacionales al mercado mundial.

Dicho planteamiento se inspiró en diversas experiencias de financiamiento popular realizadas exitosamente en varios países en desarrollo. Entre éstas destaca la del Banco Grameen, llevada a cabo desde 1976 en Bangladesh bajo el liderazgo del profesor Yunus, entidad que en 1993 contaba con más de 1,600,000 usuarios. Asimismo, en diversos centros académicos y organismos internacionales se elaboraron nuevos marcos analíticos para conceptuar la naturaleza y determinantes del financiamiento popular desde la perspectiva de este enfoque. Sobresalen en ese sentido los trabajos de Dale W. Adams en la Universidad de Ohio y J. D. Von Pische en el Banco Mundial (Adams et al., 1990). Esa visión tuvo una fuerte influencia en las estrategias aplicadas recientemente por organismos internacionales, gobiernos e instituciones de los países centroamericanos y en la República Dominicana.

Los temas principales de esta visión del financiamiento popular pueden sintetizarse del modo siguiente.

i) En primer lugar, resalta la consideración de ese financiamiento en forma integrada, articulando la captación del ahorro con su movilización para satisfacer las necesidades de financiamiento de las poblaciones objetivo. Se recuperan así las más viejas tradiciones del financiamiento popular, como las diversas modalidades de ahorro y préstamo revolvente. 54/ Asimismo, se enfatiza la sostenibilidad del financiamiento. Se argumenta que los principios de la

---

53/ Banco Mundial (1989a); Von Pischke (1990); González Vega (1993), y Loria (1996).

54/ En Mansell, 1995, se señala que J. D. Von Pischke acuñó el acrónimo ROSCA (*Rotative Saving and Credits Association*) para conceptuar este tipo de relaciones financieras populares. Análisis sobre diversas experiencias de este tipo de asociaciones se encuentran en el texto de Mansell, así como en Von Pischke (1996) y Banco Mundial (1989a).

metodología de servicios financieros a los pobres son los mismos que los de cualquier sistema financiero e implican una perspectiva de mercado, lo que significa centrarse en la prestación de servicios financieros dejando de lado las consideraciones filantrópicas o asistenciales.

ii) Esto se vincula con un segundo tema, el reconocimiento de que las familias de bajos recursos y las microempresas tienen capacidad de ahorro. Este ahorro no consiste sólo en el que se conserva en forma de instrumentos financieros, sino que comprende las diversas formas que los individuos de estos sectores utilizan para preservar recursos hacia el futuro, aunque eso no les genere ingresos en forma de intereses, incluyendo la conservación de dicho ingreso en especie, otorgar préstamos a otros como forma de ahorro, etc.

iii) Una cuestión más se refiere a las tasas de interés, los costos de transacciones y el acceso a la información. Con respecto a las tasas de interés se sostiene que una sana intermediación debe generar tasas competitivas. Dichas tasas serían normalmente elevadas dados los riesgos que acarrea este tipo de financiamiento y porque además se habrían eliminado los subsidios. Sin embargo, parte de este mayor costo se compensa por el menor costo de transacción que se tiene respecto de los que enfrenta, por ejemplo, la banca comercial en operaciones similares. Esto se explica tanto por la proximidad relativa del prestamista y el prestatario como por la simplificación de los trámites y la reducción de los tiempos para asignar los créditos. De todas formas, la administración de riesgos es más compleja que en el mercado financiero regular. Así, la solvencia de los deudores y el pago de los créditos se pueden vigilar mejor por conducto de las redes de relaciones comunitarias, que proveen mayor información y capacidad de control social sobre los deudores. No obstante, los riesgos de negocios se incrementan en estas instituciones porque normalmente sus clientes se concentran en actividades afines, lo que impide la diversificación de cartera.

iv) Un cuarto asunto radica en la capacidad crediticia de los demandantes de fondos, así como en la creación de dicha capacidad a partir del financiamiento. Este enfoque se preocupa de la sostenibilidad del financiamiento y lo vincula con la concesión del crédito basada en el flujo de caja antes que en las garantías otorgadas por el prestatario. Aun así, las garantías siguen ocupando un lugar relevante en este tipo de financiamiento, lo que se suma a la necesidad de un régimen de propiedad definido que fundamente el ejercicio de aquellas garantías. Por su parte, el financiamiento también incide en la ampliación de la capacidad crediticia, ya que la concreción de un proyecto de crédito puede mejorar el flujo de ingresos futuros del prestatario.

v) El quinto y último ítem hace referencia al desarrollo financiero de los sectores de menores ingresos. Esto resulta de combinar el concepto de "frontera" con el de creación de valor durante el proceso de financiamiento, el de la innovación y el de nicho de mercado.

El concepto de "frontera" del sistema financiero formal fue propuesto por Von Pischke a fines de los ochenta. Establece límites entre las instituciones de financiamiento sujetas a autorizaciones y regulaciones gubernamentales, y las que sólo lo están parcialmente (semiformales) o las que no lo están en ningún sentido (informales). Según este concepto, ambos tipos de instituciones guardan especificidades que las hacen competitivas para distintos segmentos de mercado, aunque las instituciones formales disponen de mayores capacidades en cuestiones tales como las economías de escalas y la transformación de plazos. El desarrollo de los sistemas financieros se

caracteriza, de una parte, por la ampliación de esta frontera mediante la extensión de los negocios de las instituciones, siguiendo condiciones competitivas en los mercados e incluyendo en éstos a familias, empresas e individuos anteriormente excluidos de relaciones financieras en dicho ámbito. Además, se deben transformar y desarrollar los procesos de financiamiento realizados por instituciones semiformales o informales, en condiciones que los hagan sostenibles, relacionando armónicamente las características del financiamiento y las de los posibles demandantes pobres de crédito.

La evolución de las instituciones de financiamiento se determina por su capacidad para crear valor agregado, así como para posicionarse en los mercados en expansión. La creación de valor se entiende aquí como el producto de los refinamientos en el proceso de valuación de los activos que otorgan a éstos mayor liquidez, y para que ello ocurra se requiere que estas instituciones apliquen permanentes innovaciones financieras. En una lógica tipo Schumpeter, estas innovaciones permiten establecerse en "nichos de mercado" rentables y estimulan la competencia de otros participantes. En este enfoque se sostiene que lo óptimo es lograr el desarrollo financiero orientado por los mercados en una acción que combine la participación de las instituciones en ambos lados de la frontera según sus ventajas relativas, antes que alcanzar objetivos de financiamiento fijados administrativamente por instituciones públicas.

b) Consideraciones críticas sobre el enfoque de intermediación financiera completa

Un primer orden de problemas en este enfoque es el que resulta de su encuadramiento dentro de las estrategias globales de reforma económica dirigidas a incrementar la asignación por medio de los mercados, para lo que recurren a su liberalización y desregulación, así como a una apertura generalizada del mercado interno a la competencia internacional.

Sobre esas estrategias se han hecho múltiples análisis que muestran cómo su aplicación genera marginación, informalización, neoinformalización e inequidad social, debido a que se afectan estructuras tradicionales de producción, sin que la simple acción de los mercados asegure que los productores desplazados puedan configurar un tejido capaz de competir en las nuevas condiciones económicas. Como medio para combatir el desempleo y la pobreza, el enfoque mencionado tiene limitaciones en el contexto de estrategias de reforma estructural del tipo indicado; sólo resultará en el mejor de los casos un paliativo de los problemas creados por aquella estrategia.

También el hecho de que se contemple el enfoque de financiamiento popular en el marco de la liberalización, desregulación y apertura, repercute sobre las instituciones financieras informales con efectos que parecen contradecir los objetivos explícitos de dicho enfoque.

De una parte, porque esas reformas financieras incrementan la segmentación de mercados financieros en perjuicio de los sectores económicamente más débiles, con lo que se amplían las actividades más allá de la frontera en vez de promover un mayor desarrollo financiero.

Por otra parte, un efecto de la desregulación financiera es incrementar el atractivo de los bancos para realizar negocios en la frontera, pero éstos sólo se centran en la captación de fondos, ya que subsisten los problemas de costos de transacción y de información que habitualmente

restringen el financiamiento bancario a los sectores de menores recursos. Así, puede haber una transferencia de "capital de la comunidad" hacia esas instituciones, aumentando la indefensión financiera de los sectores populares cuando dichos bancos no ofrecen al mismo tiempo crédito a esas comunidades. 55/

Por último, las necesidades apremiantes de vivienda de los sectores populares presentan un problema cuando se trata de las microempresas como sujeto de crédito. En éstas no se hallan claramente diferenciadas las decisiones de gasto para consumo personal y las que se relacionan con la actividad de la empresa, de forma que la mayor posibilidad de contratar créditos bancarios para consumo personal o adquisición de vivienda, en el marco de la reforma, puede conducir a que éstos vean disminuir su capacidad de endeudamiento con relación a lo requerido por la empresa. En consecuencia, la expansión crediticia con la reforma puede significar un factor de estancamiento para la dinámica de las microempresas. 56/

Se puede identificar algunas limitaciones de este enfoque que se refieren a la relación entre mercado y desarrollo institucional.

Como se ha señalado, en dicho enfoque se enfatiza que estas instituciones de financiamiento popular deben resolver servicios financieros según las reglas del mercado, por lo que la eficiencia económica es indispensable para poder equipararse con los bancos comerciales o cualquier otra institución financiera tradicional. Sin embargo, ello implicaría minimizar el alcance y el significado de las instituciones de organización comunitaria para resolver servicios financieros populares.

Las instituciones de financiamiento popular crean espacios de participación e interacción comunitaria relevantes para los sectores populares, ya que por medio de ellas estos sectores elevan su capacidad de convertirse en actores para el diseño y la toma de decisiones en las estrategias y las políticas de desarrollo en general, y en particular en lo que hace al logro de sus propios intereses. En consecuencia, la consolidación de estas instituciones determina efectos positivos para el conjunto del desarrollo económico, ya que no sólo contribuyen a extender la economía de mercado, sino que al mismo tiempo son fuertes dinamizadores de la sociedad civil.

Por lo tanto, sería contradictorio con los propósitos señalados en el enfoque de financiamiento popular integrado si estas instituciones financieras se orientaran hacia el mercado en el contexto de la desregulación y liberalización financiera sin un adecuado desarrollo institucional.

55/ Véase la crítica de L. Taylor en el capítulo II.

56/ En términos de lo planteado por Von Pischke (1990), esto significa que la "capacidad de endeudamiento" de estas microempresas resulta afectada negativamente porque la contratación de aquellos créditos reduce el "flujo de efectivo no afectado" de esas unidades e impacta su patrimonio neto. Esto implica que en el análisis crediticio, la institución que otorga el crédito deberá considerar no sólo el flujo de efectivo que producirá el proyecto, sino también las garantías que ofrece el solicitante para asegurar el pago de la deuda.

c) Transformación productiva con equidad y redefinición del universo de las instituciones de servicio financiero a sectores populares

En Centroamérica y la República Dominicana es posible procurar una transformación productiva con equidad social al tiempo que se atiende la necesidad de dar respuestas al incremento de la pobreza. Esa estrategia, sugerida por la CEPAL, se formuló a partir del principio de que la modernización productiva, el incremento de la competitividad y la incorporación del progreso técnico debe darse en forma simultánea al combate de la creciente pobreza en los países de la región (CEPAL, 1992).

La estrategia mencionada contempla tres tipos de acciones: las relativas al mejoramiento del capital humano, la formulación de políticas macroeconómicas que consideren su impacto sobre los pobres y el fomento de la ocupación productiva de los pobres.

En particular, se señala que el fomento de la ocupación deberá provenir de un incremento en la oferta de puestos de trabajo o del aumento de las unidades productivas en manos de los pobres. La primera opción depende de la dinámica económica de los distintos sectores y del conjunto de la economía en cada país. En cambio, el aumento de las unidades productivas a cargo de los pobres es un campo en el que puede actuarse más directamente, partiendo del hecho de que los pobres tienen abundancia del factor trabajo. Para fines operativos, las actividades económicas que puede desarrollar ese segmento de la población se esquematizan en una tipología simple, que es relevante porque permite comprender los distintos determinantes que se presentan con relación al ahorro y el financiamiento de dichas actividades.

En cuanto a la clasificación de actividades se identifican tres niveles básicos: los del autoempleo o trabajo por cuenta propia, la microempresa tradicional, con escasas posibilidades de evolucionar, y la microempresa (CEPAL, 1996e). 57/ Los dos primeros rangos corresponden a actividades de subsistencia que serían la base para frenar el incremento de la pobreza. Por su parte, las microempresas más dinámicas representan un embrión económico con mejores perspectivas, si se las concibe en la lógica de las redes de empresas articuladas competitivamente en cadenas productivas dinámicas o mediante estrategias de distritos empresariales, supuestos los niveles de inversión y las capacidades gerenciales mínimas requeridas para ello. 58/

Específicamente, de acuerdo con los fines de este trabajo, interesa la atención de las necesidades financieras de ahorro y crédito que demandan los distintos tipos de actividades y que generalmente no encuentran satisfacción en el sistema financiero tradicional.

57/ Esta tipología tiene como referente un ejercicio realizado por la FLACSO con respecto a una investigación sobre informalidad en Centroamérica, en la que se pretendía representar la heterogeneidad y complejidad del sector informal. El trabajo alcanza mayores niveles de desagregación y detalle, pero para los fines de este capítulo resulta suficiente lo expuesto. Para mayor información, puede verse Pérez Sáinz, J. y Rafael Menjívar (Coord.) (1996). Una tipología similar es utilizada para el análisis de microempresas y microfinanzas en El Salvador. Véase FOMMI (1996).

58/ CEPAL (1996e) y Ruiz Durán (1995).

El enfoque de intermediación financiera completa brinda un punto de partida para abordar la solución de estas necesidades financieras populares. No obstante, atendiendo a las consideraciones críticas mencionadas más arriba, es necesario desarrollar algunas precisiones sobre el concepto de "frontera" y sobre las articulaciones entre mercado y desarrollo institucional.

Con respecto al concepto de "frontera", hay que señalar que la distinción propuesta por Von Pischke, basándose en la situación regulatoria en que se encuentran las instituciones, resulta insuficiente para los fines de este estudio.

Desde un punto de vista práctico es necesario reconocer que las necesidades financieras populares se satisfacen no sólo mediante instituciones semiformales o informales, sino también por medio de algunas instituciones del sistema financiero tradicional. Por consiguiente, se impone establecer el universo de las instituciones que dan servicios financieros a los sectores populares, así como el concepto de "frontera" utilizado en este trabajo, y finalmente ubicar cuáles son las instituciones en las que se centrará el interés para los fines del análisis.

Así, en un sentido amplio se distinguen dos tipos de instituciones que de una u otra forma se relacionan con la satisfacción de necesidades financieras populares. En primer lugar, las instituciones de negocios financieros privados, cuya decisión de participar en estos mercados financieros populares responde exclusivamente a una lógica de rentabilidad. Estas instituciones pueden operar bajo marcos regulatorios o fuera de ellos. Por ejemplo, de un lado se cuentan los bancos comerciales y las financieras, y del otro las financieras informales, etc.

En segundo lugar, el grupo más amplio dentro de este universo es aquel cuyo nacimiento y operación responde al objetivo específico de dar algún tipo de servicio financiero a los sectores populares. Entre dicho grupo cabe mencionar tanto instituciones formalmente reguladas por un banco central, como aquellas que son semiformales y otras que son informales.

La definición de "frontera" asumida en este trabajo —diferente a la de Von Pischke— no está dada por la condición regulatoria de las instituciones (formal-informal), sino por la motivación con la que las instituciones se vinculan a estos mercados financieros populares.

En conjunto, este universo compuesto por los dos tipos de instituciones mencionados se identifica como el de las "instituciones relacionadas con el financiamiento popular", mientras que las organizaciones cuya motivación se centra en los servicios financieros a estos sectores se denominan "instituciones financieras populares" (IFP).

Esta última modalidad de institución tiene límites para funcionar en un mercado financiero, tanto por los montos de fondos que pueden captar como por el alcance del tipo de financiamiento que otorgan. Estos últimos son frecuentemente a plazos muy cortos y con tasa de interés muy altas. Reconocer y superar esta limitación del financiamiento popular es importante para el objetivo de combate a la pobreza, ya que este tipo de microproductores justamente puede tener una mayor dinámica empresarial.

En consecuencia, esto significa que junto con aquella modalidad básica de actividad financiera integrada y sustentable, las instituciones de financiamiento popular y las propias personas de estos

sectores deben interactuar de una u otra forma con las instituciones financieras del otro lado de la frontera.

Hay diversas posibilidades de esta interacción, dependiendo del tipo de institución y de actividad a la que sirva. Precisamente, el vínculo puede consistir en la apertura de una cuenta en una institución bancaria para conservar los fondos reunidos por una institución de una comunidad pobre en zonas rurales; o bien en la captación de fondos de instituciones bancarias y de promoción social para contribuir al financiamiento de los sectores de subsistencia más pobres; o finalmente, en asociaciones en donde la institución financiera popular distribuye productos financieros generados por un banco comercial.

Una opción básica de las microempresas, en particular, es que las instituciones financieras populares capten y trasmitan créditos bancarios más favorables para el financiamiento de la inversión, aprovechando que dichas instituciones pueden conseguir más fácilmente las condiciones, montos, tasas y plazos adecuados, así como las garantías o colaterales que habitualmente no pueden presentar estas microempresas. Esto mismo también puede resolverse por medio de fondos de garantía, constituidos por organismos creados con ese propósito.

3. Las instituciones para la formación y movilización del ahorro popular: los casos de Costa Rica, El Salvador y la República Dominicana

Las instituciones financieras de las familias de bajos ingresos, microempresas y trabajadores por cuenta propia en los países de la región centroamericana y en la República Dominicana constituyen un universo complejo y heterogéneo en el que opera una diversidad de mecanismos, tanto para la asignación de crédito como para la eventual formación y movilización del ahorro popular. (Véase el recuadro 3.)

Esas instituciones y sus mecanismos de operación han evolucionado en el tiempo por efecto del propio desarrollo, pero también por la influencia de las reformas financieras y la apertura al exterior operada en aquellos países desde los ochenta. A consecuencia de esa evolución, dichas instituciones enfrentan en la actualidad problemas y desafíos importantes, cuyo reconocimiento puede estimular el diseño de políticas que fortalezcan e impulsen su papel positivo en la formación y movilización del ahorro popular.

A fin de argumentar esta proposición se estudian los casos de Costa Rica y El Salvador, ya que la diversidad de experiencias tenidas por las instituciones de financiamiento popular en esos países permite caracterizar y analizar los términos del problema con interés general para el conjunto de los países estudiados.

Los resultados de ese estudio, que se presentan a continuación, se exponen en dos grandes apartados. En el primero se muestra un panorama de las instituciones en ambos países y se analizan los mecanismos mediante los que se vinculan las instituciones y sus usuarios para los servicios de ahorro y de crédito. En el segundo se consideran específicamente las instituciones financieras populares, en relación con cuatro cuestiones básicas para este estudio: primero, la naturaleza dual

Recuadro 3

ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRESTAMO EN LA REPUBLICA DOMINICANA

En la República Dominicana, entre las instituciones más específicamente orientadas al financiamiento popular y que promueven particularmente el ahorro, las Asociaciones de Ahorros y Préstamos (AAP) juegan un papel importante. Estas instituciones se establecieron a principios de los años sesenta como organizaciones sin fines de lucro, dedicadas a financiar la adquisición de viviendas a familias de escasos recursos. La tasa de interés de sus préstamos se fijó tres puntos porcentuales por debajo de la tasa de interés máxima y se aplicaron regulaciones sobre las características de las viviendas y el límite máximo del préstamo. Estas medidas trataban de garantizar el acceso a estos préstamos de la población a la que estaban dirigidos. Para compensar a las AAP por estas regulaciones en su cartera de préstamos, se les permitió pagar una tasa de interés nominal más alta en las cuentas de ahorros, se les facilitó la autorización de apertura de nuevas sucursales y se obligó a las compañías de seguro a depositar parte de sus reservas en pasivos de las AAP. Recientemente, el éxito de los esfuerzos desarrollados por las AAP para diversificar sus instrumentos financieros, con el propósito de enfrentar el nuevo nivel de competencia generado por el proceso de liberalización financiera, demuestra la capacidad de adaptación de estas instituciones a los cambios surgidos en el sistema financiero del país. A fines de 1995, los activos de las AAP representaban 16.7% de los activos totales del sistema financiero dominicano, ocupando el segundo lugar después de los bancos comerciales, como se aprecia en el cuadro siguiente.

EL SISTEMA FINANCIERO DOMINICANO

(Diciembre de 1995)

Instituciones	Cantidad operando	Activos (Millones de pesos)	Activos/ Instituciones (%)
Total	**251**	**66,996.3**	**100**
Bancos comerciales	15	48,131.8	72
Asociaciones de ahorros y préstamos	19	11,230.3	17
Financieras	149	3,756.0	5
Bancos de desarrollo	18	2,037.5	3
Bancos hipotecarios	3	647.3	1
Casas de préstamo de menor cuantía	42	101.2	0
Instituciones financieras públicas	5	1,092.2	2

Fuente: *Boletín Estadístico de la Superintendencia de Bancos de la República Dominicana*, No. 22, diciembre de 1995.

de dichas instituciones como instituciones financieras populares que al mismo tiempo son organizaciones que deben obedecer a la lógica de los mercados; segundo, las condiciones y posibilidades de que estas instituciones sean viables y con sustentabilidad de largo plazo en el nuevo ambiente macroeconómico surgido con las reformas; por último, algunos impactos y posibilidades que las reformas financieras y las relaciones con el exterior han creado para esas instituciones.

a) Las instituciones relacionadas con el financiamiento popular en Costa Rica y El Salvador. Mecanismos con los que operan los servicios de ahorro y crédito

Breve panorama actual de las instituciones. En este título se expone un breve panorama sobre las principales instituciones relacionadas con el financiamiento popular que operan en Costa Rica y El Salvador. En el cuadro 8 se ordenan las instituciones, siguiendo tres criterios básicos: su antigüedad relativa; su operación en el sector rural o urbano, y el tipo de actividad a la que sirve; por ello, varias instituciones aparecen mencionadas más de una vez.

Conforme a las definiciones ya presentadas, este panorama da cuenta de las denominadas instituciones relacionadas con el financiamiento popular, elegidas siguiendo el criterio de que prestan servicios financieros a los sectores populares y gozan de representatividad.

Con relación a las actividades de subsistencia y microproductores del sector rural, se constata que allí operan básicamente algunas instituciones nuevas como las organizaciones no gubernamentales (ONG) y bancos comunales, así como cooperativas tradicionales. Otras instituciones nuevas, como Financiera Calpía y Banco Agrícola Comercial, mencionadas dentro del cuadro en el sector urbano-rural, están comenzando actividades en este segmento de microproductores rurales.

En cuanto a las actividades urbanas, las de subsistencia y microempresas más pobres se relacionan con ONG y bancos comunales. En cambio, otras micro y pequeñas empresas con niveles de ingreso mayor y que tienen local establecido se vinculan con las cooperativas, bancos cooperativos, financieras y el ya mencionado Banco Agrícola Comercial, así como con organizaciones del tipo PROPEMI o FOMMI de El Salvador, que son ONG con programas especialmente orientados a esos sectores.

Respecto de las actividades de ahorro y pensiones, existen unas cuantas instituciones nuevas que atienden estas necesidades, entre las que destaca en Costa Rica una financiera dedicada a los fideicomisos previsionales privados que contratan principalmente profesionistas y empresarios. También en dicho país comienzan a establecerse fondos de pensión a consecuencia de las reformas a los sistemas previsionales que se analizan más adelante. En cambio, entre las instituciones tradicionales existe un arco más amplio de oferta de servicios que de una u otra forma buscan captar ahorro; entre ellas, los bancos comerciales, las mutuales y financieras, el Banco Popular y las muy peculiares Asociaciones Solidaristas, sobre las cuales se comentará luego.

En cuanto a la actividad del ahorro se presenta un caso especial, de singular importancia en El Salvador, el de las remesas que envían a sus familiares los nacionales residentes en el exterior. En rigor, esta modalidad de ahorro no es captada ni movilizada por las instituciones que operan en el país, pero interesa incluirla en este cuadro por los cuantiosos montos que representa y por sus potencialidades para el desarrollo institucional.

Cuadro 8

PRINCIPALES INSTITUCIONES FINANCIERAS POPULARES EN COSTA RICA Y EL SALVADOR
ACTIVIDADES A LAS QUE SIRVEN Y RELACIONES CLIENTE–INSTITUCION

Antigüedad de las instituciones a/	Sector	Tipo de actividad	Institución	País		Relaciónes clientes–institución			
				Costa Rica	El Salvador	Servicios a clientes	Cobertura b/ (personas)	Metodología	Tecnología
Nuevas	Rural	Subsistencia Pobres Microproductores	Bancos comunales FINCA	241 u x	x	Ahorro/patrimonio/ crédito	7,000	Sociedades anónimas	Control comunitario y propiedad accionaria
			Bancos comunales CRS Varias ONG		17 u	Ahorro/patrimonio/ crédito		Grupos solidarios	
	Urbano	Subsistencia Pobres	Bancos comunales CAM FUSAI Varias ONG		800 u	Patrimonio/crédito	30,000	Grupo solidario Grupo solidario	Préstamo vinculado a ahorro
		Micro y pequeña empresa Consumo	CAM Bancoop Sistema fedecrédito Fondo Propemi	108 u 45 u		Crédito/fideicomiso Crédito Crédito	250,000 200,000 9,500	Crédito al negocio	Banco 2o. piso Asesoría/visita
	Urbano y rural	Micro y pequeña empresa/profesionales	Financiera Calpía Bancos comerciales Banco Agrícola Comercial FOMMI		x x x x	Crédito Ahorro/crédito Ahorro/crédito Crédito	25,000 9,000 c/	Crédito individual Fondo de garantía	Alemania IPC Visita/análoga/seguimiento Banco 2o. piso
		Ahorro y pensiones	Remesas Banex Fondos de pensión	x x x	x	Ahorro/consumo/inversión Pensiones	52,000		
		Vivienda	BANHVI	x		Crédito			Banco de 2o. piso
Tradicional	Rural	Microproductores	Cooperativas	x	x	Patrimonio/crédito			
	Urbano	Micro y pequeña empresa	Cooperativas Fedecrédito El Salvador	x	62 u	Patrimonio/crédito Crédito/ahorro	220,000		Programa de Crédito Popular
	Urbano y rural	Micro y pequeña empresa profesionales consumo	Asociaciones Solidaristas Banco Popular FEDECACES	x	25 u	Despido/crédito Ahorro/crédito Patrimonio/crédito	270,000 30,000		
		Vivienda	Cooperativas Mutuales Bancos Instituciones del Estado Asociaciones Solidaristas	4 u 7 u 9 u 2 u 2,000 u	x	Crédito	200,000		
		Ahorro	Asociaciones Solidaristas Bancos comerciales Mutuales Financieras Banco Popular	2,000 u 7 u x	x	Ahorro	200,000 270,000		

Fuente: Elaboración propia sobre la base de González Vega (1996); Loría (1996); Memoria y Balance anual de diversas instituciones, varios años, entrevistas con directivos de las instituciones; Bolsa Costarricense de Valores; periódicos, revistas y folletos de Costa Rica y El Salvador.

a/ Nuevas: son las que se crearon en los ochenta; tradicionales son las creadas con anterioridad a los ochenta.

b/ Por razones operativas se excluyen otros conceptos de cobertura por capacidad de crédito o geográfica.

c/ 1994.

Por lo que respecta al financiamiento de vivienda, se cuenta una gama variada de instituciones, que incluye cooperativas, mutuales, bancos e instituciones del Estado, que en Costa Rica operan en el marco del llamado Sistema Financiero Nacional de la Vivienda (SFNV), con el Banco Nacional Hipotecario para la Vivienda (BANHVI) como articulador del sistema. Asimismo, las asociaciones solidaristas brindan a sus integrantes fondos para estos fines, pero esto ocurre dentro de una lógica de grupos cerrados.

Por último, hay que destacar la existencia de varios "bancos de segundo piso", que de manera formal o informal articulan redes financieras de importancia para el funcionamiento de estas instituciones.

b) Mecanismos con los que operan los servicios de ahorro y crédito en las diferentes instituciones

A continuación se exponen las relaciones financieras que las familias, trabajadores por cuenta propia y microempresas de Costa Rica y El Salvador establecen en la actualidad con las distintas instituciones ya presentadas.

Conforme a las cuestiones que interesa indagar en este apartado, se analizan las relaciones cliente-institución, considerando en forma separada las desarrolladas con instituciones que ofrecen servicios de ahorro y luego vinculadas con instituciones que asignan crédito. En los distintos casos se enfatizan las relaciones con aquellas instituciones en las que se ofrecen más integradamente los servicios de ahorro y crédito.

i) El ahorro. Los servicios de ahorro han sido tradicionalmente poco estimulados en Costa Rica y El Salvador a causa de la baja tasa de interés real percibida por el ahorrador. Sólo recientemente se reporta un cambio en este sentido, a partir de la liberalización financiera.

Entre las instituciones más específicamente orientadas al financiamiento popular y que promueven sobre todo el ahorro, se distinguen algunos casos exitosos en Costa Rica.

De un lado, se ubican las mutuales que tradicionalmente han captado ahorro para ser canalizado principalmente al financiamiento de la vivienda. El éxito de las mutuales en ese rubro se explica en gran parte por el hecho de que lo hacían en condiciones financieras muy favorables. Dichas instituciones operaban dentro del Sistema Financiero Nacional de Vivienda de Costa Rica (SFNV), que contaba con BANHVI como banco de segundo piso que garantizaba ilimitadamente la solvencia de estas mutuales, sin que ellas se sometieran a regímenes de encaje o capitalización para respaldar sus pasivos. Sin embargo, estas circunstancias se están modificando merced a la reforma del SFNV, el cambio de funciones de BANHVI y la integración de las mutuales y otras instituciones del sistema a un régimen de encaje y supervisión por el Banco Central. Por lo tanto, si bien con la desregulación de las tasas de interés las mutuales han intensificado la captación de ahorros, se debería de esperar la concreción de las reformas para apreciar sus repercusiones en la captación de ahorro por parte de estas instituciones.

Por otro lado, se encuentra el Banco Popular, cuyo patrimonio se conforma mediante la captación de ahorro forzoso aportado por los patrones. Adicionalmente, desde hace algunos años este banco ha desarrollado exitosamente una política para captar depósitos de ahorro voluntario a nivel nacional, mediante el pago de retribuciones atractivas a los depositantes, 59/ y gracias a que alcanza una importante cobertura del orden de 270,000 clientes, con una amplia red de sucursales en todo el país.

Un caso muy particular en la formación del ahorro es el de las Asociaciones Solidaristas costarricenses. Aunque existen desde fines de los cuarenta, su auge mayor se ha dado en los últimos 12 años, desde que se promulgó la legislación que reconoce su existencia. Están integradas voluntariamente por los trabajadores de cada empresa en acuerdo con su propietario. Ambas partes contribuyen con el equivalente al 5% del salario del trabajador. La aportación del patrón se efectúa con cargo a los pagos que legalmente debería realizar en compensación por los años de servicio en el momento del despido del trabajador. El patrón se beneficia con esta aportación en la medida en que la puede deducir de impuestos. Por su parte, el trabajador se beneficia porque al retirarse de la empresa cuenta con el fondo aportado por el patrón más su ahorro. El éxito de este movimiento en Costa Rica se mide por el hecho de que existen más de 2,000 asociaciones solidaristas, integradas por más de 200,000 trabajadores, que conjuntamente reúnen un ahorro de alrededor de 250 millones de dólares.

En general, estas asociaciones no operan con fines de lucro, no aplican una visión empresarial en la gestión de los ahorros, carecen de regulaciones que aseguren solvencia y transparencia en el manejo de los fondos, y no hay relaciones orgánicas entre ellas que permita vincular los respectivos fondos de ahorro en propósitos comunes. En consecuencia, estas asociaciones solidaristas representan un caso informal de integración ahorro-crédito, con las insuficiencias mencionadas.

Por otra parte, en ambos países las cooperativas de ahorro y préstamo están tratando de retomar su conducta original como asociaciones financieras voluntarias de ahorro y crédito, promoviendo el ahorro como actividad propia e independiente del crédito. Esto ocurre luego de un largo período en que el ahorro se vinculaba directamente con la obtención de un crédito, por lo que dicho ahorro sólo tenía una breve vigencia hasta que se asignaba el préstamo. Al mismo tiempo, estas instituciones se han abierto para recibir inversionistas sin que sean miembros de la cooperativa.

En la capacidad de las cooperativas para captar ahorro en Costa Rica y El Salvador se resiente actualmente la crisis de confianza a la que se enfrentan estas instituciones, debido a los problemas y fracasos experimentados a fines de los ochenta. Un caso destacado de avance en el fomento del ahorro por parte de un grupo de cooperativas es el que se presenta con FEDECACES en El Salvador, organismo cúpula de una red de cooperativas que aglutina a más de 30,000 usuarios. Como parte de su política de reorganización y desarrollo han asumido la estrategia de promover el ahorro de los afiliados y de otros depositantes. Conforme a la información disponible esta gestión está resultando exitosa.

59/ Vargas y López (1994).

Finalmente, deben mencionarse los bancos comunales impulsados por FINCA-Costa Rica. Esta organización no gubernamental trabajó inicialmente con la metodología de FINCA Internacional desarrollada por John Hatch, institución que canaliza fondos internacionales concesionados a comunidades pobres que se organizan bajo la figura de banco comunal. Estos son grupos de afiliación voluntaria y autogestionados que se componen de entre 15 a 30 personas. FINCA-Costa Rica realizó una adecuación de esta metodología distinguiendo ahorro y formación del capital del banco comunal como fundamentos de la actividad crediticia que ellos realizan. Así, estos bancos han adoptado nuevas formas institucionales, ya que se organizan y se registran legalmente como sociedades anónimas con fines de lucro. Esto significa, de una parte, que cada uno de los integrantes del banco comunal es propietario de una acción, que puede ser vendida entre los miembros del grupo. Por otra parte, el ahorro que realizan los integrantes del banco está motivado por la perspectiva de obtener crédito, y dichos fondos se depositan en los bancos comerciales pagando intereses competitivos. En el caso de FINCA-Costa Rica los bancos comunales pueden formarse con grupos desde 10 a 250 personas. Con esta metodología se han organizado 241 bancos comunales en ese país, los que incluyen a unas 7,000 personas ubicadas en las zonas rurales del país, con una evolución exitosa en esta integración del ahorro y el crédito.

ii) El crédito. Los servicios de crédito continúan siendo el componente dominante en las relaciones que actualmente establecen los clientes con las distintas instituciones de financiamiento popular. (Véase de nuevo el cuadro 8.) De esta forma, en apariencia se mantendría una larga tendencia iniciada desde fines de los setenta con el auge de los créditos subsidiados, al que se hizo referencia anteriormente. Sin embargo, a diferencia del pasado, las respectivas instituciones operan actualmente de forma mayoritaria con financiamientos de corto plazo, cobrando tasas mayores que las del mercado y con modalidades donde las garantías y los derechos de propiedad han incrementando su presencia y significación operativa.

Entre estas tendencias generales se observan experiencias relevantes de algunas de las instituciones listadas en el cuadro 8, en lo que hace a la metodología de relación cliente-institución y a las tecnologías que utilizan para la asignación y seguimiento de los préstamos.

En El Salvador destacan tres casos de instituciones que de manera predominante ofrecen servicios de financiamiento a microempresarios urbanos. 60/

En primer lugar se debe considerar a la Financiera Calpía, institución constituida en julio de 1995, a partir de independizarse los servicios financieros que ofrecía la Asociación de Medianos y Pequeños Empresarios de El Salvador (AMPES). Esta entidad cuenta con una cartera del orden de los 25,000 créditos. El éxito de las relaciones cliente-institución en su servicio de financiamiento estaría basado en la tecnología de gestión crediticia diseñada por IPC de Alemania, como parte de la cooperación que la GTZ sostenía con AMPES. Esta tecnología parte de reconocer que en las microempresas hay una fuerte unidad entre hogar y empresa, por lo que para la asignación del

---

60/ Por razones del alcance de este trabajo se han seleccionado las instituciones de financiamiento que de alguna manera intentan integrar ahorro y crédito. Por lo tanto, se han dejado de lado otras instituciones importantes como PROPEMI y FOMMI, que sólo intermedian fondos internacionales o propios.

crédito a estos sectores se contemplan ambos aspectos. En segundo término, se enfatiza lo referido a la capacidad y la moral de pago del prestatario analizada en el propio lugar y con aporte de diversas fuentes de información. Esto es gestionado por un analista de crédito que sigue toda la operación desde el inicio de la solicitud hasta el pago del crédito; además, este analista es responsable de recuperar los fondos.

El segundo caso de relación crediticia exitosa en El Salvador es el de FEDECREDITO, que es una red de cajas de crédito y bancos de trabajadores que actualmente está en manos del Estado, y se orienta a financiar pequeños y microcomerciantes en los mercados de la capital, en montos mínimos de 100 colones salvadoreños. Esta institución desarrolla un plan crediticio altamente exitoso que se aplica desde 1957, denominado "Programa de Crédito Popular". En 1994 se otorgaron siguiendo este esquema 82,000 créditos por 258 millones de colones. 61/ La tecnología crediticia de FEDECREDITO presenta dos aspectos centrales. De una parte, opera directamente en los lugares de trabajo mediante una red de cobradores y promotores. Junto con ello, el punto clave de la tecnología es que los créditos se pagan diariamente en pequeñas cantidades, según un plan de cuotas fijas.

Un tercer caso es el departamento de micro y pequeña empresa del Banco Agrícola Comercial, que contrasta con los dos anteriores porque es una empresa privada con fines de lucro. El alcance de sus operaciones entre microempresarios es creciente; por ejemplo, en 1994 otorgó más de 8,000 créditos a este sector. 62/ En estas operaciones la metodología del banco combina el crédito con una etapa previa de ahorro por parte del beneficiario, y las operaciones de montos pequeños se avalan con el Fondo de Garantía para la Pequeña Empresa (FOGAPI), lo que significa un cargo de 2% pagado por el banco y otro 5% por el cliente. Asimismo, promotores e ingenieros del banco realizan diversas visitas al solicitante, lo que luego se complementa con el seguimiento de la operación que efectúa el departamento de cobranzas.

En Costa Rica cabe resaltar la experiencia crediticia de los ya mencionados bancos comunales impulsados por FINCA-Costa Rica, 63/ orientados a poblaciones rurales de bajos ingresos.

Estos bancos se constituyen con aportaciones de capital de los participantes y se organizan bajo la figura de sociedades anónimas con fines de lucro. De esta manera, se distingue propietario y solicitante de crédito, ya que para que el primero califique a lo segundo debe reunir condiciones específicas. Los bancos comunales otorgan créditos en montos muy pequeños, determinados por los fondos obtenidos con la aportación patrimonial, a los que pueden sumarse préstamos otorgados por FINCA. La evaluación de la solicitud de crédito, así como su asignación y seguimiento para fines de recuperación, están a cargo de los integrantes del banco, principalmente de sus autoridades. El propósito de esta tecnología crediticia es estimular a los bancos comunales como instituciones estables organizadas desde las comunidades.

61/ Ibídem.
62/ Ibídem.
63/ FINCA Costa Rica (1996).

c) Naturaleza y perspectivas de la evolución de las IFP en el nuevo entorno de economías orientadas por los mercados

i) La naturaleza actual de las IFP y su nuevo patrón operativo en la lógica de mercado. Las IFP en la región centroamericana y la República Dominicana, y más particularmente en Costa Rica y El Salvador, se enfrentan actualmente a la necesidad de realizar cambios importantes en su organización y modalidades de operación. De una parte, esto es consecuencia de las propias limitaciones que han mostrado esas instituciones en su accionar, pero aquellos cambios también derivan de que esas instituciones necesitan adaptarse a las nuevas condiciones generales creadas con las reformas económicas que se comenzaron a aplicar desde principios de los ochenta.

En cuanto a las limitaciones de las IFP, en la literatura se han señalado tres particularmente relevantes porque afectan su viabilidad en el largo plazo. 64/ La primera es el "clientelismo" en la relación dirigente-socio para el caso de las asociaciones voluntarias. La segunda es el asistencialismo y la filantropía con las que se han gestionado muchas de estas instituciones desde los ochenta, sobre la base de operar créditos subsidiados. La tercera limitación se refiere a los problemas de solvencia resultantes de la falta de previsión con respecto a la liquidez e inadecuada gestión de la relación activo-pasivo en la hoja de balance.

ii) Orientación hacia el mercado y financiamiento popular. ¿Un falso dilema?. La línea general seguida en particular en Costa Rica y El Salvador para resolver estos problemas ha sido que las IFP se reformen orientando su estructura y modos de operación en la lógica de los mercados. Esto significa introducir criterios para captación y asignación vía precios y rentabilidad, así como fijar parámetros de regulación que aseguren solvencia y fortaleza financiera. Todo ello se basa en las concepciones ya reseñadas, según las cuales los mercados imponen una disciplina favorable para la viabilidad y sustentabilidad de las IFP, corrigiendo los problemas mencionados. De acuerdo con la información disponible, estas reformas habrían contribuido a mejorar el desempeño y la perspectiva general de algunas IFP.

Sin embargo, existen dudas de que esta orientación modifique favorablemente la naturaleza de dichas instituciones. De hecho, las IFP surgen como respuesta a "fallas de mercado", como la exclusión de sectores populares de los servicios financieros, principalmente el crédito. Las fallas de mercado no han podido superarse mediante reformas institucionales y regulatorias en el sistema financiero formal, o por arbitrios técnicos en las instituciones bancarias o de otro tipo. 65/ No

---

64/ El concepto de sustentabilidad hace referencia a la posibilidad de que una IFP pueda permanecer y expandirse en razón de sus operaciones financieras propias. Esto significa considerar el origen de los fondos que intermedian estas instituciones en su relación con la integración captación-financiamiento, e implícitamente con las tasas de las operaciones, lo que remite a aquello que González Vega y otros identifican como el "índice de subsidios".

65/ Esto no implica desconocer la importancia de distintos ejercicios realizados en esa dirección. Por ejemplo, las disposiciones de algunos bancos para abrir dependencias específicamente orientadas a microempresas, o el impulso a combinaciones entre bancos de desarrollo de segundo piso y uniones de crédito para los mismos fines.

es imposible, sin embargo, tratar de aprovechar las ventajas de la IFP, como los menores costos de transacción y acceso a mejor información respecto de los usuarios de los servicios.

En aras de materializar esta combinación, es preciso que existan formas institucionales que lo hagan posible. Estas formas pueden resumirse en dos grandes tipos, conforme a la experiencia internacional y de los propios países de la región.

La primera es la ya mencionada Asociación Financiera Voluntaria (en adelante AFV, o ROSCAS por sus siglas en inglés), cuyos ejemplos más conocidos son las cooperativas y mutuales existentes en la región centroamericana y en la República Dominicana. (Véase el recuadro 4.) Esta forma podría considerarse como paradigmática de las IFP, ya que constituye el tipo de respuesta universalmente desarrollada desde abajo para compensar los efectos de las "fallas de mercado" en los servicios financieros populares.

Recuadro 4

AHORRO EN EL SECTOR INFORMAL: EL CASO DE LAS MICROEMPRESAS EN LA REPUBLICA DOMINICANA

El Fondo para el Financiamiento de la Microempresa (FondoMicro) obtuvo interesantes resultados durante las investigaciones que llevó a cabo en 1995. Las micro y pequeñas empresas generan un número de puestos de trabajo que representa el 25% de la población económicamente activa (PEA) del país. Sin embargo, más de la mitad de los propietarios de estas empresas no tienen ahorros acumulados. En conjunto, un 46% de los microempresarios ahorran alguna suma de dinero mensualmente, pero a juzgar por los montos declarados, su capacidad de ahorro es muy reducida (sólo 16% son capaces de ahorrar mensualmente más de 1,000 pesos). De este grupo, la gran mayoría (80.1%) tiene su dinero depositado en bancos y un 10.7% lo tiene guardado en la casa. Muy pocos (4.9%) tienen sus ahorros depositados en las asociaciones de ahorros y préstamos, y menos todavía son los que los han colocado en financieras o fuera del país. No obstante, más de la mitad de los dueños de micro y pequeñas empresas declararon estar participando en los "SANES" (equivalentes a las sociedades de ahorro y crédito rotativo) en el momento de ser entrevistados. Los montos de los SANES son significativos: la mitad de los microempresarios participan con SANES de hasta 2,000 pesos, mientras que la otra mitad lo hace hasta por montos que alcanzan más de 20,000 pesos. Esas cifras indican que existen más de 77,000 microempresarios capaces de comprometerse a ahorrar sumas mayores de 2,000 pesos por un período de seis meses.

La segunda forma institucional de las IFP son aquellas organizaciones que procuran brindar servicios financieros a sectores populares específicos (microempresas, en este caso), sin requerir la asociación de los destinatarios. Este tipo de institución podría conceptuarse como una respuesta organizacional pragmática que da eficacia económica a la necesidad de canalizar fondos institucionales o de mercado hacia sectores populares sin acceso directo a ellos, y su valor agregado son las tecnologías crediticias que aplican para hacer efectivas las ventajas de costo e información propias de una IFP. Se denomina a este tipo de institución financiera popular Movilizadora de

Fondos Externos al sector popular (en adelante MFE). Ejemplos de éstas son Financiera Calpía o Fondo PROPEMI en El Salvador.

iii) Convergencias y diferencias en el nuevo patrón operativo de las IFP orientado al mercado. Basándose en el encuadre analítico anterior es posible reformular el diagnóstico sobre la naturaleza de los problemas que enfrentan las IFP de Costa Rica y El Salvador en cuanto a vulnerabilidad y sostenibilidad. Con ese propósito, es necesario considerar desde una perspectiva histórica el acervo institucional de IFP que poseen actualmente estos países.

Al respecto, recuérdese la distinción de las IFP existentes en Costa Rica y El Salvador en "tradicionales" y "nuevas", lo que indica que este acervo institucional es resultado de un complejo proceso histórico que, en algunos casos, representa varias décadas de desarrollo. Esta clasificación de las instituciones puede verse en el cuadro 8.

En cuanto a las llamadas instituciones "tradicionales" —formadas antes de los años ochenta—, tanto en Costa Rica como en El Salvador se reconocen dos distintos orígenes en sus relaciones cliente-institución.

De una parte, se cuentan instituciones como las cooperativas y mutuales, que surgieron en los cincuenta y sesenta con la lógica característica de las AFV. La sustentabilidad de estas instituciones se ve amenazada por las imprecisiones respecto de las relaciones entre derechos individuales y colectivos en lo que hace al patrimonio y la gestión crediticia.

En los setenta y ochenta, estas AFV se confrontaron a severos problemas en la relación cliente-institución, tanto por deficiencias de gestión y regulación como por el impacto de la crisis económica y los conflictos. Esto determinó que dichas instituciones establecieran acuerdos con organismos internacionales para canalizar fondos hacia sectores populares bajo la lógica del crédito subsidiado con la perspectiva asistencialista. Asimismo, las circunstancias de crisis estimularon a los gobiernos para incidir sobre la evolución de estas instituciones con fines de consenso político.

Las "nuevas" instituciones formadas en los ochenta presentan vínculos cliente-institución diferentes, dado que nacieron bajo la lógica de asignar créditos subsidiados (impulsados por organismos como la USAID). Entre éstas se cuentan tanto las del tipo MFE más formalizadas, como Bancoop y FEDECREDITO en Costa Rica, hasta AFV como FINCA en Costa Rica y El Salvador.

A fines de los ochenta se observa que tanto en Costa Rica como en El Salvador, en contextos macroeconómicos problemáticos aunque diferentes, las relaciones financieras populares cliente-institución estaban en crisis. Esto ocurrió en las que se establecían mediante las instituciones tradicionales así como en las caracterizadas como nuevas. Ello significó un deterioro en los ya limitados alcances del circuito ahorro-crédito de los sectores populares en ambos países y un factor adverso para sus perspectivas económicas y para el conjunto del ahorro interno en sociedades.

En las instituciones tradicionales, particularmente en el mundo de cooperativas y mutualistas, esa situación de crisis resultó de una combinación desfavorable entre los problemas que creó la adopción de modalidades institucionales inadecuadas o incorrectas y las distorsiones propias de la lógica del crédito subsidiado, y la injerencia política estatal de este tipo de IFP.

En el caso de las instituciones nuevas, la situación de crisis fue provocada básicamente por las limitaciones que se observaron al aplicar la estrategia de relación cliente-institución basada en el crédito subsidiado y el asistencialismo.

Sin embargo, hay un elemento que vincula la crisis en las IFP tradicionales y nuevas; se trata de que ambas convergieron a un modelo común de operación como era el del crédito subsidiado o fondos concesionados, lo que las había hecho fuertemente dependientes de dichos fondos. Los cambios de planes por parte de algunos donantes extranjeros en el curso de los últimos años puso en evidencia la vulnerabilidad que había creado aquella dependencia de fondos externos y la falta de condiciones para que ambos tipos de IFP se autosustentaran.

d) Las perspectivas de las instituciones financieras populares. Sustentabilidad individual, redes financieras y estrategias corporativas

Sobre la base del análisis presentado en el punto anterior, se consideran a continuación algunos de los problemas básicos que enfrenta el desarrollo de las IFP de Costa Rica y El Salvador, así como las respuestas más relevantes a éstos por parte de distintas instituciones y los factores que permitirían fomentar particularmente el desarrollo de las AFV.

De acuerdo con los alcances del trabajo, se abordan tres temas en relación con estas instituciones: la sustentabilidad, las estructuras y regulaciones, y finalmente las estrategias corporativas. Este tratamiento se aplicará a Costa Rica y El Salvador mediante el análisis de algunas instituciones particulares que representan casos relevantes.

i) Sustentabilidad individual de las IFP. Dentro del universo presentado en el cuadro 8 sólo se excluyó a los fondos tipo PROPEMI o FOMMI y al BAC, ya que para el análisis de sustentabilidad responden a otras determinaciones. Conforme a lo indicado, interesa en particular la situación de las AFV. La información básica de las instituciones consideradas se sintetiza en el cuadro 9.

Ya se señaló que en general estas IFP todavía se encuentran lejos de operar con una lógica integrada de captación y financiamiento que asegure la sustentabilidad de su acción. Frente a esto se plantean dos grandes líneas de respuesta a nivel individual por parte de las diferentes instituciones.

Una apunta a fortalecer esa integración, fomentando la captación y el ahorro como fuente de fondos para el financiamiento que se otorga. Por ejemplo, los casos de FINCA Costa Rica-Bancos comunales o las cooperativas en Costa Rica y El Salvador.

Sin embargo, esta línea de acción parece enfrentar tres limitantes principales. De una parte, las restricciones legales que impiden captar depósitos a instituciones tales como las cooperativas y otras. La segunda limitante es la falta de confianza, ya que en varios casos el tipo de instituciones que intenta este camino tiene antecedentes de fracasos en experiencias previas similares, lo que influye negativamente sobre el ánimo de los potenciales depositantes. Por último, se cuentan los efectos económicos que se producen cuando alguna de estas instituciones se ve incluida en normas

Cuadro 9

COSTA RICA Y EL SALVADOR: CARACTERIZACION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS POPULARES A NIVEL INDIVIDUAL, 1996

Institución	País	Caracterización de la institución							Actividad financiada	
		Servicios a clientes	Estructura corporativa	Sucursal	Fuente de fondos	Marco regulatorio	Integración ahorro/crédito	Sustentabilidad	Tipo	Sector
Bancos comunales	CR	Ahorro/Patrimonio/	S.A.	No	Ahorro/Finca	No	Si		Subsistencia	
FINCA	CR	Crédito	ONG	No	Varios bancos	No		Creciente	pobres	
Bancos comunales	ES	Ahorro/Patrimonio/		No		No	Si	n.d.	Microproductores	Rural
CRS	ES	Crédito	ONG	No		No				
Varias ONG	CR/ES	Crédito	ONG	n.d.		No		Incierta		
Cooperativas	CR/ES	Patrimonio/Crédito		n.d.	Ahorro/Patrimonio	S/país a/	Poco	Incierta		
Financiera Calpía	ES	Crédito	Financiera	7 b/	Varios bancos	SUGEF	Poco/hay proyecto	Incierta	Micro y pequeña	
Cooperativas	CR/ES	Crédito		n.d.	Ahorro/Patrimonio	S/país a/	Poco	En transición	Vivienda	Urbano y
Mutuales	CR	Ahorro y crédito		n.d.	Ahorro/BANHVI	SFNV	Si/en transición	Idem		rural
Varias ONG	CR/ES	Crédito	ONG	n.d.		No		Incierta		
CAM	ES	Crédito	ONG	4		No	Si	En transición	Micro y pequeña	
Ban. Coop.	CR	Crédito/Fideicomiso c/	Banco	n.d.	Ahorro/varios d/	SUGEF	Poco/sin proyecto	Condicionado	empresa	Urbano
Cooperativas	CR/ES	Patrimonio/Crédito		n.d.	Ahorro/Patrimonio	S/país a/	Poco	Incierta		
Fedecrédito El Salvador	ES	Crédito/Ahorro	Organización pública	n.d.	Ahorro	En transición	Si/en transición	En transción		
Banco Popular	CR	Ahorro/Crédito	En transformación	183 e/	Ahorro obligatorio y voluntario d/ f/	Régimen especial g/	Si	Condicional		

Fuente: Elaboración propia sobre la base de González Vega (1996); Loría (1996); Memoria y Balance Anual de diversas instituciones, varios años; entrevistas con directivos de las instituciones; Bolsa Costarricense de Valores; periódicos y folletos de Costa Rica y El Salvador.

a/ Costa Rica, mismo régimen que los bancos con la mitad de capital; El Salvador, Ley de cooperativa.

b/ Tienen cajeros automáticos.

c/ Mayor operador de fideicomisos del país.

d/ Captan fondos en mercados de valores.

e/ Además, 17 microsucursales y 77 cajeros automáticos.

f/ Manejo electrónico de nóminas (96,000 personas) y pago de pensiones (75,000).

g/ No está en sistema bancario y no recibe redescuento.

ES = El Salvador.

CR = Costa Rica.

de encaje y otras para regular la captación, debido a los incrementos de costos que ello genera. Por ejemplo, en el caso de las mutuales en Costa Rica.

La otra línea de acción para asegurar que las instituciones sean sustentables a nivel individual es la que siguen aquellas IFP que están en el sistema financiero formal, pero que enfrentan limitaciones para elevar su captación. Frente a ello desarrollan otras líneas de negocios como es el manejo de nóminas o la operación de fideicomisos. Por ejemplo, Banco Popular y Bancoop en Costa Rica. Esto parece resultar efectivo para asegurar la sobrevivencia de la institución en el mercado, pero es una vía limitada, ya que no amplía mayormente el alcance los servicios financieros que ofrecen estas IFP a los sectores populares.

ii) Las redes financieras de las IFP. Frente a estas limitaciones de las IFP a nivel individual, otra dimensión en la estructura de estas instituciones ofrece una opción importante para asegurar su viabilidad y sustentabilidad, así como impulsar su capacidad de crecimiento y desarrollo. En efecto, existen diversas redes financieras en Costa Rica y El Salvador que articulan a diferentes IFP individuales, creando formas organizativas financieras más complejas y con mayor potencialidad económica. En el cuadro 10 se esquematizan las principales redes financieras en dichos países, distinguiendo entre las redes que están formalmente integradas y aquellas que tienen la posibilidad de configurarse como tales.

En términos generales, estas redes representan una base poderosa para resolver algunos problemas de las IFP. En primer lugar, permitirían lograr economías de escala y de alcance adecuadas para su eficiencia y rentabilidad, lo que incluye la perspectiva de que se produzcan fusiones o adquisiciones de las IFP más débiles para que obtengan condiciones de eficiencia dentro de las redes. Por otra parte, la existencia de estas redes significa que comienzan a darse bases para mejorar la cobertura territorial que tienen las IFP, integrando un sistema de sucursales que amplíe el servicio a mayores sectores de la población. Asimismo, estas redes representan, de hecho, la articulación de distintos sistemas de bancos de segundo piso que permiten mejorar la gestión de la liquidez de las instituciones adscritas. Por último, con estas redes también se obtienen economías en la capacitación, asesoría e integración informática, a la vez que se ponen a distintas instituciones en un contexto de planeación estratégica al que no podrían acceder individualmente.

Considerando ahora las experiencias en Costa Rica y El Salvador, pueden distinguirse los siguientes tipos de redes formalmente integradas.

En Costa Rica está el Sistema FEDECREDITO, que integra a 45 cooperativas en distintas partes del país, con una cobertura de 200,000 clientes. Esta red es un grupo financiero formal pero de naturaleza cooperativa, que opera como Caja Central para la gestión de la liquidez de las cooperativas, pero también posee un banco, un puesto en la bolsa de valores, una cooperativa de vivienda, un banco *off shore*, y en proyecto una compañía de seguros.

En cuanto a la integración captación-financiamiento, la estrategia de la institución se basa en el argumento de que la evolución financiera moderna lleva a combinar el negocio de intereses tradicionales con las operaciones "fuera de la hoja de balance" y la captación de fondos en los mercados de valores. Por lo tanto, el impulso al ahorro está condicionado por esta perspectiva estratégica general. Un problema de este enfoque radicaría en que la institución opera con un muy

Cuadro 10

COSTA RICA Y EL SALVADOR: PRINCIPALES REDES DE INSTITUCIONES PARA FINANCIAMIENTO POPULAR CON "BANCO DE SEGUNDO PISO", 1996

Estado de la red	Institución red	País	Estructura corporativa	Diversificación de negocios	Tecnología informática	Servicios a la red	Fuente de fondos
Potencial/sin integrarse	FINCA-CR	Costa Rica	ONG no integra red	Ninguna	Ninguna	Asistencia técnica y financiera	Ahorro/bancos Coop/F. internacional
	CAM	El Salvador	ONG no integra red	Ninguna	Ninguna	Asistencia técnica y financiera	Ahorro F. internacional
	CRS	El Salvador	ONG no integra red	Ninguna	Ninguna	Asistencia técnica y financiera	
	FUSAI	El Salvador	ONG no integra red	Ninguna	Ninguna	Asistencia técnica y financiera	
	Movimiento solidarista	Costa Rica	No integrada como red a/	Ninguna	Ninguna	No hay	Aporte patrón Ahorro empleados
Integrada	Sistema Fedecrédito	Costa Rica	Grupo Financiero y Banco de 2o. piso de cooperativas integradas	Caja central de coop. Banco Federado Coopvivienda Univalores S.A Audicoop. Fedebank (off shore) Seguros (proyecto)	Software Banca 2000 Cajeros Informatizac.	Asistencia técnica Capacitación Liquidez Crédito Producto financiero Sinergias Red informática	Captación Mercado de valores F. internacional Bancos Capitalización
	Bancoop	Costa Rica	Red de cooperativas Banco de 2o. piso de cooperativas integradas	Caja Central Crédito Internacional Inversiones Fideicomisos	Software financiero Cajeros informat.	Crédito Fiduciario Liquidez Red informática Capacitación	Captación Mercado de valores Capitalización
	FEDECACES	El Salvador	Sistema de interm. financiera Banco de 2o. piso	Caja Central Seguros Futuro Empresas de servicio y auditoría Canalizar remesas	Software Mas90 informatizac.	Liquidez Crédito Capacitación Red informática Sinergias	Captación Capitalización
	Fedecrédito	El Salvador	Banco público de 2o. piso para sistemas	Ahorro y crédito			
	Banco Popular	Costa Rica	Banco de primer piso	Bancarios	Software informatizac. cajeros	Todos los servicios Red informática	Captación Mercado de valores Ahorro obligatorio
	Banco Multisectorial de Inv. (BMI)	El Salvador	Banco público de redescuento	Redescuento de crédito	Software informatizac.		
	FOMMI	El Salvador	Institución de Fomento Comunidad Europea Banco de 2o. piso de esta red	Capta y transfiere crédito		Crédito Asistencia técnica capacitación	Comuidad Europea
	BANHVI	Costa Rica	Banco público cabeza del SFNV	Fue Banco de 2o. piso y ahora es Supervisor de SFNV			

/Continúa

Cuadro 10 (Conclusión)

Estado de la red	Integración ahorro/inversión	Institución vinculada		Cobertura		Regulación	Tipo de actividad	Antigüedad de la institución
		Cantidad	Tipo	Personas o créditos	Geográfica			
Potencial/sin integrarse	Si	241	Bancos comunales	7,000 personas	Rural	No	Subsistencia y pobres	Nueva
	Si	800	Bancos comunales y grupos solidarios	30,000 personas	Rural y urbana	No		Nueva
		17	Bancos comunales	n.d.	n.d.	No		Nueva
		n.d.	Grupos solidarios	n.d.	n.d.	No		Nueva
	No explícito.	2,000	Asociaciones	200,000 personas	Nacional	Ley b/ solidarista	Solidarismo	Tradicional
Integrada	Poco/hay proyectos pero combinando interm. tradic. c/oper. a comisión	45	Cooperativas	200,000 personas	Urbana	SUGEF	Micro y pequeña empresa	Nueva
	Poco/no hay proyecto	108	Cooperativas	250,000 personas	Rural	SUGEF		Nueva
	Poco/hay proyecto	25	Cooperativas	30,000 personas	Urbana	Ley Cooperativa c/ (En transición)		Tradicional
	Si/está en transición	62	Cajas de crédito y bancos de trabajo	220,000 personas	Urbana	En transición		Tradicional
	Si/está en transición	18 17 77	Sucursales minisucursales cajeros automáticos	270,000 personas	Nacional integrado por computadora	Régimen especial c/ (en transición)		Tradicional
	No	22	Bancos y financieras regula B.C. d/	16,000 créditos	Rural y urbana	Si		Nueva
	Poco/hay proyecto		Financiera Calpía Fedecrédito ONG Cajas de crédito Grupos comunitarios		Rural y urbana			Nueva
	Poco/en transición	7 4 9 2	Mutuales Cooperativas Bancos Instituciones del Estado	18,000 créditos	Nacional	En transición	Vivienda	Nueva

Fuente: Elaboración propia sobre la base de González Vega (1996); Loría (1996); Memoria y Balance Anual de diversas instituciones, varios años; entrevistas con directivos de las instituciones; Bolsa Costarricense de Valores; periódicos, revistas y folletos de Costa Rica y El Salvador.

a/ Actualmente se intenta integrar al movimiento con la creación de un Banco Solidarista, sin que hasta el momento tenga un efecto significativo.

b/ Intentaron integrarse a SUGEF pero ésta no aceptó.

c/ No redescuentan en el Banco Central.

d/ En orden de importancia las que reciben más financiamiento de BMI para micro y pequeña empresa son: Banco Agrícola ComercialL, Fedecrédito y Financiera Calpía. Sin embargo, esta última tiene el mayor número de contratos, y para dicha financiera los créditos de BMI representan más del 40% de sus fuentes de fondeo.

SFNV: Sistema Financiero Nacional de Vivienda.

elevado nivel de apalancamiento, el más alto en el universo cooperativo costarricense de 1995, lo que sería preocupante para su estabilidad financiera. 66/

En El Salvador funciona la red que articula el Banco Multisectorial de Inversiones (BMI), un banco público de segundo piso que presta a instituciones financieras formalmente incluidas en el régimen de regulación del Banco Central. Una de las líneas de crédito del BMI se dirige a financiar microempresas a través de aquellas instituciones, siguiendo un modelo clásico de banco de desarrollo público de segundo piso. Una particularidad del BMI es que surgió como desprendimiento del Banco Central, y aunque su modelo está inspirado en experiencias como las de Nacional Financiera (NAFIN) en México, se distingue por el hecho de que el BMI cobra sus créditos directamente del encaje que las instituciones mantienen en el Banco Central.

También en El Salvador, pero en una situación diferente, se halla la red de FEDECACES, que articula 25 cooperativas. En esta red, FEDECACES también actúa como Caja Central para asegurar la liquidez del conjunto, pero con la particularidad de que no está en el sistema financiero regulado por el Banco Central. Por lo tanto, no puede realizar redescuentos en el Banco Multisectorial de Inversiones. Pese a esta limitación, FEDECACES está desarrollando la red con una lógica de autorregulación y parámetros equivalentes a los que se aplicarían si estuviera bajo la supervisión del Banco Central. Esta red también se integra mediante una combinación de gestión de liquidez, informatización, capacitación y asistencia técnica (incluye una compañía de seguros cooperativos con reaseguro en compañías cooperativas internacionales).

Entre las redes que sólo existen en forma potencial se cuenta primero el caso del Movimiento Solidarista, que abarca a más de 2,000 Asociaciones Solidaristas, que tienen una gran capacidad de ahorro, estimada en alrededor de 250 millones de dólares. Sin embargo, esos fondos están dispersos en las distintas Asociaciones, ya que entre ellas no guardan vínculos para la centralización y movilización de dichos fondos y tampoco están sujetas a regulación pública. Un intento reciente para dar una estructura financiera orgánica a este Movimiento es la creación del Banco Solidarista, sin que hasta el momento haya tenido éxito en ese propósito.

Un segundo caso interesante de red potencialmente integrable es la que existe con los envíos de remesas por parte de nacionales residentes en el exterior, fenómeno especialmente intenso en El Salvador, donde esos fondos llegaron a totalizar 12% del PIB en 1995. Hasta el momento sólo parece existir una institución que ha intentado articular canales financieros orgánicos para movilizar esos fondos, creando así bases para articular un circuito ahorro-crédito popular de gran potencialidad. Se trata de FEDECACES, que estableció convenios con cooperativas en Los Angeles y en Canadá, que operan como agentes para la captación y remisión de esos fondos. Este es un programa piloto que en 1995 movilizó fondos de alrededor de 6 millones de dólares.

66/ EKA Consultores (1996).

e) Impacto de las reformas financieras y de la apertura exterior sobre las IFP

Como se ha considerado en los puntos anteriores, estas instituciones financieras populares de Costa Rica y El Salvador han operado hasta una época muy reciente, y muchas aún lo hacen fuera del sistema financiero regulado por el banco central de cada país, y son instituciones de carácter semiformal o informal. Sin embargo, esto no significa que no desarrollen interacciones con el sistema financiero nacional e internacional.

En primer lugar, en las nuevas condiciones de mercados financieros desregulados la política monetaria tiene un impacto sobre los movimientos de fondos entre el sector financiero formal y las instituciones de financiamiento popular, afectando las condiciones de liquidez y de disponibilidad de fondos en las que las IFP operan. Las IFP estarían expuestas regularmente a un ambiente monetario nacional restrictivo, dadas las políticas contraccionistas que acompañan la liberalización financiera.

Un segundo impacto de las reformas financieras que afecta a las IFP es el que resulta de la desregulación de las tasas de interés y el incremento de la competencia que ello estimula. Particularmente, merced a dicha desregulación, los bancos comerciales encuentran atractivo explorar nuevos nichos de negocios. Esto es relevante en cuanto a la acción de estos bancos para mejorar su captación con menores costos y se traduce en estrategias de apertura de sucursales en barrios populares, compitiendo por la captación con las mutuales o cooperativas.

Menos frecuente es que los bancos exploren el nicho de los créditos populares, pero hay señales (vg., BAC en El Salvador) de que esas instituciones habrían reconocido la rentabilidad de dichas operaciones, y podrían estar estudiando los modos de acceder a dichos mercados.

Otro impacto potencial de las reformas tiene que ver con algunos efectos que podría generar la apertura del sistema financiero al exterior, en especial respecto de las operaciones de bancos de inversión de los Estados Unidos y otros países que buscan captar ahorro en Costa Rica y El Salvador para canalizarlo a los mercados de aquel país. Hay señales de que esto podría llegar a atraer a algunos administradores de fondos de ahorro popular, lo que de concretarse implicaría cierto drenaje de fondos del circuito popular de ahorro-crédito en cada país.

Hay otras relaciones financieras internacionales que operan, en cambio, con un signo positivo para las IFP, sobre todo para las AFV. Estas relaciones han venido ocurriendo con independencia de las reformas y la apertura, y se refieren a los vínculos que algunas federaciones cooperativas y otras instituciones han establecido con organismos internacionales del mismo carácter, procurando apoyo técnico, asesoría y eventualmente fondos. El cuadro 11 resume información de algunos casos relevantes en cuanto a este tipo de vínculo internacional, cuyo impacto principal y más destacado es la contribución al fortalecimiento y desarrollo institucional en la lógica asociativa que ello ha propiciado. Esta línea de acción debería ser promovida y estimulada para otras IFP que pudieran identificar contrapartes internacionales que operen en su propia lógica.

En síntesis, si bien el ahorro popular en los países tratados es significativo, el potencial es mucho mayor. Un obstáculo importante que han enfrentado las entidades que captan este tipo de ahorro, y lo canalizan hacia el crédito, es su solvencia. Deben sortear enormes costos para crear una reserva adecuada que garantice esos fondos, lo cual repercute sobre sus costos y, por tanto,

Cuadro 11

COSTA RICA Y EL SALVADOR: INFLUENCIAS INTERNACIONALES EN LA ACTIVIDAD DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS POPULARES

Institución	País	Fondos internacionales	Asistencia técnica para planeación estratégica	Asistencia para tecnología crediticia	Seguros		Asistencia técnica para canalizar remesas	Supervisión y monitoreo
					Asistencia técnica	Reaseguro		
Financiera Calpía	El Salvador	Varios a/	GTZ (Alemania)	IPC (Alemania) Crédito individual				GTZ Banco Central Accionistas
FEDECACES	El Salvador	AID b/	Diagnóstico Desjardin (Canada) Para mecanización FIA		Varios c/	Varios d/	Varios e/	Varias Asociaciones Internacionales de Cooperativas
Sistema Fedecrédito	Costa Rica	AID f/	Asesor privado internacional	Para crédito vivienda Coop. Housing Foundation				
FINCA	Costa Rica	AID g/		Villages Banks FINCA Internacional				FINCA Internacional
CAM	El Salvador	AID		Villages Banks FINCA Internacional				FINCA Internacional
Fondo Propemi	El Salvador	BID/AID h/		Fundación Carvajal Colombia				

Fuente: Elaboración propia sobre la base de González Vega (1996); Loria (1996); Memoria y Balance Anual de diversas instituciones varios años; entrevistas con directivos de las instituciones; Bolsa Costarricense de Valores; periódicos, revistas y folletos de Costa Rica y El Salvador.

a/ Banco Central de Inversión Centroamericano, BID, FOMMI, Prodere–OIT, Bancos Privados.

b/ En primera etapa hasta 1984. Nuevamente vínculo para desarrollo institucional.

c/ ACI–Canada, EZE–Alemania, Share International.

d/ Cuna Mutual, CIM Insurance, Fed. Internac. de Coop. de Seguros, IMCIF (Londres), AAC–MIS América, ACI.

e/ Asociaciones con cooperativas de Estados Unidos, MAFCU, y movimiento de remesas en Canadá.

f/ Importante capital "semilla" inicial. Actualmente apoyo para desarrollo institucional.

g/ Actualmente combina con fuentes locales de bancos cooperativos o Banco Popular.

h/ Actualmente sólo 15% son fondos externos.

castiga la tasa de interés que pueden ofrecer a sus ahorradores. Queda como interrogante las modalidades regulatorias que deberían fijar las autoridades y cuáles deberían ser los estilos de autorregulación por parte de las propias instituciones para asegurar estándares de solvencia, seguridad y costos adecuados, ya que todo lo anterior repercute sobre su competitividad para captar ahorro.

Asimismo, el análisis muestra que el fortalecimiento y desarrollo de las IFP en Costa Rica y El Salvador requiere dos líneas de acción básicas. De una parte, restablecer la disciplina del mercado, según se considera en el diagnóstico vigente en la región; además, se requiere aplicar estrategias y políticas de fortalecimiento y desarrollo institucional, privilegiando la evolución de las IFP del tipo asociación financiera voluntaria, en la medida en que éstas asegurarían un crecimiento más autosustentado del tejido financiero popular.

Por lo que se refiere a la viabilidad y sustentabilidad, es evidente que en términos individuales las IFP no tienen grandes capacidades para que en el corto plazo incrementen marcadamente su capacidad de sustentarse en sus actividades. En cambio, hay una diversidad de opciones en el sentido de desarrollar las IFP por la vía de las redes financieras. Una de las cuestiones principales que presenta esta vía es la vinculación de estas distintas redes entre sí y con los sistemas financieros formales, así como lograr formas de regulación que aseguren su solvencia y seguridad sin afectar su lógica de conformación ni ahogar su dinamismo.

V. LA FORMACION DE FONDOS DE AHORRO DE LARGO PLAZO Y EL FINANCIAMIENTO POPULAR

Entre las implicaciones de política derivadas de la observación de los niveles y trayectoria del ahorro en los países de la región, se concluye que resulta crucial el fomento de todos los componentes del ahorro nacional, y en especial el privado, ya que su incremento es indispensable para lograr mayores niveles de inversión y crecimiento.

Tres alternativas de política han demostrado su importancia para aprovechar la capacidad potencial de ahorro del sector privado, en diversas experiencias tanto dentro como fuera de la región:

1) Las que ligan el acceso a bienes de capital altamente valorados por las familias a la realización de un ahorro previo (por ejemplo, ahorro para la vivienda propia);

2) Las que reforman los sistemas de previsión hacia formas de ahorro institucional de los trabajadores (reformas a los sistemas de pensiones orientadas hacia la capitalización de fondos), y

3) Las que dejan mayores ingresos a disposición de los agentes privados con mayores propensiones al ahorro (incentivos a la reinversión de utilidades por parte de las empresas).

1. Ahorro para la vivienda propia

En el período 1960-1980 los países centroamericanos instrumentaron en diversas formas una política proclive a las soluciones habitacionales, en beneficio de los grupos de ingresos medios y bajos. Además de la creación de instituciones oficiales encargadas de realizar programas habitacionales que involucraban alguna modalidad de subvención del Estado, los gobiernos propiciaron el establecimiento de mecanismos privados orientados al mismo fin, en particular el sistema de ahorro y préstamo para la vivienda.

Sin embargo, en los últimos años, a raíz de la tendencia de reducir el papel del Estado en los asuntos socioeconómicos, o por la incapacidad presupuestaria para atender las necesidades del sector habitacional, tanto los bancos estatales como las entidades privadas que se especializaban en el financiamiento de la vivienda familiar han desaparecido o tienden a desaparecer. 67/ No obstante, frente a la acelerada acumulación del déficit habitacional, los gobiernos han instituido "fondos" específicos, que pese a su precaria dotación de recursos, en una u otra forma vienen a reemplazar a las entidades oficiales preexistentes. Esto afecta sobre todo a los grupos poblacionales con ingresos muy bajos o sin ingresos permanentes, que son los de mayor fragilidad social a raíz de la supresión de los programas habitacionales de interés social. Sin embargo, no es menos importante la marginación forzosa de numerosas familias con capacidad de ahorro, entre modesta y mediana, que tenían acceso al crédito hipotecario convencional.

67/ Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI) (1993).

a) Intermediación financiera oficial

En Centroamérica tradicionalmente se ha aplicado la política dual de compartir la responsabilidad del financiamiento de la vivienda entre el Estado y el sector privado. De ahí resultó la creación de instituciones descentralizadas que combinaban la captación de recursos —incluso los de origen presupuestario— con la construcción de viviendas. Con todo, en el marco del debilitamiento generalizado de la estructura institucional de las políticas sociales por efecto de la crisis financiera de los años ochenta y de los ajustes subsiguientes, esta tendencia se revirtió y la mayoría de las instituciones mencionadas han sido liquidadas. El principal argumento en apoyo de estas medidas es que el Estado debería limitarse a desempeñar un papel "facilitador" en el financiamiento de la vivienda, permitiendo que la oferta habitacional se guíe fundamentalmente por las tendencias del mercado. No obstante, frente a la evidencia de que el papel facilitador requiere el sustento de una acción positiva para atender la creciente demanda de los grupos de población con ingresos bajos o medios, los gobiernos han instituido "fondos" específicos, que vienen a reemplazar a los organismos oficiales que tradicionalmente tenían la responsabilidad de articular, coordinar y promover las acciones relacionadas con el problema de la vivienda.

Los resultados de esta nueva orientación institucional presenta diferencias en los países de la región. En Costa Rica el Fondo Nacional para la Vivienda (FONAVI) y el Fondo de Subsidios para la Vivienda (FOSUVI), fundados en 1986, son complementarios y están integrados dentro de la política financiera del Banco Hipotecario de la Vivienda (BANHVI). En tal sentido, en lugar de reemplazar mecanismos preexistentes, fueron diseñados para reforzar al sistema financiero para la vivienda. (Véase el recuadro 5.) Algo similar ocurre con el Fondo de Vivienda Popular (FONAVIPO) de El Salvador, surgido en 1992, excepto que su origen fue resultado de la liquidación de la Financiera Nacional de la Vivienda (FNV), y que se orienta a administrar un programa de contribuciones previsionales con destino específico a las familias de bajos ingresos. Por otro lado, en los casos de Guatemala y Honduras, a causa de su informalidad legal y de su precaria dotación de recursos, los nuevos fondos están lejos de reemplazar eficientemente a las entidades cuyas funciones han debido asumir.

El único rasgo común de los fondos específicos creados es su orientación para operar como banca de "segundo piso", excepto el Fondo Social para la Vivienda (FOSOVI) de Honduras, que tiene facultades para otorgar créditos directos e inclusive dedicarse a la actividad de construcción. En este sentido, puede decirse que la tendencia predominante en la transformación institucional del papel del Estado en el financiamiento de la vivienda ha consistido en reducir su acción directa en la oferta habitacional y sustituirla, en el mejor de los casos, con mecanismos de apoyo compatibles con la acción indirecta basada en operaciones de refinanciamiento hipotecario.

b) Intermediación financiera privada

Al margen de que la banca comercial siempre ha atendido parcialmente el financiamiento habitacional mediante operaciones convencionales de crédito hipotecario, la introducción en Centroamérica del sistema de ahorro y préstamo dio un impulso extraordinario a la construcción de viviendas para familias de ingresos medios en los sesenta y setenta. En virtud de ello se crearon

Recuadro 5

COSTA RICA: POLITICA DE VIVIENDA

A partir de 1980 todas las instituciones públicas financiadoras de viviendas sufrieron una radical contracción crediticia. Al mismo tiempo, el subsidio total del sector representaba sólo 1% del PIB a inicios de la década. En este contexto, se generó en el país un creciente déficit de viviendas, considerando el exiguo poder de compra de la mayoría de la población. De acuerdo con estimaciones oficiales, a mediados de los ochenta 21% del total de las familias no tenía capacidad de pago, mientras que 62% sí la tenía para soluciones económicas.

Frente a esta situación, a fines de 1986 se fundó el Sistema Financiero Nacional de la Vivienda, regido por el Banco Hipotecario de la Vivienda (BAHNVI). Asimismo, se crearon dos fondos especiales. El Fondo Nacional para Vivienda (FONAVI) debía generar recursos permanentes y al menor costo posible para financiar créditos de vivienda no subsidiados y para descontar hipotecas de las entidades autorizadas. El Fondo de Subsidios para la Vivienda (FOSUVI) quedó a cargo del Bono Familiar de Vivienda, crédito individual a largo plazo destinado a ampliar la capacidad de pago, al cual podían aspirar las familias con ingresos iguales o menores a cuatro veces el salario mínimo de un obrero especializado de la construcción.

El financiamiento establecido por ley para el FOSUVI implicó una fuerte reasignación de recursos públicos: 33% de los recursos anuales del Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares y 3% del presupuesto nacional de la República y de los presupuestos extraordinarios y donaciones. En sus orígenes, el FOSUVI no fue concebido como un fondo de emergencia o de contingencia, sino como un fondo permanente. Por su parte, el FONAVI recibía aportes del 25% de la cartera de inversiones transitorias del régimen de invalidez, vejez y muerte de la Caja Costarricense de Seguridad Social (CCSS), de los depósitos captados por el BAHNVI, de los empréstitos de éste, de donaciones de organismos nacionales y extranjeros y de las utilidades de la lotería instantánea administrada por la Junta de Protección Social de San José. La política emprendida desencadenó una gran organización popular, que el Estado utilizó para canalizar fondos. Es el caso de las cooperativas, en tanto intermediarios financieros y promotores, sobre todo en las zonas rurales. Ellas llegaron a encauzar casi un 40% del total de los créditos del BAHNVI.

De acuerdo con cifras oficiales, de 1986 a 1990 el número de soluciones de vivienda construidas oscila en torno a las 80,000 (alrededor de 50% del déficit de viviendas calculado en 1990). La participación pública mediante financiamiento en las inversiones en vivienda se estima en dos tercios. Asimismo, un 40% de las soluciones se financiaron con Bono Familiar de la Vivienda. Cabe destacar que un 38% de los bonos y u[illegible]% de los créditos se dio a hogares con un ingreso igual o menor al salario mínimo. Al mismo tiempo, algo más de un 31% de los subsidios y un 28% de los créditos se otorgaron a familias cuyo ingreso era mayor a un salario mínimo pero menor a dos, mientras que 29% de los bonos y 62% de los créditos fue obtenido por familias con ingresos entre dos y cuatro veces ese salario.

Sin embargo, a inicios de los noventa el nuevo sistema financiero ha manifestado signos de fragilidad. El FONAVI, por ser un fondo abierto no selectivo, mostró señales de agotamiento. En el caso de FOSUVI, se alteró su pretensión de fondo permanente, ya que se cambió la modalidad de otorgamiento del bono para la vivienda, que pasó de una subvención directa en forma de crédito complementario a ser una donación, convirtiéndose así en una acción de corte asistencial hacia los sectores de menor ingreso. En la práctica, la administración encontró numerosas limitaciones financieras para concederlo en el número inicialmente previsto. Además, el FOSUVI se vio afectado por un cambio de prelaciones, al destinarse un monto importante del Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares a otros fines. Así, según las cifras del Banco Hipotecario, el número de créditos hipotecarios, complementados con Bono Familiar de Vivienda, bajó de 16,848 en 1993 a 9,397 en 1994 (44.2%).

Durante 1995 se reorientó la labor del BANHVI. El Banco, como ente rector del Sistema Financiero de la Vivienda y como supervisor auxiliar de la Superintendencia General de Entidades Financieras, debe procurar los medios eficientes para prevenir el riesgo de los entes, asesorarlos en materia financiera y dictar las normas y políticas que garanticen su integración a un moderno y ágil Sistema Financiero Nacional, desregulado y sin fragmentaciones. Como Banco de segundo piso, debe buscar los medios para movilizar el ahorro nacional y externo hacia el financiamiento habitacional, aprovechando su condición de mayorista de recursos, dejando a la responsabilidad de las entidades todas las operaciones de captación y colocación en que son eficientes.

estímulos de diverso orden a este tipo de banca especializada, en particular cuando prevalecía el criterio de que la acción del sector privado complementaba la política habitacional del gobierno. En Costa Rica y Guatemala, además, la existencia de bancos comerciales del Estado facilitó la realización de programas que, sin dejar de ser convencionales en términos financieros, constituían una expresión de la política selectiva de crédito en beneficio de la construcción de viviendas de bajo costo.

Este panorama cambió radicalmente a raíz de la implantación de políticas que, entre otras cosas, implicaron la liberalización de la actividad financiera bajo un esquema de banca comercial múltiple. Ello condujo a la desaparición de algunas asociaciones de ahorro y crédito o a su transformación en sociedades financieras. La transición ha generado, así, una competencia en la captación de ahorros con la banca comercial, que usualmente goza de mayor agilidad operativa y puede ofrecer mejores servicios al público, y las limitaciones del refinanciamiento de cartera por la desaparición de las entidades oficiales que ejercían esa función. En Guatemala los bancos de ahorro y préstamo se convirtieron en bancos comerciales que sólo atienden el financiamiento de la vivienda de modo marginal, aun cuando desde 1993 han surgido dos bancos al amparo de la nueva legislación.

c) Mecanismos de apoyo financiero

i) Subsidio habitacional directo. Los mecanismos que proveen un subsidio directo del Estado para complementar el ahorro previo o la capacidad de pago de los beneficiarios constituyen en la actualidad el punto focal de la intermediación financiera de la vivienda familiar. El subsidio directo para la construcción o la compra de la vivienda es asignado por el Estado con fondos del presupuesto, contribuciones de la seguridad social u otros recursos extrapresupuestarias no reembolsables. Se otorga exclusivamente a los beneficiarios que: a) carecen comprobadamente de vivienda para su grupo familiar; b) se comprometen a realizar un ahorro previo y garantizar con sus ingresos corrientes la amortización de los préstamos hipotecarios sobre la vivienda que adquieren, y c) asumen la obligación de no vender o permutar la unidad habitacional subsidiada. El subsidio habitacional directo es sencillamente una inversión estatal condicionada al cumplimiento por parte de los beneficiarios de compromisos muy específicos de ahorro, capacidad de pago y uso no comercial del objeto subsidiado. El "bono familiar" para la vivienda que se emplea en Costa Rica desde 1986 y las contribuciones habitacionales y líneas especiales de crédito utilizadas en El Salvador son dos modalidades de subsidio directo para la vivienda con las características antes mencionadas. (Véase el recuadro 6.)

ii) Mantenimiento de valor. Si bien en la mayoría de los países latinoamericanos existe una resistencia a la "corrección monetaria" generalizada de la economía nacional, el procedimiento de indizar determinados sectores e instrumentos financieros para evitar los efectos de la inflación es cada vez más común. En el caso del financiamiento habitacional, su condición inherente de largo plazo ha inducido a introducir modalidades de indización que facilitan la emisión, negociación y realización de inversiones privadas en valores con garantía hipotecaria. Esta tendencia se ha reforzado por la necesidad del sector inmobiliario de refinanciarse en el mercado de capitales. En Chile, por ejemplo, la "unidad de fomento", como unidad de cuenta reajustable en función de las variaciones en el índice de precios al consumidor, sirve de base para mantener constante el valor del

ahorro previo para la vivienda, determinar el importe del subsidio habitacional, expresar el importe del crédito hipotecario, denominar los instrumentos de crédito hipotecario negociables y liquidar las

Recuadro 6

EL SALVADOR: CONTRIBUCIONES HABITACIONALES Y LINEAS ESPECIALES DE CREDITO

A partir de 1992, tras la firma de los acuerdos de paz, en El Salvador se diseñó la primera política de vivienda, con una estrategia nacional de desplazar al Estado de su papel de ejecutor hacia uno de facilitador, iniciando un proceso de creación de instrumentos y mecanismos sustentables para satisfacer las necesidades de la población, en especial, la de más bajos ingresos.

En este contexto destacan los programas de Contribuciones Habitacionales y Líneas Especiales de Crédito. El Viceministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano (VMVDU) o las organizaciones no gubernamentales (ONG) apoyan a las familias para solicitar un subsidio directo al Programa de Contribuciones Habitacionales administrado por el Fondo Nacional de Vivienda Popular (FONAVIPO). En el marco del programa, cada familia se compromete a realizar un esfuerzo propio, mediante la apertura de una cuenta bancaria (ahorro restringido) con un monto mínimo. Este esfuerzo es un requisito para ser postulante a este tipo de ayuda estatal y representa el inicio del proceso de desarrollo progresivo de viviendas. El FONAVIPO, según las condiciones socioeconómicas de cada familia, asigna una calificación para ser beneficiario de hasta un máximo de 12 salarios mínimos (1,575 dólares). El FONAVIPO publica en los periódicos el listado de los beneficiarios, señalando sus nombres, comunidad y puntaje obtenido. Posteriormente, cada beneficiario recibe un Certificado de Contribución para iniciar la construcción de su vivienda. El valor del Certificado es depositado en la cuenta bancaria y mediante desembolsos el beneficiario retira su dinero, previa comprobación de las mejoras efectuadas a su vivienda. La edificación de las viviendas puede desarrollarse por las mismas familias, por ayuda mutua o contratación de maestros de obra.

En algunos casos, las familias pueden acceder a una vivienda terminada por medio de las líneas especiales de crédito del FONAVIPO, complementándose el subsidio con el crédito.

obligaciones financieras derivadas. Aun cuando en Centroamérica no han surgido mecanismos análogos, su adopción podría ser útil. Las modalidades empleadas en Costa Rica para determinar el acceso al subsidio habitacional y al crédito hipotecario básico, y en El Salvador para calcular la cuota de pago de los créditos otorgados, pueden considerarse mecanismos embrionarios de una indización para el mantenimiento del valor de las obligaciones hipotecarias, con miras a incrementar su negociabilidad en los mercados secundarios.

iii) Titularización hipotecaria (*securitization*). En lo referente al financiamiento de la vivienda para familias con capacidad de contribuir con ahorro previo y de asumir la amortización de préstamos hipotecarios, desde hace unos 30 años se ha difundido en Centroamérica el seguro de hipotecas, cuyo fin primordial consiste en avalar los compromisos de pago del deudor y facilitar al acreedor la eventual recuperación de sus inversiones mediante la emisión de cédulas hipotecarias negociables en el mercado. Este puede considerarse un mecanismo complementario al

financiamiento, sobre todo en los países que carecen de mecanismos de redescuento de cartera hipotecaria, y a la vez desarrollan sus mercados de capitales. En general, puede decirse, en virtud de la experiencia pasada, que el seguro de hipotecas no constituye todavía un apoyo significativo al financiamiento privado de la construcción de viviendas en los países centroamericanos. Su costo resulta muy alto y los procedimientos administrativos y de registro que requiere son engorrosos. Sin embargo, conceptualmente tiene un potencial considerable para propiciar el aseguramiento de carteras hipotecarias en la modalidad de la *securitization* conocida en otros países, así como la conversión de la cédula hipotecaria en un instrumento de mercado secundario, con el atractivo y la agilidad del certificado de participación con garantía hipotecaria.

iv) Regularización de la tenencia de la tierra. Un apoyo fundamental en el financiamiento de la vivienda es el relativo a la regularización de la tenencia de la tierra, pues sin catastros y registros legales de propiedad adecuados, el crédito hipotecario resulta inoperante. Los países centroamericanos enfrentan problemas serios en este campo, principalmente Guatemala, Honduras y Nicaragua. En Costa Rica y El Salvador, en cambio, la legalización de la propiedad como un requisito para acceder al subsidio a la vivienda o los programas de erradicación de tugurios ha determinado recientemente la implementación de mecanismos ágiles para resolverlo.

En síntesis, desde 1990 se manifiesta un progresivo deterioro de los mecanismos y entidades que durante muchos años promovieron la oferta habitacional en la región centroamericana. En particular, han desaparecido o se encuentran en proceso de extinción las instituciones financieras oficiales que atendían la construcción de viviendas de bajo costo, y se han dispersado los sistemas privados de ahorro y crédito que se especializaban en las soluciones habitacionales de las familias con ingresos medios y bajos-medios. La transición hacia nuevas formas de financiamiento habitacional se encuentra en marcha, pero el esfuerzo a realizar en ese ámbito es todavía considerable.

Una forma eficiente de estimular este proceso de transición sería incorporar a las políticas habitacionales un conjunto de incentivos en favor de los proyectos con un componente significativo de ahorro previo o prefinanciamiento. Esta estrategia pretende extender el mercado de capitales hacia sectores de ingresos medios y bajos, facilitando su acceso a fuentes privadas (colocación de títulos hipotecarios) y públicas (subsidios y créditos hipotecarios directos ofrecidos por el Estado), condicionado a la realización de ahorros previos por parte de los propios beneficiarios. Tales incentivos, que se traducirían en mayores montos de financiamiento, plazos más amplios y tasas de interés preferenciales, podrían enfocarse también a los proyectos de las cooperativas de ahorro y crédito para la vivienda, asociaciones mutualistas, sindicatos de trabajadores y otras formas asociativas de familias de bajos ingresos.

2. Promoción del ahorro y los sistemas de pensiones

a) Situación actual de las reformas a los sistemas de pensiones en América Latina

Los regímenes de pensiones en América Latina están atravesando una serie de dificultades, además de un estado financiero crítico, lo cual ha planteado la necesidad de reformarlos

completamente. Entre los problemas que han precipitado la crisis de tales sistemas puede mencionarse:

i) La débil relación entre las contribuciones a lo largo de la vida del trabajador y su beneficio personal.

ii) La coexistencia de múltiples esquemas, discriminando entre los trabajadores el acceso a beneficios según al que pertenezcan.

iii) La situación financiera crítica. Muchos regímenes dependen de fuertes subsidios del Estado, ya que las contribuciones son insuficientes para el financiamiento de los gastos actuales de la jubilación. En otros casos, los excedentes de las pensiones son consumidos a través del subvencionamiento cruzado con otros servicios de seguro social, especialmente servicios de salud. En otros más, cualquier acumulación permitida por la estructura de edad de la población ha sido invertida en activos de bajo rendimiento. 68/ La mayoría de estos planes tienen déficit actuarial, lo que crea una deuda pública oculta muy grande.

iv) La evasión o los retrasos en el pago de las contribuciones.

v) La absorción de los saldos previsionales en los presupuestos del gobierno, que conduce a bajos retornos de sus inversiones debido a la dificultad de asegurar los excedentes contra la inflación.

vi) Los excesivos e ineficientes costos administrativos.

vii) El impacto de las reformas a la jubilación en el ahorro nacional, considerando que los sistemas de pensiones enfrentan situaciones presupuestarias cada vez más difíciles y se han constituido, en varios países, en una de las causas de los cuantiosos déficit fiscales y en fuentes de desahorro, antes que de ahorro.

En la actualidad hay quienes sugieren que un cambio en la forma de propiedad de los fondos de pensiones no sólo podría resolver los problemas antes mencionados, sino que además abriría una fuente de ahorro para el financiamiento del desarrollo, bajo las siguientes consideraciones: i) que la acumulación de un fondo privado es una fuente de ahorro a largo plazo y por ende de capitalización de las empresas y de desarrollo del mercado de valores; ii) que la competencia por la intermediación de los fondos contribuye al crecimiento económico al abaratar su costo y asignar los recursos de capital hacia sus usos más eficientes, y iii) que las cotizaciones obligatorias no sustituyen otras formas de ahorro.

Así, se espera que las reformas a los sistemas de pensiones revaloren sus funciones económico-financieras (financiamiento de pensiones y generación de ahorro), además de las sociales

---

68/ Especialmente documentos del gobierno con bajas tasas de interés. También es frecuente que se requiera que los fondos de jubilación públicos se inviertan en planes de vivienda en los que, por una serie de razones, el rendimiento suele ser muy bajo.

(solidaridad y redistribución de ingresos). A la vez, se considera al ahorro institucional como un factor de importancia para mejorar el contexto macroeconómico en que deben desenvolverse los mismos sistemas de pensiones, cerrándose una suerte de círculo virtuoso de condiciones necesarias para su desarrollo y funcionamiento. El argumento de la contribución al ahorro ha servido de base para reformar los sistemas de pensiones, pasando desde aquellos en gran medida administrados por el Estado, y organizados bajo la forma de reparto a partir de beneficios definidos, 69/ hacia un sistema de administración privado, regulado por el Estado, donde cada individuo financia principalmente su propio beneficio previsional según contribuciones definidas.

El componente de capitalización privada, rescatado en la reforma chilena, que es la primera experiencia latinoamericana de este tipo, se incorporó parcialmente en las reformas previsionales de Argentina, Colombia, Perú, Uruguay y México. (Véase el recuadro 7.)

También se ha contemplado en las propuestas que se están elaborando en Brasil, Costa Rica, Honduras y Ecuador. Las reformas que más se discuten hoy en la región sugieren el concepto de contribuciones (para adquirir un derecho) en ahorro (para acceder a un patrimonio) y realizar su intermediación financiera como fondos de pensiones. Se pretende: i) que cada individuo sustituya parte de su propio consumo durante su vida activa por consumo futuro (contribuciones definidas o ahorro previsional a nivel individual); ii) que se obtengan mejores retornos financieros que en el sistema de reparto para tal ahorro previsional (capitalización de los fondos de reservas); iii) que este último contribuya a una mayor y más eficiente formación de capital (intermediación financiera), y iv) que se promueva el crecimiento del producto y del empleo (generación de empleo productivo). 70/

b) Las reformas a los sistemas de pensiones en América Central

Actualmente, la reforma a la jubilación está siendo seriamente revisada en los países centroamericanos. Las modificaciones contempladas, entre otras, son las siguientes:

i) Un cambio en el papel del Estado como proveedor de seguro para la senectud, desde su financiamiento hasta su regulación;

ii) Un incremento en el papel del sector privado tanto en la administración de los fondos de jubilación como en la provisión de un seguro;

iii) La separación plena entre las pensiones y otras formas de seguro social, especialmente de salud;

iv) La racionalización y unificación de los planes existentes;

69/ En un sistema de reparto las cotizaciones financian los beneficios de los actualmente pensionados y dan derecho por antigüedad a beneficios definidos conforme a requerimientos de accesibilidad.

70/ CEPAL (1995e).

Recuadro 7

REFORMA AL SISTEMA DE PENSIONES MEXICANO

Un estudio reciente (Carlos Sales, Fernando Solís Soberón y A. Villagómez Amezcua, 1997) descubrió que los principales factores que dieron lugar a la reforma del sistema de pensiones mexicano, efectuada en diciembre de 1995, fueron la insostenibilidad económica del antiguo sistema y la necesidad de elevar la tasa de ahorro interno. En esencia, la reforma sustituyó un sistema de reparto de beneficios definidos por un sistema de capitalización con aportaciones definidas, basado en cuentas individuales que gozan de una garantía de pensión mínima proporcionada por el gobierno.

Además de resolver los problemas económicos de largo plazo con los que se enfrentaba el régimen de reparto, los autores del estudio juzgan que la reforma también determinará un importante incremento en la disponibilidad de recursos financieros para la economía. Esto promoverá una mayor especialización financiera y la creación de nuevos instrumentos, en particular los relacionados con inversiones de largo plazo.

Según el estudio, en 1994 el ahorro financiero total se concentraba en su mayor parte en instrumentos de corto plazo. Los instrumentos de largo plazo representaban sólo 21.7% del ahorro financiero total y 11.9% del PIB. Con la reforma al sistema de pensiones, los instrumentos de largo plazo podrían alcanzar 21.9% del PIB en el año 2000 y alrededor de 45% del PIB en el 2010.

El valor de capitalización de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) en 1995 fue equivalente a 44% del PIB. Estimando los saldos acumulados de las cuentas individuales (24% del PIB después de 10 años y alrededor de 48% después de 20 años) y suponiendo que las administradoras de pensiones inviertan sus recursos como un fondo típico en los Estados Unidos (60% en acciones ordinarias y 40% en deuda), en el mencionado trabajo se anticipa que la participación total de los fondos para el retiro en la BMV será de alrededor de 1.9% del total durante el primer año y, después de 15 años, podría totalizar alrededor de 15% del PIB. La disponibilidad de estos recursos estimulará una mayor profundidad financiera y la inversión de largo plazo. Estos beneficios podrían tener un efecto considerable sobre otras decisiones de inversión y crecimiento.

El Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000 establece que si aspira a un crecimiento de 5% anual de la economía, México requiere una tasa de inversión equivalente a 24% del PIB. Esta tasa será financiada por ahorro interno, que según las proyecciones representará 22% del PIB, y por ahorro externo, equivalente a 2% del PIB. La meta para el ahorro interno exige que esta variable aumente alrededor de 6 puntos porcentuales del PIB.

A partir de las estimaciones del ahorro y suponiendo que todo el ahorro nuevo será canalizado a financiar la inversión, en el documento se aprecia que para el año 2000 la reforma al sistema de pensiones generará ahorro que podría financiar cerca de 25% de la inversión adicional requerida. Conforme el sistema madure, el impacto de la reforma sobre el ahorro será mayor y, por consiguiente, su contribución a la inversión y al crecimiento, más importante.

Cabe destacar que el costo fiscal de la transición al nuevo sistema es relativamente bajo comparado con reformas similares de América Latina. El valor presente del costo de la transición en México se calcula que representa alrededor de 83% del PIB, que es menor, por ejemplo, al de Chile. Esto refleja principalmente el hecho de que la reforma se llevó a cabo cuando la población de México era aún relativamente joven.

v) Niveles de prestaciones más realistas y sustentables;

vi) Condiciones de elegibilidad menos generosas, y

vii) Un cambio a un sistema multibase, que comprende alguna combinación de: 1) un primer nivel que consiste en una pensión mínima garantizada, financiada ya sea por la tributación general o por contribuciones de nóminas; 2) un plan de segundo nivel plenamente financiado y obligatorio, que implica cuentas individuales administradas por gerentes especializados en fondos de jubilación; y 3) un tercer nivel voluntario, compuesto ya sea de contribuciones adicionales a las cuentas de segundo nivel, cuentas separadas para el retiro, o ambas.

Considerando estas tendencias y la situación socioeconómica específica de los países centroamericanos, 71/ la CEPAL 72/ recomienda que se apliquen los elementos de un modelo mixto, porque ahí habría un componente de solidaridad, que sería el sistema de seguro social reformado, que daría una pensión mínima, y después un régimen adicional de capitalización individual privado. Un esquema así responde de mejor manera a la propuesta de transformación productiva con equidad en el sentido de que, por una parte, puede garantizar un mínimo de bienestar a los necesitados, sobre la base de un sistema integral de seguridad social sustentado en la solidaridad y, por otra, retribuye en proporción a sus aportes a grupos de mayor ingreso que legítimamente esperan la protección real que un sistema de pensiones eficiente y bien administrado debe proporcionar.

El envejecimiento de la población centroamericana no es tan acentuado como en los países industrializados, ya que por el continuo crecimiento de la PEA, pese a la mayor informalidad y desempleo, sigue existiendo una relación satisfactoria entre contribuyentes y pensionados. Por ello, los sistemas de reparto todavía tienen posibilidades de funcionar satisfactoriamente de manera simultánea con el régimen de capitalización individual. No obstante, cabe destacar la necesidad de introducir importantes mejoras en su eficiencia y administración.

Las posibilidades de los sistemas de reparto aumentarían si se ofrecieran mecanismos atractivos a la afiliación para ampliar la cobertura, sobre todo entre los no asalariados, trabajadores por cuenta propia, en el sector formal o informal, o de jornada parcial.

La principal causa del déficit financiero en el que incurrieron los institutos de seguro social de la región fue la utilización, por parte de los gobiernos, de fondos previsionales para fines distintos, sociales o no. En consecuencia, un elemento central de cualquier tipo de reforma al régimen de reparto sería la prohibición legal de esta práctica.

La corrección de la morosidad de los gobiernos y de los empleadores, mediante mecanismos eficientes, también es indispensable. Por ende, deberían de reforzarse los aspectos legales relativos, así como los correspondientes para hacer frente a la evasión por parte de los afiliados.

71/ Con menos de una cuarta parte de la población amparada y un extenso nivel de la pobreza y de la indigencia del sector informal, del trabajo por cuenta propia y del sector campesino marginal.

72/ CEPAL (1995d).

Sobre este último aspecto de las contribuciones de los afiliados, también se aconsejan cambios en los cálculos de cotización para determinar la pensión en función del aporte durante la vida laboral del afiliado —cuyos ingresos se tienden a subdeclarar—, y no sólo de las de los últimos años, que, por lo mismo, se procuran aumentar.

La postergación de la edad de retiro, con arreglo a la prolongación de la esperanza de vida en estos países, es otro de los elementos de una mejor situación financiera de los institutos de seguros. Este práctica se ha efectuado ya (en Costa Rica, por ejemplo), pero todavía no se ha considerado suficientemente la igualación de las edades de retiro de los hombres y las mujeres. Estas últimas suelen tener una edad de jubilación inferior en cinco años a la de los hombres y, en cambio, su esperanza de vida es marcadamente mayor.

En cualquiera de las modalidades del sistema de reparto que opere en cada país, adquiere gran importancia contar con mecanismos ágiles y transparentes de actualización actuarial.

A escala regional, es sobre todo en Costa Rica donde se hacen esfuerzos para implementar una reforma al sistema previsional sobre una base mixta. (Véase el recuadro 8.)

Sin embargo, es conveniente recordar que las nuevas administradoras privadas de fondos de pensiones deberán participar en un mercado bursátil local poco desarrollado. Aunque el manejo de estos fondos puede ayudar a profundizar el mercado financiero, se requerirían otros apoyos adicionales para reforzarlo. Asimismo, los nuevos sistemas de pensiones necesitan dos modificaciones. Por un lado, desarrollos institucionales en el mercado financiero que faciliten una canalización cada vez mayor hacia proyectos de inversión real. 73/ Por otro lado, se precisan facilidades para que las AFP administren fondos alternativos que tiendan a homologar, para personas cercanas a la edad de retiro, la rentabilidad realizable con la devengada hasta el momento (especialmente si ésta ha sido alta). Ello implica aislar al fondo de posibles choques en los mercados financieros. En este sentido, en Singapur, por ejemplo, el Fondo Central de Previsión (FCP) invierte casi la totalidad de sus fondos en bonos del gobierno, especialmente emitidos y no negociables, y en depósitos líquidos que coloca en la Autoridad Monetaria de Singapur (AMS). Estos fondos no se destinan a propósitos de inversión interna; forman parte de las reservas de divisas extranjeras de Singapur. Este país con holgura es el que posee el más alto nivel de reservas de divisas extranjeras, sobre una base por habitante. Los activos en moneda extranjera han producido retornos reales sumamente elevados, especialmente en la Corporación de Inversiones del Gobierno de Singapur (CIGS), que invierte en títulos extranjeros. No obstante, es importante señalar la existencia de un *trade off* entre el nivel del ahorro interno generado por el sistema de pensiones y el nivel de protección contra los choques de los mercados financieros.

73/ Es importante mencionar que en Chile el porcentaje de instrumentos que no representan acciones ni inversión de capital era superior al 60% de los Fondos de Pensiones aún en 1996, después de 15 años de operación del sistema.

Recuadro 8

REFORMA DE PENSIONES EN COSTA RICA

El proceso de reforma contempla tres grandes áreas de acción: la unificación del pilar de protección general básica, la racionalización del pilar de protección básica, y la constitución de un segundo pilar complementario de capitalización obligatoria.

Primero, la reforma busca que el régimen básico de prestaciones y de contribuciones sea homogéneo. Ello se conseguirá en dos etapas; la primera ya ha sido llevada a cabo exitosamente. En esa fase se reformaron los principales regímenes de protección básica alternativos al de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM), esto es, el Régimen del Magisterio Nacional y los Regímenes Especiales con cargo al presupuesto. Se procuró que su configuración se acercara a la de IVM, gracias a lo cual el déficit actuarial de esos regímenes disminuyó sustancialmente y se hicieron grandes ahorros fiscales a mediano y largo plazo. En una segunda etapa se promoverá el traslado de los afiliados de esos regímenes al de IVM.

En segundo lugar, la reforma del sistema de pensiones incluye la racionalización del primer pilar de protección general básica. La modificación del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte persigue tres objetivos: a) mejorar la relación entre el esfuerzo contributivo y los beneficios, a fin de restringir los incentivos a la evasión; b) hacer más transparentes y efectivos los elementos de solidaridad entre grupos sociales y entre generaciones, con el propósito de eliminar subsidios y transferencias irracionales, y c) garantizar que la futura evolución de sus costos sea viable para el país desde el punto de vista económico.

La racionalización contiene tres acciones concretas: a) la modificación del salario de referencia; b) el establecimiento de un tope a la base salarial cotizable, por encima del cual el trabajador cotiza para el segundo pilar de capitalización individual, y c) la utilización de una nueva fórmula de cálculo. El salario de referencia deja de estar constituido por los mejores 48 de los últimos 60 salarios mensuales nominales, y pasa a ser el salario indizado sobre el cual el trabajador ha cotizado efectivamente en el curso de su vida. Asimismo, según la nueva fórmula de cálculo, se establecen tasas de reemplazo marginales decrecientes por tramos de nivel de ingreso, de manera que todos los trabajadores se benefician de la misma estructura de tasas marginales, aunque en promedio los grupos de menores ingresos obtienen una tasa de reemplazo superior.

En tercer lugar, la reforma del sistema de pensiones en Costa Rica incluye la constitución de un segundo pilar de capitalización individual obligatoria. El programa de capitalización asignará alrededor de 5% de la planilla (proveniente de una reasignación de las cargas actuales) a la constitución de cuentas individuales de ahorro para el retiro. Estas cuentas y sus fondos serán administradas por operadoras privadas (aunque podrá autorizarse la operación de operadoras públicas) bajo la supervisión de la Superintendencia General de Pensiones. El contribuyente elegirá libremente la operadora que gestionará su propia cuenta individual. La afiliación de los trabajadores a ambos pilares es obligatoria y no existe ninguna posibilidad de que opten entre ellos o de que transfieran parte de sus contribuciones de uno a otro.

Dos características resaltan de la reforma del sistema de pensiones en Costa Rica. En primer lugar, el diseño de la transición no implica un costo fiscal ni tampoco una disminución en el grado de protección de la población. La tasa de reemplazo otorgada por el primer pilar irá descendiendo paulatinamente, conforme maduran los planes de capitalización individual, de modo que, al considerar la suma de las pensiones otorgadas por ambos pilares, no haya una caída en el promedio de la tasa de reemplazo del último salario.

En segundo lugar, la reforma ha sido diseñada de manera que el peso relativo de ambos pilares se pueda ir modificando a lo largo del tiempo. Al definir los dos pilares como obligatorios y complementarios para toda la población, se permite una revisión periódica del peso relativo de ambos pilares. Por ejemplo, en un momento dado podría hacerse un aumento adicional a las contribuciones destinadas al segundo pilar, con la subsecuente modificación de las tasas de reemplazo de ambos pilares.

c) Ahorro, mercados de capitales y fondos de pensiones: lecciones de la experiencia chilena

A causa de que ha cumplido más de una década de aplicación, la reforma chilena es la única que ofrece evidencia empírica para apreciar los posibles efectos sobre el ahorro nacional. En rigor, no resulta fácil responder a este interrogante. Un análisis del caso chileno 74/ llegó, por ejemplo, a la conclusión de que un aumento en el ahorro equivalente a aproximadamente 3% del PIB puede atribuirse directamente a la reforma de la jubilación. No obstante, otro estudio 75/ recomienda examinar con cautela el impacto de las reformas a los sistemas de pensiones en el ahorro nacional. Los argumentos pueden resumirse de la siguiente manera. En primer lugar, no es posible evaluar el efecto sobre el ahorro (privado y público) de aquel componente de la reforma que cambia la naturaleza

de las contribuciones desde impuestos a la previsión a aportes a cuentas de ahorro, sin examinar en forma conjunta el efecto sobre el ahorro de aquel otro componente de la reforma que deja al Estado con un pasivo importante y sin un flujo de recursos con que financiarlo. En segundo lugar, no es posible evaluar el efecto sobre el ahorro familiar de un cambio en la naturaleza de las contribuciones desde impuestos hasta ahorros obligatorios, sin examinar la sustitución que esta forma de ahorro haga del ahorro voluntario de las familias. En tercer lugar, es difícil atribuir en forma exclusiva a la reforma previsional el posible impacto que tienen sobre el ahorro otras reformas (como la liberalización financiera y de la balanza de pagos, la reforma tributaria y las reformas laborales) que afectan el contexto macroeconómico e institucional que incide en forma indirecta sobre el proceso de ahorro e inversión. Considerando que el déficit previsional aparece implícito en el resultado de la cuenta corriente del gobierno (como un gasto que implica el ajuste del presupuesto) y que el ahorro previsional obligatorio de los trabajadores en el nuevo sistema es equivalente al ahorro de las personas, el estudio estima que, bajo estos supuestos, la reforma chilena tiene pequeños efectos directos sobre el ahorro nacional. En términos netos, la reforma apenas ha aumentado el ahorro nacional en forma directa en el equivalente a 0.8 puntos porcentuales del PIB, a consecuencia de que el ahorro de las personas pasó de 0.5% del PIB en 1980-1981 a 3.6% en 1992-1994, mientras que el superávit corriente del ahorro público descendió desde 7.2% del PIB a un 4.9%. 76/ El grueso del aumento del ahorro nacional ocurrió por efecto de un incremento del ahorro no previsional.

El importante incremento del ahorro privado no previsional puede interpretarse como resultado de los efectos indirectos de la reforma al sistema de pensiones. Desde la entrada en vigencia de la reforma, el ahorro privado no previsional se ha elevado de 8% del PIB en 1986 a 16.4% en 1994. En el logro de este resultado ha jugado un papel importante el rápido desarrollo financiero. El efecto indirecto sería consecuencia de que la reforma ha contribuido a una política deliberada y sistemática de ampliación y profundización de los mercados de capital, y una firme regulación y supervisión prudencial de los fondos de pensiones. El rápido crecimiento de los fondos

---

74/ Schmidt-Hebbel, Klaus Steven, B. Webb y Giancarlo Corsetti, 1994.

75/ CEPAL (1995e).

76/ Es importante destacar la relevancia del ajuste fiscal. Durante todo este período el sector público ha ajustado sus cuentas para financiar el déficit previsional en montos que superan el 4% del PIB y que han representado en varios años cifras superiores al 7% del PIB.

que ha tenido lugar, y el que se proyecta para el futuro, 77/ ha planteado el desafío de dotar al mercado de capitales de una sólida institucionalidad que permita canalizar esos fondos hacia usos rentables y con riesgos delimitados. El desarrollo de esta institucionalidad se ha considerado decisivo en la acumulación de fondos y para su consolidación en el tiempo.

Sin embargo, no es posible atribuir el aumento del ahorro privado no previsional en forma exclusiva al desarrollo del mercado de capitales derivado de la reforma al sistema de pensiones. En el plano económico financiero la economía chilena ha mostrado varios aspectos importantes para el ahorro y la inversión: i) la actividad económica se ha expandido a tasas superiores al 5% durante varios años; ii) por un lapso de más de 10 años se ha registrado una inflación controlada, que tiende gradualmente hacia la baja, y que se ha complementado con el desarrollo de mecanismos de indización de instrumentos financieros; iii) el sistema financiero ha mostrado tasas de interés positivas en términos reales pero también moderadas y ajustadas a la productividad del capital; iv) el tipo de cambio real ha sido realista y creíble; v) se ha fortalecido la situación financiera del sector público a través de la autonomía y solvencia del Banco Central; vi) se ha reformado la banca, implementando la regulación organizacional, fortaleciendo la solvencia de los bancos y deudores y promoviendo la regulación prudencial y el control de las garantías y seguros de depósitos.

De especial importancia parece haber sido en este contexto la promoción de la inversión a través de incentivos tributarios encaminados a reinvertir utilidades, reteniendo ingreso de las familias en la forma de ahorro en las empresas. La reforma tributaria chilena de 1984 redujo significativamente la tasa marginal de impuestos sobre utilidades retenidas en las empresas, en comparación con la que grava las utilidades distribuidas. También la reforma igualó el tratamiento tributario de las sociedades anónimas y limitadas, eliminando el impuesto adicional a las primeras, gravó las utilidades retenidas solamente con el impuesto de 10%, y eliminó las utilidades retenidas de la base imponible de los empresarios de sociedades limitadas. La gradual reducción de las tasas hizo muy conveniente para los empresarios ahorrar "en el interior de las empresas".

Los países tratados podrían obtener gran provecho de un ahorro externo que complementara el ahorro nacional y ayudara a realizar las inversiones necesarias para impulsar el desarrollo. Se generarían así mayores ingresos, una parte de los cuales permitiría elevar los ahorros nacionales y la inversión, creándose así un círculo virtuoso de crecimiento, hasta el punto de no tener que depender mayormente del ahorro externo. Costa Rica y la República Dominicana, en menor medida, son los únicos países que en los ochenta aumentaron su ahorro nacional, a la vez que reducían, en términos relativos, el ahorro externo. (Véase de nuevo el gráfico 2.)

77/ A fines de 1994, el nuevo sistema de pensiones había acumulado fondos por un valor a precios de mercado equivalente a 22,300 millones de dólares, correspondientes a 44% del PIB. Se estima que los fondos de pensiones podrían ser equivalentes al PIB hacia el año 2015.

VI. CONCLUSIONES

Como porcentaje del PIB, el ahorro total de Centroamérica y la República Dominicana se ubica marginalmente por encima del promedio latinoamericano, si bien dista mucho del coeficiente de ahorro de otras economías pujantes, en particular algunas del Sudeste Asiático. Más que el nivel de este coeficiente de ahorro, su composición se revela como el punto débil para los países estudiados. Precisamente, el ahorro de origen externo, más volátil que el nacional, es relativamente elevado según estándares internacionales, y el nacional resulta bajo de acuerdo con esos parámetros. Además, cabe agregar que dentro del ahorro nacional están ganando terreno las remesas de los trabajadores en el extranjero, de manera que el ahorro interno se torna aún más reducido como porcentaje del PIB. Así, si el ahorro nacional, y más específicamente el interno, provee una mayor estabilidad para respaldar un proceso de inversión y crecimiento; reforzarlo constituye una tarea importante.

La amplia reforma financiera emprendida en todos los países analizados, dentro de un marco de globalización y de modernización del sistema financiero a escala internacional, ha incluido entre sus propósitos el estimular el ahorro nacional. Luego, la liberalización de las tasas de interés y del tipo de cambio, la mayor independencia del banco central del gobierno —que genera más estabilidad y confianza en la economía—, así como el fortalecimiento del sistema de supervisión bancaria, debería de haber creado, o estar creando, las condiciones para estimular un mayor ahorro privado dentro de los países.

En rigor, los resultados de este proceso no han sido realmente los esperados, al menos hasta el momento. Aun cuando esta liberalización ha flexibilizado la participación de las instituciones en la oferta de servicios financieros al público, no se perciben cambios sustanciales. Los ahorradores no han respondido dinámicamente a las mayores tasas de interés pasivas; no se ha dado una significativa profundización del mercado financiero; ni parece haber mejorado la competitividad del sistema financiero (al contrario, el margen de intermediación se amplió en los países a partir de la liberalización financiera).

Además de existir problemas de fallas de mercado por el carácter oligopólico de algunos segmentos financieros —los bancos privados en lugar de competir con los públicos aprovechan la ineficiencia de estos últimos para ampliar sus márgenes de ganancia, por ejemplo—, se plantea un problema de confianza con respecto al equilibrio macroeconómico, que impide que los ahorradores canalicen fondos sustanciales al mercado financiero local.

Lo anterior resulta de una secuencia equivocada en el proceso de liberalización de la economía en general, y del sector financiero en particular, y ello ha provocado mayores desequilibrios macroeconómicos en algunos casos, acentuando la desconfianza de los ahorradores.

Muestra de este fenómeno es, por ejemplo, el hecho de que la liberalización de las tasas de interés haya ocurrido antes de que el sector público hubiera abatido el déficit fiscal en forma perdurable mediante reformas fiscales adecuadas. Ello acarreó un mayor endeudamiento del gobierno a causa del encarecimiento de su fuerte deuda interna. El caso más ilustrativo es

Costa Rica, donde el endeudamiento interno por concepto de la deuda misma llega a 500 millones de dólares; El Salvador, en contraste, es un buen ejemplo de una adecuada cronología de las transformaciones en el área tributaria y en el sector financiero. También ha habido un problema de secuencia al liberalizar el sistema financiero sin antes haber reforzado las normas de supervisión y regulación bancaria, lo cual ha dado lugar a la proliferación de nuevas instituciones, muchas de las cuales asumen carteras de alto riesgo y reducen así aún más la confiabilidad de dichos sistemas. Finalmente, la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos, en presencia de altas tasas de interés, en algunos casos ha agudizado la desalineación de esta variable debido al mayor ingreso de capital extranjero.

Por otro lado, todos los cambios anteriores han alterado el carácter del mercado financiero en el sentido de que los ahorros que atrae no necesariamente se utilizan para el financiamiento del proyectos productivos. Ante la emisión de abundantes bonos estatales, con atractivo rendimiento, la banca y otras entidades han tendido a destinar sus fondos a la compra de bonos y no, por ejemplo, a otorgar préstamos al sector privado. Las empresas, en este sentido, han dejado de ser sujeto de crédito como lo eran antes.

El ahorro externo, por su parte, ha cumplido una función crucial, particularmente en el período de conflictos sociales en la región en los años ochenta, cuando el ahorro nacional se desplomó. Ahora bien, sólo Costa Rica y República Dominicana han logrado a la larga una complementación entre el ahorro nacional y el externo, mientras que los demás países han sufrido cierta sustitución del primero por el segundo. En parte, este fenómeno ha ocurrido porque el prototipo de flujo externo ha tendido a estimular el consumo, ya sea por su naturaleza (mayor peso de las transferencias unilaterales oficiales) o por causar una sobrevaluación del tipo de cambio que hace atractiva la importación de bienes de consumo.

A diferencia de los países con mercados financieros emergentes, los países analizados evidenciaron una capacidad muy limitada de atraer capitales externos para inversión de cartera, por la pequeña dimensión de sus mercados financieros. Pese a que esta situación libró a los países de la región de los choques externos del tipo sufrido por México a fines de 1994, el escaso acceso a préstamos de largo plazo mantuvo restringidas sus fuentes de financiamiento estables. Nicaragua es el único país que ha seguido recibiendo fuertes cantidades de ayuda externa. Las inversiones extranjeras directas son prácticamente la única fuente actual de financiamiento externo de largo plazo. Una mayor estabilidad macroeconómica y un sistema de supervisión bancaria más efectivo probablemente darían lugar a la repatriación de capitales y su permanencia en el país a más largo plazo. La conformación de un mercado financiero regional integrado haría más atractivo aún este movimiento de capitales.

Así, los países de la región se enfrentan a un complicado panorama para aumentar el ahorro de carácter estable, tanto nacional como externo. A las dificultades para profundizar sus mercados de capitales se une la intensa competencia de los mercados financieros globalizados para atraer a los grandes ahorradores nacionales. Paralelamente a los esfuerzos por mejorar los estímulos financieros a los ahorradores nacionales y extranjeros, pueden buscarse fuentes alternativas de ahorro, a las cuales no se ha recurrido mayormente hasta ahora.

De hecho, una veta poco explorada como fuente de ahorro nacional es la que proviene de sectores populares a través de instituciones financieras como las cajas de ahorro y crédito, mutuales, entre otras. En algunos países, como Costa Rica y El Salvador, dichas instituciones han llegado a captar importantes masas de ahorro. Aun así, este tipo de entidades gozó de amplios subsidios de los gobiernos y de organismos internacionales, lo que les permitió operar en forma ineficiente, acumular pérdidas y grandes carteras vencidas. Al volverse insostenibles los déficit fiscales, al disminuir rápidamente el respaldo oficial a estas instituciones, y al cambiar las estrategias de los financistas internacionales, muchas de ellas quebraron, mientras que algunas lograron transformarse y se volvieron redituables.

El análisis de las experiencias de estos países revela las posibilidades que brinda la aplicación de políticas públicas para promover un sano desarrollo de estas instituciones de financiamiento popular. Para ello es necesario consolidar el circuito ahorro-financiamiento, integrar redes y asegurar modalidades regulatorias y de gestión que promuevan la sustentabilidad de largo plazo de estas entidades.

El potencial de este tipo de ahorro es considerable como fuente de financiamiento de inversiones. Hasta ahora su uso era más para el consumo y el financiamiento de vivienda que para otros fines. No obstante, una mejor gestión y una mayor interrelación entre las entidades podría ayudar a canalizar parte de esos ahorros a otro destino más productivo.

Otra fuente de ahorro potencial es el sistema de pensiones que, debido a grandes fallas en su funcionamiento actual, como la evasión y la mora, así como su utilización para fines distintos a la previsional (financiamiento de otros gastos del gobierno, por ejemplo), no ha cumplido el papel de generador de ahorro de largo plazo. Una reforma adecuada a este sistema podría mejorar el desempeño de las pensiones en el ahorro nacional. Con todo, existe una intensa polémica acerca de cuánto puede aportar realmente el sistema previsional y de qué manera debe transformarse dicho sistema: perfeccionamiento del sistema de reparto o sustitución de éste por un sistema de capitalización individual (caso chileno); o bien un sistema mixto, que parece el más conveniente por proveer un sistema de solidaridad mínimo y un sistema adicional voluntario de pensiones capitalizables.

BIBLIOGRAFIA

Adams, Dale, et al. (1990), *Crédito agrícola y desarrollo rural: La nueva visión*, 2da. Edición, Ohio State University, San José, Costa Rica.

Agenor, P. y P. Montiel (1996), *Development Economics*, Princeton University Press.

Agosin, Manuel R., Rodrigo Fuentes J., Leonardo Letelier, Andrea Alvarado, Luis Figueroa, Carlos Olguín y Eric Parrado (1993), *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: el caso de Chile*, Banco Interamericano de Desarrollo.

Akyüz, Y. y G. Held (1993), *Finance and the Real Economy, Issues and Case Studies in Developing Countries*, U.N. University/WIDER, CEPAL y UNCTAD, Santiago de Chile.

Anderson, Kym (1996), *Environmental Standards and International Trade*, Banco Mundial.

Banco Mundial (1989a), *Latin America and the Caribbean: a decade after the debt crisis*.

-------- (1989b), *Informe sobre el desarrollo mundial*, Washington.

-------- (1995), *Costa Rica: Sustaining Development Country Economic Memorandum*, Vol. I, Main Report, 29 de mayo.

Birdsall, Nancy, David Ross y Richard Sabot (1996), "Why law inequality spurs growth: Savings and investment by the poor", *Working Paper No. 327*, BID, agosto.

Cáceres, L. R. (1985), "Domestic savings and investment in Central America", *Savings and Development, No. 3*.

Cáceres, L. R. y Salvador Quintanilla (1989), *Exportaciones y ahorro en Centroamérica*, BCIE.

Calvo, G., L. Liederman y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Exchange Rate Appreciation in Latin America: the role of external factors", *Staff Papers*, FMI, Vol. 40, marzo.

-------- (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in the 90's", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2.

Cárdenas, Mauricio y Felipe Barrera (1993), *Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: el caso colombiano*, Banco Interamericano de Desarrollo.

Cassard, Marcel (1994), *The Role of Offshore Centers in International Financial Intermediation*, Fondo Monetario Internacional.

CEMLA (1982), *Supervisión y fiscalización bancarias*, México D.F.

Claessens, Stijn, Susmita Dasgupta y Jack Glen (1995), *The Cross-Section of Stock Returns. Evidence from Emerging Markets*, Banco Mundial.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (1992), *Bases para la transformación productiva y generación de ingresos de la población pobre de los países del Istmo Centroamericano* (LC/MEX/G.3/Rev.2), México.

-------- (1993), *Remesas y economía familiar en El Salvador, Guatemala y Nicaragua* (LC/MEX/L.154/Rev.1), México, agosto.

-------- (1995a), *Inversión e inserción externa de Centroamérica* (LC/MEX/CCE/L.424), México.

-------- (1995b), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial* (LC/G.1800/Rev.1-P), Santiago de Chile.

-------- (1995c), *Reformas a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe* (LC/L.879), Serie Financiamiento del Desarrollo 29, Santiago de Chile, febrero.

-------- (1995d), *Seguridad social y equidad en el Istmo Centroamericano* (LC/MEX/L.268), junio.

-------- (1995e), *Promoción del ahorro y los sistemas de pensiones* (LC/R.1608), noviembre.

-------- (1996a), *Fortalecer el desarrollo. Interacciones entre macro y microeconomía* (LC/G.1898 (SES.26/3)), Santiago de Chile.

-------- (1996b), *Quince años de desempeño económico. América Latina y el Caribe, 1980-1995* (LC/G.1925 (SES.26/17)), Santiago de Chile, marzo.

-------- (1996c), *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 1995* (LC/G.1890), Santiago de Chile, abril.

-------- (1997), *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, Informe 1996.*

Consejo Monetario Centroamericano (CMC) (1993), *La integración de los servicios bancarios en Centroamérica*, documentos PRADIC, San José, Costa Rica.

Danby, C. (1995), "Challenges and Opportunities in El Salvador's Financial Sector", *World Development*, Vol. 23, No. 12.

Fondo Monetario Internacional (FMI) (1995a), *World Economic Outlook* (Special Topic, Global Saving), Washington, D.C., mayo.

Gavin, Michaell, Ricardo Hausmann y Ernesto Talvi (1996), *National Saving in Latin America and the Caribbean: Recent Developments and Policy Issues*, febrero.

Glen, Jack (1995), *The Cross-Section of Stock Returns*, Banco Mundial.

González Vega, Claudio (1993), "FINCA: las lecciones en el financiamiento de la Microempresa rural", *Financiamiento de la microempresa rural: FINCA Costa Rica*, González Vega, et al., Proyecto Servicios Financieros Ohio State University-Academia de Centroamérica-Fundación Interamericana, San José, Costa Rica.

Griffith-Jones, S. (1996), *Comentario a la presentación de Rojas-Suárez y Weisbrod.*

Held, G. y A. Uthoff (1995), "Indicators and Determinants of Savings for Latin America and the Caribbean", *Working Paper No. 25*, CEPAL, Santiago de Chile, abril.

Hernández, L. y H. Rudolph (1995), "Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries; Is a general reversal likely?", *Policy Research Working Paper No. 1518*, Banco Mundial.

Jayarajah, C. y W. Branson (1995), *Structural and Sectoral Adjustment: World Bank Experience, 1980-1992*, Banco Mundial, junio.

Jorgenson, Dale W. (1996), *Capital Theory and Investment Behavior*, The MIT Press Cambridge, Mass.

King, Robert G. y Ross Levine (1993), *Finance and Growth, Schumpeter might be right, working papers*, Banco Mundial, febrero.

Kuczynski, P. (1993), "International Capital Flows to Latin: What is the promise?", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, Washington, Banco Mundial.

Loría Sagot, Miguel (1996), *USAID impact on Costa Rica development during last 50 years. Financial sector policies and institutions* (mimeo), San José, Costa Rica.

Mansell, Catherine (1995), *Las finanzas populares en México*, CEMLA-ITAM-Editorial Milenio, México.

Marston, David (1995), *Financial Sector Reform in Jamaica during 1985-1992. Possible lessons for the Caribbean*, FMI.

Massad, Carlos y Nicolás Eyzaguirre (1990), *Ahorro y formación de capital*, Grupo Editor Latinoamericano, S.R.L.

Masson, Paul R., Tamin Bayoumi y Hossein Samiei (1995), *International evidence on the determinants of private saving*, FMI (WP/95/51), mayo.

Mathieson, Donald J. y Liliana Rojas-Suárez (1992), *Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues*, FMI.

McKinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C.

-------- (1989), "Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5, No. 4.

-------- (1986), *Financial liberalization in retrospect: interest rate policies in LDCs*, CEPR Publication No. 74.

-------- (1991), *The order of economic liberalization*, John Hopkins University Press.

Patrick, Hugh T. (1966), "Financial development and economic growth in underdeveloped countries", *Economic development and cultural change,* Vol. XIV, No. 2, enero.

Pérez Sáinz, J. y R. Menjívar (Coord.) (1996), *Informalidad urbana en Centroamérica. Entre la acumulación y la subsistencia*, FLACSO, San José, Costa Rica.

Rivera Campos, R. (1996a), "Los determinantes del ahorro en El Salvador", *Documento de Trabajo*, FUSADES.

-------- (1996b), "Remesas familiares en El Salvador: Coyuntura y Crecimiento", *Documento de Trabajo No. 43*, FUSADES.

Rojas-Suárez, L. y S. R. Weisbrod (1996), "Hacia la estabilidad en los mercados financieros latinoamericanos", ed. R. Hausman y H. Reisen, *Hacia la estabilidad y el crecimiento en América Latina*, OCDE.

Ruiz Durán, Clemente (1995), *La economía de la pequeña empresa*, Ariel Divulgación, México.

Sales S., Carlos, Fernando Solís S. y Alejandro Villagómez A. (1997), *Reforma al sistema de pensiones: El caso mexicano*, Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE), México, D.F.

Schmidt-Hebbel, Klaus, Luis Serven y A. Solimano (1994), "Saving, Investment and Growth in Developing Countries; an overview", *Policy Research Working Paper No. 1382*, Banco Mundial, mayo.

Schmidt-Hebbel, Klaus, Steven B. Webb y Giancarlo Corsetti (1994), *Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence*, The World Bank Economic Reviews, Vol. 6, No. 3.

Schmidt-Hebble, Klaus, Luis Serven y Andrés Solimano (1996a), *Income Inequality and Aggregate Saving. The Cross-Country Evidence*, Banco Mundial.

Schumpeter, Joseph A. (1957), *Teoría del desenvolvimiento económico*, Segunda edición, Fondo de Cultura Económica, especialmente capítulo III.

Schydlowsky, Daniel (1991), *Saving and Investment and the Synergy of Economic Integration in Latin America*, Economics Department, The American University, Washington, febrero.

Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University, Londres.

Siri, G. (1996), "Uso productivo de las remesas familiares", *Documento de Trabajo No. 42*, FUSADES.

Taylor, Lance (1974), "Book reviews", *Journal of Development Economics, No. 1.*

Titelman, D. y Uthoff, A. (1994), "Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas", *Revista de la CEPAL, No. 53.*

Unión Interamericana para la Vivienda (UNIAPRAVI) (1993), *Diagnóstico del sector de la vivienda y su financiamiento en Centroamérica*, Primer Seminario sobre Financiamiento de Vivienda, USAID, San Salvador, El Salvador.

Vargas, Telmo y Grettel López (1994), "El banco popular", *Regulación, competencia y eficiencia en la banca costarricense*, C. González Vega y E. Camacho (editores), Proyecto Servicios Financieros Ohio State University-Academia de Centroamérica, San José, Costa Rica.

Vera-Vassallo, A.C. (1996), "La inversión extranjera y el desarrollo competitivo en América Latina y el Caribe", *Revista de la CEPAL No. 60*, Santiago de Chile, diciembre.

Villagómez Amezcua, A. (1995), *El financiamiento del desarrollo en América Latina: la movilización del ahorro interno*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), México.

Von Pischke, J. D. (1990), "Hacia un mejoramiento de la intervención de las agencias internacionales en las finanzas rurales", *Crédito agrícola y desarrollo rural. La nueva visión*, Segunda edición, Dale Adams et al., Ohio State University, San José, Costa Rica.

Zahler, Roberto (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", *Revista de la CEPAL, No 48.*

Este documento fue elaborado por la Sede Subregional en México de
la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
Masaryk No. 29, México, D.F., CP 11570,
teléfono 250-15-55, fax 531-11-51
Dirección en Internet cepal.un.org.mx