aaa 6237

TESIS
E584
B1

UNIVERSIDAD CATOLICA ANDRES BELLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMIA

Represión financiera y crecimiento económico en Venezuela

PROFESOR GUIA:
ANTONIO AGUIRRE

MEMORIA DE GRADO PRESENTADA POR:
EDUARDO BASAÑEZ G.

CARACAS, NOVIEMBRE 1984.

I N D I C E

	Página
INTRODUCCION	1
CAPITULO I: CRECIMIENTO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONOMICO RELACION TEORICA	5
I.1 Crecimiento Económico	7
I.2 Crecimiento Financiero y Crecimiento Económico	8
I.3 Represión Financiera	26
I.4 Hipótesis	35
CAPITULO II: EL CRECIMIENTO FINANCIERO DE VENEZUELA (1970-1982)	41
II.1 Crecimiento de la Liquidez Monetaria	42
II.2 Ampliación de la Medida de Crecimiento Financiero	48
CAPITULO III: FINANCIAMIENTO EXTERNO Y TASAS DE INTERES EN VENEZUELA (1970-1982)	58
III.1 Financiamiento Externo en Venezuela	60
III.2 Tasas de Interés en Venezuela	68

Página

CAPITULO IV: LA TASA DE INVERSION Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO EN VENEZUELA (1970-1982) 90

IV. 1 La Inversión en Venezuela 91

IV. 2 Crecimiento Económico de Venezuela 99

CAPITULO V: REPRESION FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONOMICO EN VENEZUELA (1970-1982) 108

V.1 El Modelo 109

V.2 Otras Evidencias 130

V.3 La Calidad de la Inversión 138

CONCLUSIONES 142

APENDICE "A" 145

APENDICE "B" 168

BIBLIOGRAFIA 185

INTRODUCCION

Tradicionalmente se ha considerado que el escaso desarrollo de los mercados financieros en los países menos avanzados constituye una de las causas de su lento crecimiento económico. Sin embargo, no fue sino en 1973 cuando surgió una teoría que explica el por qué de la reducida magnitud de estos mercados en las economías mencionadas. Corresponde este mérito a Ronald Mc Kinnon y a Edward Shaw, quienes, por separado, propusieron un modelo teórico según el cual la "represión financiera" es el principal determinante del limitado crecimiento financiero que caracteriza a las naciones en desarrollo.

La represión financiera consiste, fundamentalmente, en un conjunto de medidas de política económica que resultan en tasas de interés reales relativamente bajas o negativas, o dicho de otra forma. inferior al nivel de equilibrio. Estas tasas de interés antes que favorecer el ahorro y la inversión, los desestimulan. Además conducen a una discriminación ineficiente entre las diferentes oportunidades de inversión. Ambos autores sugieren la elevación de las tasas de interés reales o, mejor aún, la liberación de los mercados financieros.

En Venezuela, han existido ciertas condiciones que podrían haber propiciado la aparición del fenómeno de represión financiera. Durante largo tiempo, las tasas de interés han permanecido reguladas por el Ban

co Central, a excepción de un breve lapso entre 1981 y 1984. Paralelamente, se ha observado, en la última década una aceleración relativa de la tasa de inflación.

El objetivo de esta tesis es examinar, para el período 1970-1982, si ha existido represión financiera en Venezuela y evaluar cuales han sido sus efectos sobre el crecimiento económico.

La hipótesis de trabajo que se utilizará, inspirada en las teorías de Mc Kinnon y Shaw, es que las restricciones a los mercados financieros conducen a un crecimiento del ahorro y la inversión y a una eficiencia en la asignación de recursos financieros menores a los que se alcanzarían en caso de no existir tales restricciones.

La exposición adopta el siguiente orden. En el primer capítulo se señalan los principales aspectos de la teoría de Mc Kinnon, incluyendo algunas referencias al modelo de Shaw.

En el segundo capítulo se analiza el crecimiento financiero de Venezuela durante el período 1970-1982. El análisis se centra en la evolución de la capacidad crediticia de un conjunto de instituciones financieras cuyo carácter es básicamente privado.

El tercer capítulo está destinado al examen de la capacidad de financiamiento global de la economía, de las características más resaltan

tes que adopta este financiamiento y de la evolución de las tasas de interés reales en el país.

En el cuarto capítulo se describe el comportamiento de la inversión en bienes de capital a lo largo del período de referencia y su relación con el crecimiento observado en el producto.

Finalmente en el quinto capítulo, la hipótesis es sometida a contraste, a la luz de la evidencia proporcionada por los capítulos previos. Este contraste se fundamenta, principalmente, en la estimación y evaluación de un modelo que recoge, aspectos esenciales de la teoría de Mc Kinnon, aplicado por Maxwell Fry en el estudio de la represión financiera en un conjunto de países asiáticos en vías de desarrollo.

La visión proporcionada por los resultados del modelo se complementa con otros indicadores que permiten detectar la existencia o no de represión financiera.

CAPITULO I

CRECIMIENTO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONOMICO

RELACION TEORICA

Hasta hace una década, aproximadamente, era común establecer la hipótesis de que el crecimiento financiero se asocia estrechamente con el crecimiento económico. Esta hipótesis se contrastaba con fecuencia con observaciones estadísticas de los países menos desarrollados y se concluía, según la evidencia existente, que se da una relación positiva entre los términos de la hipótesis: a mayor (menor) crecimiento financiero, mayor (menor) crecimiento económico.

La teoría que respaldaba esta hipótesis, sin embargo, no explicaba la razón del escaso crecimiento financiero de algunos países menos desarrollados, por lo que los estudios terminaban con la mera constatación del hecho observado.

Más recientemente ha surgido una teoría, expuesta principalmente por R. Mc Kinnon y E.Shaw [1], que sitúa las causas del menor crecimiento financiero en la "represión financiera"que, fundamentalmente, se debe a medidas de política financiera que conllevan a una tasa de interés real negativa.

El presente capítulo consta de dos partes principales. La primera expone la teoría de R. Mc Kinnon -con algunos incisos de la teoría de E.

Shaw-, que conduce a establecer una relación positiva entre ambos crecimientos, el financiero y el económico. Basada en esta relación, la segunda parte explica como la represión financiera desemboca en un menor crecimiento económico.

I.1 Crecimiento Económico

El concepto de crecimiento económico ha suscitado y suscitará grandes controversias entre economistas,filósofos, sociólogos, etc.Sin ánimo de subestimar la validez de estas discusiones, nos referiremos aquí al crecimiento económico entendido como el incremento del producto a través del tiempo. Consideramos, además, que el crecimiento económico es un objetivo deseable, en especial para los países de reducido producto relativo.

En general, se considera que las fuentes del crecimiento económico son [2]:1) Un aumento en la cantidad y calidad de los factores de producción de que dispone una nación, es decir, trabajo y capital, y 2) El progreso técnico [3].

El aumento en la dotación del factor trabajo está determinado por el crecimiento y estructura demográficas del país. Su mejoramiento guarda relación con el nivel y alcance del sistema educacional.

El incremento en la dotación de capital depende del ahorro que la economía pueda generar [4] y su mejoramiento requiere la elevación de su productividad.

El progreso técnico permite un mayor producto con una dotación de factores dada. Es decir, traslada hacia afuera la frontera de posibilidades de producción de la economía.

De estas fuentes del crecimiento económico, la que más nos interesa en este estudio es la dotación de capital, pues es a través de ésta que el crecimiento financiero puede contribuir en forma más directa al crecimiento económico.

I.2 Crecimiento Financiero y Crecimiento Económico

Mc Kinnon y Shaw sostienen que el crecimiento financiero promueve un mayor ahorro e inversión y propicia una mejor asignación del ahorro entre las diferentes alternativas de inversión. En otras palabras, aumenta y mejora la dotación de capital.

Para estos autores el crecimiento financiero es el crecimiento en el stock de dinero que las unidades económicas desean mantener, es decir, la demanda de dinero. La razón es que en los países atrasados, que sirven de marco a sus teorías, los componentes del dinero definido en forma amplia (M2) son, prácticamente los únicos instrumentos financieros disponibles y los de menor riesgo a corto plazo, ya que la aceptación del efectivo como medio de pago es obligada por la ley y los otros componentes 5/ son sustitutos próximos del efectivo. Para promover el crecimiento financiero hay que hacer que los saldos monetarios luzcan apetecibles a los ojos de las unidades económicas. Por este motivo, su rendimiento real (uno de los elemen

tos de la tasa de retorno del dinero, el otro es el servicio como medio de pago), que está compuesto por una tasa nominal de interés (d) y la tasa de inflación esperada (P*), debe mantenerse alto.

En la práctica, ocurre lo contrario en la gran mayoría de los países subdesarrollados. Los gobiernos de estas naciones imponen restricciones en los mercados financieros, especialmente fijando tasas de interés nominales máximas, que por lo general resultan en tasas reales muy reducidas o negativas. Estas regulaciones inhiben el crecimiento financiero y por ende, el crecimiento económico.

I.2.1 Efectos del Crecimiento Financiero Sobre el Volumen del Ahorro y la Inversión

Para Mc Kinnon el crecimiento financiero induce un mayor ahorro e inversión a cada nivel de ingreso. Explica esta relación por medio del efecto "conducto" de los saldos monetarios. En las economías atrasadas, sostiene.., las unidades económicas no sólo demandan dinero por motivos transaccionales; también desean el dinero como un instrumento a través del cual van acumulando, progresivamente, un poder de compra que planean utilizar posteriormente en la adquisición de bienes de capital. Partiendo de un nivel muy bajo de tasa interés real, y, hasta cierto límite, su elevación refuerza la utilidad del dinero como reserva temporal de poder de compra. Este efecto es concomitante con niveles crecientes de ahorro e inversión a cada nivel de ingreso. El dinero es, pues,"el conducto a través del cual tiene lugar la acumula-

ción"[6]/.

Para explicar su proposición, utiliza los siguientes supuestos simplificadores acerca de las economías atrasadas:

1) El dinero, definido en forma amplia (M2) es el único instrumento disponible.

2) Todas las unidades económicas están restringidas al autofinanciamiento. Se trata de unidades que producen, consumen y venden parte de lo que producen y ahorran otra parte, para invertir dentro de la propia unidad.

3) Existen grandes indivisibilidades en los proyectos de inversión que planean acometer estas unidades, debido a lo reducido de su ingreso en relación al considerable desembolso que un bien de capital representa y a la imposibilidad de obtener financiamiento externo, que permita pagar por cuotas su adquisición.

Bajo estas suposiciones, la unidad económica que planee ejecutar alguna inversión se ve forzada a ahorrar previamente. Esta decisión implica: 1) comparar el sacrificio que representa consumir menos en el presente con el mayor consumo futuro de que se piensa disfrutar; 2) seleccionar entre el dinero y los inventarios de sus propios productos, el activo que le permita ir acumulando el poder de compra que requiere para hacer frente a la inversión.

A medida que d-P* se va elevando, serán cada vez más evidentes las ventajas del dinero como reserva de poder de compra, en relación a unos inventarios que, con seguridad, son mucho más costosos y difíciles de preservar. Pero, no sólo la unidad utilizará en forma creciente el dinero como depósito de valor para un nivel dado de inversión I/Y, sino que además, se verá inducido a ahorrar e invertir más a cada nivel de ingreso, pues el creciente retorno del dinero compensa, cada vez más, el sacrificio que involucra el ahorro, reduce su costo de oportunidad.

El supuesto de las indivisibilidades sugiere que cuanto mayor sea la inversión planeada en relación al ingreso, mayor será la acumulación de poder de compra requerida y por tanto, mayor será la demanda de dinero para un nivel dado de ingreso.

Estas relaciones son sintetizadas por Mc Kinnon en las siguientes funciones de demanda real de dinero (1) y de tasa de inversión (2).

$$(M/P)^d = L(Y,\ I/Y,\ d\text{-}P^*) \quad \frac{\partial L}{\partial Y} > o;\ \frac{\partial L}{\partial (I/Y)} > o;\ \frac{\partial L}{\partial (d\text{-}P^*)} > o \qquad (1)$$

$$I/Y = F\ (r,\ d\text{-}p^*) \quad \frac{\partial F}{\partial r} > o;\ \frac{\partial F}{\partial (d\text{-}P^*)} \gtrless o$$

Donde:

Y = ingreso corriente

I = inversión

r = tasa de retorno de la inversión

P = nivel de precios

d = tasa de interés devengada, por los saldos monetarios

P* = tasa esperada de inflación

En (1) para un nivel dado de ingreso e inversión un aumento en d-P* incrementa la cantidad demandada de dinero, que será utilizada para invertir; para un nivel de Y y d-P*, cuanto mayor sea I/Y mayor será $(M/P)^d$; la inclusión de Y y su derivada positiva son introducidas para tener en cuenta la demanda para transacciones.

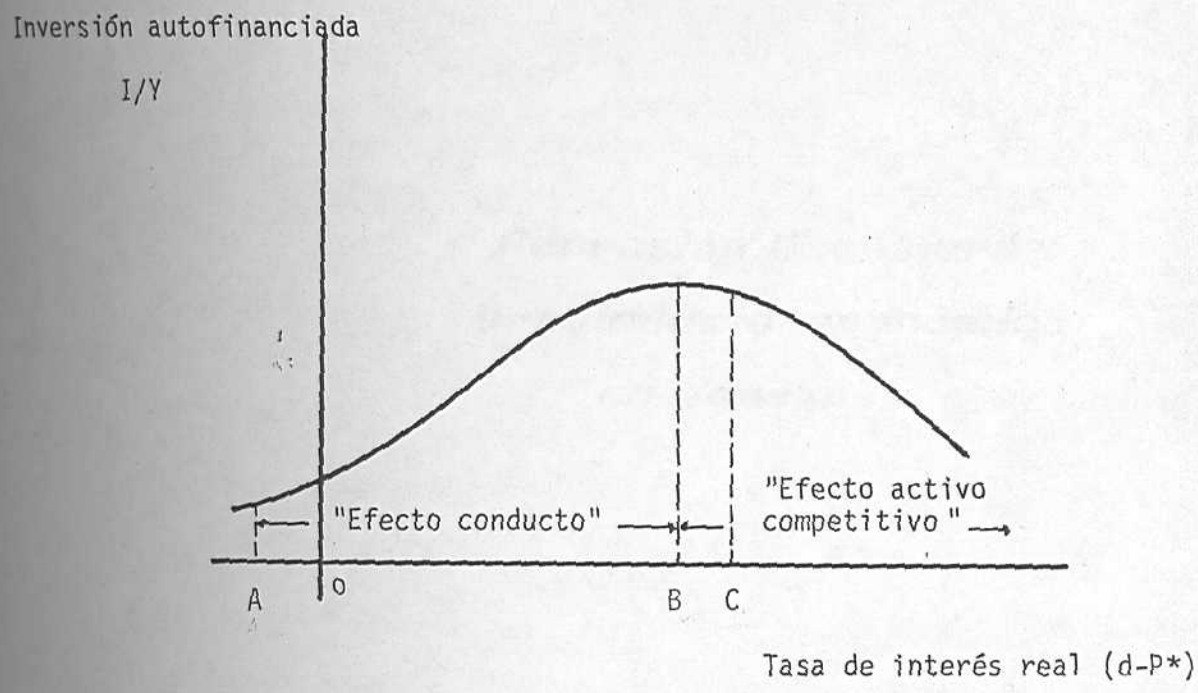
En (2) el signo ambiguo de la derivada parcial con respecto a d-P* revela el hecho de que el efecto "conducto" no prosigue indefinidamente a medida que d-P* sube.

A partir de cierto nivel "crítico", los saldos monetarios comienzan a ser atractivos por su propio rendimiento más que como medio de acumulación, reduciendo la tasa de inversión autofinanciada. Para el intervalo de d-P* en que el efecto "conducto" prevalece, $\frac{\partial L}{\partial (I/Y)} > o$ y $\frac{\partial F}{\partial (d-P^*)} > o$, señalan una complementariedad entre la demanda de dinero y la inversión, en vez de la clásica relación de sustituibilidad.

GRAFICO 1.1

EFECTO DE LA TASA DE INTERES REAL DEL DINERO

SOBRE LA INVERSION AUTOFINANCIADA



Gráficamente, se puede representar la misma idea en el Gráfico 1.1. En el eje horizontal se mide la tasa de interés real del dinero, fijada por el Gobierno; en el eje vertical la propensión media a invertir.

A partir de A y hasta B, la elevación de d-P* induce un aumento de I/Y, debido al efecto "conducto". En ese intervalo M/P e

I/Y son complementarias. Sin embargo, para tasas reales de interés (d-P*) superiores a B, el dinero comienza a ser demandado como activo de rendimiento y sustituye el capital físico en la cartera de la unidad económica. A este efecto Mc Kinnon lo denomina "activo competitivo". Aunque su resultado es la reducción en la inversión de la unidad económica a cada nivel de ingreso, el efecto "activo competitivo" desempeña un papel muy importante en la asignación de los recursos, como examinaremos en la próxima sección 7/.

Shaw propone también que el crecimiento financiero basado en la elevación de d-P* tiene un influjo positivo sobre S/Y e I/Y, sin embargo, no elabora una explicación prolija. Según, él, la liberación de las restricciones impuestas en los mercados financieros permite la liberación en otras áreas de la economía, revelándose así, nuevas oportunidades para inversión autofinanciada. De esta manera aumentan tanto la propensión media a ahorrar como a invertir. Su énfasis se centra en el efecto ingreso del crecimiento financiero 8/, a través del aumento en las productividades de los factores de producción que el incremento en la cantidad de dinero demandada produce en economías atrasadas y relativamente poco monetizadas. El incremento en el stock de dinero unifica los mercados segmentados de estas economías y extiende sus límites, ampliando las posibi-

lidades de producción; libera capital y trabajo que antes eran utilizados en el proceso de "búsqueda y negociación" que el trueque acarrea, desviándolos hacia usos más productivos. El resultado es un ingreso superior, y "dadas la propensión privada a ahorrar y la tasa impositiva, un incremento en los flujos de ahorro privado y público y de la inversión" 9/.

Las conclusiones de política económica son obvias. Mc Kinnon y Shaw proponen la elevación de las tasas de interés pagadas sobre los saldos monetarios (d) y/o una expansión monetaria controlada para mantener reducida la inflación ($\dot{P}$), con objeto de estimular la demanda de dinero y, por ende, el crecimiento financiero. En el Gráfico 1.1, la tasa de interés real óptima sería B, a la que se maximiza la inversión autofinanciada.

I.2.2 Efectos Sobre la Asignación del Ahorro

En la sección anterior hemos dicho que a partir de cierto nivel de la tasa de interés real (B, en el Gráfico 1.1.), comienza a prevalecer el efecto de "activo competitivo" de los saldos monetarios. Este efecto trae consigo un mejoramiento "ex ante" en la asignación del ahorro (en la calidad de la inversión), pues las unidades económicas decidirán no acometer aquellas inversiones que les proporcionen un retorno inferior al rendimiento que puedan obtener por sus saldos monetarios. La calidad del stock de capital está, bajo estos supuestos, vinculada positivamente

con la tasa de interés real devengada por los saldos monetarios.

En el Gráfico 1.1 esto significa que la tasa de interés real óptima (desde el punto de vista social) que deben fijar las autoridades podría ser algo superior a B (C.p.ej.) según la tecnología de la inversión no explicada por Mc Kinnon, pues el efecto negativo que sobre la tasa de inversión tiene la elevación de d-P* podría ser más que compensado, en términos de ingreso, por un incremento en la productividad del capital fijo.

I.2.3 Financiamiento Externo

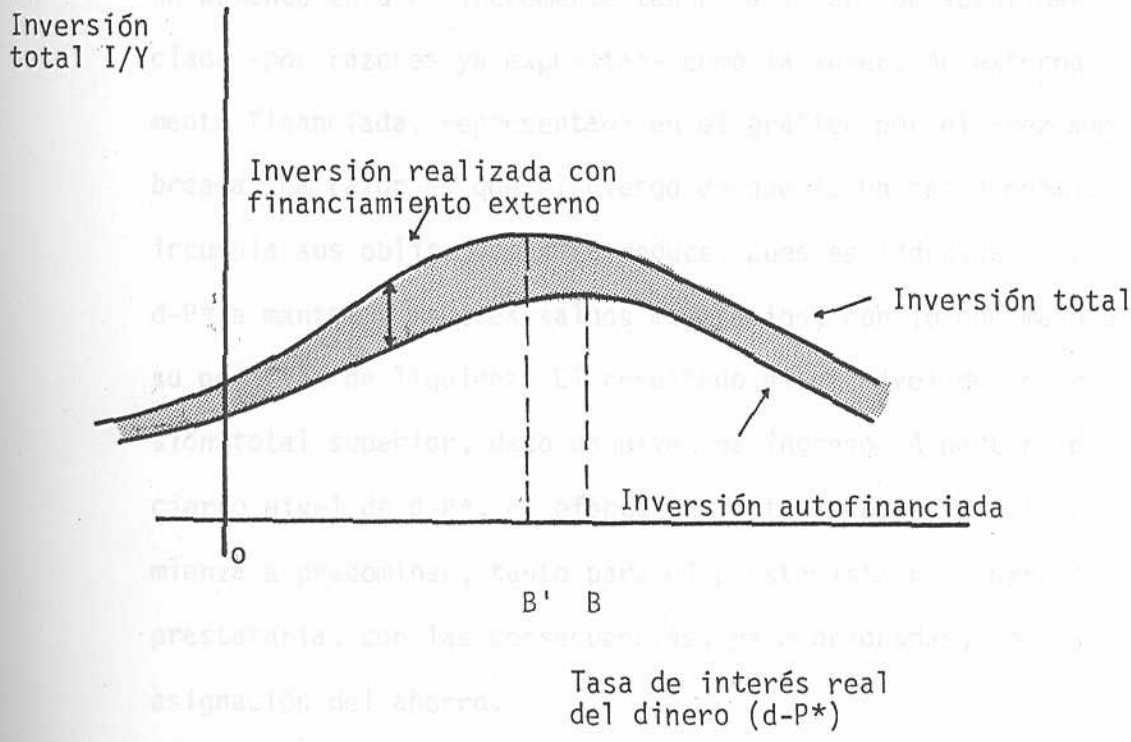
Mc Kinnon reconoce que el supuesto de que todas las unidades económicas están restringidas al autofinanciamiento es un tanto extremo 10/. En las economías atrasadas el autofinanciamiento coexiste, en mayor o menor medida con formas de financiamiento externo, directo o a través de los intermediarios financieros.

La supresión del supuesto de financiamiento externo abre paso a la aparición de instrumentos y mercados financieros 11/. Permite una mayor especialización en las actividades de ahorro e inversión y, por tanto una mayor eficiencia 12/. No significa, sin embargo, que la demanda de dinero y la acumulación de capital dejen de ser complementarios.

GRAFICO 1.2

EFECTOS DE LA TASA DE INTERES REAL DEL DINERO

SOBRE LA TASA TOTAL DE INVERSION



a) *Financiamiento Directo*

Bajo estas nuevas condiciones algunas unidades económicas pueden encontrar deseable prestar parte del ahorro que mantienen bajo la forma de saldo monetarios a alguna otra unidad económica, siempre y cuando puedan obtener un rendimiento superior a d-P*.

El Gráfico 1.2 refleja los efectos de un incremento en d-P* sobre la inversión (I/Y) de la unidad económica cuando parte de ésta es autofinanciada y otra parte se financia a través del crédito externo directo, proporcionado por unidades económicas que poseen un conocimiento específico de los proyectos de inversión de la unidad económica a la que prestan. Un aumento en d-P* incrementa tanto la inversión autofinanciada -por razones ya expuestas- como la inversión externamente financiada, representada en el gráfico por el área sombreada. La razón es que el riesgo de que la unidad económica incumpla sus obligaciones se reduce, pues es inducida por d-P* a mantener mayores saldos monetarios, con lo que mejora su posición de liquidez. El resultado es un nivel de inversión total superior, dado un nivel de ingreso. A partir de cierto nivel de d-P*, el efecto de "activo competitivo" comienza a predominar, tanto para el prestamista como para la prestataria, con las consecuencias, ya mencionadas, en la asignación del ahorro.

b) Financiamiento Indirecto

El financiamiento indirecto es el que se realiza a través de los intermediarios financieros. Estos son unidades económicas cuya función consiste en atraer el ahorro de las unidades superavitarias [13] mediante la emisión de instrumentos financieros "indirectos" y dirigirlo hacia las unidades deficitarias [14], adquiriendo a estas valores primarios

Los intermediarios financieros pueden ser monetarios y no monetarios, dependiendo de que los instrumentos "indirectos" que emiten sean considerados o no como medios de pago de aceptación general. Los intermediarios monetarios son los de mayor importancia en las economías atrasadas por razones ya explicadas.

Los intermediarios financieros, al especializarse en su actividad, aprovechan las economías de escala que favorecen a los grandes prestatarios y prestamistas. Como prestatarios, pueden ofrecer a los ahorradores últimos instrumentos financieros relativamente homogéneos (dinero en forma de depósitos a la vista, ahorro y plazo), de bajo riesgo, menor valor nominal y mayor liquidez que los valores primarios. Como prestamistas, rebajan el costo de investigación, estudio y administración de los préstamos y reducen el riesgo, a través de la diversificación de sus colocaciones [15].

La acción de los intermediarios financieros puede prolongar el intervalo de d-P* en el que se produce el "efecto conducción" de los saldos monetarios. Por causa del efecto "activo competitivo", el gobierno se veía obligado a fijar la tasa de interés real (d-P*), en las situaciones de autofinanciamiento y financiamiento descritas por los Gráficos 1.1 y 1.2, a un nivel posiblemente inferior al óptimo social. Probablemente, existan muchos otros proyectos de inversión, con tasas de retorno su-

periores a ese nivel, desconocidos por los financiadores directos, debido al restringido ámbito en que actúan. Estos proyectos si podrían ser financiados por los intermediarios financieros,que operan en un ámbito mucho más amplio y tienen mayor conciencia de las oportunidades de inversión presentes en la economía.

Aunque para algunas unidades económicas el aumento de d-P* significará un creciente predominio del efecto "de activo competitivo", con la consiguiente disminución en su tasa de inversión, los crecientes saldos monetarios pueden ser, ahora, canalizados por los intermediarios financieros hacia inversiones más rentables. La tasa de inversión de la economía en su conjunto no tiene por que caer y su eficiencia aumenta.

El efecto "conducto" en este contexto podría tener una interpretación un tanto diferente a la sugerida cuando todas las unidades estaban restringidas al autofinanciamiento. Partiendo de tasas de interés reales inferiores a la tasa de equilibrio, un aumento de éstas "conduce" una mayor cantidad de ahorro hacia los mercados financieros (intermediarios financieros), con lo que la inversión aumentaría.

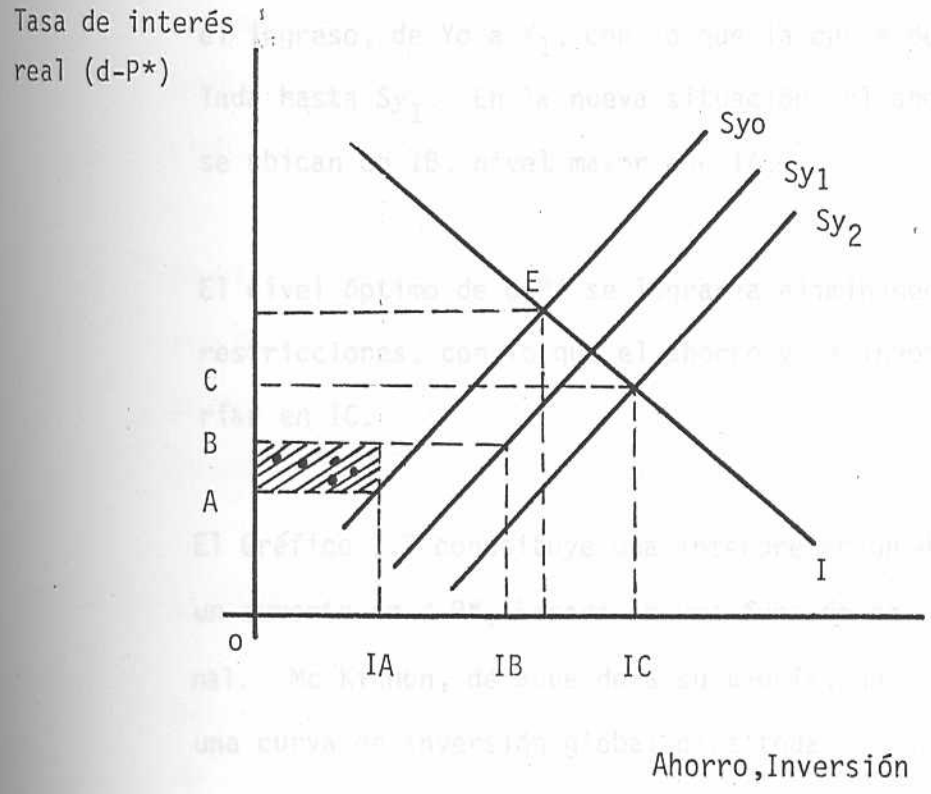
El Gráfico 1.3 ilustra los resultados de un incremento en la tasa de interés real y del crecimiento financiero sobre el

ahorro e inversión, en una situación en la que se asume la existencia de mercados financieros.

Para cada nivel de ingreso (Y), el ahorro (Sy) 16/ es una función positiva de la tasa de interés real (d-P*). La inversión (I) 16/ es una función negativa de (d-P*).

GRAFICO 1.3

EFECTOS DE UN AUMENTO EN LA TASA DE INTERES REAL DEL DINERO SOBRE EL AHORRO Y LA INVERSION GLOBALES



En la situación inicial, con Y-Yo, la tasa de interés real se encuentra fijada en A, nivel muy inferior a la tasa de equilibrio del mercado (E). El ahorro, para ese nivel de ingreso es igual a IA, cantidad a la que se iguala la inversión en ese período.

Un aumento de d-P* incrementaría el flujo de ahorro hacia los mercados financieros, con lo que se elevaría, también, la inversión. Se eliminarían, asimismo, aquellas inversiones poco rentables que antes se financiaban [17]. La asignación del ahorro mejora. El resultado de estos efectos es un aumento en el ingreso, de Yo a Y_1, con lo que la curva de ahorro se trasladada hasta Sy_1. En la nueva situación, el ahorro e inversión se ubican en IB, nivel mayor que IA.

El nivel óptimo de d-P* se lograría eliminando totalmente las restricciones, con lo que el ahorro y la inversión se situarían en IC.

El Gráfico 1.3 constituye una interpretación de los efectos de un aumento en d-P*, basada en una función de inversión tradicional. Mc Kinnon, de acuerdo a su teoría, no puede especificar una curva de inversión global para toda la economía.

I.2.4 Otros Efectos del Crecimiento Financiero

El crecimiento financiero, basado en una elevación de la tasa de interés real devengada por los saldos monetarios, ejercería un impacto positivo sobre el nivel de empleo y podría conducir a cambios en la distribución del ingreso [18].

El aumento de d-P*, desde niveles de desequilibrio (fijados administrativamente), revela la verdadera escasez del ahorro e incrementa el costo de utilización de los bienes de capital. La reacción lógica de las unidades económicas debe ser la de utilizar combinaciones de producción menos capital-intensivas o más trabajo-intensivas, lo que traduciría en un mayor nivel de empleo.

Si la elasticidad de sustitución entre capital y trabajo es mayor que la unidad, no sólo aumenta el nivel de empleo, también se produce una mayor participación de la remuneración al trabajo en el ingreso. [19]

I.2.5 Efectos del Crecimiento Económico Sobre el Ahorro

Hasta ahora, se ha examinado como el crecimiento financiero puede influir sobre el crecimiento económico a través de sus efectos en las tasas de ahorro e inversión y en la asignación del ahorro. En esta sección se plantea que el crecimiento económico

ejerce, a su vez, un impacto favorable sobre las tasas de ahorro e inversión. La eliminación de las restricciones impuestas a las tasas de interés real impulsa a la economía a un "círculo virtuoso" de mayor ahorro-inversión/mayor crecimiento/mayor ahorro-inversión.

Mc Kinnon [20] explica esta influencia mediante el nexo existente entre las variables flujo y stock o "cartera". Supóngase que la economía arranca de una situación estacionaria en la que el ingreso (Yo) es igual al consumo y, en consecuencia no existe ahorro neto. A estas variables flujo corresponde una cartera simplificada, cuya composición incluye además de los activos tangibles, dinero (M) en cierta proporción deseada Mo/Yo [21]. En esta situación aumenta el ingreso a Y_1, con lo que Mo/Y_1 será menor que esa proporción deseada. Con una (M) dada, las unidades económicas se verán estimuladas a generar ahorro en forma de dinero, de manera que Mo/Yo sea igual a M_1/Y_1.

I.2.6 El Modelo

La interacción entre crecimiento financiero y crecimiento económico señalada puede ilustrarse mejor mediante una versión modificada del modelo de Harrod y Domar de crecimiento balanceado [22]. La ecuación básica de este modelo iguala la tasa de crecimiento del ingreso ($\dot{Y}$) al producto de la razón producto/capital (σ) y la propensión marginal a ahorrar (s).

$$\dot{Y} = \sigma \cdot s \qquad (3)$$

Harrod y Domar consideraban que tanto (σ) 23/ como (s) eran constantes. De acuerdo a las exposiciones anteriores, en una economía atrasada, el crecimiento financiero puede inducir tanto un aumento en σ (debido a la mayor asignación del ahorro) como en s. Además, s puede variar debido al efecto "cartera" del crecimiento económico. Para mantener una mayor "simplicidad analítica", Mc Kinnon supone que σ es constante, pero que s es variable. Esto lo conduce a proponer la siguiente función de tasa de ahorro:

$$s = s(\dot{Y}, \pi) \quad o < s < o; \quad \frac{\partial s}{\partial \dot{Y}} > o; \quad \frac{\partial s}{\partial \pi} > o \qquad (4)$$

donde π designa otras variables explicativas de s, como p.ej. la tasa de interés real devengada por los saldos monetarios (d-P*).

Sustituyendo (4) en (3), se obtiene la siguiente relación:

$$\dot{Y} = \sigma \cdot s\,(\dot{Y}, \pi) \qquad (5)$$

La ecuación (5) recoge tanto los efectos del crecimiento financiero, basado en la elevación de d-p*, sobre el crecimiento eco

nómico como el círculo virtuoso mayor ahorro-inversión/mayor crecimiento/ mayor ahorro-inversión al que es inducida la economía a través del efecto "cartera" que el crecimiento económico ejerce sobre la tasa de ahorro.

I.3 Represión Financiera

En la sección anterior (1.2) se han analizado los efectos del crecimiento financiero sobre el crecimiento económico, partiendo de una situación -observada en las economías atrasadas- en la que la tasa real de interés devengada por los saldos monetarios era muy reducida, como consecuencia de la intervención del gobierno en los mercados financieros. Ahora, se quiere profundizar más en esta situación, que algunos autores han designado con el nombre de "represión financiera".

I.3.1 Definición

La represión financiera puede definirse como la inhibición del crecimiento financiero a través de un conjunto de medidas restrictivas impuestas en los mercados financieros, que fomentan su segmentación e impiden el acceso a los mismos por parte de considerables sectores de la economía.

Para Mc Kinnon estas restricciones son las culpables de que "el crédito bancario continúe siendo un apéndice financiero de ciertos enclaves (...)

El financiamiento del resto de la economía debe efectuarse con los magros fondos de los prestamistas, casas de empeño y cooperativas. Es a este fenómeno al que yo llamo 'represión financiera!" 24/

I.3.2 Formas y Razones de la Represión Financiera

La represión financiera puede adoptar diversas modalidades; algunas, actúan directamente sobre los mercados financieros;otras, ejercen su influencia indirectamente 25/.

Entre las técnicas "directas" de represión financiera, la más difundida es la regulación de las tasas de interés nominales aplicadas por los intermediarios financieros en sus operaciones activas y pasivas. Estos controles pueden adoptar la forma de "techos" a las tasas de interés o de niveles específicos. Estos niveles, dada la tasa de inflación, suelen resultar en tasas de interés reales muy por debajo de la tasa de equilibrio del mercado, incluso negativas. Algunas veces la fijación de las tasas de interés se hace de acuerdo a una escala, aplicando niveles diferentes de tasa de interés a las diversas actividades económicas, según el sentido de "prioridad" de las autoridades de turno.

Las políticas monetarias que resultan en tasas de inflación elevadas y considerablemente variables son otra forma directa de represión. Son el resultado de la creación de dinero en exceso

a las cantidades demandadas por las unidades económicas [26]. Reducen la tasa de interés real a través de su influencia en las expectativas inflacionarias (P*) del público.

Las autoridades también intervienen directamente en los mercados financieros fijando la composición que debe observar la cartera de préstamos de los intermediarios financieros. Por ejemplo, se estipula que por lo menos un 20% tiene que ser asignado a la agricultura, un 30% a la pequeña industria,etc.

Entre las modalidades "indirectas" de represión financiera se encuentran el régimen impositivo y el tipo de cambio de la moneda nacional en términos de moneda extranjera. En muchos países, el régimen impositivo grava los ingresos derivados de la tenencia de instrumentos financieros en forma más ineludible e intensa que los ingresos provenientes de otros bienes, reduciendo así su rendimiento real. Los tipos de cambio sobrevaluados abaratan comparativamente, los instrumentos financieros extranjeros y estimulan su adquisición.

Las razones que explican la represión financiera son múltiples. Entre otras se pueden citar:

1) El rechazo secular de la usura: en casi todos los países y desde fechas que se remontan a muchos siglos atrás, la tra

dición moral, social y religiosa condena la usura. Al que presta dinero y cobra interés, se le considera como explotador e improductivo, pues sin "hacer nada" percibe una renta. Hay que limitar pues, es renta. Se ignora por completo el costo de oportunidad en que incurre el prestamista, el *lucro cesante*.

2) Muchas veces se rechazan las altas tasas de interés por considerarlas inflacionarias. La tasa de interés es un costo para el empresario y sí sube, éste tratará de trasladar el aumento al precio de venta de los bienes y servicios que produce. No se cae en la cuenta de que "cuando coexisten inflación y altas tasas de interés, la primera es causa y no efecto"[27].

3) Carencia de controles efectivos para regular la oferta monetaria.

4) La utilización de nuevas emisiones de dinero como un "sustituto perfecto" de los ingresos tributarios.

5) Proveer de "crédito barato" a las actividades económicas, en especial, a aquellos sectores que se consideran claves para el desarrollo. El crédito barato se prescribe conjuntamente con otras medidas, tales como protección arancelaria, subsidios, rebajas de impuestos, exención de tasas aduanales para la importación de equipos y materias primas, acceso a divi-

sas con cambio preferencial,etc. En resumen, una modificación sistemática de los precios relativos como estrategia de desarrollo, inspirada en la desconfianza en las "fuerzas del mercado".

6) Reglas de política económica derivadas de teorías cuyo marco analítico parece poco apropiado para explicar las realidades presentes en los países más atrasados; por ejemplo,el escenario perfectamente homogéneo de la teoría monetaria neoclásica o la constante estabilidad de los precios supuesta por el modelo keynesiano.

I.3.3 Efectos de la Represión Financiera

La fijación de tasas nominales de interés y la ejecución de políticas monetarias inflacionarias resultan, por lo general, en tasas reales de interés por debajo del nivel óptimo o de equilibrio del mercado. Sus efectos sobre el ahorro, la inversión y la asignación del ahorro para una situación de autofinanciamiento y para otra, en que se supone la existencia de mercados financieros se pueden visualizar en los Gráficos 1.4 y 1.5 respectivamente.

En ambos casos, la tasa de interés nominal (d) genera una tasa de interés real negativa (A) dada la tasa de inflación esperada (P*). El ahorro y la inversión se mantienen en IA (para un nivel de ingreso Y-Yo), un nivel muy por debajo del que podría obtenerse si el gobierno permitiera que la tasa real se elevase a B, en 1.4, o que buscase su propio equilibrio por interacción de las fuerzas del mercado en 1.5.

GRAFICO 1.4

EFECTOS DE LA REPRESION FINANCIERA SOBRE EL AHORRO Y LA INVERSION EN EL CASO DE AUTOFINANCIAMIENTO

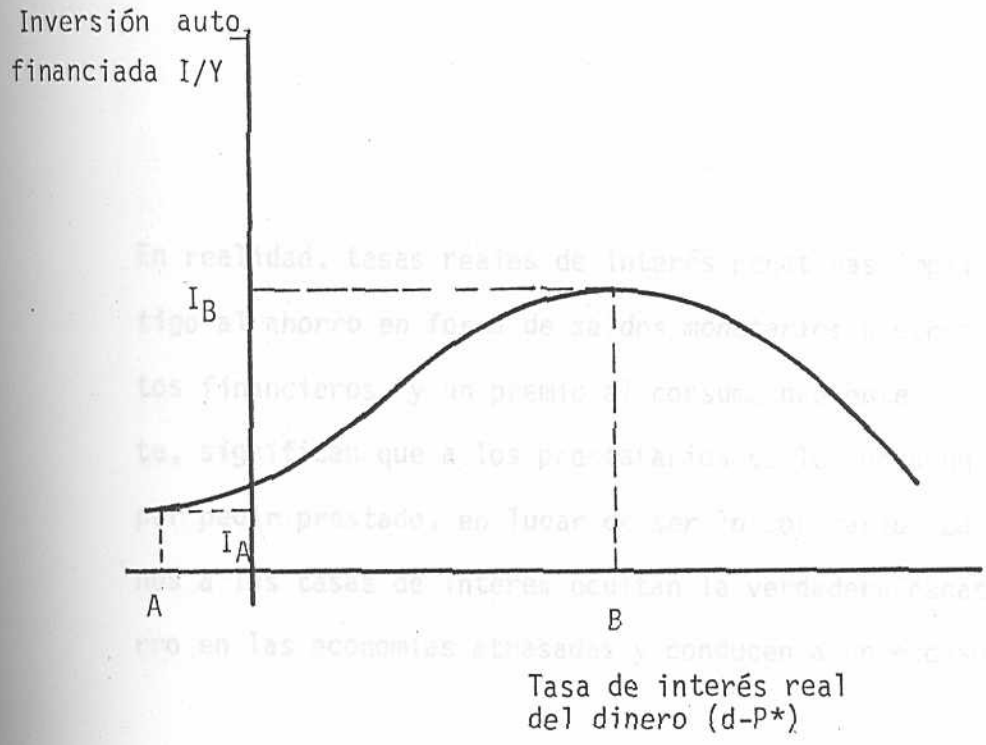
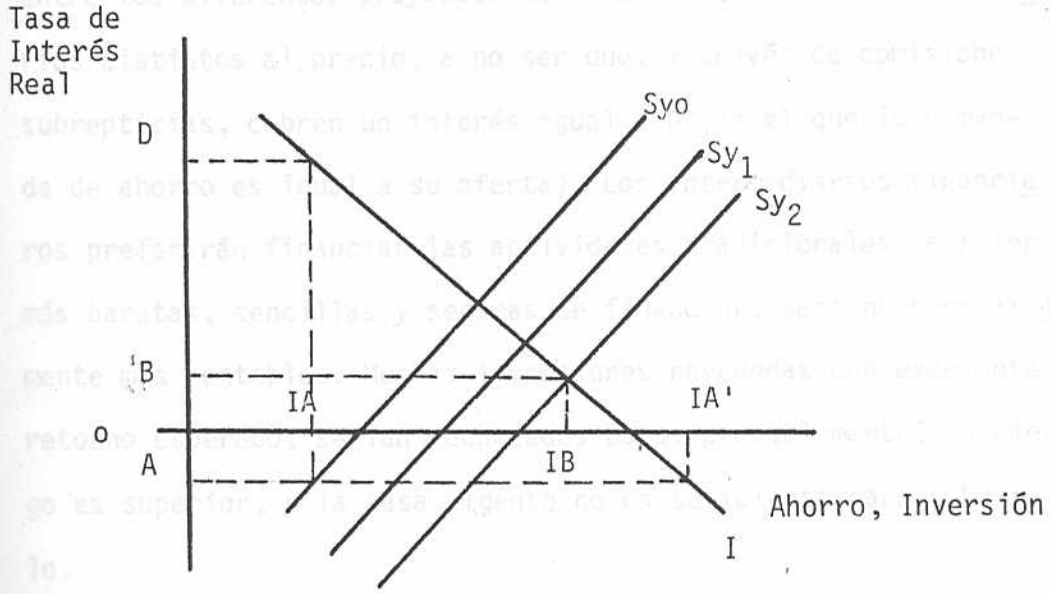


GRAFICO 1.5

EFECTOS DE LA REPRESION FINANCIERA SOBRE EL AHORRO Y LA INVERSION CUANDO EXISTEN MERCADOS FINANCIEROS



En realidad, tasas reales de interés negativas implican un castigo al ahorro en forma de saldos monetarios u otros instrumentos financieros y un premio al consumo presente. Por otra parte, significan que a los prestatarios se les paga un interés por pedir prestado, en lugar de ser lo contrario. Las regulaciones a las tasas de interés ocultan la verdadera escasez del ahorro en las economías atrasadas y conducen a un exceso de deman

da sobre oferta, como se ilustra en el Gráfico 1.5 por la distancia (IA-IA').

Su efecto sobre la asignación del ahorro es evidente. A las tasas de interés reguladas, el ahorro tiene que ser distribuido, entre los diferentes proyectos de inversión, de acuerdo a criterios distintos al precio, a no ser que, a través de comisiones *subrepticias, cobren un interés igual a D (en el que la demanda* de ahorro es igual a su oferta). Los intermediarios financieros preferirán financiar las actividades tradicionales, por ser más baratas, sencillas y seguras de financiar, pero no necesariamente más rentables. Muchas inversiones novedodas con excelente *retorno esperado, serían rechazadas pues, probablemente, su riesgo* es superior, y la tasa vigente no es suficiente para cubrirlo.

La represión financiera conduce a la represión del crecimiento *económico, a través del desestímulo al ahorro y a su mejor asig*nación. Somete a la economía a un círculo vicioso de bajo ingreso - bajo ahorro - bajo ingreso.

En vista de la incapacidad de los mercados financieros de pro*veer un rendimiento adecuado y ahorros suficientes, ahorristas,* inversionistas e intermediarios buscan formas de evadir la represión financiera y el gobierno proporciona soluciones alternativas a la "liberación financiera".

Los ahorristas dirigen sus preferencias hacia otros activos que les aseguren la preservación de su poder de compra o hacia los mercados financieros externos, a través de los que el ahorro doméstico se destinaría a financiar las actividades productivas del resto del mundo. Si, por lo demás, la moneda está sobrevaluada y se espera, con el curso del tiempo, su devaluación, se añade el atractivo de la ganancia cambiaria.

Los inversionistas buscan financiar sus proyectos a través de prestamistas no institucionales o pidiendo préstamos en el exterior (si pueden), generalmente a corto plazo y a tasas muy elevadas.

Los intermediarios financieros, como no pueden competir en términos de tasas de interés, lo hacen extendiendo excesivamente su red de agencias o halagando a sus clientes con suntuosas decoraciones. Este tipo de compensaciones no pecuniarias son "para los depositantes, un sustituto imperfecto para los interes y un sustituto caro, desde el punto de vista social." [28]/Tienden a evadir la represión diversificando, innecesariamente, su gama de instrumentos financieros. El resultado es, una menor eficiencia y mayores diferenciales entre tasas activas y pasivas, debido a que en un mercado que ya de por sí puede ser pequeño, se reduce la escala a la que operan los diversos intermediarios.

El gobierno, crea unas numerosas instituciones financieras, destinadas a atender sectores específicos de la economía, que no reciben préstamos del resto de los intermediarios. El financiamiento suele proveerse lógicamente, a tasas reducidas, con lo que nuevamente se encubre la verdadera escasez. Además, estas agencias dependen del presupuesto fiscal o de aportes extrapresupuestarios para desarrollar sus actividades, recargando aún más las finanzas públicas. El gobierno responde también con más represión financiera, dictando nuevas normas y restricciones a los intermediarios financieros.

I.4 Hipótesis

La exposición teórica anterior conduce a formular la siguiente hipótesis acerca de la relación existente entre la represión financiera y el crecimiento económico:

"Las restricciones a los mercados financieros conducen a un crecimiento del ahorro y la inversión y a una eficiencia en la asignación del ahorro, relativamente menores a los que se alcanzarían en caso de no existir estas restricciones".

En el segundo capítulo se examinarán las magnitudes y características del crecimiento financiero de Venezuela durante el período 1970-1982. El capítulo tercero se dedicará al estudio de nuestros mercados financieros y la evolución de las tasas de interés devengadas por los diferentes instrumentos financieros. En el cuarto, se anali

zan los datos referentes al crecimiento económico del país, el ahorro y la inversión. Finalmente, el capítulo quinto se ocupa de la contrastación de la hipótesis formulada en base a las evidencias proporcionadas por los tres capítulos anteriores.

NOTAS AL CAPITULO I

1/ Mc KINNON, Ronald: Money &Capital in Economic Development. The Brookings Institution, Washington D.C. 1973; SHAW, Edward: Financial Deepening in Economic Development. Oxford University Press, New York 1973.

2/ DORNBUSCH, R. & FISCHER, S.: Macroeconomics. Mc Graw Hill. New York, 1978.

3/ Se supone aquí que existe una situación de pleno empleo constante.

4/ *En una economía abierta depende, además, de la capacidad de atraer* ahorro del resto del mundo.

5/ Depósitos de ahorro y plazo.

6/ Mc KINNON, Op. cit. p. 60.

7/ Nótese que S/Y (tasa de ahorro) no tiene por que disminuir. Lo que ocurre es que se ahorra para mantener saldos monetarios y no para invertir en capital tangible.

8/ LONG, MILLARD; Veneroso Frank;"Beneficios Económicos de los Merca-

dos de Valores". En el "Desarrollo Financiero de Amética Latina y el Caribe".Compilador Bernardo Paúl - Caracas.

9/ SHAW, op. cit. p. 72.

10/ Mc KINNON, op. cit. p. 64.

11/ Los instrumentos financieros se definen como "evidencias de derecho sobre los recursos propios de una unidad económica o sobre los recursos aportados por terceros a una unidad económica"(Aguirre,Antonio). Por mercado financiero se entiende todo lugar o mecanismo en el cual (o a través del cual) se negocian instrumentos financieros. AGUIRRE, ANTONIO: Teoría Financiera, Mimeo, U.C.A.B. p. 16.

12/ GURLEY, J.G. & SHAW, E.S:"Money in a Theory of Finance"The Brookings Institution, Washington, D.C. 1960, p.196-7

13/ Aquellas en las que el ingreso corriente supera al gasto corriente, o en las que el ahorro es mayor que la inversión. AGUIRRE, ANTONIO, op. cit. p.4.

14/ Aquellas en las que el gasto corriente supera al ingreso corriente, o en las que el ahorro es menor a la inversión. AGUIRRE, ANTONIO, op. cit. p.4.

15/ ROJO, LUIS ANGEL: Renta Precios y Balanza de Pagos. Editorial Alianza, Madrid 1979. pp. 61-62.

16/ De toda la economía.

17/ Representados en el gráfico 1.3 por los puntos contenidos en el área sombreada.

18/ SHAW; op. cit. p.77.

19/ $e = \frac{-\Delta (L/K)}{L/K} \Big/ \frac{\Delta (w/r)}{w/r}$; L = cantidad de trabajo utilizada por unidad de capital (K), w = tasa de salario, r ="renta del capital" o costo de uso del capital.

20/ Mc KINNON; op. cit. cap.9.

21/ Dada la "utilidad" del dinero como medio de cambio, esta proporción será mayor cuanto mayor sea d-P*.

22/ Mc KINNON; op. cit. p.126.

23/ Para ellos, el ahorro se convertía automáticamente en inversión de tasa de retorno homogénea.

24/ Mc KINNON; op. cit. p. 68-69.

25/ SHAW; op. cit. p. 90.

26/ Se supone que $\dot{P} = \dot{M} - \dot{M}^d$, donde $\dot{P}$ = tasa de inflación; $\dot{M}$ = variación de la oferta monetaria y $\dot{M}^d$ = variación de la demanda monetaria.

27/ SHAW; op. cit. p. 94.

28/ SHAW; op. cit. p. 85.

CAPITULO II

EL CRECIMIENTO FINANCIERO DE VENEZUELA (1970-1982)

Un aspecto importante en el capítulo precedente se refiere al crecimiento financiero y la relación que éste guarda con las políticas aplicadas por las autoridades monetarias a los mercados financieros, en especial, con las políticas adoptadas en materia de tasas de interés. En el presente capítulo se expone fundamentalmente, la magnitud del crecimiento financiero en Venezuela y se difere para el próximo la presentación de las medidas dictadas por las autoridades en lo referente a las tasas de interés.

II.1 Crecimiento de la Liquidez Monetaria

Como se recordará, Mc Kinnon mide el crecimiento financiero, en la parte teórica mediante la tasa de crecimiento de la liquidez monetaria (m2) en términos reales. Es decir, a través del crecimiento de M2/P, donde P es el nivel de precios, medido por el índice de precios al consumidor.

En esta sección, se va a considerar, primero, el crecimiento de la liquidez monetaria en términos nominales, para calcular luego el *valor de M2/P. Se deja para la próxima sección la inclusión además* de M2, de otros instrumentos utilizados por las instituciones finan-

cieras del país con la finalidad de captar fondos y conceder préstamos, lo cual amplía las posibilidades de las unidades económicas de obtener financiamiento externo.

II.1.1 Crecimiento Nominal de la Liquidez Monetaria

La liquidez monetaria se define como el dinero en poder del público "no bancario" y se mide por el lado del pasivo del balance del sistema monetario.

En Venezuela, el sistema monetario se compone de las siguientes instituciones 1/ :

Banco Central de Venezuela
Banca Comercial, Privada y Oficial
Banca Hipotecaria
Banco de los Trabajadores de Venezuela
Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo.

Los componentes de la Liquidez Monetaria son el efectivo y los depósitos en cuenta corriente (ambos utilizados como medios de pago) y los depósitos de ahorro y a plazo. Su magnitud y tasas de crecimiento interanual para el período 1970-1982 se muestran en el Cuadro 2.1.

CUADRO 2.1

LIQUIDEZ MONETARIA 1970-1982

Año	Liquidez Monetaria (millones de Bs.)	Tasa de Crecimiento (%)
1970	12.121	-
1971	14.571	20.2
1972	17.204	18.1
1973	21.284	23.7
1974	28.047	31.8
1975	41.406	47.6
1976	51.187	23.6
1977	63.535	24.1
1978	73.180	15.2
1979	84.043	14.8
1980	103.744	23.4
1981	124.691	20.2
1982	129.136	3.6

FUENTES: 1970-78: BCV; Informe Económico 1979. C.A-II-1
1979-82: BCV; Informe Económico 1982. C. IV-1

De estos datos pueden extraerse las siguientes observaciones.

En primer lugar, durante el período 1970-1982 se produjo un crecimiento ininterrumpido de la liquidez monetaria en térmi-

nos nominales. Sin embargo este crecimiento fue relativamente más acelerado entre 1974 y 1977, lapso que coincide con el sustancial incremento en los ingresos de divisas del país y en los ingresos del Estado, que se produjo como consecuencia del aumento en el valor de nuestras exportaciones petroleras. A partir de 1978 el ritmo de expansión se torna comparativamente más lento, registrándose las tasas de crecimiento más bajas de todo el período considerado, quizás con excepción de 1980, cuando se produce otra subida en los precios de nuestro principal producto de exportación. En el Gráfico 2.1 se aprecia el crecimiento del circulante y de M2, pudiéndose observar como éste último crece más rápidamente que el primero.

II.1.2 Crecimiento de la Liquidez Monetaria en Términos Reales

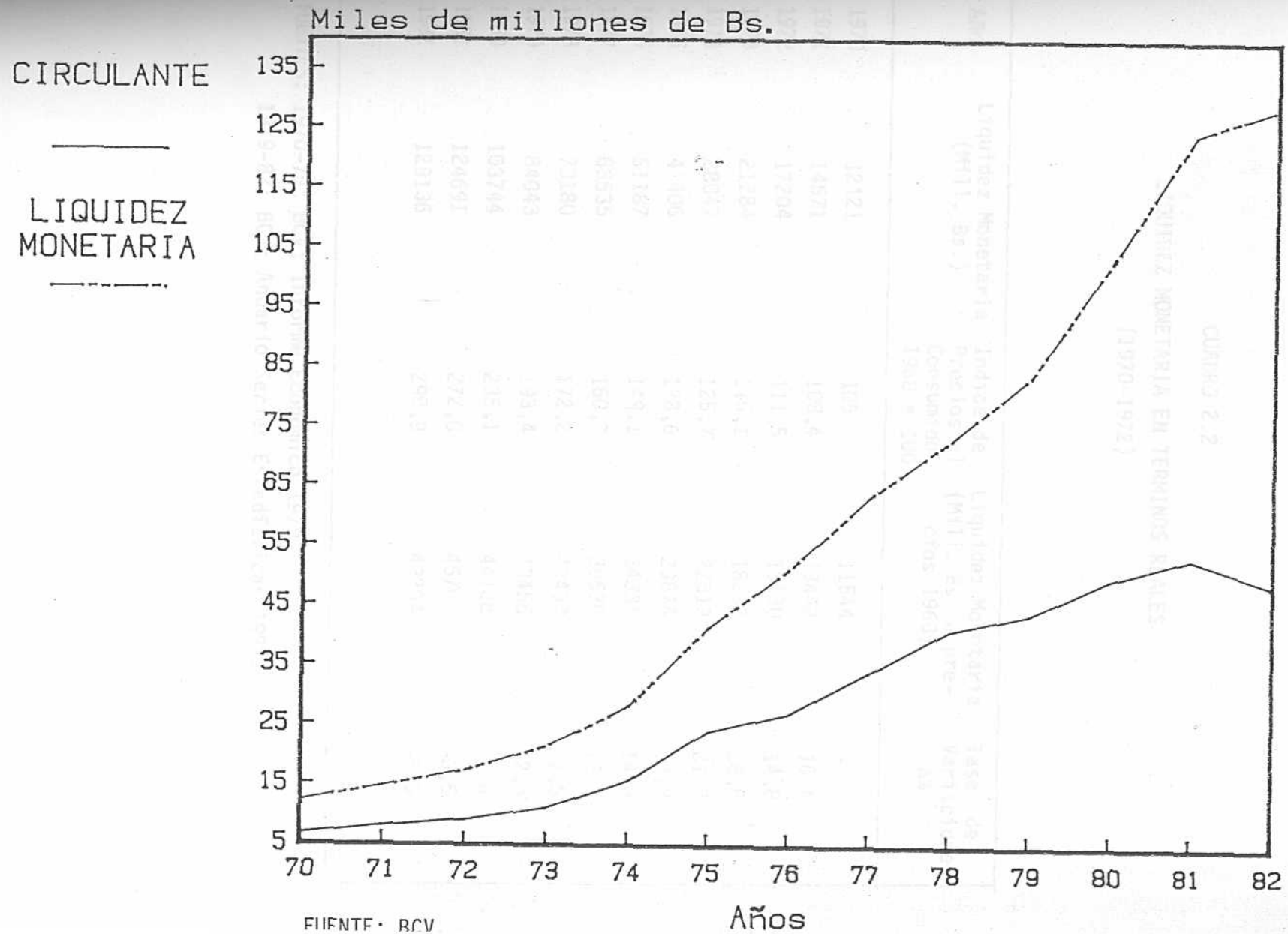
Como se mencionó en la introducción de la sección 2.1 Mc Kinnon mide el crecimiento real de la Liquidez Monetaria mediante el valor M2/P. Este cociente permite dar una idea del tamaño real del sistema monetario del país.

La evolución de este agregado en términos reales, para el período 1970-1982 se muestra en el Cuadro 2.2. Se pueden observar básicamente dos subperíodos en términos de la tasa de crecimiento de M2/P.

El primer período transcurre entre 1970 y 1977; en él se observan rápidas tasas de expansión en la liquidez monetaria en tér-

GRAFICO 2.1

CIRCULANTE Y LIQUIDEZ MONETARIA
1970-1982



FUENTE: BCV

CUADRO 2.2

LIQUIDEZ MONETARIA EN TERMINOS REALES

(1970-1972)

Año	Liquidez Monetaria (Mill. Bs.)	Indice de Precios al Consumidor 1968 = 100	Liquidez Monetaria (Mill. Bs. a precios 1968)	Tasa de Variaciones Δ%
1970	12121	105	11544	-
1971	14571	108,4	13442	16,4
1972	17204	111,5	15430	14,8
1973	21284	116,1	18332	18,8
1974	28047	125,7	22313	21,7
1975	41406	138,6	29874	33,9
1976	51187	149,1	34331	14,9
1977	63535	160,7	39536	15,2
1978	73180	172,2	42497	7,5
1979	84043	193,4	43456	2,3
1980	103744	235,1	44128	1,6
1981	124691	272,8	45708	-3,6
1982	129136	298,9	43204	-5,5

FUENTES: 1970-78: BCV; Informe Económico 1979

1979-82: BCV; Anuario Series Estadísticas 1982.

minos reales, en comparación con las tasas más reducidas, e incluso negativas que se evidencian en el segundo subperíodo, que se extiende entre 1978 y 1982. También en términos reales, se aprecia cierto paralelismo entre la mayor expansión de los saldos monetarios y el incremento en los ingresos petroleros del país. El menor crecimiento de M2/P a partir de 1978 guarda relación también, con las fuertes salidas de capitales que comenzaran a dejarse sentir desde ese año y que produjeron una merma de la base monetaria.

II.2 Ampliación de la Medida de Crecimiento Financiero

El crecimiento de la Liquidez Monetaria no refleja cabalmente la capacidad que tiene el sistema monetario del país para otorgar préstamos, pues éste dispone de otros instrumentos, para captar fondos entre el público, aparte del circulante y los depósitos de ahorro y a plazos. Más aún, las sociedades financieras, similares en muchos aspectos a las instituciones monetarias, amplían la capacidad de otorgar préstamos de los intermediarios financieros de carácter esencialmente privado. Por esta razón, conviene ampliar la medida del crecimiento financiero del país, ampliación que, por otra parte, la hace el mismo Mc Kinnon al medir el crecimiento financiero de Alemania Federal en el período de la postguerra [3].

En el Cuadro 2.3 se presenta una breve descripción de estos otros instrumentos financieros que van a tomarse en cuenta en la medida

CUADRO 2.3

OTROS TIPOS DE INSTRUMENTOS DE CAPTACION DE FONDOS

EMITIDOS POR LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE VENEZUELA

1982

Instrumento	Denominación Mínima	Plazo	Liquidez	Otras Observaciones
1 CEDULA HIPOTECARIA	Bs. 500	Hasta 15 años	En la práctica, inmediata	Libre de impuestos
2 CEDULA HIPOTECARIA "ESPECIAL" DE RENDIMIENTO FIJO *	Bs.10.000	Hasta 8 años	Negociables antes de su vencimiento	Libres de impuestos
3 CEDULA HIPOTECARIA "ESPECIAL" DE RENDIMIENTO VARIABLE *	Bs. 5.000		Negociables antes de su vencimiento	Libres de impuestos
4 BONOS FINANCIEROS	Bs. 5.000	Hasta 20 años	Negociables antes de su vencimiento	Libres de impuestos
BONOS QUIROGRAFARIOS (1978)	Bs.250.000	Mínimo 180 días	Negociables antes de su vencimiento	Libres de impuestos
6 CERTIFICADOS DE AHORRO * (1977)	Bs. 5.000	Mínimo 30 días	Negociables antes de su vencimiento	Libres de impuestos
7 CUENTA DORADA *(1982)	Bs. 5.000	Los Bs.5.000 iniciales a un plazo de 90 días	Los saldos por encima de Bs. 5.000 tienen liquidez monetaria	Libres de impuestos
8 AHORRO PROGRAMADO (1982)	A convenir	A convenir	-	Es una modalidad de captación que facilita al tenedor la obtención de una suma de dinero en un plazo determinado. El aporte inicial y los aportes periódicos se establecen según convenio entre el ahorrista y la entidad. Libres de impuestos
9 CHEQUE AHORRO *(1982)	-	No determinado de antemano		Depósito de ahorros especial, que respalda la emisión de un cheque por parte de la institución que recibe el depósito, que puede ser utilizado como instrumento de pago libre de impuestos.
FONDO FIDUCIARIO DE ACTIVOS LIQUIDOS * (1978)	Bs. 1.000	No determinado de antemano	Inmediata	El tenedor participa como cobeneficiario en un fideicomiso de inversión, constituido por instrumentos libres de I.S.L.R. Se le reconoce participación y cotitularidad en esos títulos hasta por la cantidad entregada.
FONDO PARTICIPACIONES *	Bs.20.000	30 días	Negociables antes de su vencimiento	Modalidad similar a la anterior sólo que a plazo determinado
MESA DE DINERO * (1974)	Variable	Pocos días. Fijo o variable	Pueden ser cancelados antes del vencimiento establecido	Se adquieren instrumentos de rendimiento fijo, libres de I.S.L.R., obteniendo una "carta de recompra" por parte de la institución vendedora

FUENTE: BASAÑEZ, Eduardo: "El Fondo Fiduciario de Activos Líquidos" Revista de Hacienda. Nº 79. 1982

ASCANIO, Jackeline: "Influencia del Sector Financiero en la Economía Venezolana". Memoria de Grado (UCAB) 1983.

ampliada del crecimiento financiero. Se han destacado con un asterisco (*), acompañado de la fecha de introducción, aquellos instrumentos que no existían en 1970, con objeto de observar la diversificación verificada en la gama de instrumentos financieros durante los últimos doce años. Se separan, en la parte inferior del cuadro un grupo de instrumentos que podríamos llamar de captación "indirecta" o de "segundo grado", que son utilizados por las instituciones financieras como un medio de colocar un volumen mayor del resto de los instrumentos financieros.

Según el cuadro 2.3, entre 1970 y 1982 se ha producido una proliferación en los de instrumentos ofrecidos por los intermediarios financieros, pues dentro de este grupo sólo las cédulas hipotecarias tradicionales y los bonos financieros existían en 1970. Este fenómeno fue más acentuado a partir de 1977-1978. La gran mayoría de estos nuevos instrumentos se caracterizan por un plazo de emisión relativamente corto y por la posibilidad de convertirlos en efectivo con razonable facilidad.

En el cuadro 2.4 se exponen los saldos captados por los intermediarios financieros a través de estos instrumentos a lo largo del lapso 1970-1982, y su tasa global de crecimiento interanual. Puede observarse el gran auge experimentado por las cédulas hipotecarias y los bonos financieros hasta el año 1978, a partir del cual comienzan a perder importancia, en términos de recursos captados, en comparación con los nuevos instrumentos que aparecen en el mercado

CUADRO 2.4

OTROS INSTRUMENTOS DE CAPTACION DE FONDOS EMITIDOS

POR LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE VENEZUELA

SALDO ACUMULADO (1970/1982) 6/

AÑO	(MILONES DE BOLIVARES)					%
	CEDULAS HIPOTECARIAS (1)	BONOS FINANCIEROS (2)	BONOS 7/ QUIROGRAFARIOS (3)	CERTIFICADOS DE AHORRO 7/ (4)	TOTAL (5)	TASA DE CRECIMIENTO
1970	1.442	38	-	-	1.480	-
1971	2.228	78	-	-	2.306	55,8
1972	3.159	125	-	-	3.284	42.4
1973	4.035	223	-	-	4.258	29.7
1974	5.146	439	-	-	5.585	31.2
1975	7.466	764	-	-	8.230	47.4
1976	10.386	1.009	-	-	11.395	38.5
1977	12.993	1.613	-	51	14.657	28.6
1978	14.272	2.375	801	124	17.572	19.9
1979	13.592	2.291	2.789	755	19.427	10.6
1980	10.324	1.996	7.755	5.199	25.274	30.1
1981	7.377	1.924	9.991	14.100	33.392	32.1
1982	5.542	1.681	13.837	27.378	48.438	45.1

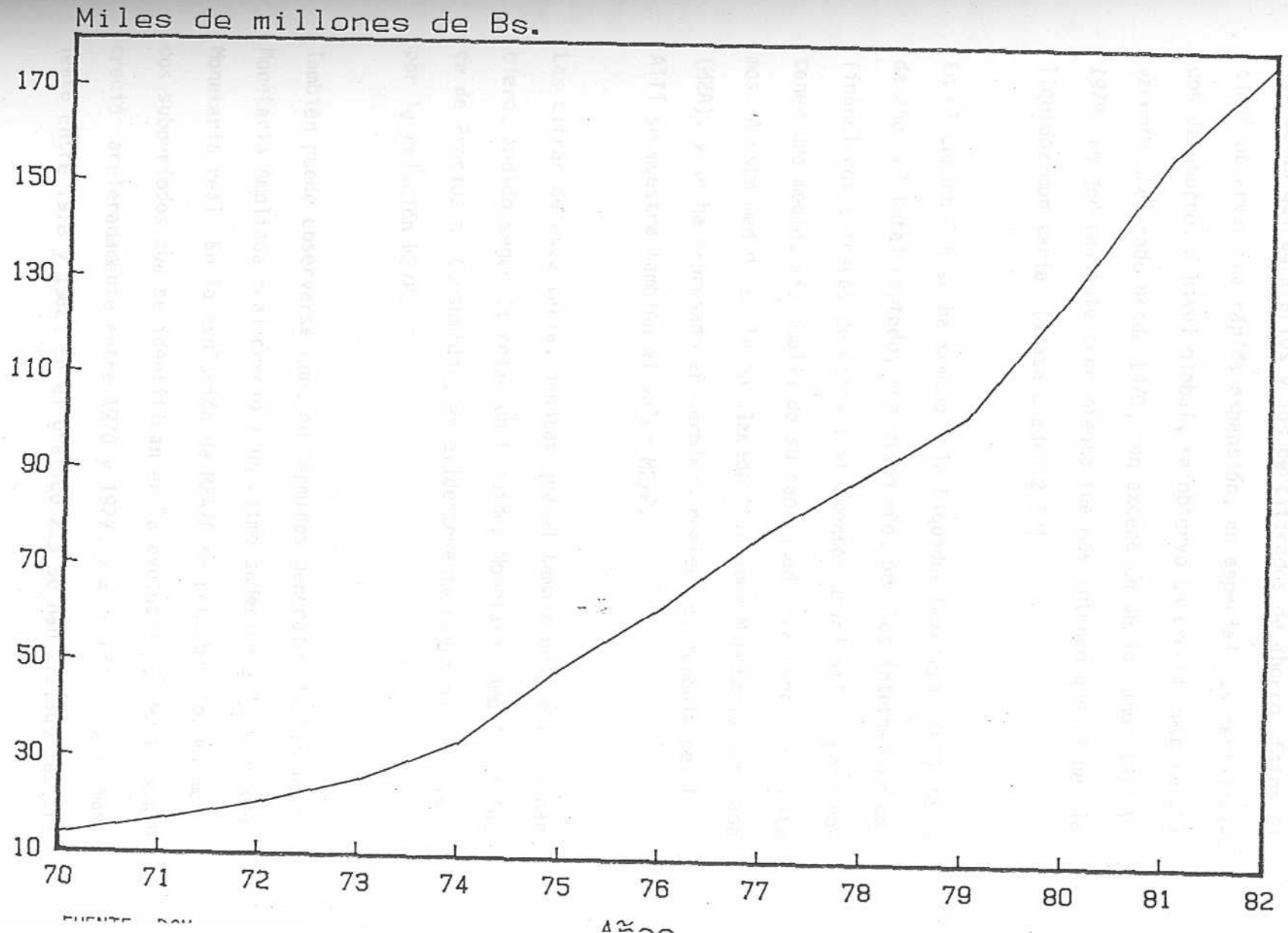
FUENTES: (1) 1970-1978 BCV; Informe Económico 1979 C.A-II-1
1979-1982 BCV; Informe Económico 1982 C. IV-1

(2) 1970-1979 BCV; Informe Económico 1979 C.A-II-143
1980-1982 BCV; Informe Económico 1982 C.V-124

(3)(4) 1978-1982 BCV; Informe Económico 1982 Balances de Instituc. Financ.

GRAFICO 2.2.

OTROS INSTRUMENTOS DE CAPTACION
SALDOS ACUMULADOS 1970-1982



los bonos quirografarios y los certificados de ahorro. Estos últimos observan una rápida expansión, en especial los certificados de ahorro. A nivel global, se observó un crecimiento relativamente acelerado desde 1970, con excepción de los años 1978 y 1979. En general este crecimiento fue más intenso que el de la liquidez monetaria. (Veáse cuadro 2.1).

En el cuadro 2.5 se ha sumado a la Liquidez Monetaria (M2) de cada año, el total captado, ese mismo año, por los intermediarios financieros a través de estos instrumentos adicionales, para obtener una medida más amplia de su capacidad para conceder préstamos. A esta medida se le ha llamado "Liquidez Monetaria Ampliada" (M2A), y se ha expresado en términos reales, diviéndola por P. Allí se muestra también el valor M2/P.

Las cifras de esta tabla, denotan que el tamaño del sector financiero, medido según la relación Liquidez Monetaria Ampliada/ Indice de Precios al Consumidor, es evidentemente mayor al reflejado por la relación M2/P.

También puede observarse que, en términos generales la Liquidez Monetaria Ampliada real creció a un ritmo superior a la Liquidez Monetaria real. En la evolución de M2A/P se perciben los mismos dos subperíodos que se identifican en la evolución de M2/P. M2A/P creció aceleradamente entre 1970 y 1977, y a un ritmo mucho más lento entre 1978 y 1982. En el gráfico 2.3 se han trazado las tra

CUADRO 2.5

LIQUIDEZ MONETARIA Y LIQUIDEZ MONETARIA

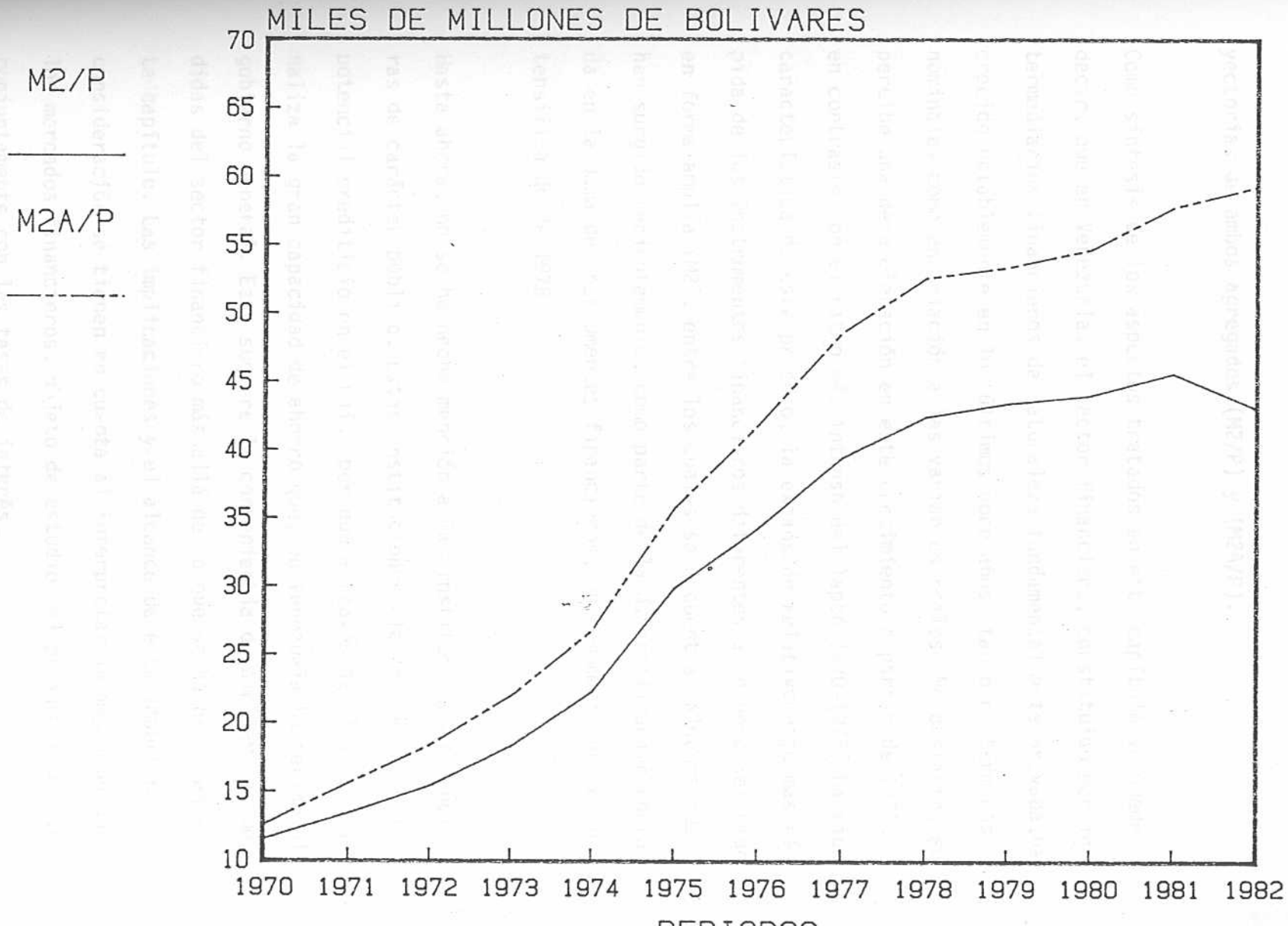
AMPLIADA EN TERMINOS REALES
(1970-1982)

Año	Liquidez Monetaria Real		Liquidez Monetaria Ampliada Real	
	Millones Bs. (1)	Δ %(2)	Millones Bs.(3)	Δ% (4)
1970	11544	-	12953	-
1971	13442	16,4	15569	20,2
1972	15430	14,8	18375	18,0
1973	18332	18,8	22000	19,7
1974	22313	21,7	26756	21,6
1975	29874	33,9	35812	33,8
1976	34331	14,9	41973	17,2
1977	39536	15,2	48657	15,9
1978	42497	7,5	52702	8,3
1979	43456	2,3	53501	1,5
1980	44128	1,6	54878	2,6
1981	45708	3,6	57948	5,6
1982	43204	-5,5	59409	2,5

FUENTES: (1) y (2) Cuadro 2.2.
(3) y (4) BCV.

GRAFICO 2.3

CRECIMIENTO FINANCIERO DE VZLA.
(1970-1982)



yectorias de ambos agregados (M2/P) y (M2A/P).

Como síntesis de los aspectos tratados en este capítulo se puede decir, que en Venezuela, el sector financiero, constituido por intermediarios financieros de naturaleza fundamentalmente privada, ha crecido notablemente en los últimos doce años, tanto en términos nominales como en relación a las variables reales. No obstante, se percibe una desaceleración en este crecimiento a partir de 1978, en contraste con el ritmo más intenso del lapso 1970-1977. Ha sido característica de este proceso, la expansión relativamente más rápida de los instrumentos financieros diferentes al dinero definido en forma amplia (M2), entre los cuales se encuentran algunos que han surgido recientemente, como parte de la diversificación operada en la gama de instrumentos financieros, un fenómeno que se intensifica desde 1978.

Hasta ahora, no se ha hecho mención a las instituciones financieras de carácter público. Estas instituciones elevan aún más el potencial crediticio en el país, por que a través de ellas se canaliza la gran capacidad de ahorro que, en Venezuela, ha tenido el gobierno general. Esto sugiere la conveniencia de ampliar las medidas del sector financiero más allá de lo que se ha hecho en este capítulo. Las implicaciones y el alcance de esta importante consideración se tienen en cuenta al interpretar la magnitud de los mercados financieros, objeto de estudio del próximo capítulo, conjuntamente con las tasas de interés.

NOTAS AL CAPITULO II

1/ BANCO CENTRAL DE VENEZUELA; Informe Económico 1982. Cuadro IV-21.

2/ Mc KINNON, op. cit. p. 92

3/ No se conoce con precisión si los depósitos a plazo recibidos por las Sociedades Financieras se encuentran o no incluidas en M2. Con objeto de no incurrir en una duplicación de esta cifra, no se han contemplado en este cuadro.

4/ Incluyen fondos captados a través de Fondo Fiduciario de Activos Líquidos, Fondo de Participaciones y Cheque-Ahorro, Libreta Dorada, Ahorro Programado (Cert. de Ahorro) según detalle.

CAPTACIONES (MILLONES DE BS)

Año	Fondo Activos Líquidos	Fondo Participaciones	Otros
1981	2.237	1.295	-
1982	2.554	2.624	309

Fuentes: Entrevistas Personales.

B.C.V. Informe Económico 1982.

CAPITULO III

FINANCIAMIENTO EXTERNO Y TASAS DE INTERES EN VENEZUELA (1970-1982)

La hipótesis básica de la teoría de Mc Kinnon, que relaciona directamente y, hasta cierto punto, la tasa de inversión con la tasa de interés real, es expuesta en un contexto en el que todas las unidades económicas están limitadas al auto-financiamiento. No obstante, el mismo autor mantiene que la hipótesis es también válida en un escenario en el que exista financiamiento externo a las unidades económicas, tanto directo como indirecto. Un aumento de las tasas de interés reales "conduce" una cantidad mayor de ahorro hacia los mercados financieros, lo que permitiría ejecutar una mayor inversión. Además, propicia una mejor asignación de este ahorro entre sus usos alternativos.

La extensión de la hipótesis de Mc Kinnon para incluir el financiamiento externo tiene en Venezuela una relevancia relativamente grande. En primer lugar, porque en el país existe un grupo de instituciones financieras básicamente privadas, cuya magnitud comentamos en el capítulo anterior. Segundo,porque el gobierno general ha estado en capacidad de generar un volumen considerable de ahorro, parte del cual ha canalizado hacia el resto de la economía a través de las instituciones financieras públicas; otra parte la ha destinado directamente a las empresas del Estado no financieras, para financiar los planes de inversión que les han sido encomendados. Tercero, debido a que existen también unidades económicas privadas no financieras, que están en capacidad de conceder

préstamos a otras unidades. Por último, aunque no por ello menos importante, la condición de exportadora de petróleo le concedió a la nación la posibilidad de obtener cuantioso financiamiento del resto del mundo.

En la primera parte de este capítulo se estudiará la magnitud y características del financiamiento externo en Venezuela a lo largo del período 1970-1982. En la segunda parte se expone la evolución observada en las tasas de interés reales durante ese mismo período, centrando la exposición en las tasas de interés correspondientes a los instrumentos indirectos emitidos por las instituciones financieras privadas.

III.1 Financiamiento Externo en Venezuela

El financiamiento externo puede adoptar dos modalidades: financiamiento externo indirecto y financiamiento externo directo. El financiamiento externo indirecto es el que se efectúa a través de los intermediarios financieros, que "emiten" valores indirectos para atraer los recursos de las unidades superavitarias y destinarlas a la adquisición de los valores primarios emitidos por las unidades deficitarias. El financiamiento directo se produce cuando las unidades superativatrias adquieren directamente los valores primarios emitidos por las unidades deficitarias.

En Venezuela las fuentes de financiamiento externo indirecto son las instituciones financieras privadas y las instituciones financieras públicas. El financiamiento externo directo proviene de

las propias unidades económicas del sector privado, del gobierno general y del resto del mundo. Seguidamente se analizará la magnitud y composición de los valores indirectos emitidos por las instituciones financieras del país, con objeto de precisar su capacidad para otorgar financiamiento indirecto. Aunque parte de esta capacidad ha sido ya examinada en el capítulo anterior, no se ha hecho referencia a la parte correspondiente a las financieras públicas. Porteriormente se estudiarán las magnitudes globales del financiamiento externo en Venezuela, tanto indirecto como directo.

El instrumento analítico básico a ser utilizado es la tabla de flujo de fondos publicada por el Banco Central de Venezuela a partir de 1973. Esta tabla es un resumen de las transacciones financieras que tienen lugar entre los sectores institucionales del país, durante un período dado. Los sectores institucionales pueden agruparse en cinco grupos básicos: 1) Instituciones Financieras Privadas; 2) Instituciones Financieras Públicas; 3) Sector Privado no Financiero; 4) Sector Público no Financiero y 5) Resto del Mundo. De los instrumentos financieros considerados por el BCV en la elaboración de la tabla se omitirán algunos que por su naturaleza o escasa cuantía no son relevantes para el análisis [1]/

III.1.1 Capacidad de Financiamiento de los Intermediarios Financieros

En el capítulo anterior se consideraron las posibilidades de obtener financiamiento indirecto en base a un grupo de instituciones financieras de carácter esencialmente privado. Ahora consideramos otra fuente de este tipo de financiamiento: las instituciones financieras públicas.

La capacidad de los intermediarios financieros de conceder préstamos depende del volumen de recursos que puedan obtener a través de los valores indirectos que "emiten". Esta capacidad se mide en el cuadro 3.1 a través de los saldos acumulados de estos valores, que se han calculado sumando sus flujos anuales, tomados de las tablas de flujo de fondos del BCV, a lo largo del período 1973-1982. Se han indicado también la participación de cada instrumento en el total de recursos de cada tipo de institución.

En el cuadro puede observarse claramente la capacidad de financiamiento indirecto de la economía queda duplicada al incorporar las financieras públicas. También se distingue la naturaleza radicalmente distinta de los valores indirectos emitidos por las financieras privadas y las financieras públicas. Las financieras privadas obtienen el 82% de los recursos que dedican a la concesión de préstamos a través de los instrumentos financieros considerados en el capítulo anterior; el capital y otros

CUADRO 3.1
VALORES INDIRECTOS EMITIDOS POR LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS PUBLICOS Y PRIVADOS SALDO ACUMULADO
(1973-1982)

Instrumento	Total	Instituciones Financieras Privadas Mill.Bs.	%	Instituciones Financieras Públicas Mill Bs.	%
Total Valores Indirectos	358.401	174.814	(48,8)	183.587	(51,2)
Efectivo y Depósitos a la vista	73.583	37.116	(21,2)	36.467	(19,9)
Depósitos de Ahorro	22.954	21.354	(12,2)	1.600	(0,9)
Depósitos a Plazo	47.788	33.073	(18,9)	14.715	(8,0)
Certificados de Ahorro	26.623	26.623	(15,2)	-	-
Valores de Renta Fija	25.480	25.087	(14,4)	393	(0,2)
Participaciones de Capital	84.768	-	-	84.768	(46,2)
Valores Renta Variable	31.060	9.770	(5,6)	21.290	(11,6)
Préstamos a Corto Plazo	23.483	8.488	(4,9)	14.995	(8,2)
Préstamos a Largo Plazo no Hipotecarios	13.344	3.985	(2,3)	9.359	(5,1)
Préstamos Hipotecarios	9.318	9.318	(5,3)	-	-

FUENTE: Elaborado en base a tablas de Flujo de Fondos, B.C.V. (1973-1982)

pasivos sólo representan el 18% de estos recursos. Por el contrario, la mayor parte de los fondos (71%) de que disponen las financieras públicas provienen de aportes de capital del gobierno general (58%), bajo la forma de suscripción de valores de renta variable y de participaciones de capital, o de pasivos diferentes a los estudiados en el capítulo segundo (13,3%).

III.1.2 Financiamiento Externo Indirecto y Financiamiento Externo Directo

El financiamiento indirecto, cuya capacidad se ha expuesto en la sub-sección precedente, constituye una de las modalidades de financiamiento externo. Existe, también, el financiamiento directo entre las unidades económicas no financieras. La importancia y magnitud de cada una de estas formas de financiamiento externo es descrita en esta sub-sección.

El Cuadro 3.2, presenta el volumen total de financiamiento externo en la economía venezolana. Se han diferenciado las partes correspondientes al financiamiento indirecto y directo, representadas por el valor de los instrumentos primarios en poder de las instituciones financieras privadas y públicas y de los sectores no financieros respectivamente, señalando la participación porcentual de cada uno de estos. Entre los sectores no financieros se distinguen el "Sector no Financiero" que agrupa a los sectores privados y públicos no financieros y el "Res

CUADRO 3.2

FINANCIAMIENTO EXTERNO INDIRECTO Y DIRECTO EN VENEZUELA

SALDOS ACUMULADOS (1973-1982)

Instrumento	Total	Instituciones Financieras Privadas		Instituciones Financieras Públicas		Sector No Financiero		Resto del Mundo	
		Mill.Bs.	%	Mill.Bs.	%	Mill.Bs.	%	Mill.Bs.	%
Total Valores Primarios	539.918	148.122	27,4	117.058	21,7	210.864	39,1	63.874	11,8
Valores de Renta Fija	40.497	4.772	11,8	8.520	21,0	8.253	20,4	18.952	46,8
Valores de Renta Variable	157.115	5.294	3,4	60.852	38,7	90.749	57,7	220	0,1
Préstamos a Corto Plazo	97.511	63.339	65,0	17.711	18,2	8.016	8,2	8.445	8,7
Préstamos a Largo Plazo No Hipotecarios	72.479	6.244	8,6	25.429	35,1	4.549	6,3	36.257	50,00
Préstamos Hipotecarios	119.473	68.473	57,3	4.546	3,8	46.454	38,9	-	-
Participaciones de Capital	52.843	-	-	-	-	52.843	100,0	-	-

FUENTE: ELABORADO EN BASE A TABLAS DE FLUJO DE FONDOS, B.C.V. (1973-1982)

to del Mundo". Las cifras del cuadro se calcularon de manera análoga a los del cuadro 3.1, acumulando los flujos correspondientes a cada instrumento primario, a lo largo del período 1973-1983.

Nuevamente, puede observarse cómo la capacidad de crédito de la economía se duplica al considerar el financiamiento externo directo, tanto el proporcionado por unidades económicas a nivel doméstico como por el resto del mundo. En otras palabras, *los intermediarios financieros proporcionan el 50% del* crédito externo total de la economía, mientras que el sector no financiero suministró el 50% restante.

La intermediación financiera alcanza gran relevancia en materia de préstamos a corto plazo (83.1% del total), préstamos a largo plazo no hipotecarios (43.7%) y préstamos hipotecarios (61.1%). En cambio, la adquisición directa de valores primarios se centró principalmente en la adquisición de valores de renta fija (67.2%), valores de renta variable (57.9%) y participaciones de capital (100%).

El cuadro también refleja la existencia de un volumen de financiamiento hipotecario no institucional considerablemente grande (38.9%) y la escasa participación de las financieras privadas en la concesión de préstamos a largo plazo sin garantía hipotecaria. Estos préstamos han sido provistos principal-

mente por el resto del mundo y las financieras públicas.

No puede decirse que todas las transacciones financieras que se reflejan en el cuadro 3.2 son verdaderamente transacciones de "mercado" en el propio sentido de la palabra. En primer lugar, el 52% del financiamiento externo que las financieras públicas concedieron a otros sectores está constituido por la suscripción de valores de renta variable. Estos, son títulos emitidos por empresas no financieras del Estado, de capital totalmente cerrado al resto del público. Representan una forma indirecta que el Estado venezolano ha escogido para dotar de recursos a ciertas empresas básicas.

Una situación similar se observa a nivel del sector no financiero. El 68% de los valores primarios en poder de este sector está formado por valores de renta variable y participaciones de capital. Corresponde a la suscripción de acciones por parte del sector privado en empresas cuyo capital es mayoritariamente cerrado [3] y a aportes de capital del gobierno general a las empresas del Estado no financieras.

La consecuencia más significativa que se extrae de esta exposición es que las tasas de interés que van a ser examinadas en la próxima sección, que son utilizadas en el capítulo V pa-

ra el contraste de la hipótesis están vinculadas con una parte del financiamiento externo no superior al 30% de éste, que es la correspondiente a los valores primarios adquiridos por las instituciones financieras privadas. Estas representan, de acuerdo al cuadro 3.2, la parte más importante de los mercados financieros "organizados", en Venezuela.

III.2 Tasas de Interés en Venezuela

Esta segunda parte del capítulo tercero, está dedicada al estudio de la evolución de las tasas de interés reales en Venezuela, a lo largo del período 1970-1982. De acuerdo a la exposición teórica del capítulo I, la tasa de interés real que se espera percibir por la tenencia de saldos monetarios influye sobre las tasas de ahorro e inversión de la economía y también, sobre la eficiencia en la asignación de este ahorro. Aquí vamos a considerar, además de las tasas de interés reales devengadas por los diferentes componentes del dinero definido en forma amplia (depósitos a la vista, de ahorro y a plazo), las correspondientes a los demás instrumentos indirectos que son utilizados regularmente por las instituciones financieras privadas para captar los fondos excedentes de las unidades superavitarias.

Recordando lo señalado en el capítulo II, estos instrumentos son las Cédula Hipotecarias, los Bonos Financieros, los Bonos Quirografarios y los Certificados de Ahorro.

La tasa esperada de interés real de un instrumento financiero se define como la diferencia entre la tasa de interés nominal, o sea, la observada en el mercado (d) y la tasa de inflación esperada(P*) Comúnmente, la tasa de interés nominal se establece en términos porcentuales, indicando los bolívares que la institución financiera se compromete a pagar por el uso de cada 100 bolívares prestados, por otra unidad económica, durante cierto período, que usualmente es un año La tasa de inflación esperada es la variación en el nivel de precios que las unidades estiman se va a producir a lo largo de ese período.

La determinación de la tasa esperada de interés real de un instrumento, requiere, pues, conocer su tasa de interés nominal (d) y dilucidar algún criterio que explique la formación de las expectativas inflacionarias de las unidades económicas (P*). En la siguiente subsección se considerarán las tasas de interés nominales para los instrumentos arriba citados, para luego estudiar la tasa esperada de inflación.

III.2.1 Tasas Nominales de Interés

La tasa nominal de interés de los diferentes instrumentos es determinada -en ausencia de restricciones- en los mercados financieros, mediante la interacción entre la oferta y la demanda de fondos prestables. En esta determinación participan los mercados real y monetario 4/, pues la oferta de fondos prestables se com-

pone básicamente del ahorro privado y público y de la expansión en la oferta monetaria, y la demanda de fondos prestables proviene de las necesidades de financiamiento de los gastos de consumo e inversión. En un mercado intervenido, la tasa de interés nominal de un instrumento queda determinada por decisión administrativa de las autoridades monetarias y financieras.

Hasta 1981, las tasas de interés nominales que los intermediarios financieros debían pagar sobre los diferentes instrumentos indirectos eran fijadas por el Directorio del Banco Central de Venezuela, que estaba facultado para ello por un decreto presidencial del 11 de Junio de 1969 5/. Esta facultad quedó ratificada por la Ley del Banco Central de Venezuela de 1974, en sus artículos 31 y 46 6/.

Entre 1970 y 1978 las tasas de interés nominales de los diferentes instrumentos financieros permanecieron prácticamente invariables. Es a partir de 1979 cuando este instituto ejecuta una política de revisión constante de las tasas de interés.

En 1981, se abandona la práctica del BCV de fijar las tasas de interés y se deja que las instituciones financieras sean las que determinen éstas de forma libre. Esta disposición emana de una resolución del BCV del 25 de Agosto de 1981. 7/

Tanto la política de revisión continuada, como la de libre fija

ción de las tasas de interés perseguían más contrarrestar movimientos internacionales de capitales adversos a la nación, que el estímulo al ahorro interno.

Aunque el período de referencia de este estudio se extiende entre 1970 y 1982, es conveniente señalar que el de 1984, se volvió a un esquema de tasas de interés reguladas por el Banco Central de Venezuela 8/.

Las tasas de interés nominales para los principales instrumentos emitidos por las instituciones financieras privadas se muestran en el cuadro 3.3. Las cifras allí expuestas permiten apreciar la estabilidad prácticamente absoluta que se observó en las tasas de interés nominales hasta 1978. A partir de 1979 se percibe un proceso de elevación de las tasas nominales de la mayoría de los instrumentos financieros tradicionales y de los nuevos instrumentos introducidos por los intermediarios financieros. La falta de uniformidad de este proceso fue causa de que las tasas de los depósitos a la vista, aportaciones de ahorro, cédulas hipotecarias tradicionales y bonos financieros, que en el mejor de los casos sólo experimentaron leves aumentos, se colocaran en franca desventaja en comparación con las más elevadas tasas de los depósitos a plazo y de los nuevos instrumentos.

Con objeto de apreciar mejor la variabilidad observada en las tasas de interés a partir del año de 1979 se ha elaborado el

CUADRO 3.3

TASAS DE INTERES PASIVAS NOMINALES 9/

(1970 - 1982)

(%)

Años	Depósitos a la vista	Depósitos de Ahorro: Cuentas de Ahorro	Depósitos de Ahorro: Aportaciones de Ahorro	Depositos a Plazo	Cedulas Hipotecarias: Tradicionales	Cedulas Hipotecarias: Redimiento Fijo	Cedulas Hipotecarias: Rendimiento Variable	Bonos Financieros	Bonos Quirografarios	Certificados de Ahorro
1970	0,0	4,0	7,0	7,0 10/	8,0	-	-	-	-	-
1971	0,0	4,0	7,0	7,0 10/	8,0	-	-	-	-	-
1972	0,0	4,0	7,0	7,0 10/	8,0	-	-	-	-	-
1973	0,0	4,0	7,0	8,0	8,0	-	-	8,0	-	-
1973	0,0	4,0	7,0	8,0	8,0	-	-	8,0	-	-
1975	0,0	4,0	7,0	8,0	8,0	-	-	8,0	-	-
1976	0,0	4,0	7,0	8,0	8,0	-	-	8,0	-	-
1977	0,0	4,0	7,0	8,0	8,0	-	-	8,5	-	8,0
1978	0,0	4,0	7,0	8,0	8,5	-	-	8,5	9,5	8,0
1979	0,0	6,5	7,0	12,5	8,5	11,5	-	8,5	11,08	9,5
1980 11/	0,0	7,0	7,5	14,08	8,5	11,5	11,75	8,5	13,38	11,55
1981	0,0	8,0	8,3	14,72	8,5	11,5	12,9	8,5	13,89	13,5
1982	0,0	8,0	8,5	14,55	8,5	11,5	12,5	8,5	16,06	14,84

FUENTE: 1970-1972: Ministerio de Hacienda. Dirección de Investigaciones Económicas.

1973-1978: BCV; Departamento de Estudios Monetarios y Financieros.

cuadro 3.4, en el que se presentan mes a mes, las tasas de interés nominales de algunos instrumentos financieros. Las cifras corresponden a 1980-82, pues desafortunamente no se dispone de los datos de 1979. El gráfico 3.1 exhibe la estrecha correlación existente en 1980 y 1981 entre las tasas internas y algunas tasas externas seleccionadas.

II.2.2 Tasa Esperada de Inflación y Tasas de Interés Real

El otro componente de la tasa de interés real es la tasa de inflación esperada. Esta variable no es observable, pues representa la apreciación subjetiva que las unidades económicas poseen con respecto al curso futuro del nivel de precios. Su estimación exige la especificación de un modelo que explique como se forma esta apreciación. Aunque no existe un modelo único, casi todos los modelos de formación de expectativas inflacionarias parten de la premisa de que la tasa de inflación esperada en el perído corriente, guarda estrecha relación con las tasas de inflación observadas en los períodos precedentes.

En temporadas en los que la tasa de inflación observada ha permanecido relativamente estable, la tarea de inferir la tasa esperada en el período corriente puede simplificarse, recurriendo à la suposición de que ésta es igual a la tasa observada en el período anterior ($P_t^* = P_{t-1}$)

En el cuadro 3.5 se han calculado las tasas anuales de infla-

CUADRO 3.4

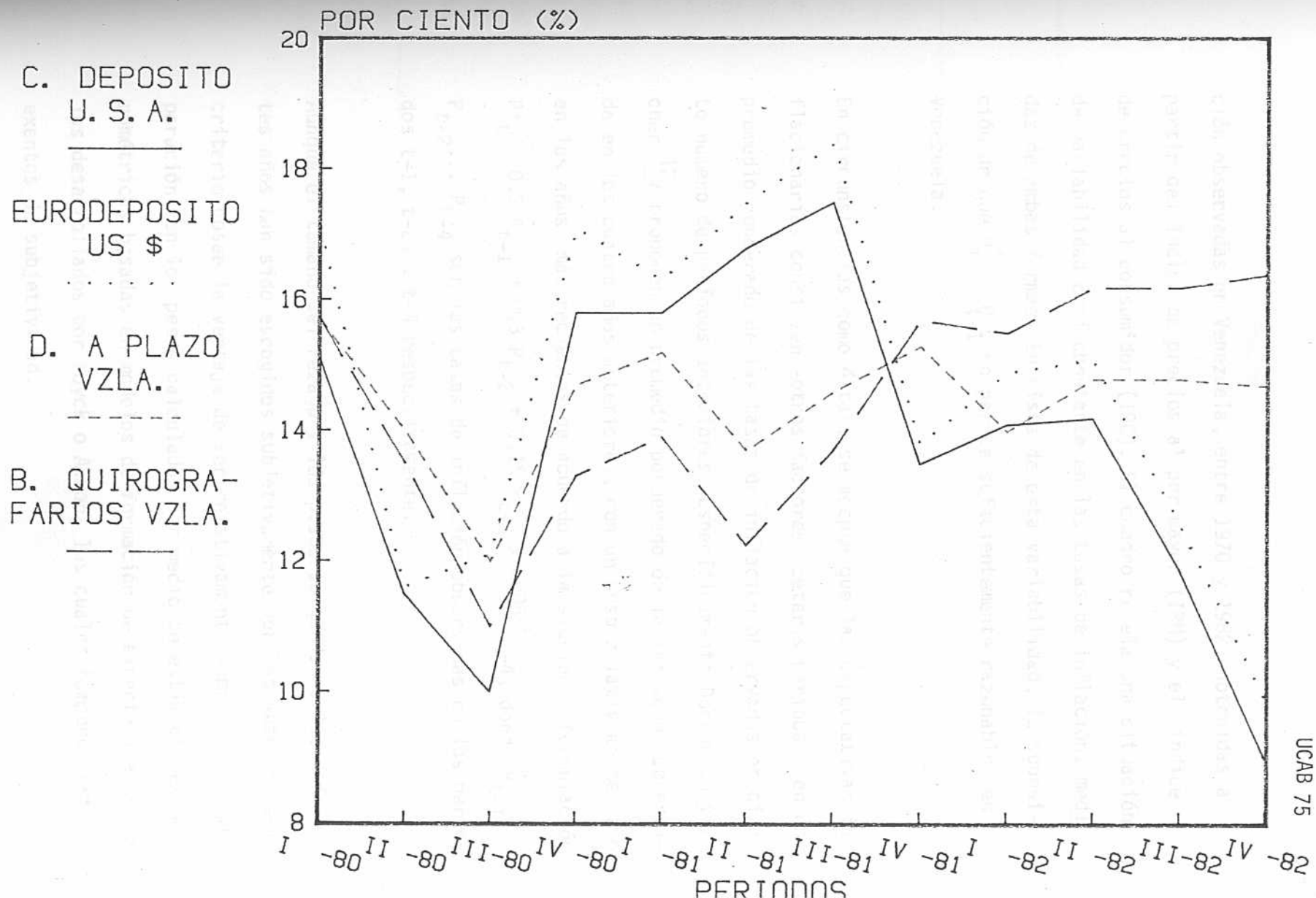
TASAS DE INTERES NOMINALES DE ALGUNOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS SELECCIONADOS. DATOS MENSUALES (1980-1982) 11/

	ENE	FEB	MAR	ABL	MAY	JUN	JUL	AGO	SET	OCT	NOV	DIC
1980												
Depósitos de Ahorro	6,5	6,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	8,0	8,0
Depósitos a Plazo	15,0	15,0	17,0	17,0	13,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	16,0	16,0
Bonos Quirografarios	15,0	15,0	17,0	17,0	12,5	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	14,5	14,5
Certificados de Ahorro	9,5	9,5	10,17	11,5	11,5	11,10	11,10	11,10	11,10	11,10	14,5	14,5
1981												
Depósitos de Ahorro	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Depósitos a Plazo	15,56	15,65	14,45	13,63	13,62	13,80	13,78	13,92	16,21	16,18	15,17	14,53
Bonos Quirografarios	14,5	14,5	12,75	12,25	12,25	12,25	12,25	12,25	16,73	16,75	14,91	15,36
Certificados de Ahorro	14,5	14,5	12,83	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	14,29	14,95	14,58	13,85
1982												
Depósitos de Ahorro	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Depósitos a Plazo	13,93	13,55	14,5	14,25	14,35	15,73	15,18	14,55	14,54	14,94	14,27	14,85
Bonos Quirografarios	15,4	15,59	15,46	15,77	16,34	16,62	16,56	16,21	15,77	15,89	16,28	16,87
Certificados de Ahorro	13,93	13,78	14,01	14,47	15,13	15,2	15,08	15,44	14,85	15,14	15,48	15,62

FUENTES: 1980: BCV, Anuario Series Estadísticas 1981
1981-82: BCV, Anuario Series Estadísticas 1982

GRAFICO 3.1

TASAS DE INTERES EN VZLA. Y OTROS PAISES (1980-1982)



ción observadas en Venezuela, entre 1970 y 1982, obtenidas a partir del índice de precios al por mayor (IPM) y el índice de precios al consumidor (IPC). El cuadro revela una situación de variabilidad casi constante en las tasas de inflación, medidas de ambas formas. En vista de esta variabilidad, la suposición de que $P^*_t = P_{t-1}$ no parece suficientemente razonable en Venezuela.

En circunstancias como éstas, se acepta que las expectativas inflacionarias consisten -otros factores "ceteris paribus"- en un promedio ponderado de las tasas de inflación observadas en cierto número de períodos anteriores. Específicamente, Dornbusch y Fischer [12] proponen un promedio ponderado de la inflación observada en los cuatro años anteriores, con un peso relativamente mayor en los años más recientes de acuerdo a la siguiente formulación: $P^*_t = 0{,}5\ \dot{P}_{t-1} + 0{,}3\ \dot{P}_{t-2} + 0{,}15\ \dot{P}_{t-3} + 0{,}05\ \dot{P}_{t-4}$, donde $\dot{P}_{t-1}$, $\dot{P}_{t-2} \ldots \dot{P}_{t-4}$ son las tasas de inflación observadas en los períodos t-1, t-2... t-4 respectivamente.

Aunque el tamaño del rezago y los pesos asignados a los diferentes años han sido escogidos subjetivamente por los autores, este criterio posee la ventaja de ser relativamente simple, en comparación con los pesos calculados por medio de estimaciones econométricas basadas en modelos de formación de expectativas, como los desarrollados por Koyck o Almon, los cuales tampoco están exentos de subjetividad.

CUADRO 3.5

TASAS DE INFLACION OBSERVADAS EN VENEZUELA

(1970 - 1982)

	Indice de Precios por Mayor 1968 = 100		Indice de Precios al Consumidor 1968 = 100	
	Indice	Δ %	Indice	Δ%
1969	101,6	-	102,4	-
1970	103,1	1,5	105,0	2,5
1971	106,8	3,6	108,4	3,2
1972	110,5	3,5	111,5	2,9
1973	117,8	6,6	116,1	4,1
1974	137,5	16,7	125,7	8,3
1975	156,3	13,7	138,5	10,2
1976	167,5	7,2	149,1	7,7
1977	184,9	10,4	160,7	7,8
1978	198,5	7,4	172,2	7,2
1979	216,8	9,2	193,4	12,3
1980	260,3	20,1	235,1	21,6
1981	296,3	13,8	273,0	16,1
1982	320,2	8,1	299,2	9,6

FUENTE: 1969 BCV ; La Economía Venezolana en los últimos 35 años.
1970-1978 BCV; Informe Económico 1979
1979-1982 BCV; Anuario Series Estadísticas 1982.

En el cuadro 3.6 se han calculado las tasas esperadas de inflación para Venezuela de acuerdo a este método, en base a los índices de precios al por mayor y al consumidor. Ambas variables experimentan una tendencia creciente con excepción del período 1977-1979, en el que registran un descenso temporal. La evolución de las tasas de inflación así calculadas poseen una característica común con las tasas de inflación observadas (veáse cuadro 3.5). Entre 1970 y 1978-79, la inflación medida como la variación del índice de precios al consumidor fue, en general, inferior a la medida por la variación en el índice de precios al consumidor. A partir de 1978-79 se revierte este fenómeno. En los gráficos 3.2 y 3.3. se representan las tasas de inflación observadas y esperadas, medidas por uno y otro índice de precios.

A partir de los datos del cuadro 3.3 y 3.6 se han calculado en los cuadros 3.7 y 3.8 las tasas de interés reales de los diferentes instrumentos emitidos por las Instituciones Financieras. En ambos cuadros puede observarse como hasta 1974/75 prevalecieron tasas de interés reales positivas en casi todos los instrumentos financieros existentes en aquella época, con excepción de los depósitos a la vista, cuyo rendimiento real fue inferior a cero durante todo el intervalo 1970-1982.

A partir de esa fecha, las tasas de interés reales han permanecido, en su gran mayoría, en niveles negativos, o en niveles po_

CUADRO 3.6

TASAS ESPERADAS DE INFLACION EN VENEZUELA a/

(1970-1982)

Año	Tasa de Inflación Esperada (Δ% I.P.M)	Tasa de Inflación Esperada (Δ% I.P.C)
1970	1,6	1,7
1971	1,5	2,2
1972	2,6	2,8
1973	3,1	2,9
1974	5,0	3,5
1975	11,0	6,0
1976	13,0	8,4
1977	10,5	8,4
1978	10,2	8,2
1979	8,6	7,6
1980	8,7	9,9
1981	14,4	16,0
1982	14,7	16,7

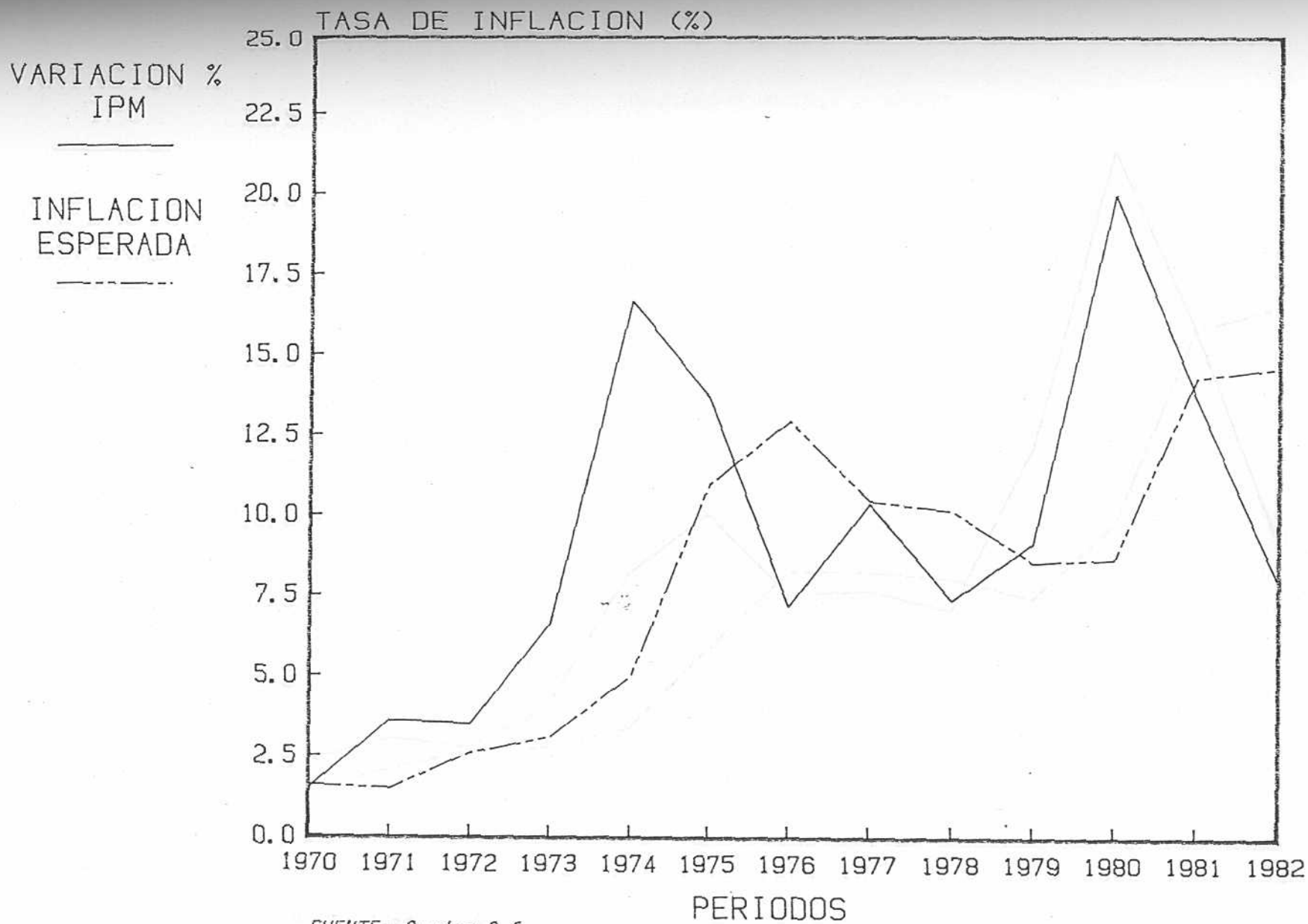
FUENTE: Cuadro 3.5

a/ $P^*_t = 0{,}5\ \dot{P}_{t-1} + 0{,}30\ \dot{P}_{t-2} + 0{,}15\ \dot{P}_{t-3} + 0{,}05\ \dot{P}_{t-4}$

donde: P^*_t = Tasa de inflación esperada en el período t

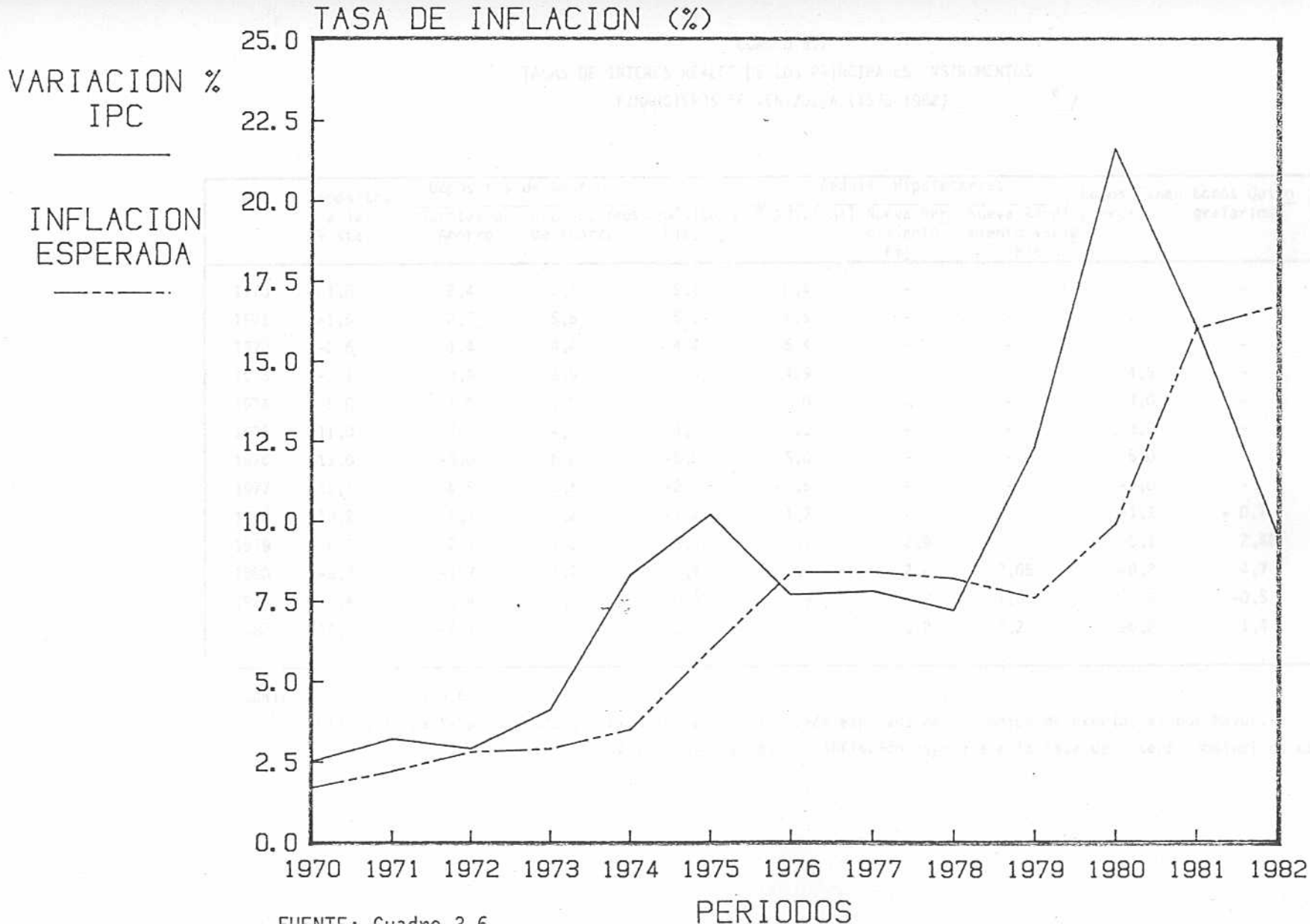
$\dot{P}_{t-1}, \dot{P}_{t-2} \ldots \dot{P}_{t-4}$ = Tasas de inflación observadas en períodos t-1, t-2...t-4

INFLACION ESPERADA Y OBSERVADA
(1970-1982)



FUENTE: Cuadro 3.6

INFLACION ESPERADA Y OBSERVADA
(1970-1982)



FUENTE: Cuadro 3.6

CUADRO 3.7

TASAS DE INTERES REALES DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE VENEZUELA (1970-1982) a/

Año	Depósitos a la Vista	Depósitos de Ahorro			Cédula Hipotecarias			Bonos Financieros	Bonos Quirografarios	Certificados de Ahorro
		Cuentas de Ahorro	Aportaciones de Ahorro	Depósitos a Plazo	Tradicional	Nueva Rendimiento Fijo	Nueva Rendimiento Variable			
1970	-1,6	2,4	5,4	5,4	6,4	-	-	-	-	-
1971	-1,5	2,5	5,5	5,5	6,5	-	-	-	-	-
1972	-2,6	1,4	4,4	4,4	5,4	-	-	-	-	-
1973	-3,1	0,9	3,9	4,9	4,9	-	-	4,9	-	-
1974	-5,0	-1,0	2,0	3,0	3,0	-	-	3,0	-	-
1975	-11,0	-7,0	-4,0	-3,0	-3,0	-	-	-3,0	-	-
1976	-13,0	-9,0	-6,0	-5,0	-5,0	-	-	-5,0	-	-
1977	-10,5	-6,5	-3,5	-2,5	-2,5	-	-	-2,0	-	-2,5
1978	-10,2	-6,2	-3,2	-2,2	-1,7	-	-	-1,7	- 0,7	-2,2
1979	-8,6	-2,1	-1,6	3,9	-0,1	2,9	-	-0,1	2,48	0,9
1980	-8,7	-1,7	-1,2	5,4	-0,2	2,8	3,05	-0,2	4,7	2,9
1981	-14,4	-6.4	-6,1	0,3	-5,9	-2,9	-1,5	-5,9	-0,5	-0,9
1982	-14,7	-6,7	-6,2	-0,2	-6,2	-3,2	-2,2	-6,2	1,4	0,1

FUENTE: Cuadros 3.3 y 3.6

NOTAS a / La Tasa esperada de inflación es la variación esperada en el Indice de Precios al por Mayor.
La tasa real se calculó restando la tasa de inflación esperada a la tasa de interés nominal de cada instrumento

UCAB 82

CUADRO 3.8

TASAS DE INTERES REAL DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS b/

FINANCIEROS DE VENEZUELA (1970-1982)

Año	Depósitos a la Vista	Depósitos de Ahorro		Depósitos a Plazo	Cédulas Hipotecarias			Bonos Financieros	Bonos Quirografarios	Certificados de Ahorro
		Cuentas de Ahorro	Aportaciones de Ahorro		Tradicional	Nueva Rendimiento Fijo	Nueva Rendimiento Variable			
1970	-1,7	2,3	5,3	5,3	6,3	-	-	-	-	-
1971	-2,2	1,8	4,8	4,8	5,8	-	-	-	-	-
1972	-2,8	1,2	4,2	4,2	5,2	-	-	-	-	-
1973	-2,9	1,1	4,1	5,1	5,1	-	-	5,1	-	-
1974	-3,5	0,5	3,5	4,5	4,5	-	-	4,5	-	-
1975	-6,0	-2,0	1,0	2,0	2,0	-	-	2,0	-	-
1976	-8,4	-4,4	-1,4	-0,4	-0,4	-	-	-0,4	-	-
1977	-8,4	-4,4	-1,4	-0,4	-0,4	-	-	0,1	-	-0,4
1978	-8,2	-4,2	-1,2	-0,2	0,3	-	-	0,3	1,3	-0,2
1979	-7,6	-1,4	-0,6	4,9	0,9	3,9	-	0,9	3,5	1,9
1980	-9,9	-2,9	-2,4	4,2	-1,4	1,6	1,85	-1,4	3,5	1,7
1981	-16,0	-8,0	-7,7	-1,3	-7,5	-4,5	-3,1	-7,5	-2,1	-2,5
1982	-16,7	-8,7	-8,2	-2,2	-8,2	-5,2	-4,2	-8,2	-0,6	-1,9

FUENTE: Cuadros 3.3 y 3.6

NOTAS b/ La tasa esperada de inflación es la variación esperada en el Indice de Precios al Consumidor

La tasa real se calculó restando la tasa de inflación esperada a la tasa de interés nominal de cada instrumento.

sitivos comparativamente reducidos, caracterizándose también por una variabilidad constante. La elevación de las tasas de interés nominales, que se produjo a partir de 1979, no fue suficiente para contrarrestar las crecientes expectativas inflacionarias que se fueron acumulando desde ese año. El régimen de libre fijación de las tasas nominales de interés, establecido el 25 de Agosto de 1981, no parece haber sido capaz de promover un mayor rendimiento real de los diferentes instrumentos disponibles.

Con objeto de comparar el nivel de las tasas de interés real de Venezuela con las vigentes en otros países del mundo, se ha elaborado el cuadro 3.9. Las cifras allí calculadas no son las más idóneas, pues se han calculado partiendo de las siguientes simplificaciones:

1) La tasa de interés que se toma es la tasa a la que la autoridad monetaria presta o descuenta efectos negociables a las instituciones financieras (tasa de redescuento), que es publicada en las Estadísticas Financieras Internacionales.

2) La tasa de inflación esperada en el período corriente es igual a la tasa de inflación observada en ese período. Como medida de la inflación se ha tomado el índice de precios al por mayor.

CUADRO 3.9

TASAS DE INTERES REAL EN VENEZUELA Y OTROS PAISES SELECCIONADOS a/

Año	Venezuela	Países en Desarrollo			Países Industriales		
		Brasil	Corea	México	Francia 13/	Alemania 13/	Japón
1970	3,5	-2,4	9,7	-1,3	-0,2	1,1	2,1
1971	1,4	-0,3	7,4	0,7	4,0	0,3	5,7
1972	1,5	1,2	-2,7	1,8	3,4	1,8	3,3
1973	-1,[illegible]	1,3	4,7	-11,3	- 4,0	0,0	-7,0
1974	-11,7	-11,1	-31,1	-18,0	-15,8	-7,1	-21,9
1975	-6,7	-9,3	-12,6	-6,0	13,3	-1,6	3,4
1976	-0,2	-15,4	1,9	-11,3	3,2	0,1	1,7
1977	-3,4	-12,4	5,0	-24,6	4,3	0,3	2,6
1978	0,1	-4,6	3,3	-12,8	5,0	1,7	5,8
1979	1,8	-20,9	-3,8	-	-3,8	0,9	-1,3
1980	-7,1	-68,4	-22,9	-	0,70	0,2	-10,0
1981	0,2	-59,2	-9,4	-	-1,3	0,1	3,7
1982	4,9	-	0,4	-	-1,6	-0,6	3,7

FUENTE: Tasas de Inflación de Venezuela: Cuadro 3.5

Tasas de Descuento de Venezuela y datos de los demas países:

1970 -76 FMI; Estadísticas Financieras Internacionales.Anuario 1982.

1977 -82 FMI; Estadísticas Financieras Internacionales. Septiembre 1984

a/ Tasa de descuento en el período t menos tasa de variación del indice de precios al por mayor en el período t

Puede observarse que la tasa de interés real en Venezuela, calculada de esta manera, ha observado recientemente, niveles más bien bajos y, durante buena parte del período, inferiores a cero. Aunque estos niveles de tasa de interés real no son tan reducidos como los que se han registrado en Brasil, México e inclusive Corea (en algunos años), su evolución contrasta con la observada en los países industriales seleccionados, en los que han predominado tasas reales positivas.

Resumen y Conclusiones

Las principales apreciaciones de este capítulo pueden resumirse de la siguiente manera. En Venezuela, además de las instituciones financieras privadas, existen otras importantes fuentes de financiamiento externo, que son las financieras públicas, el gobierno general, las unidades económicas no financieras privadas y el resto del mundo. Estas fuentes comprenden el 70% del financiamiento externo, aproximadamente.

Sin embargo, parece que las operaciones de financiamiento realizadas a través de las instituciones financieras privadas constituyen la parte más importante de los mercados financieros organizados del país.

Las tasas de interés nominales que han regido las operaciones pasivas de estos intermediarios estaban reguladas por el BCV, durante la mayor parte del período considerado. Estas tasas

nominales resultaron en tasas esperadas de interés real negativas a partir de 1974-1975, especialmente para algunos instrumentos. Comparativamente, si bien estas tasas de interés real no han sido tan reducidas como las de otros países en desarrollo, son inferiores a las observadas en algunos países industriales.

NOTAS AL CAPITULO III

1/ En el apéndice A se brinda una exposición más detallada de los sectores institucionales y de los instrumentos financieros utilizados por el BCV en la elaboración de la tabala de Flujo de Fondos.

2/ Este saldo difiere del presentado en el capítulo segundo, pues se han considerado otros instrumentos como el capital y otros pasivos y debido a la forma de cálculo.

3/ En 1982, el valor de las acciones pertenecientes a empresas privadas incritas en la Bolsa de Valores de Caracas fue de Bs. 9226 millones (BCV, Informe Económico, 1982, p. 116).

4/ LAGO, Manuel: "Nivel y Estructura de las Tasas de Interés". p. 1 Mimeo. U.C.A.B. Sin fecha.

5/ Decreto N° 68, 11 de Junio de 1969. Gaceta Oficial N° 28.943: Art. 1: :"El Directorio del Banco Central de Venezuela queda facultado para fijar, además de los tipos máximos de interés para lo cual *está autorizado por la Ley, los tipos mínimos de interés o de descuento* que los Bancos Comerciales deberán cobrar y pagar por las distintas clases de operaciones activas y pasivas que realicen.

6/ Ley del Banco Central de Venezuela. Editorial PAZ PEREZ, Caracas.

7/ Resolución N° 81-08-01. Gaceta Oficial N° 32299, del 26 de Agosto de 1981. En esta resolución se fija, además, la tasa de redescuento en 14% y se establece un mínimo de 6% para los depósitos de ahorro. Se mantiene el régimen de no remuneración a los depósitos a la vista.

8/ Resolución N° 84-02-01, Gaceta Oficial N° 3.355 Extraordinaria. 24 de Febrero de 1984.

9/ Promedio de los 12 meses del año.

10/ Depósitos a 12 meses plazo.

11/ Las tasas de los depósitos a plazo, bonos quirografarios y certificados de ahorro son un promedio simple de las tasas pagadas por las diferentes instituciones que "emite" estos instrumentos.

12/ DURNBUSCH, R. y FISCHER, S. Op. Cit. p. 409.

13/ Los índices de precios tomados para el cálculo de la tasa de inflación corresponden a bienes industriales.

CAPITULO IV

LA TASA DE INVERSION Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO EN VENEZUELA (1970-1982)

El objetivo principal del presente capítulo es reseñar el crecimiento económico de nuestro país durante el período 1970-1982, que la teoría expuesta en el capítulo primero vincula de una manera directa con el crecimiento financiero.

El crecimiento económico se mide aquí mediante la tasa de variación del producto territorial bruto (P.T.B.) a lo largo del período mencionado. Uno de los factores que influyen en la magnitud de la tasa de crecimiento económico es la tasa de inversión, expresada básicamente como la relación I/Y, en la que I es la inversión bruta y Y es el P.T.B.

La exposición del presente capítulo adopta el siguiente orden. En la primera parte se comenta la evolución de la inversión y en la segunda parte se interpreta la tasa de crecimiento del P.T.B.

IV.1 La Inversión en Venezuela

IV.1.1 Crecimiento Nominal de la Inversión

La dotación de capital de una nación es el conjunto de activos reales de producción de otros bienes que ésta posee. Su conservación e incremento, a lo largo del tiempo, dependen de la mag

nitud de la inversión bruta fija llevada a cabo por las unidades de producción, la que a su vez se relaciona con la cantidad de ahorro que la economía genera internamente y con los préstamos netos obtenidos del resto del mundo.

La inversión bruta fija se define como aquella parte del producto que se destina a la ampliación y mantenimiento de la dotación o stock de capital fijo. Está formada por dos componentes, la inversión de reposición y la inversión neta. La inversión de reposición es la que se destina al mantenimiento del stock de capital y a la prevención de su obsolecencia. La inversión neta es la que se destina a ampliar el stock de capital existente.

En el cuadro 4.1 se muestran las cifras correspondientes a la inversión bruta fija y neta fija, en Venezuela, así como su tasa de variación. El cuadro refleja que tanto la inversión interna bruta como la inversión interna neta crecieron sostenidamente entre 1970 y 1978, experimentando una significativa expansión entre 1975-1977, período que coincide con el incremento de los ingresos petroleros de la nación y la puesta en ejecución de importantes proyectos de inversión pública. A partir de 1979 esta tendencia se interrumpió, como lo evidencia la contracción de la inversión en 1979-1980 y las bajas tasas de crecimiento de 1981-1982.

CUADRO 4.1

INVERSION BRUTA FIJA E INVERSION NETA FIJA

EN TERMINOS NOMINALES

(1970 - 1982)

Año	Inversión Bruta Fija		Inversión Neta Fija	
	Mill. Bs.	Δ%	Mill. Bs	Δ%
1970	11.537	-	6.713	-
1971	13.318	15,4	8.038	19,7
1972	15.842	19,0	10.407	29,5
1973	18.616	17,5	12.709	22,1
1974	20.984	12,7	14.468	13,8
1975	30.598	45,8	23.075	59,5
1976	42.770	39,8	34.253	48,4
1977	60.484	41,4	49.964	45,9
1978	71.837	18,8	59.532	19,1
1979	65.553	-8,7	50.641	-14,9
1980	64.145	-2,1	47.041	-7,1
1981	69.783	8,8	49.914	6,1
1982	70.163	0,5	48.497	-2,8

FUENTE: BCV; Anuario Cuentas Nacionales 1982.

En el cuadro 4.2 se han desglosado la inversión tanto bruta como neta, en sus componentes públicos y privados. La razón de esta distención es la de reflejar, con respecto a la inversión, un aspecto similar al señalado en el capítulo III, en relación al financiamiento externo de la economía, en el que la participación de las instituciones financieras privadas era sustancialmente inferior a la de otros sectores institucionales

En el cuadro se aprecia que la participación del sector privado en la inversión interna ha observado una tendencia decreciente durante el lapso 1970-1982. En 1982, la inversión privada representó el 31.8% de la inversión bruta total, mientras que 1970 fue el 76.7%. Frente a esta disminución en la participación del sector privado en la inversión total el Estado venezolano ha emergido,en los últimos años como el principal agente inversor de la economía.

IV.1.2 Financiamiento de la Inversión Bruta

El financiamiento de la Inversión Bruta proviene, en una economía abierta como la venezolana, del ahorro interno y de los préstamos netos del resto del mundo. Estos préstamos netos se miden por el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y representan la parte del ahorro del resto del mundo que es puesto a -disposición del país, en un período determinado.

CUADRO 4.2

COMPOSICION DE LA INVERSION BRUTA FIJA Y DE LA INVERSION NETA FIJA

(1970- 1982)

(Millones de Bs. y Porcentajes)

Año	INVERSION BRUTA					INVERSION NETA				
	Total	Pública		Privada		Total	Pública		Privada	
1970	11537	2686	(23,3)	8851	(76,7)	6713	2267	(33,8)	4446	(66,2)
1971	13318	3102	(23,3)	10216	(76,7)	8038	2684	(33,4)	5354	(66,6)
1972	15842	6001	(37,9)	9841	(62,1)	10407	5542	(53,3)	4865	(46,7)
1973	18616	6589	(35,4)	12027	(64,6)	12709	6073	(47,8)	6636	(52,2)
1974	20984	6808	(32,4)	14176	(67,6)	14468	6265	(43,3)	8203	(56,7)
1975	30598	10717	(35,0)	19881	(65,0)	23075	10087	(43,7)	12988	(56,3)
1976	42770	17597	(41,1)	25173	(58,9)	34253	15945	(46,6)	18308	(53,4)
1977	60484	23662	(39,1)	36822	(60,9)	49964	21464	(43,0)	28500	(57,0)
1978	71837	30462	(42,4)	41375	(57,6)	59532	28001	(47,0)	31351	(53,0)
1979	65553	27900	(42,6)	37653	(57,4)	50641	24626	(48,6)	26015	(51,4)
1980	64145	31162	(48,6)	32983	(51,4)	47041	27412	(58,3)	19629	(41,7)
1981	69783	41832	(59,9)	27951	(40,1)	49914	37215	(74,6)	12699	(25,4)
1982	70163	47869	(68,2)	22294	(31,8)	48497	42433	(87,5)	6064	(12,5)

FUENTE: BCV; Anuario Cuentas Nacionales, 1982.

En el cuadro 4.3 se presentan, para Venezuela, los componentes del financiamiento de la inversión bruta. No puede observarse una tendencia de carácter general con respecto a la evolución de estos componentes, pues se alternan años en los que Venezuela concedió préstamos netos del resto del mundo y años en los que Venezuela recibió sistemas netos del resto del mundo. Así entre los años 70 y 72, la inversión bruta fija fue prácticamente financiada con el ahorro interno. Entre 1973 y 1976 y 1979-1981, los préstamos netos de Venezuela al resto del mundo fueron una proposición relativamente significativa de la inversión bruta interna. Son años de considerables superavit en la cuenta corriente, debidos, más que todo, al desenvolvimiento favorable de las exportaciones petroleras. En cambio en 1977-1978 y 1982, los préstamos del resto del mundo al país contribuyeron significativamente a financiar la acumulación bruta interna.

El ahorro interno bruto se descompone a su vez, en ahorro público bruto y ahorro privado bruto. La razón de esta diferenciación es análoga a la señalada para el caso de la inversión. En el cuadro 4.4. se han calculado las cifras correspondientes a estas variables.

Los datos sólo cubren el lapso 1973-1982, pues no se hallan disponibles los de años anteriores.

La situación reflejada por el cuadro es similar a la observa-

CUADRO 4.3

FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION BRUTA

(1970-1982)

Año	Financiamiento Acumulación Bruta 1/	Ahorro Interno Bruto		Ptmos.Netos Resto Mundo	
	Millones Bs.	Millones Bs.	%	Millones Bs.	%
1970	15743	15285	97,1	458	2,9
1971	17102	17054	99,7	48	0,3
1972	19112	18678	97,7	434	2,3
1973	21454	25137	117,2	-3683	-17,2
1974	26906	51098	189,9	-24192	-89,9
1975	36444	45562	125,0	-9118	-25,0
1976	46505	47582	102,3	-1077	- 2,3
1977	64668	51062	79,0	13606	21,0
1978	72413	47867	66,1	24546	33,9
1979	65651	67149	102,3	-1498	-2,3
1980	62791	83027	132,2	-20236	-32,2
1981	65409	82529	126,2	-17120	-26,2
1982	75330	57144	75,9	18186	24,1

FUENTE: BCV; Anuario de Cuentas Nacionales, 1982.

CUADRO 4.4

AHORRO PUBLICO BRUTO Y AHORRO PRIVADO BRUTO

(1973-1982)

Año	Ahorro Interno Bruto	Ahorro Público Bruto		Ahorro Privado Bruto	
		Mill. Bs.	%	Mill.Bs.	%
1973	25.110	6.759	(26,9)	18.351	(73,1)
1974	50.903	32.190	(63,2)	18.713	(36,8)
1975	40.240	21.558	(53,6)	18.682	(46,4)
1976	47.203	24.950	(52,9)	22.253	(47,1)
1977	50.048	22.185	(44,3)	27.863	(55,7)
1978	48.346	22.628	(46,8)	25.718	(53,2)
1979	68.916	38.915	(56,5)	30.001	(43,5)
1980	83.027	48.108	(57,9)	34.919	(42,1)
1981	82.529	51.082	(61,9)	31.447	(38,1)
1982	57.144	32.675	(57,2)	24.469	(42,8)

FUENTE: Tablas de Flujos de Fondos.

1973: BCV; Informe Económico 1974

1974: BCV; Informe Económico 1975

1975: BCV; Informe Económico 1976

1976: BCV; Informe Económico 1977

1977: BCV; Informe Económico 1978

1978: BCV; Informe Económico 1979

1979: BCV; Informe Económico 1980

1980-82: BCV; Anuario Cuentas Nacionales, 1982.

da en la inversión. La participación del sector privado en la generación del ahorro interno bruto se ha ido mermando progresivamente a lo largo del período mencionado. El Estado, gracias a los ingentes ingresos provenientes de la actividad petrolera, se ha convertido en el gran ahorrador del pais.

IV.1.3 La Tasa de Inversión

Una vez que se ha examinado la evolución del volumen de la inversión bruta fija y como se ha financiado ésta, la próxima tarea es examinar la evolución de la tasa de inversión I/Y.Según Mc Kinnon el incremento de esta relación guarda relación directa con la tasa de crecimiento del producto. En el cuadro 4.5 se ha calculado este cociente para la inversión bruta fija y la inversión neta fija, tomando el producto territorial como medida de Y.

Puede observarse como el valor de estas relaciones fue creciendo progresivamente entre 1970 y 1978, año en el que alcanzan su máximo. Después de 1979 y hasta 1982, experimentó una tendencia declinante.

IV.2 Crecimiento Económico de Venezuela

Esta segunda parte del capítulo está dedicada al examen del crecimiento de la economía venezolana, que vamos a medir mediante las tasas de variación del Producto Territorial Bruto, expresado a precios

CUADRO 4.5

RELACION INVERSION/ PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO

(1970-1982)

Año	Inversión Bruta / P.T.B.	Inversion Neta / P.T.B.
1970	0,2218	0,1290
1971	0,2331	0,1407
1972	0,2576	0,1692
1973	0,2541	0,1735
1974	0,1870	0,1289
1975	0,2591	0,1954
1976	0,3166	0,2535
1977	0,3885	0,3209
1978	0,4249	0,3521
1979	0,3156	0,2438
1980	0,2523	0,1851
1981	0,2447	0,1750
1982	0,2409	0,1665

FUENTE: BCV, Anuario Cuentas Nacionales, 1982.

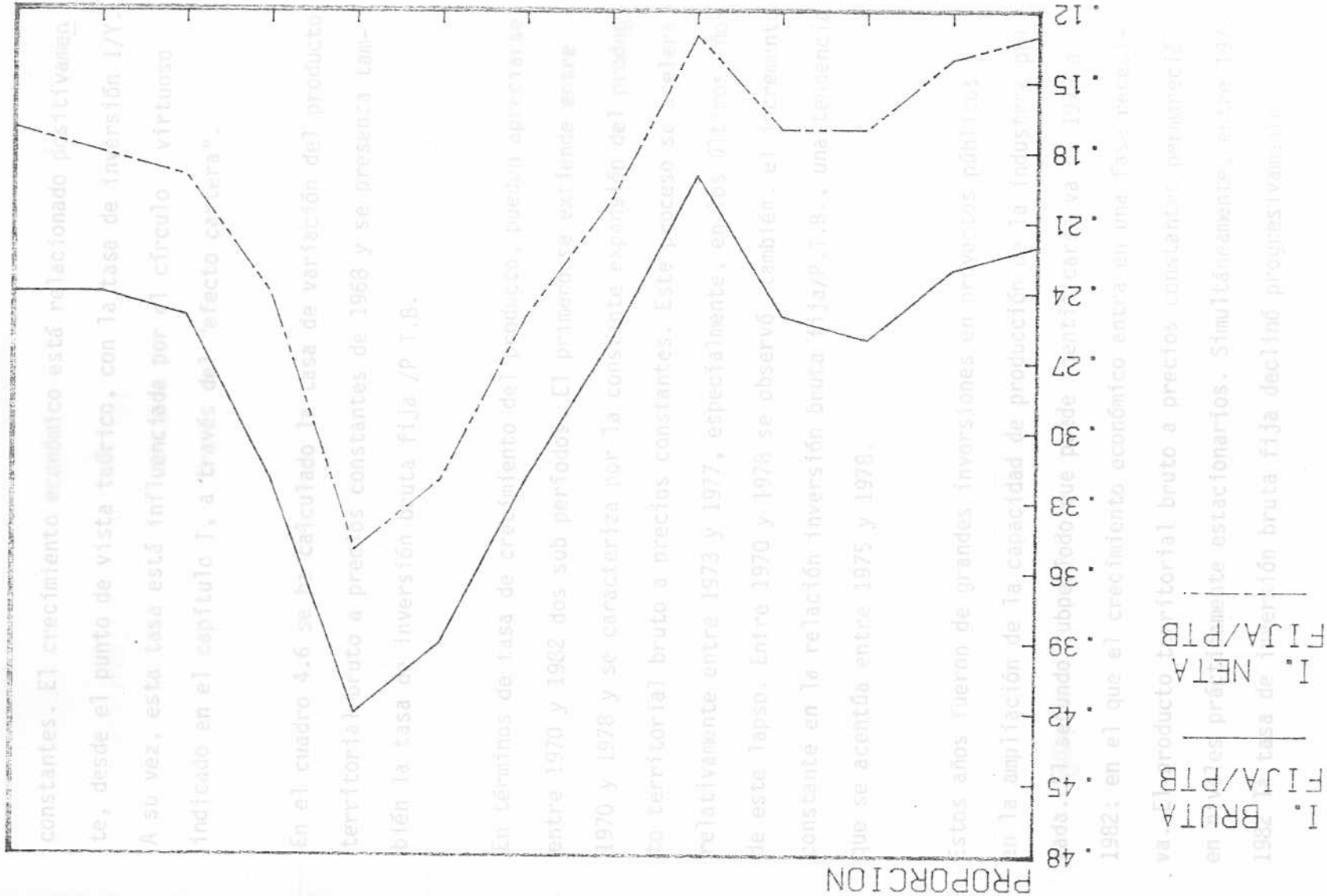


GRAFICO 4.1.

RELACION INVERSION/PTB

(1970-1982)

constantes. El crecimiento económico está relacionado positivamente, desde el punto de vista teórico, con la tasa de inversión I/Y. A su vez, esta tasa está influenciada por el círculo virtuoso indicado en el capítulo I, a través del "efecto cartera".

En el cuadro 4.6 se ha calculado la tasa de variación del producto territorial bruto a precios constantes de 1968 y se presenta también la tasa de inversión bruta fija /P.T.B.

En términos de tasa de crecimiento del producto, pueden apreciarse entre 1970 y 1982 dos sub períodos. El primero se extiende entre 1970 y 1978 y se caracteriza por la constante expansión del producto territorial bruto a precios constantes. Este proceso se acelera relativamente entre 1973 y 1977, especialmente, en los últimos años de este lapso. Entre 1970 y 1978 se observó, también, el incremento constante en la relación inversión bruta fija/P.T.B., una tendencia que se acentúa entre 1975 y 1978.

Estos años fueron de grandes inversiones en proyectos públicos y en la ampliación de la capacidad de producción de la industria privada. El segundo subperíodo que puede identificarse va de 1979 a 1982; en el que el crecimiento económico entra en una fase recesiva. El producto territorial bruto a precios constantes permaneció en niveles prácticamente estacionarios. Simultáneamente, entre 1979 1982 la tasa de inversión bruta fija declinó progresivamente.

En términos generales, pues, puede observarse una relación direc-

CUADRO 4.6

PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO A PRECIOS CONSTANTES

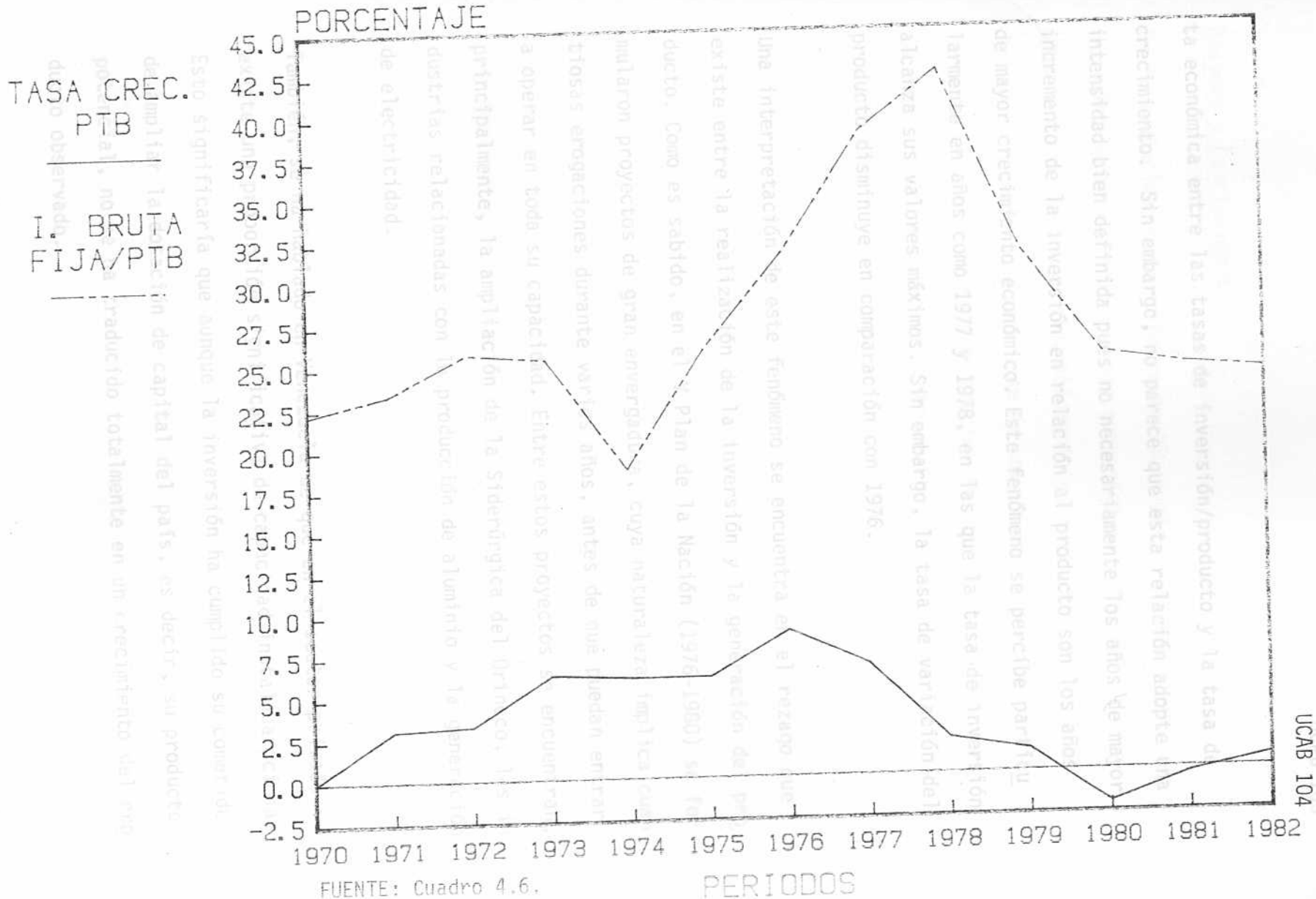
DE 1968 Y TASA DE INVERSION

(1970-1982)

Año	Producto Territorial Bruto a precios constantes		Tasa Inversión
	Millones Bs.	Tasa Variación %	(IBF/P.T.B)
1970	50.634		0,2218
1971	52.189	3,1	0,2331
1972	53.889	3,3	0,2576
1973	57.260	6,3	0,2541
1974	60.732	6,1	0,1870
1975	64.417	6,1	0,2591
1976	70.067	8,8	0,3166
1977	74.777	6,7	0,3885
1978	76.376	2,1	0,4249
1979	77.396	1,3	0,3156
1980	75.857	-2,0	0,2523
1981	75.628	-0,3	0,2447
1982	76.144	0,7	0,2409

FUENTE: BCV; Anuario de Cuentas Nacionales, 1982.

CRECIMIENTO PTB REAL Y TASA DE INVRESION (1970-1982)



FUENTE: Cuadro 4.6.

ta económica entre las tasas de inversión/producto y la tasa de crecimiento. Sin embargo, no parece que esta relación adopte una intensidad bien definida pues no necesariamente los años de mayor incremento de la inversión en relación al producto son los años de mayor crecimiento económico. Este fenómeno se percibe particularmente en años como 1977 y 1978, en las que la tasa de inversión alcanza sus valores máximos. Sin embargo, la tasa de variación del producto disminuye en comparación con 1976.

Una interpretación de este fenómeno se encuentra en el rezago que existe entre la realización de la inversión y la generación del producto. Como es sabido, en el V Plan de la Nación (1976-1980) se formularon proyectos de gran envergadura, cuya naturaleza implica cuantiosas erogaciones durante varios años, antes de que puedan entrar a operar en toda su capacidad. Entre estos proyectos se encuentran, principalmente, la ampliación de la Siderúrgica del Orinoco, las industrias relacionadas con la producción de aluminio y la generación de electricidad.

También, se ha hablado en Venezuela de que en el sector privado existe una proporción significativa de capacidad instalada ociosa. Esto significaría que aunque la inversión ha cumplido su cometido de ampliar la dotación de capital del país, es decir, su producto potencial, no se ha traducido totalmente en un crecimiento del producto observado.

Resumen y Conclusiones

En la evolución de la razón inversión/producto en Venezuela, pueden distinguirse claramente dos subperíodos. Entre 1970 y 1978, esta razón se eleva considerablemente y, entre 1979 y 1982, decrece. En líneas generales, se da una relación positiva entre esta proporción y la tasa de crecimiento del producto, tal como lo señala la teoría. No obstante, esta vinculación no es muy estrecha, al menos en el período relativamente corto al que se hace referencia. Algunos factores, tales como el desfase existente entre la ejecución de las inversiones y su puesta en marcha, y el grado de utilización de la dotación de capital pueden explicar al menos en parte este hecho.

Las razones que explican, según la teoría expuesta, las variaciones de la inversión, son sometidas a una contrastación de carácter empírico en el siguiente capítulo.

NOTAS AL CAPITULO IV

1/ Incluye la variación de existencias.

2/ Difiere del mostrado en el cuadro 4.3, pues las fuentes son diferentes.

CAPITULO V

REPRESION FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONOMICO EN VENEZUELA (1970-1982)

Este capítulo está dedicado al contraste de la hipótesis formulada en el capítulo I, que propone: las restricciones a los mercados financieros conducen a un crecimiento del ahorro y la inversión y a una eficiencia en la asignación de recursos menores a los que se alcanzarían en caso de no existir tales restricciones".

El capítulo queda dividido en dos partes principales. En la primera se efectúa un contraste de hipótesis basado en la estimación y evaluación de un modelo econométrico. En la segunda se consideran otros indicadores para interpretar el grado de represión financiera en el país.

V.1 El Modelo

El modelo aquí utilizado se inspira en el aplicado por Maxwell Fry [1/] en su estudio sobre la influencia de las condiciones financieras sobre el ahorro y la inversión en un conjunto de siete países asiáticos en vías de desarrollo. Las ecuaciones de la forma estructural son las siguientes:

$$\frac{S}{Y} = a_0 + a_1 \dot{y} + a_2 \frac{y}{N} + a_3 (d-P^*) + a_4 \frac{St}{Y} + u_1 \quad (1)$$

$$\frac{I}{Y} = \frac{S}{Y} + \frac{Sf}{Y} \quad (2)$$

$$\dot{y} = b_1 \frac{I}{Y} \quad (3)$$

don:

S = ahorro interno bruto

Y = producto en términos corrientes

$\dot{y}$ = tasa de variación del producto, en términos reales.

y = producto en términos reales

N = población

(d-P*)= tasa esperada de interés real

Sf= préstamos netos del resto del mundo o ahorro recibido del resto del mundo

$\frac{S}{Y}$ = tasa de ahorro

$\frac{I}{Y}$ = tasa de inversión.

La ecuación (1) es una función de ahorro interno, expresado como tasa de ahorro o propensión media a ahorrar. En ésta,se espera que $\frac{\partial S/Y}{\partial y} > o$, debido a la influencia que el crecimiento del producto ejerce sobre el ahorro, a través del "efecto cartera", descrito en el capítulo I; $\frac{\partial SY}{\partial y/N} > o$, pues se supone que a medida que aumenta

el ingreso real per capita (y/N), se elevan las posibilidades de ahorro de un mayor número de habitantes; $\frac{\partial S/Y}{\partial(d-P^*)} \geq$ o debido a que el aumento de la tasa de interés real de los diferentes valores emitidos por las instituciones financieras para captar fondos, compensa en forma creciente el costo de oportunidad del ahorro, estimulando éste en consecuencia; finalmente $\frac{\partial(S/Y)}{\partial(St/Y)} <$ o pues los préstamos netos del resto del mundo constituyen un sustituto del ahorro interno.

La ecuación (2) es una identidad de las cuentas nacionales y, por consiguiente sus magnitudes son identidad "ex post". Esta observación es importante, porque esa identicas se da siempre, haya o no represión financiera. El significado de la ecuación (2) hay que buscarlo en las relaciones "ex ante". En caso de represión financiera, la inversión deseada sería mayor que el ahorro deseado. Las políticas de bajas tasas de interés real conducirían a una merma del ahorro y, en consecuencia, a menores niveles de la identidad (2). En otras palabras, a las tasas reales inferior a la de equilibrio que caracterizan a la represión financiera, la eficiencia marginal de la inversión excede la tasa de interés real administrada y por lo tanto, el nivel de inversión se ajusta al ahorro disponible.

El efecto de la tasa de inversión, sobre la tasa de crecimiento económico queda reflejada en (3). El signo de I/Y es positivo, pues la inversión permite el aumento de la dotación de capital y por ende de la capacidad productivasdel país.

El modelo recoge tanto los efectos de un aumento en la tasa de interés real en el ahorro, la inversión, y el crecimiento económico, como el círculo virtuoso que conduce a un mayor ahorro-inversión, para cada nivel de ingreso, lo que permite una tasa superior de crecimiento económico, que a su vez, vuelve a elevar las tasas de ahorro e inversión.

La variable que representa la represión financiera es (d-P*) en la ecuación (1). En general, una de las manifestaciones más destacadas que asume la represión financiera son las tasas de interés real inferiores a cero, que se originan como resultado de las medidas tomadas por las autoridades monetarias. En este caso parece obvio que las tasas de interés real se encontrarán por debajo del nivel de equilibrio. Cuando las tasas de interés son relativamente bajas pero superiores a cero, la represión financiera es menos obvia, pues es más difícil precisar si se encuentran o no por debajo de su nivel de equilibrio.

Según la teoría desarrolladas en el capítulo I se espera que a tasas de interés reales relativamente bajas, al aumentar la tasa de interés real, aumentan las razones S/Y en (1), e I/Y en (2), hasta cierto nivel, es decir hasta que se alcance el nivel de equilibrio. Como no se pretende en este trabajo determinar el nivel de equilibrio de la tasa de interés, las conclusiones basadas sólo en las relaciones del modelo conviene cotejarlas con evidencias adicionales que se pre

sentan después de la interpretación de los resultados del modelo.

V.1.1 Identificación del Modelo

Un paso previo a la estimación del modelo es su identificación, término que se refiere a la posibilidad de inferir lógicamente los parámetros de una ecuación estructural dada en base solamente a datos observados. Es decir se refiere a la posibilidad de hacer corresponder una ecuación estimada con datos empíricos con una ecuación del modelo estructural. A veces no es posible distinguir sí la ecuación estimada corresponde a una ecuación estructural o a más de una o quizás, a una combinación lineal de varias de las ecuaciones.

La identificación del modelo se evalúa a través de la condición de orden para la identificación, que señala que el número de variables excluidas de la ecuación debe ser igual o mayor al número de ecuaciones incluidas en el modelo menos una. Si es inferior, la ecuación está subidentificada,si es igual, está exactamente identificada y si es superior esta sobreidentificada.

En el modelo tenemos 3 ecuaciones luego, para que estén identificadas cada ecuación debe excluir al menos dos variables. La ecuación (1) excluye a I/Y, por lo que está subidentificada en otras palabras, no es posible su estimación. La ecuación (2) es una identidad, y por tanto, no tiene parámetros que estimar.

La ecuación (3) excluye cuatro variables por lo que está sobre-identificada, es decir no es posible aquí estimar sus parámetros en forma única.

El problema de identificación es soslayado por Fry suponiendo que el valor de b_1 en la ecuación (3) es de 1/3, tal como sugieren los estudios realizados por Simón Kuznets y Colin Clark, quienes estudiaron el comportamiento de la razón incremental capital/producto, a lo largo de un amplio período, en los países industriales.

V.1.2 Medición de las Variables

En esta sección se señalarán las medidas utilizadas para las diferentes variables incluidas en el modelo. Estas medidas coinciden con las empleadas por Fry en su estudio.

a) S = ahorro interno bruto de las cuentas consolidadas de la nación.

b) Y = Producto Territorial Bruto a precios corrientes

c) y = Producto Territorial Bruto a precios constantes de 1968.

d) $\dot{y}$ = Tasa de variación del P.T.B. a precios constantes de 1968.

e) d-P* = Tasa de interés nominal de los depósitos a plazo fijo (promedios anuales) menos la tasa de inflación esperada, calculada de acuerdo al método descrito en el

capítulo anterior, en base al índice de precios al consumidor. Se escogió este índice debido a que los individuos ahorran con objeto de disfrutar de mayor consumo en el futuro, tanto de bienes como de servicios. Por el contrario, el índice de precios al por mayor no incluye servicios.

f) Sf = Saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos con signo contrario.

g) N = número de habitantes.

V.1.3 Resultados del Modelo

Al ajustar la ecuación (1), por el método de mínimos cuadrados ordinarios, en base a datos anuales, se obtuvieron los resultados que se muestran en la parte superior del cuadro 5.1. La parte inferior está dedicada a evaluar la capacidad del modelo para explicar el fenómeno considerado, en base a los siguientes criterios.

1) Coincidencia de los signos de los coeficientes estimados con los signos esperados, según la teoría.
2) Significación global del modelo.
3) Significación individual de los coeficientes.
4) Prueba Durbin-Watson de autocorrelación entre los términos de perturbación.

LEYENDA

Variable	Significado
SIB	Ahorro Interno Bruto
P.T.B.	Producto Territorial Bruto
PNB	Producto Nacional Bruto
PTB	Tasa de Variación del producto territorial bruto a precios constantes.
PNB	Tasa de variaciones del producto nacional bruto a precios constantes.
PTB.PC	P.T.B. per capita
PNB.PC	PNB per capita
SRM	Ahorro del Resto del Mundo
SIN	Ahorro interno neto
SPB	Ahorro bruto del sector privado
SOS	Préstamos netos de otros sectores al sector privado

CUADRO 5.1
ESTIMACION N° 1
AHORRO INTERNO BRUTO/PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO

		VARIABLES INDEPENDIENTES				OTROS RESULTADOS DEL MODELO		
Variable Dependiente	Coeficiente Intercepcion	P.T.B.	P.T.B. PC	d - P*	SRM/P.T.B.	R^2	$\bar{R}^2$	D-W
$\frac{\hat{SIB}}{P.T.B.}$	-3,8322025	0,72599328 (0,18638911)	0,47866138 (0,11053632)	0,59057788 (0,2679751)	-0,49118024 (0,0779951)	0,91551283	0,873269245	2,1662194
TEST								
Signos Esperados de los Coeficientes Estimados		Correcto	Correcto	Correcto	Correcto			
Significación de los Coeficientes Individuales (Ho: $B_k = 0$)(a)		Significativo	Significativo	Significativo	Significativo			
Significación Global del Modelo (Ho: $P^2 = 0$)(b)						Se Rechaza Ho		
Autocorrelación Positiva (nivel de significación 1%)								No Hay
Autocorrelación Negativa (nivel de significación 1%)								No Hay

(a) t 0,20/2 (13-5) = 1,397

De acuerdo a estas pruebas, la estimación es satisfactoria. Los signos de los coeficientes coinciden con los signos señalados a priori. Además, en base a intervalos de confianza del 80%, todas las variables, individualmente consideradas, parecen ser importantes en la explicación de la variable dependiente. El 87% de las variaciones esperadas en la tasa de ahorro, son expresadas, de alguna manera, por la influencia lineal de las variables incluidas.

Desde el punto de vista de la represión financiera, es el coeficiente de la tasa de interés real el que más nos interesa. Su valor de aproximadamente 0.6 indica que, por cada aumento de un punto porcentual en la tasa de interés real, permaneciendo todas las demás variables constantes, la tasa de ahorro se elevaría en 0.6 puntos porcentuales. Igual efecto tendría sobre la tasa de inversión.

Si suponemos que las tasas de interés real comentadas en el capítulo III, que han registrado niveles relativamente bajos, e incluso, negativos, han permanecido por debajo de su nivel de equilibrio, la sensibilidad de la tasa de ahorro en d-P* pareciera indicar que en Venezuela ha existido represión financiera. Si las tasas de interés se hubieran fijado en niveles más elevados, el ahorro a cada nivel de ingreso podría haber sido mayor, y dado que por debajo del nivel de equilibrio, la inversión se ajusta al ahorro

disponible; lo mismo podría haber sucedido en el volumen de la inversión a cada nivel de ingreso.

Los efectos de esta situación sobre el crecimiento económico pueden evaluarse también a través de este modelo. Hallando la forma reducida de la ecuación (3), se obtiene que _/ :

$$\dot{y} = \frac{b_1 a_0}{1-b_1a_1 - b_1a_2} - \frac{b_1a_2}{1-b_1a_1 - b_1a_2} n + \frac{b_1a_2}{1-b_1a_1 - b_1a_2} \frac{y_{t-1}}{N_{t-1}}$$

$$+ \frac{b_1a_3}{1-b_1a_1 - b_1a_2} (d-P^*) + \frac{b_1(1 + a_4)}{1-b_1a_1 - b_1a_2} \frac{Sf}{Y} + \frac{b_1 u_1}{1-b_1a_1-b_1a_2} \quad (4)$$

El coeficiente de (d-P*) en la forma reducida (4) de la ecuación de la tasa de crecimiento del producto puede medir el "costo" de haber mantenido en niveles bajos la tasa de interés real, permaneciendo el resto de las variables explicativas constantes. Si $b_1 = 1/3$, tal como asume Fry, el valor del coeficiente es, de acuerdo a la estimación del cuadro 5.5.

$$\frac{b_1a_3}{1-b_1(a_1 + a_2)} = \frac{1/3\ (0{,}59057788)}{1-1/3\ (0{,}72599328 + 0{,}47866138)} = 0{,}3289$$

Esto parece señalar que por cada punto porcentual que la tasa de interés real se mantuvo por debajo del equilibrio, el crecimiento económico se inhibió en aproximadamente 1/3 de punto porcentual,

si la inversión nueva hubiera llegado a ser totalmente productiva de inmediato.

Fry, en su estudio de siete países asiáticos (Birmania, India, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Singapur y Taiwan), todos caracterizados por la fijación administrada de los tipos de interés obtuvo los siguientes resultados, similares, en términos generales a los obtenidos en este trabajo.

$$\frac{S}{Y} = 0{,}665 + 0{,}247\ y + 0{,}149\ \frac{Y}{N} + 0{,}188\ (d-P^*) - 0{,}505\ St/Y$$

Donde todos los signos son significativamente distintos de cero, y la influencia lineal de estas variables explica el 82% de las variables de la tasa de ahorro. De acuerdo a estos resultados, un aumento en la tasa de interés real de un punto porcentual se traducirá en un aumento de la tasa de ahorro de 0,2 puntos porcentuales. En este sentido, parece que la sensibilidad del ahorro a las variaciones en la tasa de interés real ha sido mayor en Venezuela que en ese grupo de países.

El valor del coeficiente de la tasa de interés real en la forma reducida de la ecuación del crecimiento del producto fue de 0,539, lo que indicaría que el impacto de mantener las tasas de interés reales por debajo del equilibrio (en un punto porcentual) es superior en dichos países que en Venezuela. En parte esto se debe

a cierta diferencia en la especificación del modelo, pues Fry incluye a d-P* directamente como una variable explicativa de la tasa de crecimiento del producto.

En los cuadros 5.2 a 5.4 se realizan algunas estimaciones alternativas de la ecuación de ahorro, tomando como medida del producto el producto nacional bruto, y como medida del ahorro, el ahorro interno neto, en lugar de bruto, para señalar la parte del producto que se destina a financiar la ampliación del stock de capital del país. En estas tres regresiones, los resultados son similares a los del cuadro 5.1. Todos los signos concuerdan con las expectativas a priori, son significativamente distintos a de cero, los modelos globalmente considerados son significativos y no parece existir autocorrelación. Hasta el 84% de las variaciones esperadas en la tasa de ahorro son explicadas por la influencia lineal de las variables consideradas. Estos tres modelos parecen confirmar la sensibilidad positiva de la tasa de ahorro en relación al ahorro, la inversión y la tasa de crecimiento económico mediante el aumento de las tasas de interés y/o la reducción de las tasas de inflación.

V.1.4 Limitaciones de la Estimación

La estimación del modelo aquí desarrollado padece de algunas deficiencias que deben ser tomadas en cuenta a la hora de extraer conclusiones.

CUADRO 5.2
ESTIMACION N°2
AHORRO INTERNO BRUTO/PRODUCTO NACIONAL BRUTO

Variable Dependiente	Coeficiente Intercepción	VARIABLES INDEPENDIENTES				OTROS RESULTADOS DEL MODELO		
		P.N.B.	P.N.B. PC	d - P*	SRM/P.N.B.	R^2	$\bar{R}^2$	D-W
$\frac{\widehat{SIB}}{P.N.B}$	-2,0354117	0,72072421 (0,1716734)	0,27015473 (0,09209879)	0,61837444 (0,3020683)	-0,39028213 (0,0824576)	0,90620913	0,859313695	2,1481879
TEST								
Signos Esperados de los Coeficientes Estimados		Correcto	Correcto	Correcto	Correcto			
Significación de los Coeficientes Individuales (Ho: $B_k = 0$)(a)		Significativo	Significativo	Significativo	Significativo			
Significación Global del Modelo (Ho: $P^2 = 0$)(b)						Se Rechaza Ho		
Autocorrelación Positiva (nivel de significación 1%)								No Hay
Autocorrelación Negativa (nivel de significación 1%)								No Hay

CUADRO 5.3
ESTIMACION N° 3

AHORRO INTERNO NETO/PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO

		VARIABLES INDEPENDIENTES				OTROS RESULTADOS DEL MODELO		
Variable Dependiente	Coeficiente Intercepcion	P.T.B.	P.T.B. PC	d - P*	SRM/P.T.B.	R^2	$\bar{R}^2$	D-W
$\frac{\hat{SIN}}{P.T.B.}$	-4,9790325	0,7345235 (0,1895702)	0,60403386 (0,11242195)	0,41929137 (0,2725397)	-0,58844811 (0,0793124)	0,92866365	0,892995475	2,180824
TEST								
Signos Esperados de los Coeficientes Estimados		Correcto	Correcto	Correcto	Correcto			
Significación de los Coeficientes Individuales (Ho: $B_k = 0$)(a)		Significativo	Significativo	Significativo	Significativo			
Significación Global del Modelo (Ho: $P^2 = 0$)(b)						Se Rechaza Ho		
Autocorrelación Positiva (nivel de significación 1%)								No Hay
Autocorrelación Negativa (nivel de significación 1%)								No Hay

(a) t 0,20/2 (13-5) = 1,397

CUADRO N° 5.4
ESTIMACION N° 4
AHORRO INTERNO NETO/PRODUCTO NACIONAL BRUTO

		VARIABLES INDEPENDIENTES				OTROS RESULTADOS DEL MODELO		
Variable Dependiente	Coeficiente Intercepcion	P.N.B.	P.N.B. PC	d - P*	SRM/P.N.B.	R^2	$\bar{R}^2$	D-W
SIN / P.N.B.	-3,1069609	0,73119031 (0,17590589)	0,38679877 (0,0943694)	0,44827524 (0,3095155)	-0,48471686 (0,0844905)	0,91825963	0,877389445	2,0961179
TEST								
Signos Esperados de los Coeficientes Estimados		Correcto	Correcto	Correcto	Correcto			
Significación de los Coeficientes Individuales (Ho: $B_k = 0$)(a)		Significativo	Significativo	Significativo	Significativo			
Significación Global del Modelo (Ho: $P^2 = 0$)(b)						Se Rechaza Ho		
Autocorrelación Positiva (nivel de significación 1%)								No Hay
Autocorrelación Negativa (nivel de significación 1%)								No Hay

(a) $t_{0.20/2}$ (13-8) = 1,397

1) La medida del ahorro, que es el ahorro interno bruto no parece ser la más apropiada en Venezuela. En los capítulos tercero y cuarto se comentó el importante rol que el gobierno general ha ejercicio en el financiamiento de las actividades económicas del país y la tendencia creciente del ahorro público en relación al ahorro interno total. Este ahorro no está necesariamente vinculado, de una manera estrecha con la tasa de interés considerada aquí a la hora de realizar la estimación de la ecuación (1).

2) La tasa de interés tomada, que es la de los depósitos a plazo fijo ha sido en general, la más alta, en relación con otros instrumentos indirectos. Esto significa que si se hubiera tomado un promedio ponderado de las tasas reales de los diferentes instrumentos, incluyendo los depósitos de ahorro, aportaciones de ahorro, etc. la medida de (d-P*) hubiera registrado valores inferiores.

3) Otra limitación es la suposición de que b_1, en la ecuación (3) es igual a 1/3. Este supuesto se basa en los trabajos desarrollados por Kuznets y Clark acerca de los efectos de un aumento de la dotación de capital en el producto en los países industrializados. Hay quienes están convencidos de que la razón producto/capital es inferior, en el margen, en los países menos desarrollados, debido a la relativa ineficiencia de las ocupaciones económicas que crean capital, al mayor desperdicio del

capital y una menor difusión del conocimiento técnico. Otros arguyen que esta razón es superior en dichas naciones, y fundan su opinión en el aprovechamiento de nuevos recursos naturales que la inversión permite, en su más rápido crecimiento de la población que postergan la aparición de los rendimientos decrecientes,y en la diferente importancia relativa de los sectores primario, secundario y terciario 3/

4) La contrastación de la hipótesis de estabilidad estructural del modelo,: mediante la estimación de la ecuación (1) para dos subperíodos del lapso 1970-1982 hubiera sido interesante, debido a que es a partir de 1975 que comienzan a observarse tasas de interés real comparativamente más bajas e incluso, negativas. Sin embargo, el reducido tamaño de la muestra implicaría que los grados de libertad de cada estimación serían muy pocos, restándole confiabilidad a los resultados.

5) Los intervalos de confianza del 80% utilizados para la contrastación de la significación individual de los coeficientes no son tan buenos como podrían ser de 90% o 95% de confianza.

Considerando la limitación contemplada en el punto 1) se estimó una función de la tasa de ahorro del sector privado no financiero, cuyos resultados se muestran en el cuadro 5.6. La serie, lamentablemente, sólo abarca el período 1973-1982, pues los datos

del ahorro privado bruto se tomaron de las tablas de flujo de fondos, cuya publicación inició el BCV a partir de 1973. En vez de incluir los préstamos netos del resto del mundo como Sf/Y, se tomó los préstamos del resto de los sectores al sector privado no financiero, datos tomados de la misma tabla.

Los resultados, no son tan satisfactorios como los de las estimaciones anteriores, como lo evidencia la existencia de dos coeficientes con signos diferentes a los esperados. No obstante, ambos coeficientes no son, estadísticamente hablando, diferentes a cero, lo cual podría levantar sospechas acerca de la presencia de multicolinealidad en la muestra.

El coeficiente de la tasa de interés real tiene el signo esperado, es además, significativamente distinto de cero. Su valor, es superior al obtenido en las estimaciones que incluian, el ahorro interno confirmado en cierto modo, la impresión de que el ahorro privado es más sensible ante cambios en la tasa de interés real que el ahorro público.

En este caso, un aumento en 1 punto porcentual en la tasa de interés real, permaneciendo todos los demás variables constantes, elevaría la tasa de ahorro del sector privado en 0.9 puntos porcentuales, surtiendo igual efecto sobre la tasa de inversión de este sec

CUADRO 5.5
ESPECIFICACION N° 5
AHORRO PRIVADO BRUTO/PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO

Variable Dependiente	Coeficiente Intercepcion	VARIABLES INDEPENDIENTES				OTROS RESULTADOS DEL MODELO		
		P.T.B.	P.T.B. PC	d - P*	SOS/P.T.B.	R^2	$\bar{R}^2$	D-W
$\frac{\widehat{SPB}}{P.T.B}$	0,77974592	0,7605662 (0,29699639)	-0,078700638 (0,3888997)	0,92200313 (0,3963073)	0,13279826 (0,4227638)	0,72293621	0,501285178	1,9144044
TEST								
Signos Esperados de los Coeficientes Estimados		Correcto	Incorrecto	Correcto	Incorrecto			
Significación de los Coeficientes Individuales (Ho: $B_k = 0$)(a)		Significa-tivo	NO Significa-tivo	Significa-tivo	NO Significa-tivo			
Significación Global del Modelo (Ho: $P^2 = 0$)(b)						Se Rechaza Ho		
Autocorrelación Positiva (nivel de significación 1%)								No Hay
Autocorrelación Negativa (nivel de significación 1%)								No Hay

(a) t 0,20/2 (10-5) = 1,476
(b) F 0,25 (4,5) = 1,89

CUADRO 5.6
ESPECIFICACION N° 6
AHORRO PRIVADO BRUTO/PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO

		VARIABLES INDEPENDIENTES				OTROS RESULTADOS DEL MODELO		
Variable Dependiente	Coeficiente Intercepcion	P.T.B.		d - P*	SOS/P.T.B.	R^2	$\bar{R}^2$	D-W
$\frac{\hat{SPB}}{P.T.B}$	0,10403598	0,75923097 (0,27216003)	-	0,9129653 (0,36094206)	0,06184861 (0,2165397)	0,7206669	0,58100035	1,9116884
TEST								
Signos Esperados de los Coeficientes Estimados		Correcto		Correcto	Incorrecto			
Significación de los Coeficientes Individuales (Ho: $B_k = 0$)(a)		Significativo		Significativo	No Significativo			
Significación Global del Modelo (Ho: $P^2 = 0$)(b)						Se Rechaza Ho		
Autocorrelación Positiva (nivel de significación 1%)								No Hay
Autocorrelación Negativa (nivel de significación 1%)								No Hay

(a) t 0,20/2 (10-4) = 1,440

(b) F 0,05 (3,6) = 4,76

Con ánimo de mejorar la capacidad explicativa del modelo se omitió en la estimación del cuadro 5.6 [4] el producto real per capita. Nuevamente, el coeficiente de la tasa de interés real es positivo y significativamente distinto de cero. Su valor es muy similar al de la estimación del cuadro 5.5. Nuevamente el signo de los préstamos recibidos de otros sectores no concuerdan con la teoría, aunque no es significativamente distinto de cero.

V.2 Otras Evidencias

Dadas las limitaciones señaladas tanto en la especificación del modelo como en la medición de las variables, conviene presentar, en esta parte, otros indicadores que permitan interpretar el fenómeno de represión financiera en Venezuela. Aquí se considerán los siguientes:

V.2.1 Relación Entre el Crecimiento Financiero y la Tasa de Inversión

Uno de los aspectos importantes de la teoría de Mc Kinnon es la hipótesis de complementariedad entre la demanda de dinero y la inversión hasta cierto nivel de tasa de interés real. Dicha complementariedad es válida, según el autor, tanto en un esquema de autofinanciamiento como en uno en el que exista posibilidades de financiamiento externo.

Al exponer los resultados del modelo ya se ha hecho referencia

a la relación positiva que las tasas de ahorro e inversión parecen guardar con las tasas de interés real. Ahora vamos a observar si ha existido o no una vinculación entre el crecimiento financiero y la tasa de inversión.

En el cuadro 5.7 se muestran el crecimiento financiero tal como se hiciera en el capítulo II, mediante la tasa de variación de la Liquidez Monetaria y de la Liquidez Monetaria ampliada en términos reales (M2/P y M2A/P). Asimismo se presentan las tasas de la inversión bruta fija total o inversión bruta fija del sector privado, medidas en relación al P.T.B. Se muestran las cifras del sector privado debido a que se consideran más vinculadas con la capacidad crediticia de las instituciones financieras privadas medida por M2/P y M2A/P.

El cuadro revela que los años de mayor crecimiento financiero coinciden prácticamente con los años de mayor tasa de inversión. Así, entre 1970 y 1977 la liquidez monetaria y su medida ampliada se dilataron a un ritmo relativamente acelerado, al mismo tiempo que la tasa de inversión bruta fija,tanto total como privada fueron ascendiendo progresivamente. Después de 1978, se observan tasas de crecimiento más lentas en los saldos reales de instrumentos financieros en poder del público, y un descenso progresivo en las tasas de inversión, especialmente en la tasa de inversión privada.

CUADRO 5.7

CRECIMIENTO FINANCIERO Y TASAS DE AHORRO E INVERSIONES

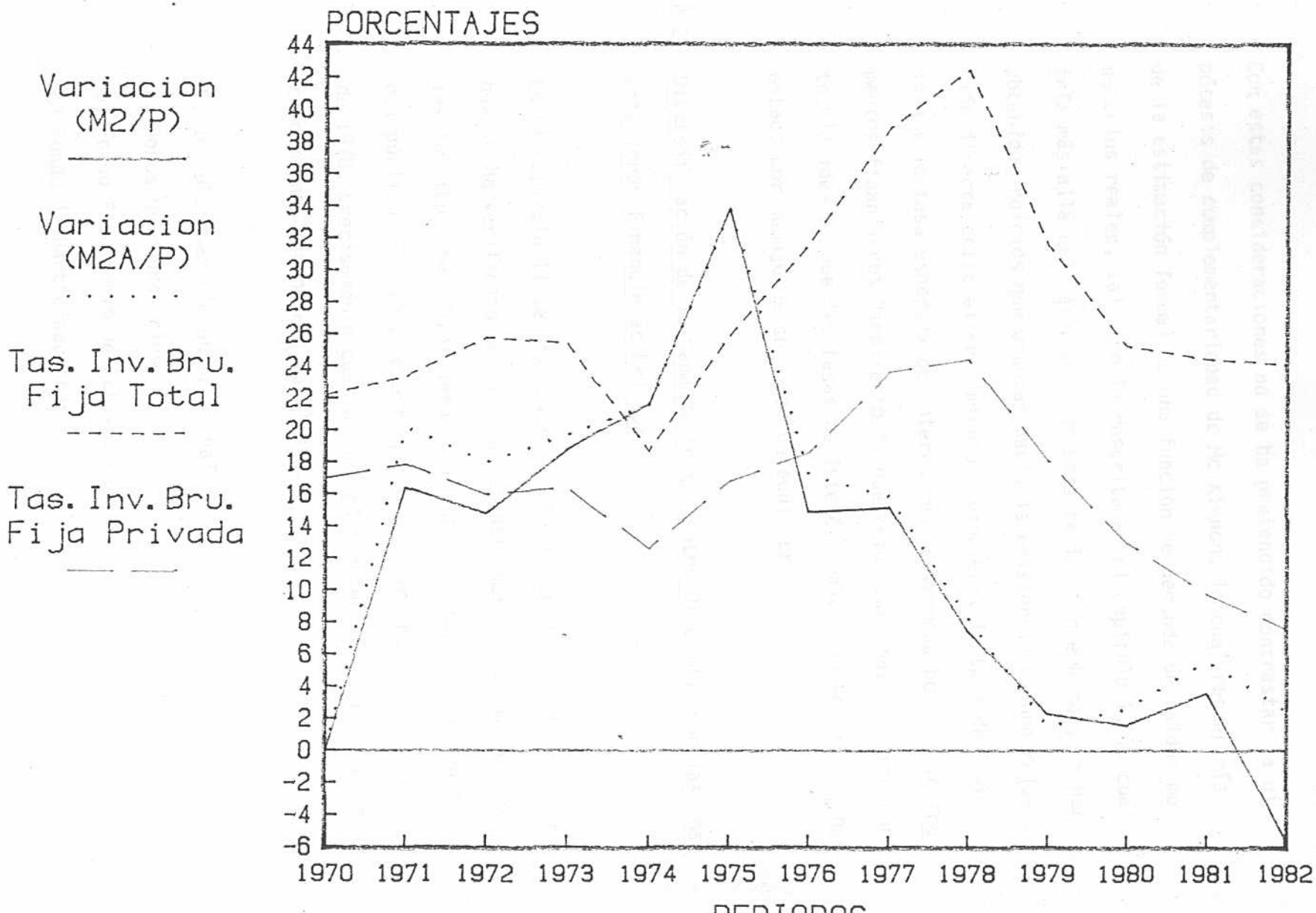
(1973-1982) a/

AÑO	Variaciónde la Liquidez Monetaria Real (M2/P) (1)	Variación de la Liquidez Monetaria Ampliada Real (M2A/P) (2)	Tasa de Inversión Bruta Fija Total (3)	Tasas de Inversión Bruta Fija Privada (4)
1970	-	-	0,2218	0,1701
1971	16,4	20,2	0,2331	0,1788
1972	14,8	18,0	0,2576	0,1600
1973	18,8	19,7	0,2544	0,1642
1974	21,7	21,6	0,1870	0,1263
1975	33,9	33,8	0,2591	0,1683
1976	14,9	17,2	0,3166	0,1863
1977	15,2	15,9	0,3885	0,2365
1978	7,5	8,3	0,4249	0,2447
1979	2,3	1,5	0,3156	0,1813
1980	1,6	2,6	0,2523	0,1298
1981	3,6	5,6	0,2447	0,0980
1982	-5,5	2,5	0.2409	0,0765

FUENTES: (1) y (2) Cuadros 2.2 y 2.5

(3) y (4) BCV. Anuario Cuentas Nacionales 1982.

CRECIMIENTO FINANCIERO
TASAS DE AHORRO E INVERSION



Con estas consideraciones no se ha pretendido contrastar la hipótesis de complementariedad de Mc Kinnon, lo cual requeriría de la estimación formal de una función de demanda de saldos monetarios reales, tal como la descrita en el capítulo I, lo cual iría más allá del ámbito de esta tesis. Sin embargo, se han obtenido indicios que apuntan hacia la existencia de una relación directa entre el crecimiento financiero, la tasa de inversión y la tasa esperada de interés real devengada por los instrumentos financieros "indirectos", que refuerzan, hasta cierto punto, la idea de que las tasas de interés reales, en Venezuela, han estado por debajo de su nivel de equilibrio.

V.2.2 Diversificación de la Gama de Instrumentos Ofrecidos por las Instituciones Financieras Privadas

En el capítulo II se hizo alusión al proceso de diversificación que se ha verificado en la gama de instrumentos utilizados por las instituciones financieras privadas para captar los fondos del público. Se vió como este proceso se intensificó a partir de 1978, precisamente cuando comenzó a observarse un ritmo de crecimiento financiero más lento.

Desde 1978 aparecieron en el país:

a) Bonos Quirografarios
b) Fondo Fiduciario de Activos Líquidos
c) Fondo de Participaciones

d) Cédulas Hipotecarias Nuevas

e) Libreta Dorada

f) Cheque Ahorro

g) Ahorro Programado.

Las características comunes a casi todos estos instrumentos son su rendimiento nominal más elevado en relación con los instrumentos pre-existentes y su relativamente inferior denominación. Este proceso de diversificación induce a sospechar la presencia de represión financiera,que las instituciones financieras han buscado neutralizar en la medida de lo posible, ofreciendo nuevos instrumentos, con alguna o algunas características que los diferencia de los demás y que les permita pagar una tasa de interés superior.

Uno se pregunta si no hubiera podido lograrse lo mismo autorizando la elevación de las tasas de interés reales de los valores indirectos ya existentes, en lugar de crear otros nuevos, con todos los costos que ello implica.

V.2.3 Salidas de Capitales

De acuerdo con Shaw, otro síntoma de la represión financiera es la desviación del ahorro interno hacia la financiación de las actividades productivas del resto del mundo, a través de las salidas de capital hacia aquellos países en los que rijan tasas de interés comparativamente más elevadas.

CUADRO 5.8

SALIDAS DE CAPITAL PRIVADO A CORTO PLAZO

Y DIFERENCIALES ENTRE LAS TASAS DE INTERES

EXTERNAS E INTERNAS

Año	Trimestre	Salidas de Capital (Mill US$)	Diferencial entre Certificados de depósitos 90 días (USA) y tasas internas	Diferencial entre eurodepósitos a 90 días y tasas internas
1978	IV	1440	1,19	2,08
1979	I	1245	-1,73	-1,13
	II	969	-1,95	-1,38
	III	1035	-0,60	0,16
	IV	1457	-0,17	0,87
1980	I	1332	-0,57	1,45
	II	1481	-2,53	-2,85
	III	1593	-2,05	0,08
	IV	1933	1,10	2,44
1981	I	1560	0,15	0,67
	II	1818	2,75	3,47
	III	2029	2,64	3,62
	IV	1925	-1,98	-1,63

FUENTES: FRIEDER, Salomón, Ibid.

Notas: Las tasas de interés internas corresponden a 1978: Bonos Quirografarios

1979-81: Depósitos a Plazo.

En un estudio reciente, se encontró [5] que en el lapso transcurrido entre el último trimestre de 1978 y el cuarto trimestre de 1981 las salidas de capital privado a corto plazo fueron inducidas por diferenciales de interés a favor del exterior. Los datos utilizados por el autor, aparecen en el caadro 5.8.

Estos datos muestran las cuantiosas salidas a que el país se vió sometido entre 1978 y 1981 y su relación con los diferenciales de interés entre las tasas externas e internas. Estas salidas de capital fueron una de las causas del relativo estancamiento del nivel de los saldos monetarios reales y de la Liquidez Monetaria ampliada real, observada desde 1978, a través de su efecto negativo sobre la base monetaria.

Shaw señala, también, que la fijación de paridades sobrevaluadas para la moneda nacional es una forma encubierta de "represión financiera", pues abarata comparativamente los instrumentos financieros emitidos en el extranjero y propicia expectativas devaluacionistas que constituyen un estímulo adicional a la salida de capitales.

De acuerdo a un estudio del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales (IIES) de la Universidad Católica Andreś Bello, [6] la sobrevaluación del bolívar, desde el punto de vista de la paridad del poder de compra, en relación al dólar americano osciló entre 1978

y 1982 entre 0,4% y 21%. Es indudable que las expectativas en torno a la eventual variación de la paridad del bolívar coadyuvaron también al menor crecimiento financiero observado entre 1978 y 1982 especialmente en este último año.

V.3 La Calidad de la Inversión

Hasta ahora no se ha hecho referencia a los efectos de la represión financiera sobre la calidad de la inversión. Estos efectos son mucho más difíciles de medir cuantitativamente que los efectos sobre el crecimiento económico, discutidos anteriormente.

Sin embargo, puede obtenerse una idea considerando la evolución de las tasas de interés real activas aplicadas por las instituciones financieras sobre los préstamos que conceden. En el cuadro 5.9 se han calculado estos valores para el período 1970-1982.

La tasa de interés real activa es un dato que tiene que ser comparado con la tasa interna de retorno de un proyecto de inversión a fin de determinar la viabilidad económica de éste. De acuerdo con los valores mostrados por el cuadro 5.9 la tasa interna de retorno mínima que un proyecto debería generar ha ido disminuyendo progresivamente entre 1970 y 1981, lo que significa una mayor posibilidad de que se hayan llevado a cabo proyectos de inversión de escaso rendimiento. Es decir, la asignación del ahorro entre sus distintos usos se habría desviado de su óptimo social. Esta podría ser una de

CUADRO 5.9

TASA DE INTERES REAL ACTIVA

Año	Tasa Activa Promedio %	Tasa Esperada a/ de Inflación %	Tasas de Interés Real Activa Promedio %
1970	10,3	1,7	8,6
1971	10,1	2,2	7,9
1972	10,1	2,8	7,3
1973	10,1	2,9	7,2
1974	10,1	3,5	6,6
1975	10,1	6,0	4,1
1976	10,1	8,4	1,6
1977	9,8	8,4	1,4
1978	10,1	8,2	1,9
1979	11,6	7,6	4,0
1980	12,9	9,9	3,0
1981	14,0	16,0	-2,0

FUENTE: Tasas de interés: Ministerio de Hacienda. Dirección de Investigaciones Económicas.

Tasa esperada de inflación: Cuadro 3.6

NOTAS: a/ Variaciones esperadas en el Indice de Precios al Consumidor.

las causas de que la relación entre la tasa de inversión y el crecimiento observado del producto, examinada en el capítulo anterior, no haya sido muy intensa.

1/ FRY, MAXWELL: "El control monetario para el Desarrollo Financiero". En el desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe. Compilador Bernardo Paúl. Caracas, 1981.

2/ Sustituyendo $\dot{y} - n + \frac{y_{t-1}}{N_{t1}}$ por $\frac{y}{N}$, ya que el ingreso per capita del período t ($\frac{y}{N}$) se expresa en forma de logaritmos. n = tasa de crecimiento de la población,

y_{t-1} = producto del período anterior, a precios constantes,

N_{t-1} = N° de habitantes del período anterior.

3/ LEWIS, Arthur:"Teoría del Desarrollo Económico". Fondo de Cultura Económica. México 1958.

4/ Se tiene conciencia de que dicha omisión puede conducir a sesgos de especificación.

5/ FMEDER, Salomón :"El Diferencial entre las tasas externas e internas y el movimiento de capitales entre Venezuela y el resto del mundo" Memoria de Grado, U.C.A.B., 1984.

6/ ZAMBRANO, Luis, et. al.: ¿Esta subvaluado o sobrevaluado el bolívar? IIES, U.C.A.B. 1984. p. 50

NOTAS AL CAPITULO V

1/ FRY, MAXWELL: "El control monetario para el Desarrollo Financiero". En el desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe. Compilador Bernardo Paúl. Caracas, 1981.

2/ Sustituyendo $\dot{y} - n + \frac{y_{t-1}}{N_{t1}}$ por $\frac{y}{N}$, ya que el ingreso per capita del período t ($\frac{y}{N}$) se expresa en forma de logaritmos. n = tasa de crecimiento de la población,

y_{t-1} = producto del período anterior, a precios constantes,

N_{t-1} = N° de habitantes del período anterior.

3/ LEWIS, Arthur:"Teoría del Desarrollo Económico". Fondo de Cultura Económica. México 1958.

4/ Se tiene conciencia de que dicha omisión puede condudir a sesgos de especificación.

5/ FMEDER, Salomón :"El Diferencial entre las tasas externas e internas y el movimiento de capitales entre Venezuela y el resto del mundo" Memoria de Grado, U.C.A.B., 1984.

6/ ZAMBRANO, Luis, et. al.: ¿Esta subvaluado o sobrevaluado el bolívar? IIES, U.C.A.B. 1984. p. 50

CONCLUSIONES

Los indicadores expuestos en el capítulo anterior conducen a inferir la presencia de cierto grado de represión financiera en Venezuela, si bien no muy intenso, por lo menos perceptible. Si las tasas de interés real se hubieran mantenido en niveles más elevados, se podrían haber inducido tasas de ahorro e inversión algo superiores y por ende,un mayor crecimiento del producto, además de una mejor asignación del ahorro entre sus diferentes usos alternativos.

Las apreciaciones en materia de represión financiera y sus diversos efectos cobran importancia en el escenario económico actual y futuro de la nación. Hasta el presente el sector petrolero ha sido el gran generador de fondos del país. Estos fondos pasaban a manos del gobierno general que, a su vez, los distribuía por diversos conductos hacia el resto de la economía.

Sin embargo, la capacidad de generación de fondos del sector petrolero luce limitada en el futuro previsible y, más aún,las posibilidades del gobierno general de canalizar grandes sumas hacia el resto de las actividades, debido a los compromisos que el pago de la deuda externa supone y a los elevados gastos corrientes que representa la pesada carga bucocrática del Estado.

Si el país desea retomar un ritmo de crecimiento económico similar al observado en la época de holgura financiera, conviene estimu-

lar el ahorro voluntario y la inversión privados, mediante medidas de política monetaria que conlleven a tasas de interés real positiva, equivalentes al menos, a las observadas en los primeros años de la década de los setenta. Las evidencias mostradas en el capítulo V indican que existen posibilidades de lograr esto. Además, estas tasas de interés real positivas deberían ejercer un definitivo impacto sobre la calidad de la inversión, elevando así su eficiencia promedio y evitando el desperdicio de los recursos provenientes del ahorro.

No se puede aquí dilucidar si estas tasas deben ser logradas a través de decisión administrativa o mediante una política de libre fijación de las tasas de interés. La experiencia de tasas libres fue,en Venezuela, muy corta como para juzgar sus efectos. Sin embargo, parece evidente que un mecanismos de libre fijación puede responder más agilmente ante cambios en las condiciones de mercado.

La elevación de las tasas de interés real no busca tampoco, erigirse en panacea que resuelva los problemas que confronta la economía. Es una medida que debe acompañarse a otras políticas, como el estímulo a las inversiones extranjeras, el mejoramiento del aparato administrativo y productivo del Estado, la reducción de la inestabilidad en las legislaciones económicas y el estímulo a las exportaciones no tradicionales, entre otras.

APENDICE "A"

SECTORES INSTITUCIONES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE VENEZUELA.

pecuario (BANDAGRO) y una serie de instituciones creadas con el propósito de proporcionar financiamiento a ciertas actividades, regiones y sectores de la población. Este último grupo esta formado por los Institutos de Previsión Social (IPASME, IPSFA, CAPREMCO), el Instituto Municipal de Crédito Popular (IMCP), Fondo de Crédito Industrial (FONCREI), Fondo Nacional de Desarrollo Urbano (FONDUR), CVF- Centrales Azucareros, Corporación Venezolana de Fomento (CVF), Corporación Venezolana de Guayana (CVG), Corpoindustria, Foncafé, Foncacao, Fondo de Desarrollo Frutícola, Instituto Nacional de la Vivienda, BANAP y Corporación Venezolana de Industria Naval (CVIN).

c) SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

Este sector engloba las empresas privadas no financieras (sociedades y cuasisociedades de capital), las instituciones privadas sin fines de lucro que prestan servicios a las familias, las empresas unipersonales no financieras no constituidas en sociedades de capital y los hogares.

d) SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO

Este sector abarca el gobierno general y las empresas no financieras del Estado que son consideradas por separado por el Banco Central de Venezuela.

El gobierno general está formado por el gobierno central (Pode-

res Ejecutivo; Legislativo y Judicial), el gobierno estadal y municipal así como por aquellos entes descentralizados que dependen financieramente del Estado. Su objeto es prestar servicios gratuitos y/o acometer acciones reguladoras vinculadas con el proceso de redistribución del ingreso,aún cuando sobre una base marginal algunos de ellos pueden producir también bienes y servicios destinados a la venta en el mercado.

Las empresas no financieras del Estado comprenden las empresas petroleras, mineras, manufactureras, de obras sanitarias y suministro de agua, de comercio, restaurantes y hoteles, transporte, almacenamiento y comunicaciones y de otros servicios, constituidas o no constituidas en sociedad en las que el Estado tiene una participación mayoritaría en el patrimonio.

e) SECTOR EXTERNO

Este sector abarca las transacciones entre los sectores antes mencionados y el resto del mundo.

f) SECTOR NO CLASIFICADO

Su función es estrictamente contable, pues cuando no existe información suficiente en relación al origen o destino de alguna transacción financiera se registra en este "sector" a través del instrumento "otros", la respectiva contrapartida.

A.2 INSTITUCIONES FINANCIERAS

En la presente sección se enumeran y se describen las diveras instituciones financieras privadas y públicas existentes en el país.

Al enumerarlas se señalan con un asterisco aquellas instituciones financieras que no existían antes del año 1970. Al lado del asterisco se coloca, como información adicional, el año de su creación. Esto se hace con el fin de destacar la diversificación experimentada por las instituciones financieras en el período 1970-1982.

a) INSTITUCIONES FINANCIERAS DE VENEZUELA

INSTITUCIONES FINANCIERAS PRIVADAS

1. Banca Comercial.
2. Banca Hipotecaria.
3. Compañías de Seguros y Reaseguros.
4. Entidades de Ahorro y Préstamo .
5. Sociedades Financieras.
6. Capitalizadoras.
7. Inversoras.
8. Fondos y Cajas de Ahorros.
9. Banco de los Trabajadores de Venezuela.
10. Otras Instituciones Financieras Privadas
    Casas de Cambio
    Casas de Empeño

Sociedades Anónimas de Arrendamiento Financiero * (1970)

Nuevas Inversoras * (1979)

Bolsa de Valores

INSTITUCIONES FINANCIERAS PUBLICAS

1. Banco Central de Venezuela.
2. Fondo de Inversiones de Venezuela.
3. Petróleos de Venezuela, S.A.
4. Banca Comercial Pública.
5. Corporación Venezolana de Fomento.
6. Corporación Venezolana de Guayana.
7. Fondo Nacional de Desarrollo Urbano * (1975)
8. Instituto Nacional de la Vivienda (INAVI)
9. Instituto de Crédito Agropecuario (ICAP)
10. Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (BANAP)
11. Banco Nacional de Desarrollo Agropecuario (BANDAGRO)
12. Fondo de Crédito Agropecuario (F.C.A) * (1976)
13. Institutos de Previsión
14. Corporación para el Desarrollo de la Pequeña y Mediana Industria.
15. Otras Instituciones Financieras Públicas:

    CVF - CENAZUCA

    Fundación para el Desarrollo de la Comunidad y Fomento Municipal.

    Fondo Nacional del Café

Fondo Nacional del Cacao

Fondo de Crédito Industrial * (1978)

Instituto Municipal de Crédito Popular.

Fondo de Financiamiento de las Exportaciones * (1973).

b) DESCRIPCION DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS PUBLICAS Y PRIVADAS

Banco Central de Venezuela

Es la autoridad monetaria del país y tiene como finalidad esencial crear y mantener condiciones monetarias, crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad de la moneda, al equilibrio económico del país y al desarrollo de la economía. Es un organismo sin fines de lucro y, desde 1974 es una institución pública.

Bancos Comerciales

Son organismos privados o públicos cuya función primordial es recibir depósitos a la vista, de ahorro y a plazo y, por otro lado, otorgar préstamos (hasta por cinco años) a particulares, comerciantes y sociedades mercantiles.

Bancos Hipotecarios

Son instituciones dedicadas enteramente al financiamiento de la construcción y adquisición de viviendas, con un plazo máximo de 25 años. A tal efecto pueden recibir depósitos de ahorro y plazo, emitir cédulas hipotecarias, certificados de ahorro, bonos

quirografarios y otros títulos de corto y mediano plazo no garantizados por hipotecas.

Sociedades Financieras

Son instituciones de carácter privado, especializadas en la intermediación del crédito a mediano y largo plazo, cuyo objeto principal es intervenir en la colocación de capitales y financiar la construcción, producción, adquisición y venta de bienes y la realización de servicios. A tal efecto podrían recibir depósitos de ahorro y a plazo, emitir bonos financieros, bonos quirografarios y certificados de ahorro.

Entidades de Ahorro y Préstamo

Son asociaciones civiles de carácter privado cuyo propósito es crear, proteger y mantener condiciones favorables para la formación de ahorro y garantizar préstamos que se destinen a la adquisición, construcción, ampliación y terminación de las viviendas de sus socios (ahorristas). Para cumplir esta labor pueden recibir aportaciones de ahorro y emitir certificados de ahorro.

Banco Nacional de Ahorro y Préstamo (BANAP)

Es un organismo público que ejerce las funciones de un banco central para las Entidades de Ahorro y Préstamo, pues les pres

ta asistencia financiera, garantiza a éstas la restitución de los préstamos que concedan a sus socios, y a los socios les garantiza la devolución de las aportaciones de ahorro.

Banco de los Trabajadores de Venezuela (BTV)

Fue fundado por iniciativa de la Confederación de Trabajadores de Venezuela (CTV), con la participación y apoyo del Estado venezolano, con objeto de fomentar hábitos de ahorro sistemático entre los trabajadores venezolanos, garantizar el otorgamiento de préstamos a trabajadores, artesanos, pequeñas industrias y para la construcción y adquisición de viviendas.

Se caracteriza por ser la única institución bancaria del país facultada para actuar como banco comercial e hipotecario a la vez. A tal efecto puede recibir depósitos de cualquier clase y emitir cédulas hipotecarias, bonos quirografarios y certificados de ahorro. Con estos recursos puede financiar a corto, mediano y largo plazo.

Banco de Desarrollo Agropecuario (BANDAGRO)

Es una institución financiera mixta, con la participación del sector agrícola público y privado. Sus objetivos son promover la constitución y productividad de las empresas dedicadas al agro y mejorar las condiciones de vida de sus trabajadores. Puede conceder créditos a corto, mediano y largo plazo, y recibir depósitos a la vista, de ahorro y plazo.

Compañías de Seguros

Todas las aseguradoras tienen carácter privado y ofrecen la cobertura de riesgos sobre personas y bienes localizados y registrados en el territorio nacional, a cambio del pago de una prima por parte del asegurado. A través del ingreso proveniente de sus políticas, las aseguradoras, aparte de mantener las reservas que la ley les exige, conceden préstamos a largo plazo para financiar la construcción y la compra de acciones y obligaciones.

Fondos y Cajas de Ahorro

Están constituidos por fondos de miembros de las empresas industriales y financieras. Los ahorros son acumulados a través de deducciones en sueldos y salarios, más un porcentaje que colocan las propias empresas. Estos recursos son administrados por un comité elegido entre sus miembros, el cual utiliza esos fondos para participar en el mercado de capitales y para conceder préstamos a sus miembros.

Sociedades de Capitalización

Son sociedades privadas que tienen como objeto obtener fondos mediante contratos de capitalización y hacer inversiones con los fondos obtenidos mediante dichos contratos.

Petróleos de Venezuela (PDVSA)

Es una empresa estatal cuyo objetivo es planificar, coordinar y supervisar la acción de las sociedades de su propiedad, así como controlar que estas sociedades ejecuten sus operaciones de exploración, transporte, manufactura, refinación, almacenamiento, comercialización o cualquiera otra de su competencia en materia de hidrocarburos de manera regular y eficiente.

Corporación Venezolana de Fomento (C.V.F.)

Trabaja con fondos del gobierno y persigue unos objetivos muy amplios, entre los que podemos citar la promoción del financiamiento y fomento de la industria manufacturera y agro-industrial 3/.

Corporación Venezolana de Guayana (C.V.G.)

Es una institución pública cuya finalidad es promover la formación de las empresas estatales que fueren necesarias para fomentar el desarrollo de la región de Guayana.

Corporación de Desarrollo de la Pequeña y Mediana Industria (CORPOINDUSTRIA) (anteriormente CONAFIN)

Sus funciones son las de promover y ejecutar programas orienta-

---

3/ Este organismo se encuentra en proceso de liquidación.

dos hacia el aumento del empleo y de la producción de la artesanía, de la pequeña y mediana industria, prestándole a tal fin la asistencia técnica y financiera necesaria.

Corporaciones Regionales de Desarrollo 4/

Tienen por objeto promover el desarrollo económico armónico e integral de su correspondiente región, así como también financiar e incentivar, mediante su patrimonio y de los demás recursos que pueda movilizar, la formación de nuevas empresas y mejora de las existentes, para lograr la más productiva utilización de los recursos de la región, en concordancia con las metas del Plan de la Nación .

Instituto de Crédito Agrícola y Pecuario (ICAP) (Anteriormente Banco Agrícola y Pecuario)

Su finalidad es satisfacer las necesidades de crédito del pequeño productor rural y sus organizaciones económicas. Posteriormente a su transformación en Instituto (1975) este ente no puede recibir depósitos del público, ni colocar obligaciones.

Instituto Nacional de la Vivienda INAVI (Anteriormente Banco Obrero)

Es una institución pública que tiene como objetivo la ejecución

4/ Incluyen: Corpoandes, Corpooccidente, Corpooriente, Corpozulia.

y administración de la política de vivienda de interés social, mediante el otorgamiento de créditos tanto para la construcción como para la adquisición de las mismas. No se prevé para el INAVI la captación de recursos del público, ni la emisión de obligaciones. Sus fondos los obtiene mediante crédito público, contratación de préstamos en el país o en el exterior.

Instituto Municipal de Crédito Popular

Este instituto utiliza los fondos aportados por el gobierno municipal de Caracas y por el gobierno del Distrito Federal para la concesión de préstamos personales y comerciales.

Institutos de Previsión Social

Son similares a los Fondos y Cajas de Ahorros con la diferencia de que estas reciben recursos del gobierno y proveen cierto tipo de protección a sus miembros, tales como beneficios por jubilación y seguros médico y de vida.

Fundación de la Vivienda Popular

Es una institución privada sin fines de lucro, cuya finalidad es colaborar con el financiamiento de la construcción de viviendas para familias de bajos ingresos.

Fundación para el Desarrollo de la Comunidad y Fomento Municipal (FUNDACOMUN)

Institución pública que coordina programas destinados al mejoramiento de los barrios pobres, en los que se requiera la acción e inversión de distintos organismos estatales. Asimismo, maneja fondos para financiar proyectos concretos a nivel municipal.

Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV)

Fue creado para complementar el financiamiento de la expansión y diversificación de la estructura económica del país, realizar colocaciones e inversiones rentables en el exterior a objeto de preservar sus actividades y desarrollar programas de cooperación financiera internacional.

Fondo de Crédito Agropecuario (FCA)

A través del uso de sus recursos, tiene por objeto la ejecución de programas tendientes al aumento de la producción agrícola.

Fondo de Crédito Industrial (FONCREI)

Tiene como finalidad promover la ejecución de programas orientados hacia el aumento, diversificación, integración y aprovechamiento óptimo de los recursos naturales del país, la racional ubicación espacial de la actividad manufacturera y la democratización de la propiedad industrial. Sus recursos provienen de aportes del Estado y de las utilidades y otros ingresos obtenidos de

las operaciones que realiza.

Fondo de Financiamiento de las Exportaciones (FINEXPO)

Esta encargado de diseñar y poner en práctica una política coherente para la expansión y diversificación de las exportaciones no tradicionales.

Fondo de Desarrollo Urbano (FONDUR)

Este ente utiliza sus recursos financieros para promover el desarrollo habitacional e inmobiliario, el fortalecimiento de la estructura turística educacional y asistencial.

Fondo Nacional del Cafe (FONCAFE) y Fondo Nacional del Cacao (FONCACAO) (Anteriormente FONDO NACIONAL DEL CAFE Y CACAO)

Estos fondos funcionan separadamente a partir de 1975 y tienen como objeto el fomento y asistencia técnica de los cultivos mencionados para promover su producción e industrialización. Para tal fin son dotados de recursos por el Estado venezolano.

A.3 INSTRUMENTOS FINANCIEROS

A continuación se enumeran y se describen brevemente los principales instrumentos financieros en Venezuela. Al hacer la descripción de estos instrumentos se excluyen aquellos que ya han sido explicados en el capítulo dos.

a) PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE VENEZUELA. 1982

---

1. Efectivo (Monedas y billetes)
2. Depósitos a la Vista
3. Depósitos de Ahorro.
   - 3.1 Depósitos de Ahorro
   - 3.2 Aportaciones de Ahorro
   - 3.3 Libreta Dorada
   - 3.4 Ahorro Programado
   - 3.5 Cheque Ahorro.
4. Depósitos a Plazo
5. Certificados de Ahorro
6. Participaciones de Ahorro
7. Reservas Técnicas
8. Préstamos a Corto plazo
9. Valores de Renta Fija
   - 9.1 Bonos Públicos
   - 9.1 Cédulas Hipotecarias
   - 9.3 Bonos Financieros
   - 9.4 Bonos Quirografarios
   - 9.5 Bonos Otras Empresas.
10. Valores de Renta Variable
    - 10.1 Acciones
    - 10.2 Cuotas S.R.L.
11. Participaciones de Capital.

12. Préstamos Hipotecarios
13. Préstamos a Largo Plazo no Hipotecarios
14. Reservas Internacionales y otros Depósitos Externos
15. Depósitos Especiales
16. Prestaciones Sociales
17. Cuentas a Cobrar
18. Asignaciones Deg.
19. Otros.

b) DESCRIPCION DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE VENEZUELA

1) MONEDAS Y BILLETES: Constituyen medios de pago de aceptación general.

2) DEPOSITOS A LA VISTA: De acuerdo a la Ley, éstos son depósitos exigibles a un término igual o menor de treinta días 5/. En la práctica son disponibles en el momento de demandarlos. Constituyen, como las monedas y billetes, medios de pago, y se transfieren mediante cheques. Su denominación mínima es de 5.000 Bs, y su rendimiento nominal es cero.

3) DEPOSITOS DE AHORRO: Estos depósitos no tienen un plazo preestablecido. Su denominación mínima es de Bs. 10.000. Los saldos mantenidos en estos depósitos no pueden ser traspasados sistemáticamente a otras cuentas (p. ejemplo: depósitos a la vista), ni ser transferidos mediante cheque. Su liquidez es inmediata.

4) APORTACIONES DE AHORRO: Son, en cierta forma, similares a los depósitos de ahorro. Las instituciones que las reciben podrían reservarse un plazo máximo de 30 días para los retiros parciales o totales de los fondos aportatos. En la práctica, su liquidez es inmediata. La denominación mínima es de Bs. 10.00.

5/ Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito, Art. 18.

5) CERTIFICADOS DE AHORRO: Son instrumentos a plazo fijo, no menor de treinta días, con una denominación mínima de Bs. 5.000,oo. El instituto los emitirá a cambio de una suma de dinero, igual a su valor nominal, garantizando la devolución, al vencimiento de los fondos invertidos.
Sin embargo, pueden ser negociados en el mercado secundario antes de su fecha de vencimiento.

6) DEPOSITOS A PLAZO FIJO: Como su nombre lo indica, estos depósitos,se establecen a un plazo determinado, no menor de 90 días y se documentan por un "certificado de depósto". Existen dos modalidades básicas de depósitos a plazo fijo, negociables y no negociables. Los primeros, pueden ser, a su vez al portador o nominativos. Su característica esencial es que pueden ser negociados antes de la fecha de vencimiento, mediante el simple traspaso de la posesión física en el caso de que sean al portador, o mediante firma del cedente, cesionario y del instituto emisor, en caso de ser nominativos. Los no negociables no podrán hacerse líquidos hasta que haya vencido el plazo estipulado.

7) PARTICIPACIONES DE AHORRO: Corresponden a las participaciones financieras del sector privado no financiero en sociedades distintas a las constituidas como sociedades anónimas,tales como las Cajas de Ahorro y Fondos de Previsión. 6/

7/ BCV: Anuario de Cuentas Nacionales. Caracas 1984. p. 73 del Apéndice Metodológico.

8) RESERVAS TECNICA: Comprenden las reservas para riesgos y contingencias que deben mantener las empresas aseguradoras y reaseguradoras, según la Ley. No incluyen las Reservas Matemáticas de las sociedades de capitalización.

9) PRESTAMOS A CORTO PLAZO: Son los préstamos exigibles a la vista, otorgados a plazos menores de dos años, garantizados por bienes o fianzas o sin garantía específica.

10) VALORES DE RENTA FIJA: Bajo esta denominación general se designan a todos los documentos, sometidos a registro público, que representan una acreencia contra el sector que los emite, en la que se establece la fecha de vencimiento, así como la tasa de interés que devenga, asegurando de esta forma a su poseedor el derecho incondicional de recibir una remuneración fija por el capital invertido.

11) VALORES DE RENTA VARIABLE: Designan a a quellos instrumentos financieros cuyo rendimiento depende de la rentabilidad de la empresa que los emite. Comprenden:

a) Las acciones, que es el nombre que recibe cada una de las partes en que se encuentra dividido el capital social de una sociedad anónima.

b) Cuotas de participación, que se utiliza para designar cada una de las fracciones en que se divide el capital de las sociedades de responsabilidad limitada.

En este grupo se incluyen los aportes de capital que el Estado hace a las empresas públicas constituidas en sociedades anónimas.

12) PARTICIPACIONES DE CAPITAL: Representan los aportes de capital que el Ejecutivo Nacional efectúa a los Institutos Autónomos del Estado no constituidos en sociedades de capital por acciones pero que se consideran empresas del Estado.

13) PRESTAMOS HIPOTECARIOS: Son préstamos documentados con las garantías sobre bienes inmuebles, generalmente a largo plazo (más de dos años).

14) PRESTAMOS A LARGO PLAZO NO HIPOTECARIOS: Son préstamos concedidos por plazos mayores de dos años, con o sin garantías específicas en bienes muebles o fianzas. Se incluyen aquí, las cuentas y efectos por pagar a un plazo superior a dos años.

15) RESERVAS INTERNACIONALES: Abarcan el oro, los Derechos Especiales de Giro del Fondo Monetario Internacional, la posición crediticia frente al FMI, depósitos a la vista y a plazo en el exterior menos las obligaciones con Bancos del exterior del Banco Central de Venezuela. También se incluyen la tenencia de oro y divisas en poder de la banca comercial menos sus obligaciones en monedas extranjeras y una serie de activos in

ternacionales líquidos administrados por el Fondo de Inversiones de Venezuela.

16) DEPOSITOS EXTERNOS: Abarcan los depósitos a la vista y a plazo efectuados por residentes en bancos del exterior y viceversa.

17) DEPOSITOS ESPECIALES: Se refieren a los depósitos creados en virtud de la Ley Sobre Bienes Afectos a Reversión en las Concesiones de Hidrocarburos, con objeto de crear el Fondo de Garantía de Bienes Afectos a Reversión. Además, se califican como depósitos especiales los realizados por el Fondo de Inversiones de Venezuela, el Fondo de Financiamiento de las Exportaciones y Petróleos de Venezuela, S.A. en el Banco Central de Venezuela y por el Fondo de Crédito Agropecuario y de Crédito Industrial en las instituciones financieras públicas y privadas.

18) PRESTACIONES SOCIALES: Indemnizaciones que por concepto de antigüedad y cesantía están obligadas a pagar tanto las empresas como el Gobierno, a sus trabajadores en el momento en que se de término a la relación de trabajo. Las empresas crean cuentas de pasivo a las que se abonan periódicamente las cantidades correspondientes a cada empleado por estos derechos. Mientras no sean canceladas dichas prestaciones constituyen una fuente de financiamiento para la empresa.

19) CUENTAS POR COBRAR: Sumas a cobrar a deudores por venta de bienes y servicios o por operaciones ordinarias propias al en

te institucional de que se trate. Su plazo es variable y pueden estar documentadas o no con títulos de crédito.

OTROS: Se incluyen aquí aquellos instrumentos financieros que no pueden ser englobados dentro de las categorías antes descritas, tales como las cuentas diferidas, contingentes, transitorias. etc.

En la exposición realizada en el capítulo III, se han omitido las reservas técnicas participaciones de ahorro y depósitos especiales debido a su escasa cuantía. Las prestaciones sociales tampoco se consideran pues su origen se deriva de las Leyes del Trabajo y de Carrera Administrativa. Las cuentas por cobrar, que guardan relación con las condiciones establecidas en las operaciones comerciales, las reservas internacionales, las asignaciones de derechos especiales de giro y la partida "otros" también se excluyen a efectos del análisis.

APENDICE "B"

DATOS Y RESULTADOS NUMERICOS (Hojas de Computación)

PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO Y
PRODUCTO NACIONAL BRUTO
(1970-1982)

MILLONES DE BOLIVARES

AÑO	P.T.B.	P.N.B
1970	52025	49495
1971	57141	53803
1972	61502	59364
1973	73253	70297
1974	112234	109491
1975	118098	118442
1976	135104	135287
1977	155706	155342
1978	169060	168427
1979	207737	206978
1980	254201	255404
1981	285208	287455
1982	291268	284715

FUENTE: B.C.V.; Anuario de Cuentas Nacionales.

AHORRO INTERNO BRUTO
(1970-1982)

AÑO	SNB (mill.Bs.)	SIB/P.T.B.	SIB/P.N.B.
1970	15285	0,2938	0,3088
1971	17054	0,2985	0,3170
1972	18678	0,3037	0,3146
1973	25137	0,3432	0,3576
1974	51098	0,4553	0,4667
1975	45562	0,3858	0,3847
1976	47582	0,3522	0,3517
1977	51062	0,3279	0,3287
1978	47867	0,2831	0,2842
1979	67149	0,3232	0,3244
1980	83027	0,3266	0,3251
1981	82529	0,2894	0,2871
1982	57144	0,1962	0,2007

FUENTE: BCV; Anuario Cuentas Nacionales 1982.

AHORRO INTERNO NETO
(1970-1982)

	SNN (Mill.Bs)	SIN/P.T.B.	SIN/P.N.B.
1970	10461	0,2011	0,2114
1971	11774	0,2061	0,2188
1972	13333	0,2168	0,2246
1973	19230	0,2625	0,2736
1974	44582	0,3972	0,4072
1975	38039	0,3221	0,3212
1976	39065	0,2891	0,2888
1977	40542	0,2604	0,2610
1978	35382	0,2093	0,2102
1979	52237	0,2515	0,2524
1980	65923	0,2593	0,2581
1981	62660	0,2197	0,2180
1982	35478	0,1218	0,1246

FUENTE: BCV; Anuario Cuentas Nacionales, 1982

TASA DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO Y DEL PRODUCTO NACIONAL BRUTO (*)

(1970-1982)

PORCENTAJE

AÑO	P.T.B.	P.N.B.
1970	0,07645	0,0904
1971	0,03071	0,0201
1972	0,03257	0,0585
1973	0,06255	0,0564
1974	0,06064	0,0782
1975	0,06068	0,0904
1976	0,08771	0,086
1977	0,06722	0,0633
1978	0,02138	0,02
1979	0,01335	0,0134
1980	-0,01988	-0,0116
1981	-0,00302	0,00011
1982	0,00682	-0,0235

(*) A precios Constantes de 1968.

FUENTE: Elaborado en base a datos de BCV.; Anuario Cuentas Nacionales 1982.

PRODUCTO TERRITORIAL BRUTO Y PRODUCTO

NACIONAL BRUTO PER CAPITA

(1970-1982)

BOLIVARES

AÑO	P.T.B. PC	P.N.B. PC
1970	4869	4632
1971	4868	4583
1972	4926	4755
1973	5076	4872
1974	5221	5094
1975	5371	5387
1976	5624	5632
1977	5826	5812
1978	5780	5759
1979	5684	5663
1980	5414	5440
1981	5249	5290
1982	5139	5023

FUENTE: P.T.B. BCV. Anuario Cuentas Nacionales 1982
Población O.C.E.I.

AHORRO RESTO DEL MUNDO
(1970-1982)

AÑO	SRM (a) (mill.Bs)	SRM/P.T.B.	SRM/P.N.B.
1970	458	0,0088	0,00925
1971	48	0,00084	0,00089
1972	434	0,00706	0,00731
1973	-3683	-0,05028	-0,05239
1974	-24192	-0,2155	-0,22095
1975	- 9118	-0,0774	-0,07698
1976	- 1077	-0,00797	-0,00796
1977	13606	0,08738	0,08759
1978	24546	0,14519	0,14574
1979	- 1498	-0,00721	-0,00724
1980	-20236	-0,07961	-0,07923
1981	-17120	-0,06003	-0,05956
1982	18186	0,06244	0,06387

FUENTE: BCV; Anuario Cuentas Nacionales, 1982.

(a) Ahorro Resto del Mundo = Saldo Cuenta Corriente con el signo contrario = Préstamos Netos del Resto del Mundo.

AHORRO PRIVADO BRUTO *
(1973-1982)

AÑO	SPB (Mill.Bs)	SPB/P.T.B.	SPB/P.N.B
1973	17902	0,2444	0,2547
1974	18019	0,1605	0,1646
1975	17703	0,1499	0,1495
1976	21173	0,1567	0,1565
1977	26446	0,1698	0,1702
1978	24500	0,1449	0,1455
1979	29695	0,1429	0,1435
1980	32008	0,1259	0,1253
1981	28995	0,1017	0,1009
1982	21269	0,073	0,0747

* Ahorro Bruto del Sector Privado no Financiero.

FUENTE: Tablas de Flujo de Fondos del BCV.

AHORRO BRUTO OTROS SECTORES

(1973-1982)

AÑO	SOS (mill.Bs)	SOS/P.T.B.	SOS/P.N.B
1973	-3131	-0,0427	-0,0445
1974	- 323	-0,0029	-0,003
1975	2275	0,0193	0,0192
1976	277	0,0021	0,002
1977	11980	0,0769	0,0771
1978	18275	0,1081	0,1085
1979	5879	0,0283	0,0284
1980	-4992	-0,0196	-0,0195
1981	-8080	-0,0283	-0,0281
1982	-3032	-0,0104	-0,0106

FUENTE: BCV; Tablas de Flujo de Fondos. Constituye los Préstamos de otros sectores al sector privado no financiero.

TASA DE INTERES REAL
(1970-1982)
PORCENTAJE

AÑO	d	P*(a)	P* (b)	d-P*(c)	d-P*(d)
1970	0,07	0,01588	0,0168	0,0541	0,0532
1971	0,07	0,015465	0,02165	0,0545	0,04835
1972	0,07	0,025655	0,02775	0,0443	0,04225
1973	0,08	0,03109	0,02905	0,0489	0,05095
1974	0,08	0,04955	0,03525	0,0304	0,04475
1975	0,08	0,11041	0,05975	-0,0304	0,02025
1976	0,08	0,13015	0,0835	-0,0502	-0,0035
1977	0,08	0,10524	0,0836	-0,0252	-0,0036
1978	0,08	0,10232	0,08155	-0,0223	-0,00155
1979	0,125	0,08555	0,07605	0,0395	0,04895
1980	0,1408	0,08735	0,09865	0,0535	0,04215
1981	0,1472	0,14419	0,1596	0,003	-0,0124
1982	0,1455	0,14684	0,16735	-0,0013	-0,02185

(a) Tasa de inflación esperada en base a índices de precios al por mayor.

(b) Tasa de inflación esperada en base a índices de precios al consumidor.

(c) Tasa para los depósitos a plazo Menos tasa de inflación esperada en base a índices de precios al por mayor.

(d) Tasa para los depósitos a plazo Menos tasa de inflación esperada en base a índices de precios al consumidor.

VENEZUELA: POBLACION

(1970-1982

AÑO	POBLACION
1970	10.398.907
1971	10.721.522
1972	10.939.241
1973	11.279.608
1974	11.631.650
1975	11.993.062
1976	12.458.107
1977	12.835.302
1978	13.213.664
1979	13.616.195
1980	14.010.609
1981	14.408.709
1982	14.818.215

EQUATION COEFFICIENTS:
CONSTANT: -0.8322025
VARIABLE (1): 0.72599328
VARIABLE (2): 0.47866138
VARIABLE (3): 0.59057758
VARIABLE (4): -0.43115024

COEFFICIENT OF DETERMINATION(R**2):
0.91551288
COEFFICIENT OF MULTIPLE CORRELATION:
0.95682435
STANDARD ERROR OF ESTIMATE:
.021393728

Y-OBSERVED,Y-ESTIMATED,RESIDUAL

1-0.2938,0.31453935,-.020739347

2-0.2985,0.28227959,.016220413

3-0.3037,0.2826416,.021058405

4-0.3432,0.35206722,-.00886722219

5-0.4553,0.44165348,.013646516

6-0.3858,0.37284621,.012953793

7-0.3522,0.36646659,-.014266587

8-0.3279,0.32158866,.00631113445

9-0.2831,0.25733054,.025769559

10-0.3232,0.34516582,-.02496382

11-0.3266,0.33228956,-.005689563
1

12-0.2894,0.28788152,.00151883847

13-0.1962,0.21915198,-.022951977

STD. ERROR COEF.

1-0.05032492

2-0.15538911

3-0.11053632

4-0.26797513

5-.077995142

COEF. DURBIN-WATSON
D=2.1662194 2,166 21944

```
EQUATION COEFFICIENTS:
CONSTANT:-2.0354117
VARIABLE (1):0.72072421
VARIABLE (2):0.27015473
VARIABLE (3):0.61837444
VARIABLE (4):-0.39028213

COEFFICIENT OF DETERMINATION(R**
2):
0.90620913
COEFFICIENT OF MULTIPLE CORRELAT
ION:
0.95195017
STANDARD ERROR OF ESTIMATE:
.022505497

Y-OBSERVED,Y-ESTIMATED,RESIDUAL

1-0.3088,0.3093361,-.030536097

2-0.317,0.28505675,.03024025

3-0.3146,0.31741115,-.0026111447

4-0.3576,0.3511442,.0064557993

5-0.4667,0.44084581,.025854194

6-0.3847,0.39340803,-.0087080249

7-0.3517,0.36062857,-.0089285674

8-0.3287,0.31[illegible],.[illegible]

9-0.2842,0.26030448,.023895522

10-0.3244,0.34193965,-.017539651

11-0.3251,0.33895962,-.011359618

12-0.2671,0.29643638,-.0093363774

13-0.2007,0.21141237,-.010712366


STD. ERROR COEF.

1-0.79128285

2-0.17167344

3-.092098786

4-0.30206829

5-.082457597


COEF. DURBIN-WATSON
D=2.1481879
```

```
EQUATION COEFFICIENTS:
CONSTANT: -4.9790325
VARIABLE (1):0.7345235
VARIABLE (2):0.60403386
VARIABLE (3):0.41929137
VARIABLE (4):-0.58844811

COEFFICIENT OF DETERMINATION(R**
2):
0.92866365
COEFFICIENT OF MULTIPLE CORRELAT
ION:
0.96367196
STANDARD ERROR OF ESTIMATE:
.021758795

Y-OBSERVED,Y-ESTIMATED,RESIDUAL

1-0.2011,0.22286615,-.021786149

2-0.2061,0.19181545,.01428454

3-0.2166,0.1941181,.022681899

4-0.2625,0.27154752,-.0091473147

5-0.3978,0.38188103,.015318974

6-0.3221,0.30748244,.014617563

7-0.2891,0.30432559,-.015225585

8-0.2604,0.25443959,.0059504106

9-0.2093,0.18282223,.026477768

10-0.2515,0.27756107,-.026161069

11-0.2593,0.26350879,-.0043087889

12-0.2197,0.22290348,-.0032034803

13-0.1218,0.14130877,-.019508771


STD. ERROR COEF.

1-0.96653589

2-0.1895702

3-0.11242195

4-0.27253956

5-.079312409


COEF. DURBIN-WATSON
D=2.1808248
```

EQUATION COEFFICIENTS:
CONSTANT:-3.1059609
VARIABLE (1):0.73115031
VARIABLE (2):0.38679877
VARIABLE (3):0.44827524
VARIABLE (4):-0.46471686

COEFFICIENT OF DETERMINATION(R**
2):
0.91825963
COEFFICIENT OF MULTIPLE CORRELAT
ION:
0.95825875
STANDARD ERROR OF ESTIMATE:
.02336677

Y-OBSERVED,Y-ESTIMATED,RESIDUAL

1-0.2114,0.24337274,-.031972736

2-0.2188,0.18973457,.029065426

3-0.2246,0.22621671,-.0016167059

4-0.2736,0.26692104,.0066789623

5-0.4072,0.37902085,.02817914

6-0.3212,0.32880578,-.0076057779

7-0.2888,0.2986901,-.0098900964

8-0.261,0.24790129,.013098706

9-0.2102,0.18543001,.024769993

10-0.2524,0.27089193,-.018491925

11-0.2561,0.26891913,-.010819128

12-0.218,0.23267836,-.014678363

13-0.1246,0.13131751,-.006717508
13-0.1246,0.13131751,-.006717508
3

STD. ERROR COEF.

1-0.81079118

2-0.17590589

3-.094369395

4-0.30951556 0.30951556

5-.0844905111 0.0844905111

COEF. DURBIN-WATSON
D=2.0961179

```
EQUATION COEFFICIENTS:
CONSTANT:0.77974592
VARIABLE (1):0.7605552
VARIABLE (2):-.078700636
VARIABLE (3):0.92200313
VARIABLE (4):0.19279826

COEFFICIENT OF DETERMINATION(R**
2):
0.72293621
COEFFICIENT OF MULTIPLE CORRELAT
ION:
0.85025655
STANDARD ERROR OF ESTIMATE:
.031831902

Y-OBSERVED,Y-ESTIMATED,RESIDUAL

1-0.2444,0.19712925,.047270749

2-0.1605,0.19302888,-.032528881

3-0.1499,0.17118914,-.02128914

4-0.1567,0.16324308,-.0072430799

5-0.1698,0.155423,.014377003

6-0.1449,0.12721582,.017684179

7-0.1429,0.15859043,-.015490431

8-0.1259,0.12431622,.0015837827

9-0.1017,.088124614,.013575386

10-.073,.090939572,-.017939572


STD. ERROR COEF.

1-3.3390631

2-0.29629639

3-0.3888997

4-0.39630733

5-0.42276383


COEF. DURBIN-WATSON
D=1.9144044
```

```
EQUATION COEFFICIENTS:
CONSTANT:0.10403598
VARIABLE (1):0.75923097
VARIABLE (2):0.9129653
VARIABLE (3):.06184861

COEFFICIENT OF DETERMINATION(R**
2):
0.7206669
COEFFICIENT OF MULTIPLE CORRELAT
ION:
0.84892102
STANDARD ERROR OF ESTIMATE:
.029177178

Y-OBSERVED,Y-ESTIMATED,RESIDUAL

1-0.2444,0.19540053,.048999473

2-0.1605,0.19075159,-.030251586

3-0.1499,0.16978735,-.019887345

4-0.1567,0.16756264,-.010862636

5-0.1698,0.15654097,.013259027

6-0.1449,0.12553908,.01936092

7-0.1429,0.16061168,-.017711684

8-0.1259,0.12621173,-.0003117265
9

9-0.1017,.088672021,.013027979

10-.073,.088622422,-.015622422


STD. ERROR COEF.

1-.01464394

2-0.27216003

3-0.36094206

4-0.2165397


COEF. DURBIN-WATSON
D=1.9116884
```

BIBLIOGRAFIA

AGUIRRE, Antonio: "El Crecimiento de las Instituciones Financieras de Venezuela 1960-1980" Publicado en : Revista de Hacienda. Caracas, Año XLVI # 78. Ene- Dic.1981

"Teoría Financiera" Mimeo UCAB. 1972

ASCANIO, Jackeline: "Influencia del sector Financiero en la Economía Venezolana" Memoria de grado UCAB. 1983

BASAÑEZ, Eduardo: "El Fondo Fiduciario de Activos Líquidos." Publicado en Revista de Hacienda. Caracas, Año XLV # 79. Ene-Dic. 1982

BRANSON, William: "Teoría y Política Macroeconómica" Editorial: Fondo de Cultura Económica Madrid, 1977

COATS, Warren. KHATKHATE, DEENA Money and Monetary Policy in less developed countries, a survey of Issues & Evidence Pergamon Press. 1980

DORNBUSCH, R. y FISCHER S.: "Macroeconomics" Editorial McGraw Hill Nueva York, 1978

FRIEDER, Salomón "El diferencial entre las tasas de interés externas e internas y el movimiento de capitales entre Venezuela y el resto del mundo". Memoria de grado UCAB. 1984

FRY, MAXWELL: "Money and capital or financial deepening in economic development". Ohio State University Press, Journal of Money, Credit, and Banking, Volumen 10, Noviembre 1978.

"El control monetario para el desarrollo financiero". Publicado en: El Desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe. Compilador: Bernardo Paúl. Instituto Interamericano de mercados de capital. Caracas, 1981.

GUJARATI, Damodar: "Econometría Básica". Editorial Mc Graw Hill. Bogotá 1981.

GURLEY, J. y SHAW S. "Money in a Theory of finance". The Brookings Institution, Washington D.C. 1960.

HELLER, Wolfgang: "Diccionario de Economía Política". Editorial Labor, Barcelona, 1965.

KRIVOY, Ruth de: "Hacia una dinamización del sector financiero". Publicado en "Cuadernos de Número", Caracas, 1982.

"*Mercado Financiero Venezolano*". Publicado en: "Tasas de interés y su impacto en el mercado financiero". Económicas BTV., Caracas, 1982.

LAGO, Manuel: "Nivel y Estructura de las tasas de Interés". UCAB. Mimeo (sin fecha).

LEWIS, Arthur W.: "Teoría del Desarrollo Económico". Fondo de Cultura Económica, México, 1958.

LONG,M y VENEROSO, F.: "Beneficios Económicos de los mercados de Valores". Publicado en: El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe. Compilador Bernardo Paúl. Instituto Interamericano de Mercados de Capital. Caracas, 1981.

LOPEZ CASUSO, Rafael: "El problema de Identificación" UCAB. Mimeo. (sin fecha).

"Guía de Econometría" UCAB. Caracas, Mimeo (sin fecha).

MC KINNON, Ronald: "Money and finance in Economic Development: Essays in Hnor Edward S. Shaw." Marcel Dekker Nueva York. 1976.

"Money and Capital in Economic Development" The Brookings Institution. Washington D.C. 1973.

PIERCE, D.G. y SHAW, D.M.: "Economía Monetaria: Teorías,Evidencias y Política" Editorial ICE, Madrid, 1977

ROJO, Luis Angel: "Renta, precios y balanza de pagos". Editorial Alianza Universidad. Madrid. 1979.

SHAW, Edward: "Financial Deepening in Economic Development". Oxford University Press. Nueva York 1973.

SUBRATA, Ghatak: "Monetary Economics in Developing Countries" The Mc Millan Press. Mc Millan International College Editiwns. Londres. 1981.

ZIMMERMAN, J.L. : "Países pobres, países ricos; La brecha que se ensancha" Siglo veintiuno Editores, México, 1975.

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA:

La Economia venezolana en los últimos 35 años, Caracas, 1978.

Informe Económico 1970/1982.

Anuario de Series Estadísticas 1981/82

Anuario de Cuentas Nacionales, 1984.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: Estadísticas Financieras Internacionales Anuario, 1982.

Estadísticas Financieras Internacionales Septiembre 1984.