AAR9446

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMÍA

EL DESARROLLO FINANCIERO VENEZOLANO; SU MEDICIÓN A TRAVÉS DE LAS PRINCIPALES RESTRICCIONES FINANCIERAS DE CARÁCTER REGULATORIO QUE LO DETERMINAN / MOLDEAN

Tutor:
Andreas Faust

Autor:
Andrés Subía

Caracas, octubre de 2010

DEDICATORIA

A toda mi familia, por el apoyo incondicional y el cariño que siempre me han brindado a pesar de la distancia.

A mis padres y hermanos, por darme una buena educación, por las experiencias vividas, por el compañerismo y sobre todo por la paciencia que me han tenido siempre.

A mi madre y hermana, por la ternura, el afecto y las buenas vivencias que me han brindado.

A mi padre y hermano, por todas sus valiosas enseñanzas a lo largo de estos años, y por ser mis modelos a seguir en el ámbito profesional.

A todos mis amigos y compañeros, por su apoyo y amistad durante todos estos años.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco especialmente a mi tutor, Andreas Faust por su disposición, aportes y comentarios para la realización del presente trabajo de grado.

Agradezco a Carmen Noguera por sus aportes de información estadística vitales para la realización de este trabajo.

Agradezco a la biblioteca de la Corporación Andina de Fomento y a sus responsables por su gentileza y colaboración en el proceso de búsqueda de información.

Asimismo, agradezco a todas aquellas personas que de una u otra forma influyeron en la realización de este trabajo de grado.

Finalmente agradezco a la Escuela de Economía de la Universidad Católica Andrés Bello y a sus profesores por sus aportes a mi formación académica e integral.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN **6**

1. ACTIVIDAD BANCARIA **10**

1.1 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA 13

1.1.1 OPERACIONES ACTIVAS 14

1.1.2 OPERACIONES PASIVAS 18

2. REGULACIÓN BANCARIA, REPRESIÓN FINANCIERA Y DESARROLLO FINANCIERO **21**

2.1 REGULACIÓN BANCARIA 21

2.1.1 BANCO CENTRAL DE VENEZUELA (BCV) 22

1.1.2 SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS (SUDEBAN) Y FONDO DE GARANTÍAS DE DEPÓSITOS (FOGADE) 25

2.2 REPRESIÓN FINANCIERA 28

2.3 DESARROLLO FINANCIERO O PROFUNDIDAD FINANCIERA 37

3. HECHOS ESTILIZADOS DEL SECTOR FINANCIERO VENEZOLANO **47**

3.1 REPRESIÓN FINANCIERA EN VENEZUELA 62

3.2 SECTOR FINANCIERO PERÍODO 1992-1996 71

3.3 SECTOR FINANCIERO PERÍODO 1998-2008 85

4. ASPECTOS METODOLÓGICOS **94**

4.1 TÉCNICAS DE ESTIMACIÓN 94

4.2 PRUEBAS DE RAÍCES UNITARIAS 99

4.3 ESTIMACIÓN DEL MODELO MEDIANTE EL MÉTODO DE MÍNIMOS CUADRADOS ORDINARIOS DINÁMICOS (DOLS) 104

4.4 ESTIMACIÓN DEL TÉRMINO DE CORRECIÓN DE ERRORES.....109
(ECT) Y DEL MODELO DE CORRECIÓN DE ERRORES (ECM)
4.5 ANÁLISIS DE RESULTADOS.....114
CONCLUSIONES 119
BIBLIOGRAFÍA 123
ANEXOS.....129

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

		pp.
Gráfico # 1	Desarrollo financiero en algunos países de Latinoamérica. 1995-2000	38
Gráfico # 2	Profundidad Financiera (Crédito al Sector Privado) 2005	40
Gráfico # 3	Proporción de Cartera de Créditos como porcentaje del PIB (CCPIB)	48
Gráfico # 4	Cartera de Créditos como porcentaje del PIB (%)	49
Gráfico # 5	PIB per cápita (expresado en logaritmos) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB (%)	51
Gráfico # 6	Coeficiente de Encaje Legal (CEL) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB	53
Gráfico # 7	Tasa de Descuento (TD) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB	56
Gráfico # 8	Inflación (I) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB	57
Gráfico # 9	Créditos Dirigidos (CD) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB	59
Gráfico # 10	Profundidad Financiera. M2/PIB anual.	88
Gráfico # 11	Test Cusum (DOLS).	107
Gráfico # 12	Test CusumQ (DOLS)	107
Gráfico # 13	Test Cusum (ECM)	112

Gráfico # 14	Test CusumQ (ECM)	112
Cuadro # 1	Índice de Desarrollo Financiero	43
Cuadro # 2	Coeficiente de Correlación entre CCPIB y LOG(PIBPC)	52
Cuadro # 3	Coeficiente de Correlación entre CCPIB y CEL	54
Cuadro # 4	Coeficiente de Correlación entre CCPIB y TD	56
Cuadro # 5	Coeficiente de Correlación entre CCPIB e Inflación (I)	58
Cuadro # 6	Coeficiente de Correlación entre CCPIB y CD	61
Cuadro # 7	Evolución de los instrumentos de represión financiera en Venezuela	66
Cuadro # 8	Evolución del número de instituciones financieras. 1998-2008	85
Cuadro # 9	Topes Máximos y Mínimos de las Tasas Activas y Pasivas	91
Cuadro # 10	Prueba Augmented Dickey Fuller (ADF)	100
Cuadro # 11	Prueba Dickey Fuller Generalizada (GLS)	101
Cuadro # 12	Prueba Ng Perron	102
Cuadro # 13	Estimación de la regresión por Mínimos Cuadrados Ordinarios Dinámicos (DOLS)	105
Cuadro # 14	Correlograma de los residuos	106
Cuadro # 15	Breusch Godfrey Serial Correlation LM test	107
Cuadro # 16	Prueba de Heterocedasticidad de Breusch Pagan	107
Cuadro # 17	Prueba ARCH de Heterocedasticidad	107

Cuadro # 18 Estimación del Modelo de Corrección de Errores (ECM) 110

Cuadro # 19 Correlograma de los residuos 111

Cuadro # 20 Breush Godfrey Serial Correlation LM Test 111

Cuadro # 21 Prueba de Heterocedasticidad de Breusch Pagan 112

Cuadro # 22 Prueba ARCH de Heterocedasticidad 112

Cuadro # 23 Estimadores y parámetros resultantes 114

INTRODUCCIÓN

El sector financiero de un país, específicamente la banca representa uno de los sectores más importantes en términos de intermediario y de generador de nuevos servicios financieros cada vez más necesarios para una economía que pretenda dar el gran salto de economía en desarrollo al grupo de las grandes economías desarrolladas. La importancia del impacto de la actividad financiera sobre el crecimiento económico ha sido ampliamente argumentada y debatida dentro de la literatura económica de las últimas décadas.

Dentro de las funciones esenciales que realizan a diario las instituciones financieras, se pueden mencionar la intermediación financiera entre ahorristas y prestatarios; vital para la consecución del proceso de convertir recursos ociosos en recursos disponibles para aquellos agentes que deseen incursionar en actividades productivas que generen retornos al capital, la producción cada vez más rápida y activa de un conjunto de nuevos servicios financieros que sirven como instrumentos tanto de ahorro como de inversión, la eficaz administración del sistema de pagos que permite la liquidación de operaciones comerciales e inclusive la función de servir de intermediario para transmitir e implementar las políticas monetarias esbozadas por los gobiernos.

El presente trabajo está precisamente orientado hacia la interacción que existe entre el gobierno y sus decisiones de política monetaria (con el fin de alcanzar objetivos de distribución del ingreso y crecimiento económico), expresados en una serie de medidas y controles sobre el sector financiero y su contraparte constituida por los bancos y demás instituciones financieras sujetas a dicha supervisión.

Medidas de control financiero o de represión financiera han sido utilizadas y manejadas por los gobiernos de varios países en desarrollo con el fin de controlar la actividad financiera y en última instancia, generar mayor bienestar económico a través de ello, al menos esto es lo que la teoría afirmaría. En la práctica, dichos países han pasado por una serie de procesos en su mayoría fallidos, tanto de represión como de liberalización económica. La gran ola de liberalización mundial se dio a finales de los años setenta y comienzos de los ochenta. Diversos resultados y experiencias surgieron de dichos procesos, en su mayoría generando grandes desajustes y originando la necesidad de implementar ciertas políticas represivas más laxas que las impuestas anteriormente.

En el caso de Venezuela, una gran muestra de las repercusiones de una liberalización financiera incompleta en el país la constituye la crisis bancaria del año 1994, donde se evidenciaron fallas tanto de supervisión como de acatamiento de normas por parte de los directivos bancarios. Una serie de errores y malas prácticas desembocaron en lo que resultó ser una gran crisis que contaminó todo el sector financiero.

Es por esto que en las últimos años, se ha incrementado en el país la intervención gubernamental en la actividad financiera, principalmente mediante prácticas de intervención que constan de imponer altos porcentajes de encaje legal, controles de cambios, topes de tasas de interés, así como la imposición de créditos dirigidos o gavetas crediticias a tasas preferenciales asignadas a sectores económicos considerados prioritarios sin atender a los criterios de libre mercado.

La evidencia acerca del impacto de las medidas represivas mencionadas en el párrafo anterior es ambigua. Cada país consta de condiciones macroeconómicas y de mercado diferentes, lo que lleva a que cada uno de los elementos de represión financiera a incidir de distintas formas sobre el desarrollo financiero de un país.

Con la finalidad de estudiar el impacto de estas políticas en el desarrollo financiero del país, se realizó un análisis de regresión lineal por el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios, en donde se pretende estimar el efecto individual de cada uno de las medidas represivas consideradas, sobre el desarrollo financiero de Venezuela durante el período 1980-2008, considerando también el impacto de otras variables como el ingreso real per cápita y el índice de precios al consumidor.

El presente trabajo se estructuró en cuatro capítulos. En el primero se describe la actividad bancaria, el concepto de intermediación financiera y las operaciones que la constituyen. En el segundo capítulo, se mencionan las instituciones encargadas de la regulación y supervisión bancaria en el país y sus funciones principales, para luego definir algunos conceptos de represión financiera y las posiciones de varios autores; para finalizar con una breve descripción de los conceptos de desarrollo financiero y algunas comparaciones entre países. El tercer capítulo esboza ciertos hechos estilizados del sector financiero venezolano. En el cuarto y último capítulo se presentan los aspectos metodológicos, así como el modelo a estimar y el correspondiente análisis de resultados de la regresión lineal. Finalmente se expondrán las conclusiones pertinentes.

1. ACTIVIDAD BANCARIA

Resulta innegable constatar que existe una relación directa entre el nivel de desarrollo financiero de un país y el crecimiento económico del mismo. El problema de identificación surge a causa de la doble direccionalidad de dicha relación, la cual dependerá de la etapa de crecimiento en la que se encuentre un país.

En este sentido, durante las etapas iniciales del crecimiento económico, el desarrollo financiero cumple un papel fundamental construyendo las bases necesarias para alcanzar niveles superiores de crecimiento. A medida que una economía madura y crece de forma uniforme y a un ritmo estable, se ve en la necesidad de recurrir al uso de instrumentos y servicios financieros más sofisticados, traducido en una amplitud de instituciones financieras como creadoras de los canales mencionados anteriormente.

La intermediación financiera se define como aquel proceso mediante el cual una institución canaliza los fondos de los consumidores que depositan sus ahorros en ellas, hacia otros consumidores, empresas y ramas del sector

público que necesiten fondos para realizar inversiones en un determinado momento. Existe una gran cantidad de instituciones que se dedican a este proceso que constituye de alguna manera una diversificación del ahorro, dirigiéndolo desde fondos inutilizados hacia actividades productivas y proyectos de inversión que generen rendimientos positivos.

Es precisamente este el atractivo principal de dicha intermediación financiera, la capacidad para estimular la asignación de recursos hacia aquellos sectores económicos del país que poseen mayor atractivo en cuanto a rentabilidad y posibilidades de rédito y crecimiento, todo esto a través de una infinidad de canales de inversión. La capacidad de extender las transacciones entre individuos o agentes más allá de lo inmediato, es decir, en un marco inter-temporal que puede cubrir largos períodos de tiempo constituye otra de las bondades inherentes de la intermediación financiera.

En términos generales, los intermediarios financieros demuestran su habilidad para superar los problemas de selección adversa en los mercados crediticios y a partir de allí, indirectamente se encargan de fomentar la especialización de la producción, incentivar el desarrollo económico y el emprendimiento, así como de estimular la adopción de nuevas tecnologías.

Existen principalmente dos problemas de información cuando hablamos de intermediación financiera, conocidos como: selección adversa y riesgo moral. El primer término se refiere a una situación en la cual una de las partes posee y puede utilizar información privilegiada a favor de su persona y en perjuicio de la otra parte. Por otro lado, existe riesgo moral cuando una vez realizado el convenio, una de las partes tiene el incentivo de actuar manera tal que obtenga beneficios adicionales a expensas de la otra parte. Ambas imperfecciones se nutren de problemas de información. Es por esto que las instituciones financieras deben realizar un estudio del perfil del cliente antes actuar como intermediario.

1.1 Intermediación Financiera

La principal actividad de la banca se realiza a través de las operaciones activas y pasivas, es decir, operaciones mediante las cuales las instituciones financieras colocan en el mercado los fondos captados o invierten recursos en otras actividades que permitan generar retornos mayores, y operaciones que implican captar u obtener fondos que son nuevamente utilizados para llevar a cabo las operaciones activas.

Es precisamente el diferencial entre las tasas activas y pasivas lo que constituye la mayoría de los ingresos de las instituciones financieras. Las primeras deben ser siempre mayores a las pasivas a fin de obtener beneficios por medio de la intermediación. El índice de intermediación financiera mide representa precisamente el grado de intermediación que tiene una institución financiera, es decir, que porcentaje del total de depósitos ha colocado en créditos.

1.1.1 Operaciones Activas

La operación activa por excelencia la constituye el crédito bancario. Consiste en la operación mediante la cual el banco le otorga a una persona natural o jurídica un capital en condición de préstamo a ser cancelado en un plazo y con ciertas condiciones determinadas. Cada institución financiera trata de ofrecer mejores condiciones para otorgar los préstamos, a fin de atraer más clientes. Esto genera una intensa competencia entre dichas instituciones que las impulsa a mejorar sus condiciones y servicios, así como a ofrecer otro tipo de instrumentos innovadores.

El crédito puede ser clasificado de diversas maneras:

- Según el plazo: corto plazo (hasta 3 año), mediano plazo (de 3 a 5 años) y largo plazo (mayor de 5 años).
- Según las garantías:
    - Crédito Personal: es aquel garantizado por los ahorros del filiado o la filiada
    - Crédito Prendario: en el cual se ofrecen en garantía bienes muebles, títulos valores u otros bienes.

- Crédito Hipotecario: en el cual se ofrece en garantía un bien inmueble.
- Crédito Quirografario: cuando la garantía no es real, sino basada en la confianza que se da al prestatario o a un tercero.

- Según su destino: créditos al consumo, como capital de trabajo, créditos a la producción, créditos por sector económico.

Existen además otras consideraciones a tomar en cuenta antes de conceder el crédito, tales como: monto del préstamo, moneda en la cual se realiza, plazo de gracia, tasa de interés, comisiones, otras garantías, etc.

Toda institución financiera desea recuperar el capital prestado al finalizar el plazo comprendido para ello. Es por esto que antes de realizar la operación, cada institución financiera cuenta con departamentos dentro de la misma que se encargan de realizar estudios sobre el perfil del cliente que les permitan tener un grado de certeza de que recuperarán el dinero a transferir.

El denominado análisis de crédito constituye un instrumento que permite mitigar el riesgo de crédito. Se estudian diversos factores y condiciones financieras del solicitante que permitan al banco realizar un perfil del cliente en cuestión en el cual se resuman sus capacidades de repago. Romero (1981) esboza cuales son las principales variables a tomar en cuenta a la hora de realizar un análisis de crédito: carácter del cliente, capacidad del cliente/empresa solicitante, capital o patrimonio, colateral (garantías) y condiciones económicas.

Asimismo, la institución financiera deberá solicitar al cliente todos los documentos que considere necesarios para estudiar su historial económico. Aquí se incluyen balances generales y registros bancarios en el caso de persona natural y lo mencionado más registros e información de la empresa, relación con proveedores e historial de litigios si se trata de una persona jurídica.

Además de los créditos, las instituciones realizan otra serie de operaciones activas que les permiten minimizar las asimetrías de información y de paso generar ciertos ingresos por comisiones y cobros. Algunas de estas operaciones o instrumentos son:

- **Línea de crédito:** Constituye un acuerdo que el banco realiza con sus clientes suficientemente conocidos, en el cual se le permite usar fondos a medida que los necesite sin necesidad de aplicar para otro préstamo.
- **Pagarés :** Son instrumentos negociables nominales mediante los cuales un "emitente" se compromete a pagar a un "beneficiario" una cantidad de dinero en cierto plazo determinado.
- **Crédito en cuenta corriente:** Se denominan también sobregiros; se trata de una facilidad financiera que se caracteriza por ofrecer al cliente una determinada cantidad de dinero que puede ser girada contra su cuenta corriente, sin que en ésta aparezca como depósito efectivo.
- **Anticipos:** Son operaciones activas por medio de las cuales los bancos otorgan un crédito a una empresa o a una persona natural con la entrega en garantía por parte del cliente, de títulos-valores por un valor superior al crédito solicitado.

- **Descuentos:** Cualquier acreedor que posea un documento de crédito (pagaré, letras de cambio, otros títulos), puede acudir al banco y solicitar el valor actual del mismo. El banco le entrega la cantidad expresada menos cierta comisión o descuento por el hecho de adelantar el vencimiento o la fecha de pago de dicho documento.

1.1.2 Operaciones pasivas

Comprenden todas aquellas actividades que como se mencionó anteriormente tienen como finalidad la captación de fondos del público que sirven como flujo para nutrir las operaciones activas. Los instrumentos más simples lo constituyen los depósitos en todas sus modalidades. Además de estos, cualquier otro título valor que se cree o genere con la finalidad de captar fondos para redirigirlos a otras actividades de mercado.

Los depósitos constituyen el grueso de las operaciones pasivas. Estos se pueden básicamente en tres modalidades:

- **Depósitos a la vista :** Son los que se realizan en cuentas corrientes. Quedan a disposición de los titulares de las mismas en forma inmediata, pudiéndolos retirar mediante la presentación de cheques de su cuenta. Las cuentas corrientes no devengan intereses, sin embargo, existen las cuentas corrientes remuneradas que si lo hacen.
- **Depósitos de ahorro:** Depósitos que deben ser nominativos, por lo que no se manejan mediante cheques sino mediante una libreta de ahorros que registra todos los movimientos de la cuenta.
- **Depósitos a plazo:** Estos están constituidos por cantidades exigibles a un término fijo, siempre a plazos mayores de 30 días. La condición de plazo fijo permite a los bancos realizar operaciones lucrativas sin la preocupación de que se presenten desembolsos imprevistos.

Otros instrumentos utilizados en las operaciones pasivas son : las ventas de títulos, la emisión de bonos renta, los redescuentos y anticipos pasivos, entre otros.

A partir de la conciliación de estos dos tipos de operaciones, la actividad financiera consigue obtener ciertas ganancias provenientes de la intermediación. El proceso de tomar fondos prestados para colocarlos en inversiones que generen mayor rendimiento constituye la actividad principal de la banca. A partir de este supuesto, se han generado una gran cantidad de nuevos instrumentos y modalidades que pretenden generar mayores beneficios para las instituciones financieras.

Una vez considerados tanto los ingresos generados por la intermediación como los costos o egresos generados por la actividad administrativa, las instituciones deberán manejar sus excedentes o déficits sabiamente, sabiendo redirigirlos hacia negocios menos riesgosos o más riesgosos, dependiendo también del entorno macroeconómico presente.

2. REGULACIÓN BANCARIA, REPRESIÓN FINANCIERA Y DESARROLLO FINANCIERO

2.1 Regulación Bancaria

En Venezuela, existen básicamente tres entes reguladores encargados de velar por el buen funcionamiento de las instituciones bancarias: Banco Central de Venezuela (BCV), Superintendencia de Bancos y otras Instituciones Fincancieras (SUDEBAN) y el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE). Cada uno de ellos cuenta con una serie de procedimientos e instrumentos de los cuales se valen para regular la actividad bancaria. La Asociación Bancaria de Venezuela (ABV) y la Comisión Nacional de Valores (CNV) intervienen también en los procesos de revisión y regulación de las instituciones financieras y sus actividades.

Hemos dicho que el sistema bancario es un importante asignador de recursos en la economía, por lo que tanto los entes reguladores como las regulaciones que de ellos emanan, surgen ante la necesidad que tiene el Estado de participar de manera activa en la supervisión y regulación del sector en cuestión, con el objetivo de evitar cualquier evento desestabilizador de la economía.

Si bien es cierto que en toda actividad es necesaria cierta regulación para cumplir con el buen funcionamiento de la misma, no se debe llegar a los extremos ni de una libertad desmedida ni de una regulación asfixiante. Según García et al (1998), una regulación adecuada debe establecer de forma clara y específica los principios contables sobre los que se evalúan la solvencia y liquidez de las instituciones financieras, debe limitarlas a cumplir su rol de intermediación, así como promover la generación y acceso a la información.

2.1.1 Banco Central de Venezuela (BCV)

Es la principal autoridad económica del país, cuyas funciones giran en torno a las decisiones de política monetaria, cambiaria y financiera que afectan al país. Sus objetivos principales comprenden, entre otros, procurar la estabilidad de precios y preservar el valor interno y externo de la moneda.

Debe además contribuir con el Ejecutivo Nacional en la armonización de la política monetaria con la fiscal, facilitando así el logro de los objetivos macroeconómicos con la creación y mantenimiento de las condiciones

monetarias que se requieren para la transición y el cambio estructural de la economía venezolana (www.bcv.org.ve).

Si bien sus principales funciones se enmarcan en un cuadro macroeconómico, dentro de sus tareas específicas se encuentra la de regular las actividades crediticias de los bancos y demás instituciones financieras a fin de llevarlas de la mano y en concordancia con las políticas tanto monetaria como fiscal establecidas para lograr el desarrollo tanto nacional como regional de la economía nacional.

Dentro de las herramientas que utiliza el BCV para ejercer un efecto directo sobre la cantidad de dinero en la economía y la actividad bancaria podemos mencionar las siguientes:

- **Encaje Legal:** corresponde al porcentaje de los depósitos totales de las instituciones financieras que deben mantener en sus cuentas de depósitos en el BCV. Este porcentaje puede variar dependiendo de la dirección de la política que se pretenda implementar; una disminución del porcentaje tenderá a aumentar la base monetaria mientras que un aumento logrará el efecto contrario.

- **Tasas de interés y Comisiones Bancarias**: la máxima autoridad económica tiene la facultad de influir sobre las tasas de interés activas y pasivas de los bancos comerciales, estableciendo topes y mínimos a las mismas. Además se encarga de establecer los porcentajes de cobro por comisiones aplicables a las actividades realizadas por los clientes.

- **Operaciones de Crédito:** esta modalidad de crédito ocurre entre el BCV y las instituciones bancarias generalmente cuando estas últimas incurren en problemas de liquidez, o en su defecto en casos en donde no cuenten con los fondos necesarios para atender a los retiros de depósitos o a la demanda de créditos en un momento determinado. Los préstamos se otorgan con plazos de 30 a 90 días con garantías de títulos de crédito.

- **Operaciones de Mercado Abierto (OMA's):** en estas operaciones el Banco Central actúa como comprador de cualquier tipo de títulos valores (bonos, letras del tesoro, títulos de deuda pública) de los bancos con el objetivo de aumentar o disminuir el nivel de las reservas bancarias. Una compra masiva del Banco Central generaría una expansión para otorgar créditos o para bajar las tasas de interés.

2.1.2 Superintendencia de Bancos y otras Instituciones Financieras (SUDEBAN) y Fondo de Garantías de Depósito (FOGADE)

Estas dos instituciones juegan un papel importante en la regulación y supervisión microprudencial, es decir, aquella centrada en las instituciones bancarias y sus indicadores de desempeño. Sus objetivos comprenden la supervisión periódica de los estados financieros de los bancos y otras instituciones a fin de evitar episodios de incapacidad de pago y quiebra por parte del banco.

Es importante que los entes mencionados actúen armónicamente en un ámbito de control y supervisión eficiente. La SUDEBAN es un organismo autónomo adscrito al Ministerio del Poder Popular de Planificación y Finanzas, cuya función principal según el artículo 213 de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras (BCV, 2001), consiste en supervisar, controlar, vigilar e inspeccionar las instituciones financieras regidas por la dicha ley con el objetivo de determinar la correcta realización de sus actividades a fin de evitar crisis bancarias y permitir el sano y eficiente funcionamiento del sistema financiero venezolano.

En un sentido más amplio, la SUDEBAN es el organismo rector encargado de velar por la estabilidad del sistema bancario nacional procurando la transparencia de la información suministrada por las entidades bancarias al público en general. Por un lado controla a los grupos financieros para que lleven actividades acordes a la normativa bancaria y al mismo tiempo garantiza a los depositantes que sus ahorros sean invertidos en las operaciones propias de las instituciones financieras.

Según Torres (2006), las principales funciones de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras consisten en:

- Asegurar que los bancos e instituciones financieras tengan procedimientos adecuados para vigilar y controlar sus actividades a escala nacional e internacional.
- Inspeccionar, vigilar y fiscalizar los bancos y otras instituciones financieras que se establezcan en el país.
- Prohibir o suspender la publicidad que realicen los bancos y otras instituciones financieras cuando, a juicio de la SUDEBAN, pudieran promover distorsiones adversas al normal desenvolvimiento de los mercados financieros.

- Ordenar previo análisis de cada caso, la constitución de apartados especiales de contingencia de cartera a los bancos y otras instituciones financieras, para el saneamiento de los activos crediticios que se indiquen.

- La estatización o intervención de los bancos, entidades de ahorro y préstamo, otras instituciones financieras y sus empresas relacionadas, así como la decisión de acordar su rehabilitación o liquidación.

Por otro lado, el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE), tiene como función principal la de garantizar los depósitos del público en general existentes en los bancos, entidades de ahorro y préstamo, y demás instituciones financieras regidas por la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, y ejercer la función de liquidador de todas las instituciones mencionadas anteriormente. En los últimos dos años, FOGADE se ha visto en la necesidad de intervenir en varias ocasiones a razón de las intervenciones realizadas por la SUDEBAN a ciertas instituciones financieras.

2.2. Represión financiera

Cuando hablamos de represión financiera nos referimos al conjunto de regulaciones gubernamentales, leyes y otras restricciones ajenas al mercado aplicadas al sistema financiero por los gobiernos nacionales, que ocasionan en últimos términos que una economía y los intermediarios (instituciones financieras) no funcione/n a su máxima capacidad, trayendo a flote algunas críticas en cuanto a su aplicación y eficacia sobre todo en el ámbito del crecimiento económico de los países cuyos gobiernos incurren en dichas prácticas.

Dentro de las políticas consideradas como los principales causales de la represión financiera encontramos los siguientes, algunos de ellos implementados en Venezuela: topes de tasas de interés, altos niveles de encaje legal, requerimientos de liquidez, altos requerimientos de reserva, controles sobre el capital, barreras de entrada al sector financiero, créditos dirigidos (gavetas crediticias) y restricciones a los mismos, fijación (discrecional casi siempre) del tipo de cambio y por último el porcentaje de instituciones bancarias propiedad del estado dentro del sistema financiero, así como la existencia de

instituciones bancarias que cuentan con el gobierno como accionista. Más adelante se describirá brevemente cada uno de dichas políticas restrictivas.

Toledo y Portillo (1997), en su trabajo sobre la modernización del sistema financiero en Guatemala, se refieren a la represión financiera experimentada por los países latinoamericanos en la década de los ochenta; proponen una definición propia de represión financiera,

> *". caracterizada por la fijación de topes a las tasas de interés, generalmente a niveles inferiores a la inflación, que conducen al racionamiento de crédito y provoca distorsiones en las decisiones de inversión; control cuantitativo y asignación selectiva del crédito a tasas de interés preferenciales para desarrollar grupos y actividades prioritarias; restricciones a la entrada de nuevos intermediarios financieros; políticas tributarias en contra del ahorro, como los impuestos a los intereses de los depositantes; préstamos forzosos a los gobiernos; controles cambiarios orientados a impedir la fuga de capitales y el control estatal de una parte importante del sistema bancario…."*

Una gran cantidad de autores coinciden en que el objetivo fundamental de las políticas financieras represivas consiste en el control fiscal de los recursos financieros por parte del estado, redirigiendo dichos recursos hacia el presupuesto estatal como una fuente más para llevar a cabo sus políticas sociales y fomentar el crecimiento económico.

Sin embargo, autores como McKinnon (1973) y Shaw (1973) argumentan una teoría que refleja como eje central una relación inversa entre represión financiera y crecimiento económico. En concreto, dichos autores argumentan que distorsiones tales como créditos otorgados a bajas tasas "artificiales" de interés, créditos dirigidos y altos requerimientos de reservas ocasionan en conjunto una reducción considerable del ahorro, retrasos en la acumulación de capital (variable de gran influencia en el crecimiento económico) y ocasionarían una ineficiente asignación de recursos. En este sentido, la mayoría de las políticas represivas aplicadas al sector financiero se pueden considerar impuestos implícitos a la actividad financiera que en un sentido amplio impiden la colocación o asignación eficiente de recursos, perjudicando así el crecimiento económico de un país. Existen sin embargo, como en toda discusión debatible, autores que defienden lo contrario.

Por un lado muchas de las regulaciones financieras afectan negativamente al negocio financiero, sin embargo, dichas regulaciones presentan ventajas para quien las impone, es decir, el gobierno. Cada regulación actúa a través de diversos mecanismos, consiguiendo muchos casos truncar el proceso de intermediación financiera realizado por los bancos. En rasgos generales podemos esbozar dichos mecanismos brevemente:

- La práctica de implementar porcentajes correspondientes a *créditos dirigidos* o *gavetas crediticias* para sectores o actividades prioritarias constituye una práctica que goza de gran discrecionalidad y exime de alguna manera al gobierno del proceso de desviar fondos estatales para el financiamiento de dichas actividades. Dado que los créditos se deben otorgar a tasas subsidiadas fijadas por el gobierno, la banca se enfrenta a un problema de deficiencia en la distribución y el rendimiento de sus fondos, expresado en el hecho de que éstos pudieran ser utilizados en sectores en donde se esperen mayores retornos. Si bien ésta práctica ha caído en desuso en la mayoría de los países, en Venezuela sigue siendo un requisito obligatorio que la banca debe cumplir a cabalidad si no desea ser sancionada.

- El *encaje legal* se define como el porcentaje de los depósitos totales que una institución financiera debe mantener como obligatoria en el BCV. Mediante este instrumento, la máxima autoridad monetaria puede influir sobre los fondos disponibles para el crédito por parte de las instituciones financieras. Desde el punto de vista del sector financiero, los altos niveles de encaje legal se pueden interpretar como un impuesto implícito a la actividad bancaria.

- Los *topes a las tasas de interés*, tanto activas como pasivas generalmente no incorporan las condiciones del mercado en términos de costos y riesgos. La literatura apunta a que en muchos países en vías de desarrollo que presentan altos niveles de inflación conjuntamente con bajas tasas pasivas nominales, el proceso desemboca en tasas de interés reales negativas, influyendo negativamente tanto en el nivel de ahorro como en el grado de intermediación.

- La alta participación del Estado en la actividad bancaria implica que cada vez más préstamos se otorgarán con tasas por debajo de las del mercado, de igual manera, se presentan mayores

problemas de riesgo moral, debido a que al conceder un crédito se solicitan menos garantías que en una institución privada.

Cuando analizamos la literatura sobre represión financiera, notamos que existe una gran cantidad de trabajos que demuestran o concluyen que una represión financiera activa produce efectos negativos sobre la profundidad financiera de un país y del crecimiento económico del mismo (ver Demtetriades y Luintel, 1996). Sin embargo, existen muchos otros que demuestran exactamente lo contrario para otros países. En este sentido, se debe ser cauteloso en cuanto a las conclusiones generalizadas. Se debe tener en cuenta que ningún país cuenta con las condiciones macroeconómicas y financieras que otro, por lo tanto, el éxito de las políticas represivas depende tanto de las instituciones que las implementan, como del alcance de su efectividad y del entorno. Cabe destacar que la mayoría de dichos estudios corresponden a análisis aplicados a países en desarrollo, específicamente países de Asia y Latinoamérica.

En este aspecto, el trabajo de Stiglitz (2004), se enmarca en el contexto de los intelectuales que argumentan que ciertas políticas represivas favorecen a la actividad financiera y efectivamente contribuyen a atribuir más profundidad al

sistema financiero. Stiglitz (2004) argumenta por ejemplo, que las restricciones o topes a las tasas de interés pueden conllevar a mayores niveles de ahorro financiero específicamente en sistemas financieros que cuentan con buena gerencia o lo que es lo mismo, gobierno corporativo. En este sentido, cuando los depositantes perciban que las restricciones impuestas apuntan a estimular la estabilidad del sistema financiero, éstos probablemente optarán por mantener sus ahorros en depósitos bancarios, aumentando de esta manera, la profundidad del sistema financiero.

El impacto de las teorías de McKinnon (1973) y Shaw (1973) fue tal, que después de la crisis de la década de los ochenta, caracterizada principalmente por inflaciones de más de tres dígitos, procesos agudos de desintermediación financiera y cuantiosos déficit fiscales, y por los efectos negativos de la represión financiera expresados por Toledo y Portillo (2007), varios países de Latinoamérica optaron por reducir las políticas represivas y encaminarse hacia una liberalización financiera paulatina.

A este respecto, debemos mencionar que como cualquier otro proceso de cambio, no todo paso de una alta represión financiera hacia una liberalización financiera controlable transcurre perfectamente. A esto se refieren

Gruben y McComb (1997) cuando expresan que el tránsito de un sistema financiero altamente reprimido a uno liberalizado, usualmente, lleva consigo una inherente incapacidad por parte de las instituciones financieras de proveer servicios financieros de manera eficiente, ya sea por calificación, experiencia o tecnología. Los autores concluyen que todo esto conlleva a un mayor costo de intermediación, luego representado por un diferencial de tasas de interés relativamente elevado.

Por otro lado, la liberalización financiera en términos simples, se puede definir como la teoría que pregona que mercados financieros profundos y desregulados permiten avances en términos de crecimiento económico y bienestar social, debido al aumento de la influencia y eficiencia de los mecanismos de asignación de mercado (López 2003).

Mckinonn y Shaw (1973) proponen ciertas teorías pro – liberalización en una época en la que muchos países tanto desarrollados como en desarrollo practicaban ciertas medidas represionistas que asfixiaban al sistema financiero y definitivamente pedían un cambio de dirección.

En este contexto, el mérito de los autores mencionados consiste en que sus teorías proponían que las distorsiones presentes tales como préstamos concedidos a tasas de interés artificiales muy bajas, programas de crédito dirigido y altos requerimientos de reservas, reducen el ahorro de manera tajante, presentando como reacciones complementarias, un retraso en el proceso de acumular capital y una deficiente asignación de los recursos, por tanto, una eliminación de las distorsiones consideradas anteriormente, deberían en el mejor de los casos otorgar mayor profundidad al sector financiero y promover de esta manera el crecimiento económico.

2.3. Desarrollo Financiero o Profundidad Financiera

El sistema financiero constituye muchas veces el brazo que promueve las actividades productivas en un país. En algunos casos dicho apoyo puede ser coordinado con los entes del gobierno, mientras que en otros casos estos dos agentes se encuentran algo distanciados. Dicho esto, el desarrollo financiero puede ser considerado como un factor que promueve el crecimiento económico de un país. El sistema bancario se encarga de proveer una asignación eficiente tanto de capital como de recursos y consta de una gran capacidad para manejar riesgos, asimismo, favorece el emprendimiento y la acumulación de capital humano. Estas son solo algunas de las virtudes que presenta el desarrollo financiero, sin embargo, como todas las cosas, ningún sistema financiero carece de deficiencias.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) define el desarrollo financiero de la siguiente manera:

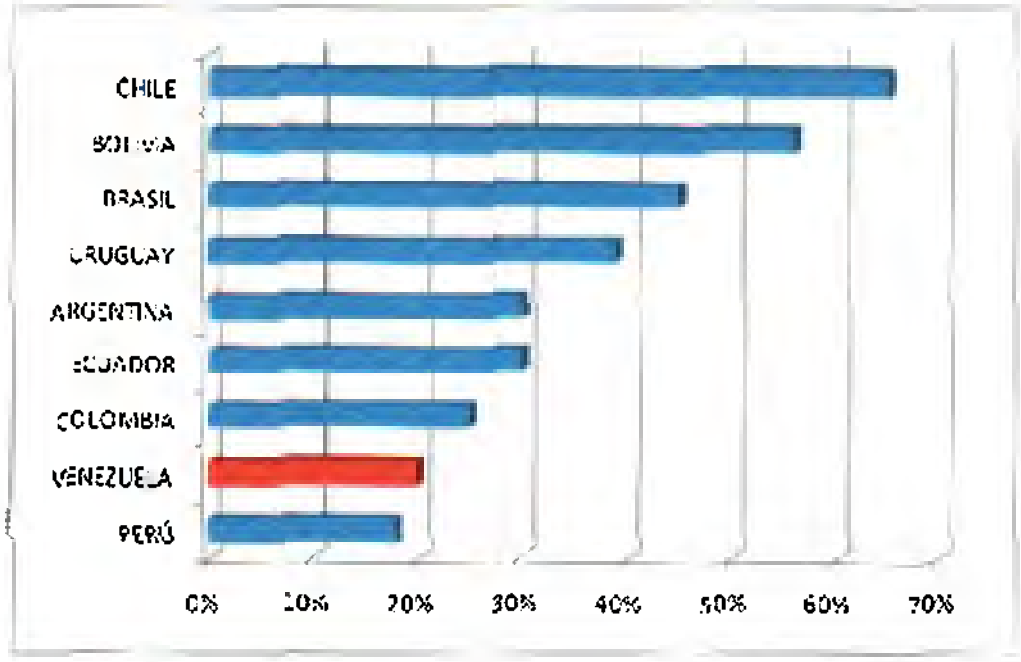
> *"La creación de mercados financieros profundos y estables, con una mayor participación de los mercados de capitales, es indispensable para apoyar el desarrollo productivo y facilitar el financiamiento. Se requiere el desarrollo de instrumentos que*

estimulen el financiamiento de corto y largo plazo y apoyen el acceso al mismo por parte de sectores tradicionalmente excluidos. También es necesario desarrollar instrumentos de intermediación que reconozcan la heterogeneidad productiva de la región y por ende la diversidad en los riesgos financieros y económicos que ella conlleva. La innovación financiera -entendida como el fortalecimiento y surgimiento de instrumentos bancarios y no bancarios que permitan mejorar la gestión de los riesgos, en contextos de importantes heterogeneidades productivas- es determinante para reducir los costos de intermediación de los recursos y estimular el proceso de ahorro e inversión."

Metodológicamente, existen diversas formas o indicadores alternativos que nos permiten medir el nivel de desarrollo financiero o profundidad financiera de un país. El indicador por excelencia, utilizado en muchos trabajos de investigación, refleja la cartera del sistema financiero o crédito doméstico al sector privado como porcentaje del PIB. Indicadores más sofisticados incorporan a este indicador tanto la capitalización del mercado accionario como porcentaje del PIB, así como la capitalización del mercado de bonos públicos y privados como porcentaje del PIB.

El gráfico # 1, por ejemplo, nos muestra el grado de desarrollo financiero en algunos países de Latinoamérica medido por el primer indicador mencionado anteriormente (Cartera del Sistema Financiero / PIB) en el periodo 1995-2000. Cabe destacar que diversos autores utilizan también el porcentaje de crédito al sector comercial como porcentajo del PIB, y la razón M3 menos M1 como porcentaje del PIB como indicadores de desarrollo financiero. El uso de cada uno depende tanto de la data disponible como del enfoque del estudio a realizar.

Gráfico # 1. Desarrollo Financiero en algunos países de Latinoamérica 1995 - 2000



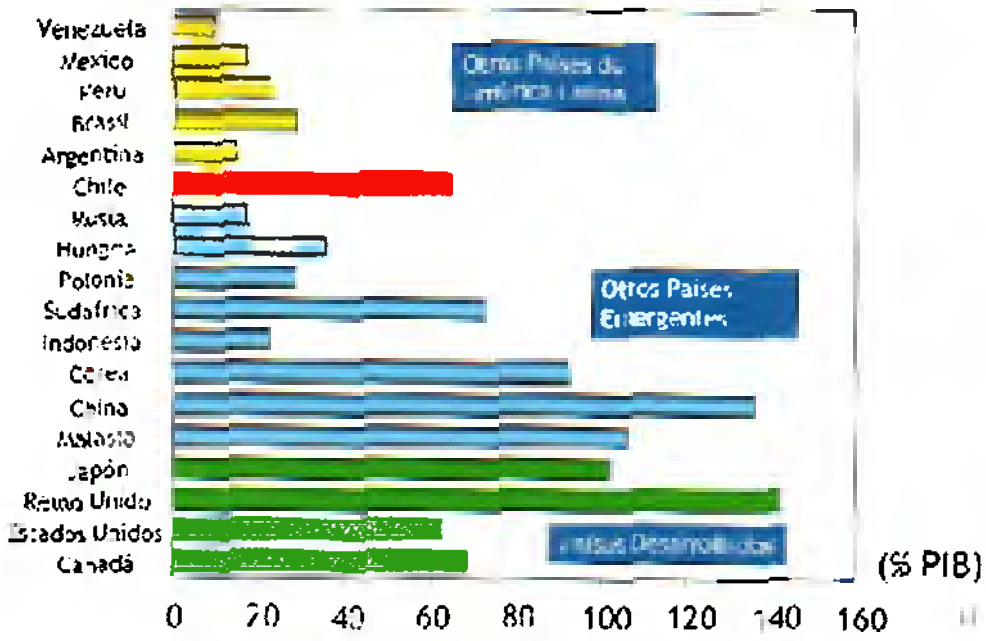
Fuente: International Financial Statistics

Podemos observar que la data que comprende estos cinco años muestra a una Venezuela con un desarrollo financiero muy bajo; la cartera del sistema financiero venezolano representaba apenas 20% del Producto Interno Bruto. Chile, uno de los países pioneros en emprender la liberalización financiera a finales de los años ochenta presenta para el mismo período un sistema financiero profundo, cuya relación Cartera del Sistema Financiero / PIB supera el 60%.

Como lo hemos mencionado antes, el sistema financiero venezolano sufrió una gran recaída en la década de los noventa, generada tanto por los desajustes macroeconómicos experimentados en el país, como por las políticas dirigidas especialmente al sector financiero. En términos comparativos, López (2003) afirma que los niveles promedio de la relación cartera de créditos / PIB de la década de los sesenta y ochenta son significativamente superiores a los registrados para el período 1990-2002. Para los dos primeros períodos esta relación se ubica en 21,6% y 23,5% respectivamente, mientras que para el período 1990-2002, se experimenta una disminución hasta llegar a representar el 11,4% del PIB, lo cual definitivamente acusa una fuerte baja en la actividad de financiamiento al sector privado.

De Gregorio (2005), analiza la relación existente entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico en Chile. El autor argumenta que un aspecto clave de esta relación lo representa la regulación del sistema financiero; este tema envuelve tanto la confianza del público en las instituciones como la solidez de las mismas. Es evidente y ha sido historicamente comprobado que los problemas que agobian al sector financiero, terminan a la larga afectando a toda la economía. El Gráfico # 2, nos muestra el mismo grado de profundidad financiera para el año 2005.

Gráfico # 2. Profundidad financiera (Crédito al Sector Privado) 2005.



Para este año, la profundidad del sistema financiero de Venezuela medida como el Crédito al Sector Privado como porcentaje del PIB, ni siquiera llegó a representar el 20% (de hecho 8,8%). Si bien es cierto que las medidas financieras que el gobierno impone explican gran parte de la profundidad del sector financiero, existen muchos otros factores que inciden sobre este indicador.

Tomando el caso de Chile, podemos notar que sobresalta como el único país de Latinoamérica que presenta una profundidad financiera por encima del 60% del PIB. De Gregorio (2005), asegura que un tema de gran importancia en los países en desarrollo es la forma en que cada país ejecuta estrategias que le permitan integrarse financieramente al mundo sin quedar muy expuesto a shocks financieros que malogren la salud del sistema financiero. Según el autor, la experiencia de Chile demuestra que cuentan con una gran fortaleza tanto del sistema financiero como del régimen cambiario.

En cuanto a Venezuela, es difícil establecer criterios que demuestren que estos dos factores actúen como estabilizadores macroeconómicos; de hecho parecen ser factores de los cuales se sirven los entes gubernamentales para actuar con gran discrecionalidad para establecer políticas y medidas erróneas

en torno a ellas que resultan generalmente en desequilibrios macroeconómicos mayores.

Las imposiciones, medidas, entornos institucionales y de negocios, entre otros, constituyen variables que son tomadas en cuenta por los organismos internacionales encargados de los asuntos económicos mundiales. Para el año 2008, el World Economic Forum presentó su Financial Development Report and Rankings, en el se presentan una serie de índices en base a una gran cantidad de variables que registra cada país asignándole cierta puntuación que va desde 1 hasta 7, representando el primero el país menos aventajado y el otro el país más aventajado en cuanto a desarrollo financiero.

El reporte concluye para Venezuela, que el país sufre de ambientes o entornos de negocios poco amigables, así como de mercados financieros poco desarrollados. Al tomar en cuenta todas las variables presentes, el reporte ubica a Venezuela en el último puesto de 52 países analizados, principalmente por su pobre ambiente institucional, la débil protección de los derechos de propiedad, ciertas regulaciones gubernamentales asfixiantes y finalmente, una intromisión obstructiva dentro del sector financiero. El cuadro # 1, nos muestra el ranking completo, así como tres subíndices relevantes.

Ang (2009) concluye que algunas restricciones financieras ayudan a promover el desarrollo financiero mientras que otras lo detienen. En otras palabras, no todas las políticas represivas afectan negativamente al desarrollo financiero. Ang encontró para India que los controles sobre tasas de interés, los requerimientos de liquidez y los créditos dirigidos afectan positivamente el desarrollo financiero, mientras que los requerimientos de reservas en dinero lo afectan negativamente. El autor concluye que la efectividad de las reformas al sector financiero depende de la fuerza o del impacto relativo de cada política implementada al sector.

3. HECHOS ESTILIZADOS DEL DESARROLLO FINANCIERO EN VENEZUELA

El modelo a estimar trata de comprobar la presencia de una relación estable de largo plazo entre el desarrollo financiero venezolano (medido por la relación Cartera de Créditos a PIB) y algunas variables explicativas anteriormente derivadas consideradas como variables que determinan su comportamiento

Para efectos del modelo a estimar, se consideró un lapso de estudio correspondiente al período 1980-2008 con frecuencia anual, cubriendo una amplia cantidad de datos tanto macroeconómicos como financieros. Las series de datos provienen principalmente de dos fuentes; en primer lugar del Banco Central de Venezuela, y en segundo lugar de la información correspondiente a la República Bolivariana de Venezuela en manos del Fondo Monetario Internacional (FMI), a través de sus recopilaciones presentadas en las llamadas *International Financial Statistics (IFS).* De igual manera se revisaron y utilizaron datos del Instituto Nacional de Estadísticas (INE), específicamente los datos sobre la población para conseguir el PIB per cápita, así como del Banco Mundial (BM) de variables e informaciones relacionadas a los índices de

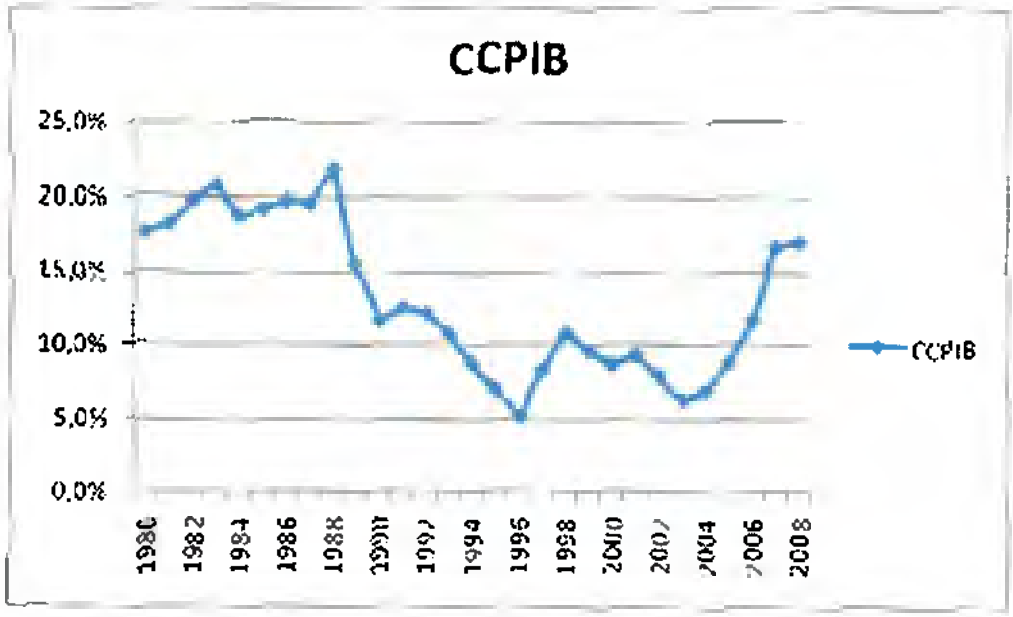
desarrollo financiero de varios países y finalmente de Reportes Económicos del Banco Mercantil.

Existen diferentes indicadores de desarrollo financiero que han sido utilizados en la literatura económica previa. En concreto, uno de los más utilizados es la razón liquidez monetaria (M2) como porcentaje del PIB (ver Fry 1995, Ang 2008), sin embargo, para muchos no representa un indicador fiable de la profundidad financiera de un país, debido principalmente a que varía de manera notable en los diferentes países, respondiendo a posiciones cambiantes de la política monetaria.

Otro indicador frecuentemente usado es el nivel de apalancamiento o la relación cartera de créditos del sector financiero con el producto interno bruto (CCPIB). El indicador representa una medida de desarrollo financiero ampliamente utilizada en destacados estudios referentes al comportamiento del desarrollo financiero y sus relaciones con las principales variables macroeconómicas de interés. (King y Levine 1993, Rioja y Valev 2004, Ang 2008). En general, altos niveles de créditos indican mayores niveles de servicios financieros, generando a su vez un mayor desarrollo en el proceso de intermediación financiera.

El gráfico # 3 presenta la tendencia de dicha proporción para el periodo 1980-2008:

Gráfico # 3. Proporción de Cartera de Créditos como porcentaje del PIB (CCPIB)

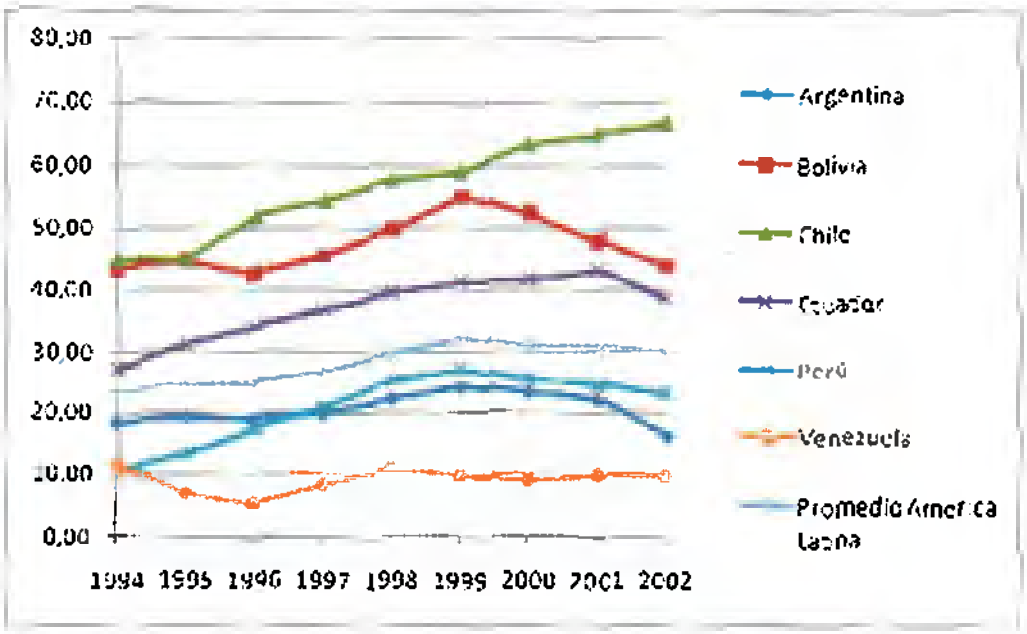


La serie muestra niveles bajos de profundidad financiera para principios de los años ochenta, para luego mostrar una caída estrepitosa en dichos niveles hasta 1996 (año en el cual se logra salir de la crisis bancaria de 1994), pasando de una cartera de créditos que representaba más del 21% del PIB para el año 1986, a representar un 5% del PIB para el año 1995, en donde la variable parece estabilizarse y mostrar un comportamiento dentro de una banda de un 5%. La tendencia luego muestra una mejora en el indicador hacia el año

2004, debido principalmente a la instauración de un control de cambio y una fuerte expansión económica experimentada en el país en los años siguientes.

Cabe destacar que Venezuela representa un país que siempre ha presentado un nivel de desarrollo financiero extremadamente bajo comparado con otras economías de América Latina. El gráfico # 4 muestra la tendencia de la relación cartera de créditos como porcentaje del PIB para algunos países de la región para el período 1994-2002:

Gráfico # 4. Cartera de Créditos como porcentaje del PIB. (%)



Podemos constatar que el promedio de América Latina para el indicador se ubica en niveles superiores al 20%. Es notable destacar que los niveles para

Venezuela no superan ni siquiera el 10% para el período mencionado. Esto implica un grado de profundidad financiera muy baja en el país en comparación con los demás países de la región. Chile destaca como el país que presenta mayores niveles de desarrollo financiero medido por esta relación, con niveles superiores al 40%.

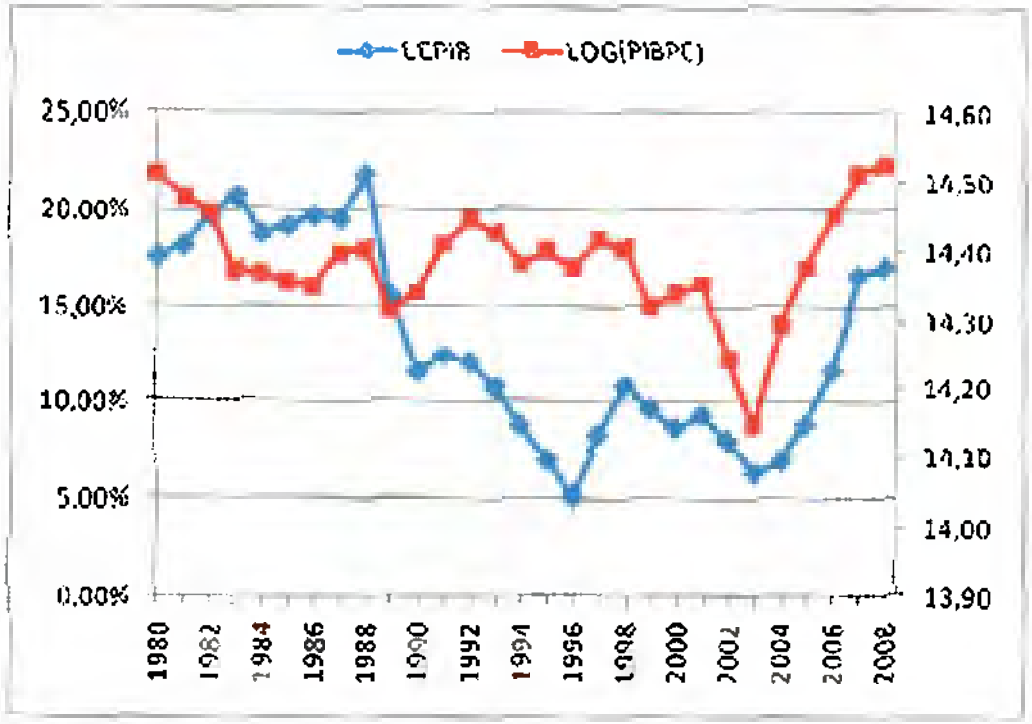
Pasando a las variables explicativas, tenemos como variable macroeconómica principal el PIB per cápita. Es importante destacar que la variable se toma con logaritmos naturales con la finalidad de suavizar la tendencia.

La serie del PIB total en Bs. constantes fue extraída de la base de datos del Banco Central de Venezuela. Sin embargo, distintos períodos se encuentran expresados en diferentes bases; más específicamente, los períodos 1968-1984 en base 1968, 1984-1997 en base 1984 y 1997-2008 en base 1997. Para poder incluir todos los datos en el modelo a estimar se procedió a expresar todos los valores en un año base, para lo cual se estableció el año 1997 como año base. Para poder llevar a cabo dicho cambio de base, se utilizaron las técnicas de empalme estadístico y de transformación de los índices expresados con base de 1968 y de 1997, para expresarlos todos a precios constantes de 1997.

Finalmente, la variable que de verdad interesa para el modelo (PIB per cápita (PIBPC)), se consiguió dividiendo los valores del PIB reales con base de 1997 entre la población total de cada año estimada por el INE.

El gráfico # 5 nos muestra la tendencia de esta serie expresada en logaritmos naturales, acompañada de la serie de la variable dependiente (CCPIB):

Gráfico # 5. PIB per cápita (expresado en logaritmos) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB (%)



En cuanto a la relación de esta variable con respecto a la variable explicada podemos esperar una relación positiva, dado que mayores niveles de actividad económica deberían influir positivamente sobre los niveles de profundidad financiera del país (ver Ang y McKibbin, 2007). Podemos observar una correlación positiva entre la variable dependiente y la variable PIB per cápita expresada en logaritmos. El cuadro # 2 nos indica la correlación existente entre las dos variables:

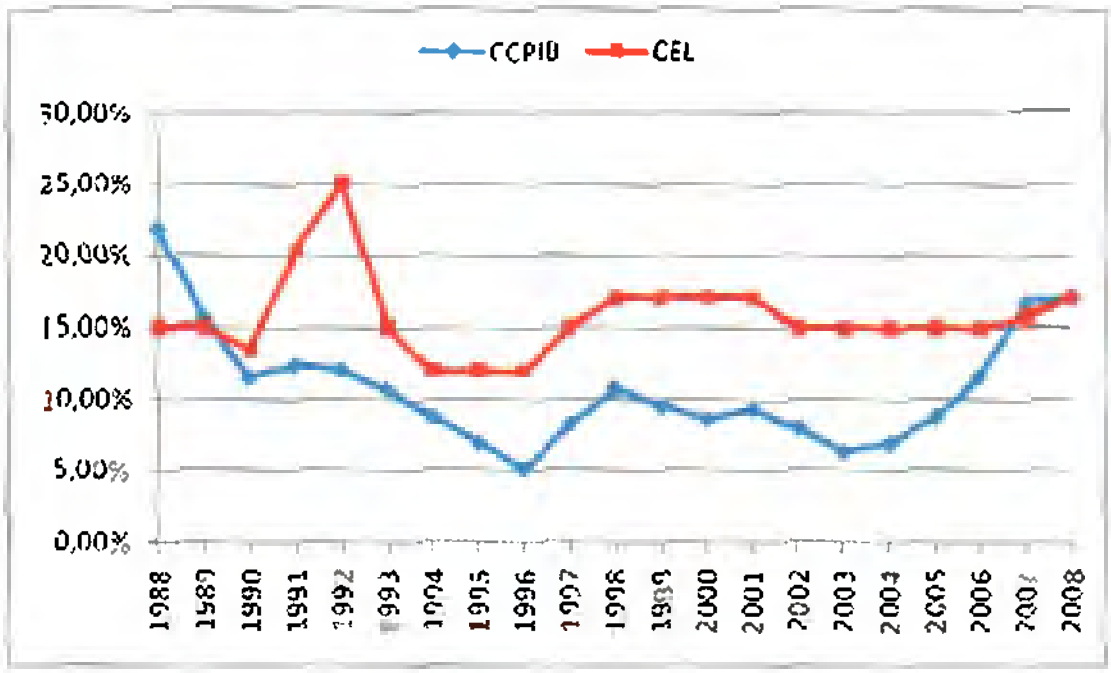
Cuadro # 2. Coeficiente de Correlación entre CCPIB y LOG(PIBPC)

	CCPIB	LPIBPC
CCPIB	1.000000	0,435414
LPIBPC	0,435414	1.000000

Pasando a la siguiente variable, altos niveles de encaje legal son considerados una práctica común de represión financiera en los países desarrollados. En Venezuela existen tres tipos de coeficientes de encaje legal: ordinario, marginal y especial. En este trabajo se utilizarán los datos tanto de la Información Estadística del Banco Central de Venezuela, como los datos proporcionados por el Departamento de Investigación del Banco Mercantil correspondientes al Coeficiente de Encaje Legal Ordinario; cabe destacar que dicho coeficiente entró en vigencia para el año 1988, por lo anteriormente el BCV no aplicó ninguna política monetaria a través del encaje legal. Se toma el

encaje legal ordinario dado que este se aplica a la totalidad de depósitos recibidos del público por las entidades financieras, sin embargo, cabe destacar que desde 2006 existe un coeficiente de encaje legal diferenciado. El gráfico # 6 muestra la tendencia de la variable, acompañada de la variable de desarrollo financiero (ambas medidas en porcentajes):

Gráfico # 6. Coeficiente de Encaje Legal (CEL) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB



Podemos notar que para Venezuela, puede resultar que el coeficiente o la tasa de encaje legal a lo largo del periodo 1988-2008 no se considere un elemento considerable de represión financiera. Esto en el sentido de que

presenta una tendencia poco cambiante (a excepción de el periodo 1990-1994) con valores promedio que se encuentran dentro de una banda entre el 10% y el 20%.

Sin embargo, el hecho de que el coeficiente no presente valores altos no quiere decir que la variable deja de funcionar como una herramienta de politica monetaria y más específicamente de represión financiera. La transferencia de fondos hacia el BCV producto de la regulación acerca del encaje legal se refleja inmediatamente en disminuciones de efectivo para las instituciones bancarias, disminuyendo el margen de las mismas para realizar actividades de intermediación financiera. Siguiendo ésta lógica y entendiendo que el indicador de desarrollo financiero (CCPIB) es un buen indicador de la profundidad financiera, deberiamos esperar una relación inversa entre la variable que representa el coeficiente de encaje legal (CEL) y la variable explicada. El coeficiente de correlación entre las dos variables, expresado en el cuadro # 3 nos ayuda a confirmar dicha teoría.

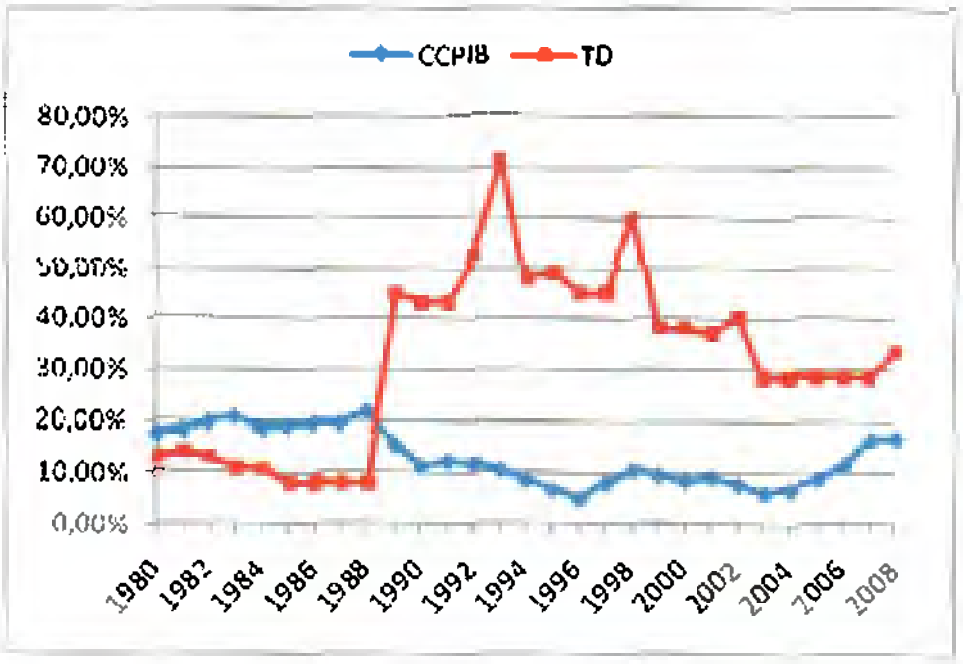
Cuadro # 3. Coeficiente de Correlación entre CCPIB y CEL

	CCPIB	CEL
CCPIB	1.000000	-0,639871
CEL	-0,639871	1.000000

La variable tasa de descuento (TD) también se encuentra expresada en porcentajes, y puede fungir como una variable que explica o determina el comportamiento del desarrollo financiero. La tasa de descuento de la economía constituye un elemento a considerar por los agentes económicos al momento de elegir e invertir en diversos proyectos de inversión. Dicha tasa se incorpora muchas veces a los estudios de factibilidad con la finalidad de calcular retornos sobre el capital invertido. Las instituciones financieras constituyen la principal vía por la cual se traspasan grandes fondos destinados a la puesta en marcha de los procesos de inversión, un aumento en la tasa de descuento provoca una disminución del valor presente neto de una inversión. en Venezuela, sin embargo, la banca no cuenta con el tamaño para financiar proyectos que requieren de grandes inversiones, en ese sentido, el financiamiento se dirige más capital de trabajo.

El gráfico # 7 nos muestra la tendencia de la tasa de descuento conjuntamente con la de la variable dependiente para el periodo seleccionado (ambas expresadas en porcentajes).

Gráfico # 7. Tasa de Descuento (TD) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB



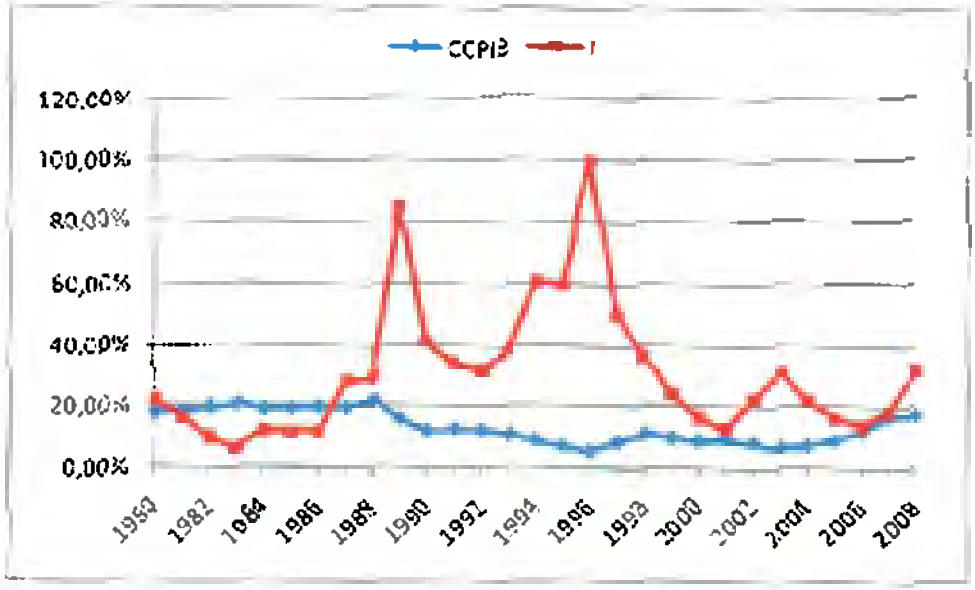
Podemos evidenciar una notable relación negativa entre las dos variables graficadas. Siguen un comportamiento similar en los primeros años para luego distanciarse notablemente hasta el año 2002, donde vuelven a presentar un comportamiento similar. Debemos esperar que el coeficiente que acompañe a esta variable una vez realizada la regresión tome un valor negativo. El cuadro # 4 muestra el coeficiente de correlación entre la tasa de descuento (TD) y el nivel de desarrollo financiero representado por la cartera de créditos como porcentaje del PIB:

Cuadro # 4. Coeficiente de Correlación entre CCPIB y TD

	CCPIB	TD
CCPIB	1,000000	-0,717781
TD	-0,717781	1,000000

La siguiente variable a utilizar en la estimación es la tasa de inflación del país para el período 1980-2008. La misma se calculó utilizando las variaciones del IPC con base 1997 obtenidas de las series estadísticas de IFS para Venezuela. Varios estudios previos utilizan la inflación como una variable de incertidumbre macroeconómica. Tal es el caso de Mckinnon (1973) y Shaw (1973), cuyos trabajos destacan la importancia de la estabilidad de precios como condición necesaria para el desenvolvimiento de los bancos. Dado que la inflación crea incertidumbre resulta perjudicial para la actividad económica de un país, ya que puede generar importantes trastornos en la misma. Trabajos como los de Levine y Renelt (1992) y Fischer (1993) destacan una relación inequívocamente negativa entre el nivel de inflación y el crecimiento. El gráfico # 8 nos muestra la evolución de la inflación en el país para el período de estudio:

Gráfico # 8. Inflación (I) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB



La relación entre la inflación y el desarrollo financiero resulta inequivocamente negativa, períodos de bajos niveles de profundidad financiera que se corresponden con altos niveles de inflación y viceversa se repiten casi para todos los años de estudio. Lo anterior nos puede ayudar a concluir que debemos esperar una relación negativa entre las dos variables mencionadas, representada por el signo negativo del coeficiente que acompañe a la variable inflación (I) una vez estimada la regresión. El coeficiente de correlación para estas dos variables se muestra en el cuadro # 5:

Cuadro # 5. Coeficiente de Correlación entre CCPIB e Inflación (I)

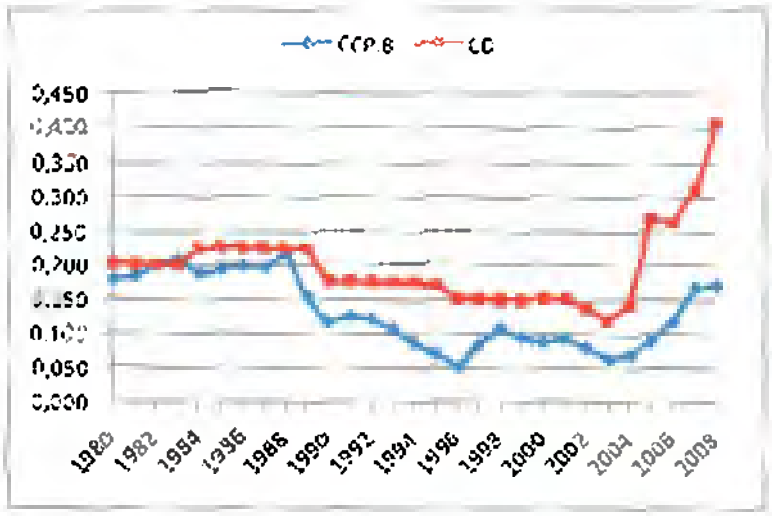
	CCPIB	I
CCPIB	1.000000	-0.431722
I	-0.431722	1.000000

Finalmente, la última variable explicativa corresponde a otra práctica de represión financiera utilizada en los países en desarrollo en épocas pasadas, su uso sin embargo ha decaído en las últimas décadas. La variable se encuentra representada igualmente en porcentajes, y corresponde a los porcentajes de créditos que la Banca Comercial y Universal debe destinar a sectores prioritarios del total de su cartera de créditos. Gracias a la información suministrada por el Departamento de Investigación del Banco Mercantil, se procedió a recopilar dicha información para una periodicidad anual. Cabe destacar que la política de créditos dirigidos al sector agrícola ha estado

vigente en el país desde los años setenta, es sólo hacia el año 2005 que se incorporaran dichos créditos para el sector Turismo y el sector Vivienda (Hipotecarios). No se tomaron en cuenta los porcentajes destinados al sector Microcrédito (incorporado en 2003). Para 2008 se incorpora a esta política de créditos dirigidos el sector manufacturero con un porcentaje exigido de 10% sobre el total de la cartera de créditos.

En este sentido, para fines de incorporar la data, para el período 1980-2004 se tomaron los datos del sector Agrícola; de 2005 en adelante, el porcentaje correspondiente a créditos dirigidos corresponde a la suma de los porcentajes establecidos para el sector Agrícola, Hipotecario y Turismo. Para 2008 se toma también el sector manufacturero. El gráfico # 9 nos muestra la tendencia de esta variable conjuntamente con la de la variable dependiente:

Gráfico # 9. Créditos Dirigidos (CD) y Cartera de Créditos como porcentaje del PIB



Podemos observar claramente una tendencia casi constante en la variable créditos dirigidos hasta el año 2005, donde se incorporan más sectores prioritarios a esta política de asignar créditos obligatorios. Mediante este mecanismo, el gobierno logra canalizar créditos a sectores económicos importantes a través de los bancos sin intervenir directamente en el proceso.

Solamente hacia el final del período se puede observar una relación positiva entre dichos créditos y la variable de desarrollo financiero. Si bien los créditos dirigidos se consideran un elemento de represión financiera, en el país, a lo largo del período, no han presentado porcentajes excesivamente altos. Más bien, la relación positiva de los últimos años nos lleva a creer que una vez estimada la relación de largo plazo, pueda reflejarse una relación positiva entre las variables mencionadas. De ser esto cierto, podríamos argumentar que los créditos dirigidos contribuyen profundizar el sistema financiero en el país. El coeficiente de correlación entre la variable que representa los créditos dirigidos y la variable dependiente presentado en el cuadro # 6, confirma una correlación positiva entre las dos variables.

Cuadro # 6. Coeficiente de Correlación entre CCPIB y CD

	CCPIB	CD
CCPIB	1,000000	0.542766
CD	0.542766	1,000000

3.1 Represión Financiera en Venezuela

Para el caso particular de Venezuela, López (2003), esboza de manera práctica el historial de represión financiera presente en el país en las décadas de los ochentas y noventas. Siendo Venezuela un país de naturaleza petrolera, que se caracteriza por una importante participación del Estado en la organización económica de la sociedad, que cuenta con un bajo nivel de apertura a los flujos extranjeros y cuenta con una limitada presencia de instituciones financieras extranjeras, tiene sentido suponer que la influencia y la actuación de los intermediarios financieros en el fomento del la economía nacional ha estado sujeta a los ciclos del negocio petrolero, a la habilidad del Estado para promover políticas sociales y públicas que impulsen a la economía y principalmente a la capacidad de las instituciones financieras para adaptarse a los shocks macroeconómicos adversos (López,2003).

Al analizar el comportamiento de las restricciones sobre el sector financiero en Venezuela a partir de 1980, observamos que un primer período 1983-1989 se caracteriza por severas desmejoras en el sector financiero ocasionadas principalmente por una acelerada expansión del sistema financiero acompañada de una mayor volatilidad de las principales variables económicas que trajeron como consecuencia serias distorsiones en el negocio bancario,

principalmente en lo que respecta a calidad de cartera, solidez patrimonial y capacidad de gerencia bancaria en un contexto de crisis ocasionada por una expansión fiscal desmesurada. Para dichos años tanto el PIB como el PIB financiero presentaron ligeros retrocesos que preocuparon enormemente.

En este período, el Estado pierde prestigio como ente rector de la economía, y se mantienen las directrices de una política económica basada en control de precios, expansión del gasto público, aplicación de medidas de estímulo a la producción y medidas de represión financiera. En este último aspecto, el sector financiero se vio restringido por una serie de medidas entre las cuales podemos mencionar: control de cambio, manejo discrecional de las tasas de interés, un sistema de encaje legal selectivo y diferenciado, y gavetas crediticias destinadas al financiamiento agrícola. Cabe destacar que desde ésta época, la gaveta crediticia al sector agrícola se ha mantenido, mientras que se han incorporado muchas otras dirigidas a diferentes sectores productivos mencionados más adelante.

Para el año 1989, el gobierno decide implementar un programa de reformas que tenía como objetivo abrir y liberalizar a la economía, siguiendo a muchos países latinoamericanos que habían emprendido este proceso. Dentro

de dichas reformas, se eliminó el control de cambios y el sistema de tipo de cambio diferencial, implementadose a su vez, un sistema de cambio único fluctuante; en el mismo orden de ideas, se liberalizó el régimen de tasas de interés, permitiendo alcanzar niveles reales positivos, luego de mantenerse varios años en el campo negativo a razón de los altos niveles de inflación experimentados (de Krivoy, 1998). Estas medidas impactaron favorablemente sobre la actividad creditica reflejada principalmente en el porcentaje de créditos otorgados sobre el PIB.

Para 1994, la crisis financiera revela nuevamente irregularidades presentes en la estructura del sector financiero. Según López (2003), los desequulibrios macroeconómicos generados a partir del intento de liberalización financiera contribuyeron a la creación de serios desajustes en el negocio financiero, debido en a la poca experiencia en el manejo de dichas situaciones por parte de los agentes, sumado a esto, se experimentó una gradual pérdida de confianza en el sistema financiero local, lo que generó inequívocamente un desempeño muy pobre del producto real de la economía.

A raíz de la crisis de 1994, las autoridades retoman algunas prácticas represionistas tanto directas como indirectas y vuelven a ejercer un control

sobre algunas instituciones financieras. Desde la lupa de medidas represionistas o por el contrario, de liberalización, encontramos en primer lugar, que se estableció un control de cambio a tasa fija, en segundo lugar, el Banco Central de Venezuela redujo el porcentaje de encaje legal, con la finalidad de liberar recursos que en primer lugar permitan a los bancos operar, y de igual manera, el BCV acordó con algunos bancos que la reducción de este porcentaje serviría para prestar recursos a aquellos bancos que no contaban con liquidez en el momento. Otra consecuencia de la mencionada crisis, se refleja en el traslado de los depósitos de los bancos cerrados o nacionalizados hacia la banca pública.

A partir de 1996, el sistema financiero continuó expuesto a una cierta volatilidad macroeconómica y a reformas de tipo estructural. Entre dichas reformas podemos mencionar la entrada de capital y banca extranjera al país como un proceso novedoso e innovador, los procesos de fusiones entre entidades bancarias que desembocó en el nuevo concepto de banca universal, encaminando al negocio bancario hacia un enfoque de banca total, donde se concentran los procesos y se desecha la realización de actividades especializadas.

El gobierno y los entes reguladores se encargaron de crear e implementar ciertas regulaciones con la finalidad de regular las fusiones y el funcionamiento de la nueva banca universal. Asimismo, a fin de evitar otro episodio de crisis similar al experimentado, se establecieron ciertos parámetros para algunos indicadores financieros, así como para el proceso de análisis de riesgos. Por su parte, el ingreso de grupos extranjeros contribuyó tanto a la intensificación del uso de tecnologías como la creación e implementación de nuevos instrumentos financieros (López, 2003).

A partir de 1997, el gobierno concentraba gran cantidad de bancos en su poder, los cuales posteriormente serían liquidados o vendidos, entre ellos, el Banco Industrial, Banco Latino, Banco República, Banfoandes, Banco Popular y Banco Andino. Es a partir de este año también, que encontramos que se adopta una política de créditos dirigidos al sector agrícola y se eleva el porcentaje de encaje legal mínimo en 5 puntos porcentuales, pasando de 12% a principios de año a 17% a finales del mismo.

El cuadro # 7 resume la evolución de los porcentajes de encaje legal, los topes de tasas de interés, el control de cambio y los créditos dirigidos o gavetas credito.

Cuadro # 7. Evolución de los instrumentos de represión financiera en Venezuela

	Coeficiente de Encaje Mínimo Legal	Topes de Tasas de Interés	Control de cambio	Créditos Dirigidos
2000	El porcentaje de encaje legal se establece en 17%			Agrícola (15%)
2001	Se mantiene en 17%, sin embargo, se eleva la porción de encaje remunerado de 2% a 4%.			Agrícola
2002	Se mantiene en 17%			Agrícola y se incorpora el sector de los Microcréditos
2003	Se elimina la porción remunerada y el BCV reduce el encaje a 15%			Agrícola y Microcréditos
2004	Se mantiene en 15%			Agrícola y Microcréditos
2005	Se mantiene en 15%			Agrícola, Microcréditos y se incorpora el sector Hipotecario
2006	Se mantiene en 15% y se establece un mínimo de 5% de encaje para las inversiones cedidas			Agrícola, Microcréditos, Hipotecario y se incorpora el sector Turismo
2007	Se eleva el encaje a 17%.			Agrícola, Microcréditos, Hipotecario y Turismo
2008	Se mantiene el porcentaje de encaje legal en 17% desde octubre de 2007.	Tasa activa máxima 28%. Tasa activa máxima para tarjetas de crédito 33% y 17% mínima. Tasas pasivas: 15% depósitos de ahorro, 17% depósitos a plazo.	Tipo de cambio fijo 2,15 Bs/$	Agrícola (21%). Por primera vez se establecen subgavetas (rubros prioritarios, rubros no prioritarios y agroindustria). Microcréditos (3%), Hipotecario (10%) y Turismo (3%). Sector manufacturero (10%). Se alcanza el un máximo histórico en el monto total comprometido en gavetas con relación a la cartera total (47%)
2009	Se mantiene el porcentaje de encaje legal en 17% desde octubre de 2007.	Tasa activa máximo disminuyó a 26% para luego bajar a 24%. Tasa activa máxima para tarjetas de crédito se ubica en 31%, para luego disminuir a 29%; la mínima se mantuvo en 17%. Tasas pasivas: 12.5% depósitos de ahorro, 14,5% depósitos a plazo.	Tipo de cambio fijo 2,15 Bs/$	Se mantuvieron los porcentajes mínimos fijados en 2008, que comprometen anualmente 47% de las colocaciones crediticias de la banca; sin embargo, se modificaron algunas condiciones financieras bajo las cuales se otorgan esos créditos.

Fuente: Gacetas Oficiales de la República Bolivariana de Venezuela, BCV.

En primer lugar, podemos observar que en el país, el porcentaje de encaje legal mínimo requerido por el Banco Central de Venezuela, se ha mantenido relativamente constante a lo largo de la última década. El ente regulador aumentó el porcentaje 5 puntos porcentuales en agosto de 1997, para que se ubicara en 17%. A partir de allí, solo ha sido modificado para alcanzar un 15% en algunos años (2003 – 2007), para luego elevarse nuevamente a 17% a finales de 2007. Es una variable que no muestra mucho movimiento ni implica un traspaso de grandes porcentajes al BCV, sin embargo, como se dijo anteriormente constituyen un impuesto implícito, en donde fondos que podrían ser utilizados para otros fines productivos, fluyen hacia el BCV generando un bajo o nulo rendimiento. Es sin embargo, una práctica aceptada globalmente, que generalmente no genera distorsiones mayores.

En el caso de los créditos dirigidos, las autoridades y los entes gubernamentales han optado por implementar a lo largo de los últimos años ciertas gavetas crediticias o créditos dirigidos hacia ciertos sectores considerados prioritarios. Actualmente, existe gavetas crediticias en los siguientes sectores: agrícola, microcréditos, hipotecario, turismo y manufacturero. Su razón de ser descansa en que de no existir este tipo de intervención, la mayoría de los bancos no otorgarían préstamos a aquellas actividades que presenten bajos rendimientos. Actualmente, tomando en cuenta

todos los porcentajes de cada sector, se ha alcanzado un máximo histórico en el monto total comprometido en gavetas con relación a la cartera total (47%). En otras palabras, se profundiza el uso de medidas claramente reconocidas por experiencias internacionales como distorsionantes y que han sido abandonadas en las mejores prácticas de regulación y supervisión bancarias a nivel mundial.

En palabras de Vivancos (2009) :

> *"El crédito selectivo es una regulación de larga trayectoria en el país, tanto como lo son las distorsiones que origina la imposición de un perfil de riesgo sectorial que no necesariamente se corresponde con las preferencias y capacidades del agente que gestiona dicho riesgo ni tampoco con las potencialidades que cada sector objetivo de la gaveta puede exhibir".*

A propósito de los créditos dirigidos Emran y Stiglitz (2009), argumentan que cualquier desvío de fondos manejado por el gobierno específicamente en países en desarrollo puede estar sujeto a prácticas poco honestas y corrupción, lo que en muchos casos desemboca en resultados subóptimos.

Asimismo, Stiglitz (1993), argumenta que la razón teórica para la justificación de los créditos dirigidos radica en que sin la intervención del gobierno, las instituciones financieras no dirigirían recursos a aquellos proyectos cuyos retornos sociales son mayores. Para Stiglitz, dada la evidencia empírica de los países del Este de Asia, el control sobre el sistema de precios de un país suele ser un mecanismo de control poco confiable en países en desarrollo, en donde las condiciones experimentan cambios constantemente. En consecuencia, ejercer control sobre la cantidad de crédito en la economía suele ser una mejor manera de lograr estabilidad macroeconómica que controlando las tasas de interés o el sistema de precios.

3.2 Sector Financiero Período 1992-1996

El período mencionado anteriormente se caracterizó por una gran cantidad de desajustes tanto macroeconómicos como microeconómicos que desembocaron en la crisis bancaria de 1994-1995. García (1998) caracteriza tanto la situación del sistema financiero venezolano en los años anteriores a la crisis, como los factores y situaciones que se han considerado la causa de ésta, así como el tratamiento aplicado a la misma por los entes responsables y la eventual y parcial recuperación y reestructuración del sistema financiero hacia 1996.

Para ubicarnos en el contexto debemos tomar en cuenta que para 1993 el sistema financiero venezolano estaba conformado según orden de importancia y magnitud, por 44 bancos comerciales (absorbían el 73% de la cartera de créditos y el 70% de los activos del sistema), 36 sociedades financieras (luego renombrados como Bancos de Inversión por la nueva Ley de Bancos), 16 bancos hipotecarios, 34 arrendadoras financieras, 33 fondos de activos líquidos y 19 entidades de ahorro y préstamo. Una estructura que se vería altamente modificada al finalizar la crisis que por esos años destruyó todo el sistema financiero.

Según García (1998), resaltaban tres características notorias presentes en la estructura esbozada anteriormente. En primer lugar, la construcción de los denominados grupos financieros, entendidos como conjuntos de instituciones especializadas, legalmente independientes y vinculadas por propiedad accionaria común (de Krivoy, 1998). El núcleo de dichos grupos lo constituían los bancos comerciales, los cuales apoyados en la amplia red de instituciones que operaban alrededor de ellos, lograban ofrecer a sus clientes una gama mayor de servicios especializados mediante una forma de "banca universal" menos eficiente y transparente. Recordemos que la aparición formal de la banca universal en Venezuela llegó con la aprobación de la Ley de Bancos de 1993.

En segundo lugar, el sistema financiero venezolano en los primeros años de la década de los noventa se caracterizó por una muy marcada concentración en términos de depósitos en pocas instituciones financieras. A modo de ilustración, a inicios de 1993, el 50 % de los depósitos, colocaciones, inversiones y patrimonio de la banca comercial se concentraba solamente en siete instituciones. En el mismo orden de ideas, si tomamos en cuenta los primeros 12 bancos, aquellos concentraban el 75% de los depósitos del público y de la cartera de créditos.

La tercera y última característica consiste en la poca diversidad institucional que presentaba el sistema financiero. Si bien existía una gran cantidad de entidades financieras, los bancos comerciales y las sociedades financieras acaparaban grandes proporciones de actividad financiera, contribuyendo así al detrimento de las actividades realizadas por la banca hipotecaria y las entidades de ahorro y préstamo. García (1998) explica que esto se debía a la disminución y casi desaparición del crédito y de los depósitos de largo plazo producto de los altos niveles inflacionarios presentes en esos años, resultando todo esto en un mejor posicionamiento de los fondos de activos líquidos y las sociedades financieras con respecto a la banca hipotecaria y la las EAP.

Una vez esbozada y caracterizada la estructura del sector financiero podemos pasar a definir o caracterizar el entorno macroeconómico anterior a la crisis de 1994.

En rasgos generales, se pueden distinguir dos períodos ex ante la crisis de 1994. El primer período, 1990-91 se considera el período de gestación de la burbuja financiera, caracterizado por una enorme desintermediación financiera y una equívoca política de tasas de interés, mientras que en lo macroeconómico

se respiraba una euforia monetaria y financiera producto de la política fiscal expansiva implementada en gran parte gracias a los ingresos provenientes de la venta del petróleo en épocas del conflicto del Golfo Pérsico.

En el período 1992-1993 revienta la burbuja financiera, exponiendo así la fragilidad del sistema financiero. La inestabilidad política y la caída en la demanda de dinero conjuntamente con el aumento sostenido de las tasas de interés (sin haber reformado el marco regulatorio y los mecanismos de supervisión) y el comienzo de una recesión económica constituyen variables que convergieron en este período.

De Krivoy (1998) afirma que la recesión, el debilitamiento del proceso de reformas económicas y la fuerte incertidumbre política aumentaron la volatilidad macroeconómica. Asimismo, concibe el alza de las tasas de interés como el resultado un la exclusión del mercado financiero internacional, por lo cual la industria petrolera y los demás entes públicos y privados se vieron obligados a volcarse al mercado interno, ocasionando dicha alza concebida como uno de los detonantes principales de la crisis.

Algunos autores argumentan con respecto a esto que el hecho de que las tasas de interés se colocaran persistentemente por encima de los niveles razonablemente esperados de inflación y devaluación debió alertar sobre lo que estaba pasando en el sistema financiero, más aún considerando la alta concentración que presentaba el sector.

García (1998) expone ciertas características comunes de las crisis bancarias experimentadas a lo largo de las últimas décadas. En primer lugar, una fuerte expansión económica en períodos previos al estallido de la crisis; más específicamente, un crecimiento económico relativamente inestable o de ciclos muy pronunciados en períodos de tiempo muy cortos.

Como segunda característica menciona fuertes expansiones financieras considerables, particularmente crediticias que conducen a procesos de especulación en determinados instrumentos o activos reales; esto como acompañante de la expansión económica. En tercer lugar, los problemas de balanza de pagos e inestabilidad cambiaria, causados fundamentalmente por shocks externos y por el crecimiento económico acelerado.

Por último, considera el aumento sostenido de las tasas de interés antes y durante las crisis financieras, así como la presencia y persistencia de déficit fiscales como características comunes de las crisis bancarias.

En la crisis venezolana de 1994, todas las características mencionadas en los párrafos anteriores confluyeron, aportando cada una cierto grado de desestabilidad e incertidumbre que no pudieron ser manejadas correctamente y a tiempo por las autoridades encargadas.

A continuación se detallan algunos de las circunstancias y eventos que ocasionaron los desajustes previos a la crisis bancaria:

- **Boom económico y financiero en los años precedentes.** Durante la expansión económica y financiera de 1990 y 1991, los agregados monetarios experimentaron un crecimiento considerable. Dicha expansión resulta de un shock externo que acompañado de una política fiscal laxa transmitió hacia el resto de la economía dicha expansión. Para ese entonces, el BCV incurrió en una remoción de los controles sobre las tasas de interés, lo que permitió aumentar el grado de monetización de la economía a medida que se recuperaba la demanda de dinero. Las tasas de interés experimentaron un crecimiento continuo

que ocasionó un aumento sustancial en el volumen de depósitos sin ser correspondido por una demanda de crédito razonable.

- **Crecimiento de las tasas de interés reales.** Entre 1990 y 1992, se produjo un proceso de desintermediación financiera considerable. Mientras el público aumentaba permanentemente sus depósitos en el sistema financiero (debido a las altas tasas de interés), la demanda de crédito se mantuvo altamente rezagada. Los ingresos obtenidos por el fisco durante la Guerrra del Golfo Pérsico ocasionaron que por un lado, la política discal se dirigiera a inyectar recursos a la economía, mientras que por el otro lado, el BCV incrementaba el stock de Bonos Cero Cupón, con el fin de esterilizar parcialmente la expansión monetaria que producía el incremento del gasto público, para lo cual debía ofrecer tasas de interés altamente atractivas. El BCV no logro esterilizar completamente los recursos financieros inyectados a la economía, por lo que se experimentó un aumento en la demanda de depósitos que se correspondió con un aumento de la demanda de fondos prestables.

Mientras los bancos debían pagar altas tasas de interés por los depósitos, una gran parte de los recursos captados que no eran invertidos en Bonos Cero Cupón se mantenían colocados en instrumentos que ofrecían rendimientos muy bajos. El BCV mantenía un alto nivel de encaje legal, lo que ocasionó un incremento en el diferencial

entre tasas activas y pasivas, precisamente por la gran cantidad de recursos ociosos que mantenían los bancos y la lenta recuperación de los préstamos relacionados.

- **Disminución de la demanda de dinero.** Para 1993, como consecuencia de la inestabilidad política y económica que vivía el país, la demanda de dinero, expresada particularmente en los depósitos comenzó a disminuir de manera significativa, lo que ocasionó una fuerte presión de liquidez sobre el sistema financiero. Ante esta tensión en la que se vio envuelta el sistema bancario, las instituciones se vieron forzadas a liquidar sus activos para cancelar depósitos, mientras que los mercados en los que había invertido en años anteriores se encontraban en un grave proceso deflacionario. Los bancos incurrieron en un proceso de huida hacia adelante, hasta el punto en que el colapso era inminente. Ante la intensidad de los retiros masivos por parte de los depositantes, las autoridades monetarias y financieras acuden al auxilio de las instituciones en forma de planes de auxilio financiero, transfiriendo fondos considerables hacia las instituciones en peligro. El error de esta política según García (1998), consistió en el hecho de que dichos planes de auxilio se concretaron sin remover las juntas directivas responsables de la gerencia bancaria que había fracasado, por lo que la corrida de retiros masivos no paró allí. En definitiva, se aceleró la caída en la demanda de depósitos mientras se incrementaban las salidas de capital.

- **Autopréstamos y créditos relacionados.** Los banqueros disponían de de grandes cantidades de dinero ociosas debido al rezago en la demanda de créditos. Por ésta razón, decidieron asumir ellos mismos las inversiones en sectores económicos distintos al sistema financiero. Se realizaron inversiones en turismo, construcción, bolsa de valores y agricultura, asumiendo nuevos riesgos en áreas desconocidas para ellos. Cabe destacar que dichas nuevas inversiones no contaron con la regulación y supervisión necesarias para llevarse a cabo.

Como hemos visto, el proceso de liberalización de las tasas de interés constituye uno de los detonantes principales de la crisis bancaria. Con respecto a esto, Baliño y Sundararajan (1991) argumentan que una supervisión efectiva para evaluar la solvencia y el riesgo de los intermediarios es importante en los procesos de desregulación y más aún de liberación de tasas de interés, debido a que las instituciones financieras y los demandantes de fondos pueden verse inducidos a asumir más riesgos, especialmente en actividades altamente especulativas.

García (1998) concuerda en este aspecto y añade que fue un error haber liberado las tasas de interés sin ejecutar el resto de los cambios o reformas en

el sistema financiero, y sin concretar una apertura de la inversión extranjera en el sector.

En conclusión podemos decir que la crisis bancaria que se desencadenó puso de manifiesto las ineficiencias del sistema financiero venezolano, particularmente su baja rentabilidad en la intermediación financiera, su escaza capitalización y la alta concentración de préstamos relacionados mencionados anteriormente. De Krivoy (1998) destaca otras debilidades tales como: bajos índices de solvencia, altos niveles de concentración de riesgo crediticio, fuerte inmovilización de activos, altos costos operativos y una rentabilidad fuertemente dependiente de ingresos extraordinarios.

Dado el entorno macroeconómico, junto con las variables mencionadas, a partir de principios de 1994, empieza una serie de intervenciones, auditorías y otros procesos a la mayoría de bancos comerciales, descubriendo así que durante los años anteriores habían realizado actividades que no se correspondían con la actividad bancaria, incurriendo así en riesgos mucho mayores que desencadenaron las intervenciones y cierres de muchos bancos comerciales.

Factores que contribuyeron a contener la crisis

Las autoridades monetarias y financieras decidieron a mediados de 1994 anclar el tipo de cambio, con el pretexto de contener la caída de reservas internacionales. Sin embargo, mientras la marcha de la economía fue interrumpida por un control de cambio dirigido a proteger las reservas, éstas cayeron, por lo que a finales de 1995 el tipo de cambio fue liberado, iniciándose un tipo de cambio único del mercado paralelo, representando una devaluación acumulada de 176,5 por ciento en apenas unos meses (diciembre 1995 – abril 1996).

El control de cambio obligó a la colocación de los fondos disponibles en el sistema bancario, puesto que a los depositantes se les dificultaba la búsqueda de un mayor rendimiento en el exterior. Además, el aumento del gasto público y una política monetaria holgada incrementaron la liquidez monetaria, en consecuencia, los depósitos se mantuvieron dentro del sistema, permitiendo que las instituciones operaran con más comodidad (de Krivoy, 1998).

Existen varios factores que ayudaron a levantar y sanear el sistema financiero venezolano. En primer lugar, muchas de las instituciones débiles lograron levantarse gracias a la cancelación de las garantías sobre los depósitos de las instituciones quebradas y su posterior traslado al resto del sistema, ocurriendo así una importante inyección de liquidez al sistema financiero.

Por otro lado, el BCV incurrió en una gran emisión tanto de Bonos Cero Cupón como de Títulos de Estabilización Macroeconómica que sirvieron para absorber el exceso de liquidez monetaria causada por la emisión de dinero para cubrir la garantía de depósitos. Estos títulos resultaban atractivos para las instituciones financieras, dado que constituían una alternativa muy rentable de inversión prácticamente con bajo riesgo y alta liquidez.

En cuanto a las tasas de interés, el Banco Central implementó una política que generó un gran diferencial entre las tasas activas y pasivas, establecido con la finalidad de proteger a los bancos más ineficientes y eliminar la competencia via tasas de interés. Acorde a este lineamiento, también se definió una política de techo de las tasas de interés para los depósitos, para

evitar que los intereses para los préstamos se elevasen excesivamente como consecuencia del alto diferencial (García, 1998).

Existe otro factor relacionado a la liberación del tipo de cambio que permitió a las instituciones financieras generar ganancias cambiarias. Mientras las instituciones remuneraban a los depósitos con tasas de interés reales negativas, dado el esquema propuesto por el BCV, un gran volumen de recursos se invertía en los mercados de Bonos Brady. Dado que existían enormes brechas entra la tasa de cambio oficial y la tasa de cambio en el mercado paralelo de los Bonos Brady, las instituciones financieras generaron ganancias extraordinarias de capital una vez liberado el mercado cambiario.

García (1998) concluye que el sistema financiero se recuperó básicamente como resultado de las enormes distorsiones creadas en el mercado cambiario y en la política de tasas de interés, dado que ambos hechos crearon opciones de especulación bien aprovechadas por las instituciones cambiarias.

Como la experiencia lo ha demostrado, una devaluación presenta beneficios al sector público dado que percibe la mayor parte de su ingreso en dólares mientras que mantiene deuda en bolívares; en este caso el sistema

financiero también se benefició al anticiparse a la devaluación manteniendo instrumentos denominados en dólares dentro de sus activos.

Para de Krivoy (1998), además de todos estos elementos, la penetración de la banca extranjera reflejada en la privatización de la banca para finales de 1996 constituye un el hecho que pone punto final a la crisis.

El gobierno venezolano comenzó a vender los bancos adquiridos durante la crisis a propietarios capaces de capitalizarlos de manera correcta. Los bancos extranjeros que habían establecido agencias en el país en años anteriores aprovecharon la oportunidad y levantaron el sistema bancario. No olvidemos también que se llevaron a cabo diferentes fusiones que dieron lugar a nuevos bancos comerciales. La estructura del sistema financiero había cambiado por completo, a partir de 1997 el sistema se estabilizó y los bancos de propiedad extranjera empezaron a ganar terreno, tanto así que para 1998 los bancos de propiedad extranjera representaban el 40 por ciento del total de depósitos.

3.2. Sistema financiero venezolano 1998-2008

El período mencionado se caracteriza por diversas modificaciones y restricciones que de una u otra manera afectaron al sector financiero venezolano. Se introdujeron medidas tanto financieras como de índole cambiaria, que combinados con otras acciones cambiaron de a poco la estructura del sistema financiero venezolano. El primer punto de interés al estudiar el comportamiento de las instituciones financieras a lo largo de estos 10 años consiste en el número de las mismas. En el proceso de introducción de la banca universal, se aglomeran servicios y productos que antes se encontraban en diferentes instituciones especializadas, causando en primera instancia la disminución de alguna de ellas o en algunos de los casos la desaparición. El cuadro # 8 indica dicha evolución:

Cuadro # 8. Evolución del número de instituciones financieras. 1998-2008

INSTITUCIÓN	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (Julio)	VAR. ABS. 1998-2008
BANCOS UNIVERSALES	14	15	14	18	16	17	17	21	22	23	24	10
BANCOS COMERCIALES	27	26	24	22	17	16	15	12	14	15	15	-12
BANCOS LEYES ESPECIALES	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	0
BANCA DE DESARROLLO	-	-	-	-	-	-	2	2	6	7	7	7
BANCOS DE INVERSIÓN	13	11	12	10	6	6	5	5	4	4	4	-9
BANCOS HIPOTECARIOS	5	4	4	3	2	2	2	2	2	1	1	-4
ARREND. FINANCIERAS	9	5	5	4	2	1	1	1	1	1	1	-8
ENT. DE AHORRO Y PREST.	17	17	12	5	4	3	3	3	3	2	2	-15
FDOS DEL MERC. MONETARIO	9	7	6	4	2	2	2	2	2	2	2	-7
SOC. DE CAPITALIZACIÓN	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1
TOTAL	**99**	**89**	**81**	**71**	**53**	**51**	**51**	**52**	**58**	**59**	**60**	**-39**

Si nos fijamos en la columna de variación absoluta, nos encontramos con que un total de 39 instituciones financieras desaparecieron a lo largo del período. Las únicas instituciones que crecieron en número fueron la banca universal (10 nuevos bancos universales) y la banca de desarrollo (se crea en el añ0 2004 y para 2008 cuenta con 7 instituciones). Esto implica una seria reorganización inclinada hacia un dominio de los bancos universales en el ofrecimiento de servicios financieros integrales. Cabe destacar que para julio de 2008, los diez principales bancos aglomeran el 69,58% del total de captaciones del público.

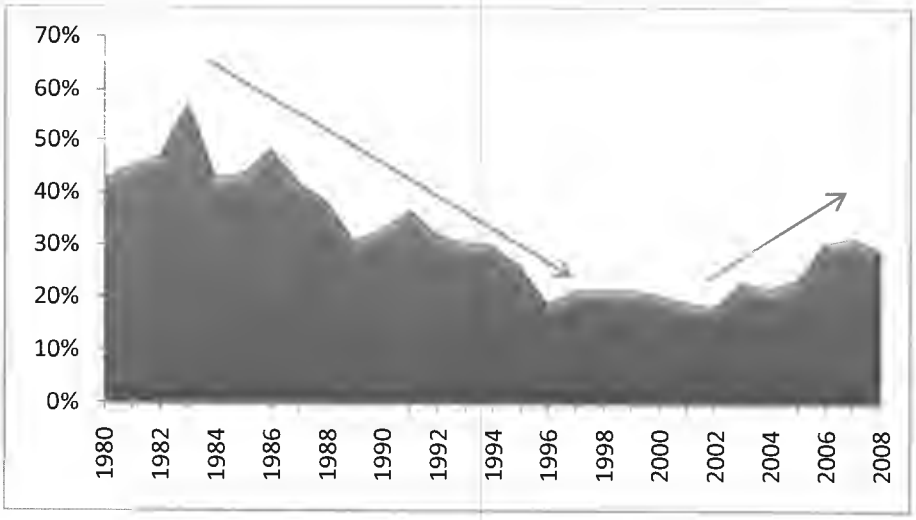
Para Moreno (2003), el sistema bancario venezolano se caracteriza por atender una economía más transaccional y volátil, en lugar de una economía profunda y estable, por lo cual la estructura de costos de los bancos se torna más elevada, y la dimensión del negocio financiero más corta, implicando esto último el hecho de operar con un riesgo de descalce entre los plazos de captación y colocación considerablemente alto.

El mismo autor argumenta que el escaso desarrollo del mercado de capitales en el país y la imposibilidad de encontrar sustitutos en los servicios de captación y colocación hace inelástica la demanda de servicios de la banca

doméstica, promoviendo así el uso de poder de mercado. Argumenta que la ausencia de fondos de pensiones y de un mercado secundario de títulos no ayuda a promover la profundidad financiera y a aminorar el uso de poder de mercado.

Si nos referimos al nivel de desarrollo financiero o profundidad financiera, nos damos cuenta de que a partir del año 1983, el mercado financiero venezolano ha venido perdiendo progresivamente tamaño, lo que impide capturar los posibles beneficios del desarrollo de economías de escala, restringiendo el negocio bancario y dificultando la disminución de los costos medios de operación del sistema. El gráfico # 10 nos muestra la evolución del mercado financiero venezolano medido a través del grado del grado de monetización de la economía (M2/PIB).

ᵉ 10. Profundidad Financiera. M2/PIB anual



ᵉ Venezuela, Cálculos Propios.

El año 1983 constituye el año en donde se experimentó el mayor nivel de profundidad financiera en el país, para este año el indicador se colocó en un 57,3%. A partir de ese momento, se experimentó un detrimento del indicador mencionado, llegando a alcanzar niveles muy bajos (entre 18% y 20% entre 1996 y 2002). A partir de 2002, sin embargo, el indicador cambia su comportamiento y emprende un proceso al alza, que lleva a alcanzar niveles cercanos al 30% para dicho indicador, acusando un mayor nivel de profundidad financiera, sin embargo, considerado bajo al ser comparado con el mayor nivel experimentado (57,3%).

Otro elemento a tomar en cuenta al analizar el comportamiento de la economía del país y de los agentes que en ella operen es la política de establecer un control de cambio en el país. En teoría, un control de tipo de cambio se establece como medida de política cambiaria con la finalidad de contener la fuga de capitales, salvaguardar las reservas internacionales y proteger el valor externo de la moneda. Para el caso de Venezuela, la mayoría de los controles de cambio implementados han sido nefastos para la economía, al culminar en crisis de balanza de pagos provocadas por los diferenciales cambiarios, afectando negativamente el crecimiento económico del país.

A finales de 2002, ocurrió en el país el conocido paro petrolero, que paralizó la producción de crudo en el país y por ende la exportación del mismo, generando grandes pérdidas tanto a PDVSA como al fisco nacional. Hay que recordar que Venezuela es un país dependiente del petróleo y de la fluctuación de sus precios, por lo que el paro petrolero generó grandes distorsiones a nivel macroeconómico. Se generaron grandes reducciones del PIB tanto para el año 2002 como para el año 2003. Al finalizar el paro petrolero, las autoridades monetarias deciden implementar el 21 de enero de 2003, un sistema de control de cambios, orientada a controlar la compra y venta de moneda extranjera.

El origen de dicho control de cambios se fundamenta principalmente en tres elementos causales: la sustancial reducción de las exportaciones petroleras, en consecuencia una disminución de la oferta de divisas de origen petrolero y por el otro lado, la alta demanda de divisas por parte del público. Entre los objetivos a alcanzar con el control de cambios se pretendía lograr la estabilidad de la moneda, asegurar la continuidad de los pagos internacionales y contrarrestar los movimientos inconvenientes de capital, en resumen, preservar el valor de las reservas internacionales.

Conjuntamente Se crea la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI), organismo encargado de coordinar, administrar, controlar y establecer los requisitos para otorgar divisas autorizadas a los diversos agentes económicos. Los bancos y otras instituciones financieras, las casas de cambio y los demás operadores deberán regirse mediante el Convenio Cambiario para actuar en el mercado de divisas.

Además de controlar el nivel de divisas que se mueve en la economía, el gobierno también regula el nivel de las principales tasas de interés y fija los montos de encaje legal. A partir de 2005, el Banco Central de Venezuela de acuerdo a la normativa fija y regula el nivel de dichos porcentajes. Para ejercer dicho control, se ha elaborado una serie de leyes que establecen valores máximos y mínimos de las tasas de interés para los diversos tipos de créditos. El cuadro # 9 refleja la historia de dichas tasas a partir de 2005.

Cuadro # 9. Topes Máximos y Mínimos de las Tasas Activas y Pasivas

Cuadro II-6

Topes Máximos y Mínimos de las Tasas Activas y Pasivas

Bancos Comerciales y Universales

Fecha Modificación	Tope Máximo Tasa Activa (a)	Tope Máximo TDC (b)	Tope Mínimo Depósitos de Ahorro (c)	Tope Mínimo Depósitos a Plazo (d)	Spread Relativo de Tasas = (a-d)/a
27-Abr-05	28,0%	28,0%	6,5%	mayor 28 días: 10%	64.3%
01-Feb-06	28,0%	28,0%	6,5%	mayor 28 días: 10%	64.3%
Sep-06	28,0%	28,0%	6,5%	10,0%	64.3%
10-Jul-07	28,0%	Max: 28%-Min: 17%	8,0%	11,0%	60.7%
03-Dic-07	28,0%	Max: 28%-Min: 17%	10,0%	11,0%	60.7%
28-Feb-08	28,0%	Max: 32%-Min: 17%	13,0%	14,0%	50.0%
29-Abr-08	28,0%	Max: 33%-Min: 17%	15,0%	17,0%	39.3%
31-Mar-09	26,0%	Max: 31%-Min: 17%	14,0%	16,0%	35.7%
04-Jun-09	24,0%	Max: 29%-Min: 17%	12,5%	14,5%	33.9%

Nota: TDC- Tarjetas de Crédito

Fuente: Reporte Económico Semestral Banco Mercantil (Primer semestre 2009)

Moreno (2003) esboza algunos de los posibles efectos de un control sobre las tasas de interés:

- Compromete la vialidad operativa de las instituciones privadas medianas, pequeñas y públicas, al ubicar las tasas de interés fuera del rango que estas instituciones requieren para operar.
- Aumenta significativamente el nivel de represión financiera y los costos sociales asociados a su desmantelamiento.
- Profundiza el proceso de desintermediación financiera. Los fondos disponibles para cartera de crédito fluyen hacia activos no productivos, en procura de no ser un bien regulado con riesgo penalizado por provisiones que puedan generar pérdida neta al otorgar el crédito.
- Incrementa la vulnerabilidad de la economía al “”credit crunch”. La presencia de un fuerte deterioro en la actividad económica combinado con una evidente sobre-colocación de recursos puede derivar en un posible sobre-apalancamiento de sectores cuyo flujo afectado por el entorno sea incapaz de un repago oportuno de las deudas.

Además de las restricciones de tipo cambiario y de control sobre las tasas de interés, el Ejecutivo Nacional incluyó a partir de 2005, nuevas gavetas crediticias dirigidas a otros sectores económicos. Hasta 2004, existían créditos dirigidos para los sectores Agrícola y Microcréditos, sin embargo, en el año 2005 se incorpora el sector Hipotecario, para 2006 se incorpora el sector Turismo con un 3%, finalmente en el año 2008 se incluye la cartera obligatoria de créditos dirigidos hacia el sector Manufacturero.

El gobierno del Presidente Chávez se ha mostrado muy activo respecto a la política de transferencia de fondos para procesos productivos a personas que generalmente no podrían acceder a los canales de acceso, en este sentido, la banca de desarrollo y los mismos créditos dirigidos a ciertos sectores de la economía constituyen los medios para ejecutar las directrices de la política económica del gobierno actual.

Como hemos podido observar, el entorno económico venezolano se encuentra muy restringido y controlado desde hace unos cuantos años atrás hasta el presente. A partir de la última década, mas han sido los controles y medidas que se han impuesto tanto sobre el sistema financiero (controles de tasas, control cambiario, créditos dirigidos obligatorios, cambios en las tasas de

encaje legal, etc) como sobre la actividad económica en general. A estas políticas de represión financiera le podríamos agregar el efecto de un aumento progresivo de la participación de la banca del estado, provocando un impacto negativo sobre la banca comercial, al trasladar fondos gubernamentales depositados en la banca privada hacia la banca pública, la cual generalmente cumple su labor de intermediación cobrando tasas por debajo de las de mercado.

4. ASPECTOS METODOLÓGICOS

4.1 Técnicas de Estimación

El objetivo de esta estimación empírica consiste en examinar la relación de largo plazo entre el desarrollo financiero venezolano (CCPIB) y las variables que se han considerado sus determinantes. Ésta estimación se basa en el trabajo sobre las incidencias y efectos de los procesos y medidas tanto de represión como de liberalización financiera sobre el desarrollo financiero en India realizado por Ang (2008).

La especificación del modelo se realiza en varios pasos, en primer lugar, empezamos el análisis asumiendo que el proceso de generación de data para la relación entre las variables involucradas es un modelo de vectores auto-regresivos en niveles (VAR). El modelo VAR se considera una herramienta de series de tiempo multivariado en donde todas las variables son consideradas como endógenas, pues cada una de ellas se expresa como una función lineal de sus propios valores rezagados y de los valores rezagados de las demás variables del modelo (Arias y Torres, 2004). Por otro lado, el término auto-regresivo se refiere a una especificación dinámica. Antes de realizar la especificación hay que realizar el análisis de integración de cada variable utilizando las pruebas de raíces unitarias. En el caso de que se detecte la no

estacionareidad de las series habrá que comprobar si existen relaciones de cointegración entre las variables y así podremos estimar relaciones de largo plazo.

El modelo VAR subyacente para el modelo de corrección de errores vectorial viene representado por:

$$\boldsymbol{x_t} = \boldsymbol{\mu} + \sum_{j=1}^{p} \boldsymbol{\phi_j}\, \boldsymbol{x_{t-j}} + \boldsymbol{\varepsilon_t}$$

Donde x_t representa un vector columna de las variables subyacentes, μ representa un vector de componentes determinísticos y ϕ_j representa una matriz de los parámetros VAR para el rezago j. Finalmente, la matriz que representa el término de error, $\varepsilon_t \sim N(0,\Omega)$, donde Ω representa la matriz varianza – covarianza de los residuos.

Seguidamente, se transforma el modelo VAR expresado anteriormente a un modelo vectorial de corrección de errores (VECM) descrito por:

$$\Delta \boldsymbol{x_t} = \boldsymbol{\mu} + \boldsymbol{\pi x_{t-1}} + \sum_{j=1}^{p-1} \boldsymbol{\gamma_j}\, \Delta \boldsymbol{x_{t-j}} + \boldsymbol{\varepsilon_t}$$

En donde $\boldsymbol{\pi}$ representa el conjunto de vectores de cointegración posibles entre las variables del vector $\boldsymbol{x_t}$, $\boldsymbol{x_{t-1}}$ representa las variables en nivel

rezagadas un período y el término Δx_{t-j} representa el vector de variables en diferencia rezagadas j períodos. Ahora bien, dado que las propiedades y las virtudes del VECM han sido cuestionadas en el caso de muestras pequeñas, Ang (2009) propone pasar a un modelo uniecuacional y propone entre otros, un estimador capaz de obtener los estimadores de largo plazo de la ecuación de desarrollo financiero, basado en el estimador de mínimos cuadrados ordinarios dinámicos (DOLS). Además cuando se compruebe a través del VEC la presencia de un solo vector de cointegración, sería factible pasar a un modelo uniecuacional. Cabe destacar que el enfoque de los VAR y VEC requiere de una elevada cantidad de observaciones, dado que son procesos intensos en la estimación de una elevada cantidad de parámetros debido a su estructura dinámica. Para efectos de este trabajo se utilizará el estimador DOLS, ya que demuestra mejores propiedades estadísticas en muestras pequeñas en comparación con estimadores no paramétricos, como por ejemplo el FM OLS. Aún cuando se pierdan más grados de libertad al utilizar DOLS, resulta más apropiado que el simple enfoque de Engle y Granger.

Engle y Granger proponen un método de dos etapas: en primer lugar estimar por MCO la regresión de largo plazo, y demuestran que MCO es superconsistente, una propiedad importante al momento de la existencia de autocorrelación débil.

Por otro lado, Stock y Watson (1993) propusieron como estimación alterna la dinamización del enfoque de largo plazo con un mejor desempeño en muestras pequeñas que pretende eliminar el problema de autocorrelación. Luego se construye los residuos de la relación de cointegración y se estima por MCO el modelo de corrección de errores (ECM, MCE) correspondiente, a fin de obtener la velocidad de ajuste de los desequilibrios a su relación de equilibrio. En el caso de la estimación por DOLS se calcula luego sólo el vector de cointegración, sin tomar en cuenta las correcciones estadísticas para evitar la autocorrelación. Eso es precisamente lo que se pretende realizar en los siguientes apartados. El enfoque DOLS se expresa de la siguiente manera:

$$\boldsymbol{CCPIB_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^{k} \beta_j \, DET_{j,t} + \sum_{i=-p}^{p} \cdot \sum_{j=1}^{k} \delta_{ji} \; \Delta DET_{j,t-1} + \varepsilon_t}$$

En donde β_j representa el parámetro que acompaña al determinante j, el término $DET_{j,t}$ representa cada una de las variables en nivel y $\Delta DET_{j,t-1}$ representa las diferencias de cada una de las variables o determinantes j, rezagadas un período.

La relación de largo plazo para $CCPIB_t$ se puede obtener de la forma reducida al igualar todos los términos dinámicos de corto plazo a cero ($CCPIB_t$ - α_0 – $\beta_1 DET_{1,t}$ - $\beta_2 DET_{2,t}$ - … - $\beta_k DET_{k,t}$), lo que representaría el vector de

cointegración, también llamado término de corrección de errores (ECT) necesario para formular el modelo de corrección de errores (ECM).

El término de corrección de errores se encarga de recoger el proceso de evolución de la variable de interés por la que los agentes se ajustan mediante los errores de predicción en los que incurrieron en el período anterior. La aproximación detallada anteriormente, nos lleva de lo general a lo específico con la finalidad de derivar un modelo dinámico de corto plazo satisfactorio. Este proceso se realiza eliminando sucesivamente los regresores considerados insignificantes e imponiendo restricciones de datos en los parámetros para obtener la ecuación dinámica final.

Las pruebas de raíces unitarias, así como la regresión por MCO dinámicos y finalmente el modelo de corrección de errores (ECM) se describen en los apartados siguientes para el modelo de desarrollo financiero venezolano y sus determinantes.

4.2 Pruebas de Raíces Unitarias

El objetivo del presente estudio empírico es el de examinar la relación de largo plazo entre el nivel de desarrollo financiero y sus variables explicativas. Antes de proceder a estimar el modelo, cada una de las variables debe ser analizada con el objeto de determinar si las mismas son estacionarias o no. Con el objetivo de estudiar la estacionaridad o grado de integración de las series utilizadas, se aplican y analizan las pruebas tanto de Augmented Dickey Fuller (ADF), como de Dickey Fuller Generalizada (DF-GLS). Ambas son pruebas parámetricas en donde la prueba ADF es la más usada y la prueba de DF Generalizada subsana algunas deficiencias en el poder de la prueba ADF de distinguir entre la presencia una raíz unitaria o la estacionariedad de la serie.

Para el primer caso, el cuadro # 10 muestra en las primeras tres columnas, los resultados de las variables en nivel; cuando se detectó que la serie es no estacionaria en primera diferencia se aplicó el procedimiento de Pantulla para determinar la presencia de componentes determinísticos para los casos posibles de una constante y tendencia, constante y sin constante ni tendencia):

Cuadro # 10 . Prueba Augmented Dickey Fuller (ADF)

	Augmented Dickey Fuller (ADF) Niveles			Augmented Dickey Fuller (ADF) 1era Diferencia			Conclusión
	Constante	Constante y Tendencia	Sin Constante ni Tendencia	Constante	Constante y Tendencia	Sin Constante ni Tendencia	
CCPIB	-1,648	-0,404	-0,479	-3,769	-3.934	-3,843	**I(1)**
	(0.4451)	(0.9823)	(0.4987)	-0,009	-0,024	0,000	
LOG(PIBPC)	-2,882	-2,538	-0,028				**I(0)**
	(0.0606)	(0.3085)	(0.6834)				
CEL	-1,722	-1,948	-0,238	-4.979	-4.633	-4.951	**I (1)**
	(0.4097)	(0.6829)	(0.5912)	(0.0004)	(0.0054)	(0.0000)	
TD	-1,872	-1,791	-0,551	-6.035	-6.280	-6.397	**I (1)**
	(0.3400)	(0.6821)	(0.4691)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0000)	
I	-2,552	-2,498	-1,333	-6.482	-6.374	-6.609	**I (1)**
	(0.1146)	(0.3262)	(0.1644)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0000)	
CD	0,973	1,359	1,378	-3.219	-3.862	-3.107	**I (1)**
	(0.9951)	(0.9999)	(0.9542)	(0.0297)	(0.0284)	(0.031)	

La hipótesis nula H0: tiene raíz unitaria, se acepta o rechaza con un nivel de 10% de significancia

El cuadro # 11 nos muestra los resultados de las pruebas de raíces unitarias utilizando la prueba Dickey Fuller Generalizada (GLS), en este caso solamente cuando se incluyen en la ecuación de prueba la constante y cuando se incluye la constante y la tendencia. Los resultados arrojados en este caso son los siguientes:

Cuadro # 11 . Prueba Dickey Fuller Generalizada (GLS)

	Dickey Fuller (GLS)		Dickey Fuller (GLS)		Conclusión
	Constante	Constante y Tendencia	Constante	Constante y Tendencia	
	Niveles		1era Diferencia		
CCPIB	-1,136	-1,777			**I(0)**
	(0.2657)	(0.0877)			
LOG(PIBPC)	-1,738	-2,718			**I(0)**
	(0.0936)	(0.0117)			
CEL	-1,309	-2,029			**I (0)**
	(0.2012)	(0.0524)			
TD	-1,690	-1,878			**I (0)**
	(0.1024)	(0.0712)			
I	-2,565	-2,589			**I (0)**
	(0.0162)	(0.0153)			
CD	0.329	-1769,000			**I (0)**
	(0.7445)	(0.0913)			

La hipótesis nula H0: tiene raíz unitaria, se acepta o rechaza con un nivel de 10% de significancia

El resultado de la prueba ADF revela en primera instancia que todas las variables menos la variable correspondiente al PIB per cápita (LOG(PIBPC)) son no estacionarias en niveles, sin embargo, se convierten en estacionarias al aplicar la primera diferencia. Con un nivel de significancia de 10% podemos concluir que las series CCPIB, CEL, TD, I y CD son estacionarias I(1), mientras que la serie LOG(PIBPC) es I(0). Sin embargo, varios autores argumentan que la prueba de raíz unitaria ADF tiende a no rechazar la hipótesis nula (raíz unitaria) debido a la baja potencia que presenta la prueba.

La prueba Dickey Fuller Generalizada corresponde a una modificación a la prueba ADF considerada como la prueba de raíz unitaria más poderosa elaborada por Elliot, Tothenberg y Stock (1996). El cuadro # 11, correspondiente a los resultados de ésta prueba para las series utilizadas en este trabajo muestra resultados distintos a los de la prueba ADF. Para todas las variables, para el caso de variables en nivel y constante y tendencia, se rechaza la hipótesis nula de que las series poseen raíces unitarias, por lo que todas resultan estacionarias I(0).

Como tercera evaluación, se realizó la prueba de Ng Perron a todas las series. En este caso, los autores utilizan métodos estadísticos no paramétricos

para evitar la correlación serial en los términos de error, sin que añadan términos de diferencia rezagados. El cuadro # 12 muestra los resultados de dicha prueba:

Cuadro # 12 . Prueba Ng Perron

	Ng Perron			
	Nivel	1era Diferencia	Valor Crítico (10%)	Conclusión
CCPIB	-11,524	-12,800	-14,200	**I(1)**
LOG(PIBPC)	-19,514	-28,660	-14,200	**I(0)**
CEL	-6,439	-13,928	-14,200	**I(1)**
TD	-5,791	-13,285	-14,200	**I(1)**
I	-8,880	-13,005	-14,200	**I(1)**
CD	-129,484	-13,449	-14,200	**I(1)**

Los resultados de la prueba Ng Perron muestran que la mayoría de las variables presentan ordenes de integración I(1). Las variables que corresponden a desarrollo financiero (CCPIB), coeficiente de encaje legal (CEL), tasa de descuento (TD), inflación (I) y créditos dirigidos (CD) presentan dicho coeficiente de integración, mientras que la variable correspondiente al PIB per cápita presenta un orden de integración I(0).

Tomando en cuenta los resultados de las pruebas ADF y Ng Perron, podemos concluir que dado que existen variables integradas de órdenes diferentes, las variables son cointegradas. Una vez confirmado esto, podemos utilizar el método de cointegración en dos etapas (MCO dinámico y ECM) mencionado en el apartado anterior.

Tal como se mencionó en la sección previa, el VAR subyacente en nuestro caso requiere una especificación de su dinámica mayor que la especificación posible con la cantidad de observaciones disponibles. Los criterios de información para la selección de una posible cantidad de rezagos para el VAR con las variables del modelo indican que se requieren por lo menos tres rezagos (Anexo # 7) . Sin embargo, no es posible estimar el modelo por la falta de observaciones; además, resultaría en un modelo VEC débil con una reducida cantidad de grados de libertad. En este sentido, se aboga una vez por un modelo uniecuacional, sin embargo, habrá que tomar en cuenta que puede existir la posibilidad de la presencia de más de un vector de cointegración. El vector específico que se presenta más adelante tendrá su justificación teórica.

4.3 Estimación del modelo mediante el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios Dinámicos (DOLS)

En esta primera parte, se realiza una regresión de la variable dependiente en nivel sobre las demás variables explicativas en nivel, lo que representa la relación cointegrativa, además se agregan variables en diferencia y en diferencia con rezagos y adelantos de un período. De esta manera, se tratan de eliminar los problemas de autocorrelación y se eliminan las variables que resulten insignificantes para la regresión.

Con la observación del estadístico t y su probabilidad asociada, se puede determinar que todas las variables incluidas resultan significativas en la explicación de la variable dependiente CCPIB, dado que en este estudio se trabajó con un nivel de significancia del 10%. Por otra parte, el coeficiente R^2 mide la bondad de ajuste de la ecuación de regresión; es decir, da la proporción o porcentaje de la variación total en la variable dependiente explicada por las variables explicativas. En este caso, R^2 presenta un valor de 0,9918, lo cual significa que el 99,18% de la variabilidad del apalancamiento puede ser explicada por esta regresión lineal. El cuadro # 13 muestra los resultados de la regresión:

Cuadro # 13. Estimación de la regresión por Mínimos Cuadrados Ordinarios Dinámicos (DOLS)

Dependent Variable: CCPIB
Method: Least Squares
Sample (adjusted): 1982 2007
Included observations: 26 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.883859	0.853466	-2.207304	0.0518
LOG(PIBPC)	0.140567	0.060772	2.313010	0.0433
CEL	-0.634543	0.101261	-6.266430	0.0001
TD	0.145981	0.067462	2.163910	0.0557
I	-0.143615	0.023011	-6.241271	0.0001
CD	0.297751	0.098399	3.025961	0.0128
DCCPIB(1)	-0.744718	0.148988	-4.998509	0.0005
DLPIBPC(1)	0.096821	0.041011	2.360851	0.0399
DCEL	0.452248	0.105839	4.272985	0.0016
DCEL(1)	0.178828	0.054965	3.253454	0.0087
DCEL(-1)	0.315725	0.056355	5.602460	0.0002
DTD(1)	0.108935	0.044631	2.440807	0.0348
DTD(-1)	0.040597	0.019386	2.094183	0.0627
DI	0.047165	0.015407	3.061308	0.0120
DI(1)	-0.026650	0.015048	-1.771025	0.1070
DCD	-0.261218	0.076749	-3.403544	0.0067

R-squared	0.991822	Mean dependent var	0.126103
Adjusted R-squared	0.979555	S.D. dependent var	0.052446
S.E. of regression	0.007499	Akaike info criterion	-6.672787
Sum squared resid	0.000562	Schwarz criterion	-5.898573
Log likelihood	102.7462	Hannan-Quinn criter.	-6.449841
F-statistic	80.85110	Durbin-Watson stat	2.170092
Prob(F-statistic)	0.000000		

Asumimos que la variable que representa la inflación en diferencia con un adelanto (DI(1)) no es significativa, sin embargo, dado que su probabilidad asociada (0.1070) está cerca del nivel de significancia del 10% (0,1) se incluye en la regresión.

También hay que reconocer que, debido a la dinámica requerida del modelo, la cantidad de grados de libertad se reduce significativamente y podría debilitar la conclusión de este resultado.

Podemos observar que todos los signos de los coeficientes que acompañan a las variables se corresponden con los signos de los coeficientes de correlación presentados anteriormente, con excepción de la variable tasa de descuento (TD).

Para analizar si existen problemas de autocorrelación en los residuos tomamos en cuenta el estadístico Durbin-Watson. El coeficiente Durbin Watson para esta primera regresión presenta un valor de 2,2, por lo que podemos inferir que la regresión no presenta problemas de autocorrelación de orden 1. Además, se realiza la prueba del correlograma , así como la prueba de Breusch Godfrey para confirmar la ausencia de autocorrelación de órdenes mayores. Los cuadros # 14 y # 15 resumen los resultados de dichas pruebas:

Cuadro # 14 . Correlograma de los residuos

Sample: 1982 2007
Included observations: 26

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. *| . |	. *| . |	1	-0.146	-0.146	0.6215	0.430
.**| |	***| . |	2	-0.331	-0.361	3.9545	0.138
*| |	***| . |	3	-0.191	-0.364	5.1114	0.164
. |* |	. *| . |	4	0.169	-0.123	6.0531	0.195
. | . |	. *| . |	5	0.066	-0.159	6.2038	0.287
. |* . |	. | . |	6	0.091	0.047	6.5029	0.369
. | . |	. |* . |	7	0.053	0.185	6.6088	0.471
.**| . |	.**| . |	8	-0.327	-0.234	10.929	0.206
. | . |	. *| . |	9	-0.038	-0.096	10.991	0.276
. |* . |	. *| . |	10	0.148	-0.106	11.983	0.286
. |* . |	. *| . |	11	0.156	-0.073	13.159	0.283
. | . |	. | . |	12	-0.041	0.049	13.246	0.351

Cuadro # 15. Breusch Godfrey Serial Correlation LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.804952	Prob. F(2,8)	0.2254
Obs*R-squared	8.084262	Prob. Chi-Square(2)	0.0176

Adicionalmente se comprobó la ausencia de heterocedasticidad en los residuos mediante la prueba de Breusch Pagan así como la prueba de los efectos ARCH. En ambos casos se comprueba la homocedasticidad de los residuos. Los resultados obtenidos son los siguientes:

Cuadro # 16 . Prueba de Heterocedasticidad de Breusch Pagan

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.859100	Prob. F(15,10)	0.6171
Obs*R-squared	14.63959	Prob. Chi-Square(15)	0.4777
Scaled explained SS	1.483242	Prob. Chi-Square(15)	1.0000

Cuadro # 17. Prueba ARCH de Heterocedasticidad

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.695206	Prob. F(1,23)	0.1143
Obs*R-squared	2.622285	Prob. Chi-Square(1)	0.1054

Finalmente, para comprobar la estabilidad de los parámetros del modelo, se deben realizar las pruebas de estabilidad de los residuos recursivos CUSUM y CUSUMQ. A continuación los resultados:

Gráfico # 11 . Test Cusum

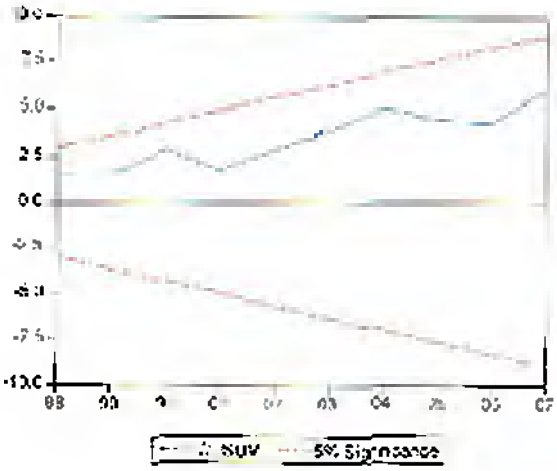
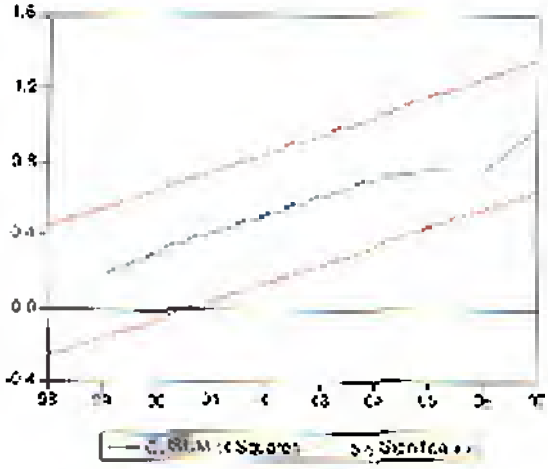


Gráfico # 12. Test CusumQ



Podemos observar que el modelo estimado es estable para los dos casos. dado que la tendencia se comporta bien dentro de las bandas de confianza del 5%.

4.4 Estimación del Término de Correción de Errores (ECT) y del modelo de corrección de errores (ECM)

Una vez estimada la regresión por el método de mínimos cuadrados ordinarios dinámicos se procede a encontrar la serie que represente el término de corrección de errores (ECT). Ya que el vector de cointegración se normalizó con respecto al apalancamiento (CCPIB), esto se realiza restando a la variable endógena (CCPIB) cada variable en nivel con su respectivo parámetro, de manera que para la regresión resultante el término de corrección de errores se calcula de la siguiente manera:

$$ECT = CCPIB - 0.140567*LOG(PIBPC) + 0.634543*CEL - 0,145981*TD + 0.143615*I - 0.297751*CD + 1.883859$$

Al conseguir el coeficiente de la velocidad de ajuste, se procede a estimar el modelo de error de corrección (ECM). Esto se realiza estimando una regresión con todas las variables en diferencia incluyendo el término de corrección de errores rezagado un periodo (ECT(-1)), incorporando además rezagos a las variables en diferencia con el fin de corregir posibles problemas de autocorrelación; finalmente no se incluyen en la regresión las variables que

resulten insignificativas. El resultado de este proceso se presenta en el cuadro # 18:

Cuadro # 18 . Estimación del Modelo de Corrección de Errores (ECM)

Dependent variable: DCCPIH
Method: Least Squares
Date: 10/02/10 Time: 18:07
Sample (adjusted): 1982 2006
Included observations: 27 after adjustments

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000443	0.001960	0.225909	0.8235
DLPIBPC	0.086080	0.036384	2.365850	0.0282
DCEL	0.191947	0.051945	3.695218	0.0014
DTD	0.139500	0.028091	4.965991	0.0001
DI	-0.053014	0.011285	-4.697915	0.0001
ECT(-1)	-0.599808	0.073398	-8.171956	0.0000
DTD(-1)	0.049511	0.022503	2.200132	0.0397

R-squared	0.892595	Mean dependent var	-0.000427
Adjusted R-squared	0.821375	S.D. dependent var	0.023503
S.E. of regression	0.009934	Akaike info criterion	-6.167381
Sum squared resid	0.001974	Schwarz criterion	-5.831423
Log likelihood	91.75994	Hannan-Quinn criter.	6.067483
F-statistic	20.92577	Durbin-Watson stat	2.373014
Prob(F-statistic)	0.000000		

Se puede observar que todas las variables en diferencia resultan significativas a un nivel de significancia de 10%.

Con la finalidad de descartar problemas de autocorrelación en los residuos de orden 1 y superiores se aplican tanto la prueba del correlograma y

del estadistico Q como la prueba Breusch Pagan. A continuación los resultados de dichas pruebas:

Cuadro # 19. Correlograma de los residuos

Sample: 1982 2008
Included observations: 27

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.187	0.187	1.0585	0.304
		2	-0.205	-0.249	2.3802	0.304
		3	-0.067	-0.179	2.5279	0.470
		4	0.140	0.032	3.1998	0.525
		5	-0.024	-0.038	3.2159	0.666
		6	0.159	0.204	4.1614	0.655
		7	-0.094	0.011	4.5043	0.720
		8	0.058	0.132	4.6433	0.795
		9	0.392	-0.409	11.330	0.254
		10	0.208	0.119	14.653	0.145
		11	0.170	0.084	16.069	0.139
		12	-0.157	-0.178	17.895	0.119

Cuadro # 20 . Breusch Godfrey Serial Correlation LM Test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.412286	Prob. F(2,18)	0.2593
Obs*R-squared	3.562185	Prob. Chi-Square(2)	0.1602

A través de los resultados de las pruebas descritas anteriormente, podemos inferir que no existe autocorrelación de orden 1 ni de orden 2 en los residuos del modelo.

Para comprobar la homocedasticidad o igual varianza en los residuos utilizamos las pruebas tanto de Heterocedasticidad de Breusch Pagan Godfrey como la prueba ARCH. Los resultados de las pruebas se representan en los siguientes cuadros:

Cuadro # 21 . Prueba de Heterocedasticidad de Breusch Pagan

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.334725	Prob. F(6,20)	0.9105
Obs*R-squared	2.463557	Prob. Chi-Square(6)	0.8725
Scaled explained SS	1.616155	Prob. Chi-Square(6)	0.9514

Cuadro # 22 . Prueba ARCH de Heterocedasticidad

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.035199	Prob. F(1,24)	0.8528
Obs*R-squared	0.039076	Prob. Chi-Square(1)	0.8453

Finalmente se debe comprobar la estabilidad en el tiempo de este modelo mediante las pruebas gráficas de sumas acumuladas CUSUM y CUSUMQ para un nivel de significancia de 5%.

Gráfico # 13 . Test Cusum

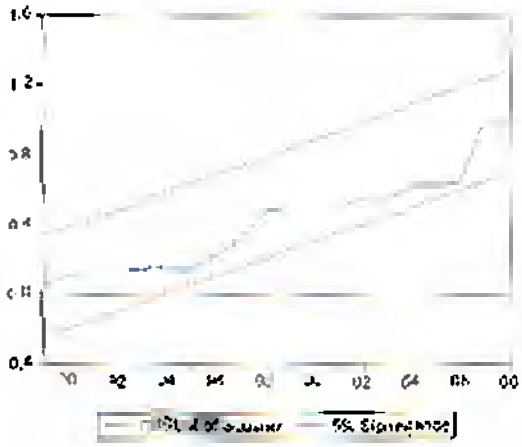
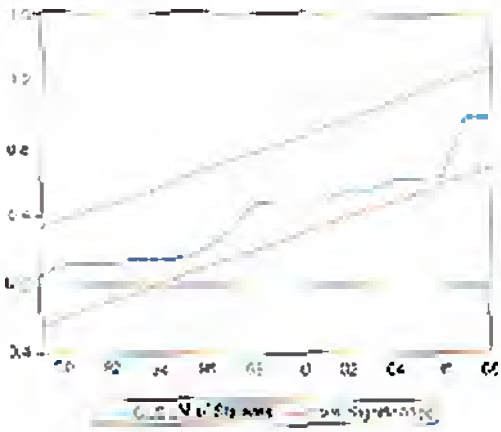


Gráfico # 14. Test CusumQ



Podemos observar que la tendencia se mantiene dentro del la banda de confianza del 5% para todo el período, por lo cual se puede concluir que el modelo ECM no presenta problemas estructurales de ningún tipo.

4.5 Análisis de resultados

El siguiente cuadro resume los valores de los estimadores tanto para la relación de nivel de equilibrio de largo plazo como para el modelo dinámico de corto plazo:

Cuadro # 23. Estimadores y parámetros resultantes

	MCO Dinámicos CCPIB		MCO Dinámicos ΔCCPIB
	Relación de Largo Plazo		Modelo dinámico de Corto Plazo (ECM)
Constante	**-1.884**	ECT_{t-1}	**-0.5999**
	(0.0518)		(0.0000)
$LOG(PIBPC)_t$	**0.140**	$\Delta LOG(PIBPC)_t$	**0.086**
	(0.0433)		(0.0282)
CEL_t	**-0,635**	ΔCEL_t	**0.192**
	(0.0001)		(0.0014)
TD_t	**0.146**	ΔTD_t	**0.139**
	(0.0557)		(0.0001)
I_t	**-0,144**	ΔI_t	**-0.053**
	(0.0001)		(0.0001)
CD_t	**0.298**	ΔTD_{t-1}	**0.049**
	(0.0128)		(0.0397)

La tabla resume los valores tanto para la primera regresión como para la regresión en diferencia (ECM). En primer lugar, dado que el término de corrección de errores (ECT) corresponde a una prueba adicional de cointegración debemos fijarnos en el signo y la magnitud del parámetro asociado a dicho término. El valor de dicho parámetro es de -0.5999, lo que implica que el signo es correcto, dado que se debe ubicar en un intervalo entre -1 y 0. Esto nos brinda mayor evidencia a favor de la

presencia de una relación de largo plazo para la ecuación propuesta de desarrollo financiero; además, su coeficiente nos indica la velocidad de ajuste de vuelta al equilibrio de largo plazo.

Debemos resaltar que todos los parámetros que acompañan a las variables menos el que acompaña a la variable tasa de descuento, presentaron los signos esperados por la teoría, expresados anteriormente en los coeficientes de correlación entre la variable dependiente y las variables explicativas.

En primer lugar, el coeficiente para la variable PIB per cápita adquiere un valor positivo de 0.140, lo cual implica que existe una relación positiva entre el desarrollo financiero y el ingreso per cápita o PIB per cápita. Apegándonos solamente a la explicación matemática, podríamos concluir que el aumento en un 1% del PIB per cápita da como resultado un aumento promedio del 0.140567% en el desarrollo financiero del país, medido por el índice de apalancamiento financiero (CCPIB), permaneciendo todo lo demás constante. El signo del coeficiente era el esperado si tomamos en cuenta la teoría económica y los estudios previamente efectuados sobre la relación entre estas dos variables (Ang y McKibbin, 2007). Este resultado implica que el proceso de

desarrollo financiero en Venezuela ha sido moldeado por un mayor nivel de actividad económica, lo que desemboca en un aumento de la demanda por servicios financieros. Finalmente, podemos concluir que un proceso de expansión económica ayuda a profundizar el sistema financiero de un país.

Al analizar la segunda variable macroeconómica, se puede inferir que dado que el nivel de inflación representa el nivel de incertidumbre macroeconómica existente en el país, era de esperarse que la relación entre la variable explicada y esta variable resultase en una relación inversa. Así lo demuestra el signo del coeficiente beta que acompaña a esta variable (-0.143615). En términos de magnitudes, esto implica que el aumento en una unidad del nivel de inflación del país da como resultado una disminución promedio de 0.143615 Bs. en el desarrollo financiero medido como la proporción de cartera de créditos como porcentaje del PIB.

La relación entre el coeficiente de encaje legal y el desarrollo financiero comprueba lo expuesto anteriormente en la teoría. Tanto el coeficiente de correlación como el parámetro resultante de la regresión acusan una relación inversa entre el coeficiente de encaje legal y el desarrollo financiero del país. Eso podría interpretarse como un alto nivel de eficiencia del elemento de encaje

legal como medida de represión financiera. El parámetro beta que acompaña al coeficiente de encaje legal arroja un valor negativo de -0.634543, lo que implica que el aumento en una unidad del coeficiente de encaje legal del período anterior arroja como resultado una disminución promedio de 0.634543 Bs. en el desarrollo financiero medido por la relación CCPIB, permaneciendo todo lo demás constante. Efectivamente, al analizar estudios previos sobre el signo de este coeficiente y su relación con el desarrollo financiero, encontramos mayor evidencia que indica una clara relación inversa entre el coeficiente de encaje legal y el desarrollo financiero (Kim y Santomero, 1988; Genotte and Pyle, 1991).

Según la regresión, la variable créditos dirigidos ejerce un efecto positivo sobre el desarrollo financiero el país, ya que el parámetro que acompaña a esta variable presenta el signo esperado en la teoría (coeficiente de correlación = 0.542766). En general, podemos inferir que dado que parámetro que acompaña a la variable créditos dirigidos presenta un valor positivo de 0.297754, el alcance de los créditos dirigidos como medida de represión presenta un efecto favorable sobre el desarrollo financiero venezolano. En este sentido, el resultado sugiere que los programas de créditos dirigidos impulsados por el gobierno nacional hacia ciertos sectores de la economía considerados como prioritarios constituye un mecanismo efectivo para profundizar el sistema

financiero en nuestro país. En resumen, el aumento en una unidad del porcentaje conjunto de créditos dirigidos da como resultado un aumento promedio de 0.297754 Bs. en el desarrollo financiero medido como la proporción de cartera de créditos como porcentaje del PIB, manteniendo todo lo demás constante.

Finalmente, al examinar los resultados de la regresión para la variable tasa de descuento (TD), se observa que es la única variable cuya relación con la variable dependiente no se corresponde con la teoría expuesta anteriormente. El parámetro que acompaña a ésta variable toma un valor positivo de 0,145981, lo que nos indica una relación directa entre la tasa de descuento y el nivel de desarrollo financiero en nuestro país. En otras palabras, un aumento de la tasa de descuento se traduce en aumento del nivel de profundidad financiera (CCPIB). Más específicamente, el aumento en una unidad de la tasa de descuento provoca como resultado un aumento promedio de 0,145981 Bs en el nivel de desarrollo financiero venezolano, permaneciendo todo lo demás constante.

CONCLUSIONES

A través de la construcción de un modelo econométrico biétapico hemos podido comprobar los efectos de cinco variables explicativas sobre el desempeño del sistema financiero en Venezuela medido a través del nivel de desarrollo financiero. Dado que no todas las variables tienen el mismo efecto sobre el desarrollo financiero, es necesario analizar cada uno de dichos efectos y preguntarnos si ese es el efecto que se desea obtener al implementar cada una de las políticas.

En primer lugar, los resultados sugieren que las políticas de créditos dirigidos a sectores económicos prioritarios (agrícola, hipotecario, turismo y manufacturero) tienden a promover un mayor nivel de desarrollo financiero. Mientras que en otros países como India dichos créditos son canalizados a través del gobierno, en Venezuela los bancos son los encargados de destinar ciertos porcentajes para cubrir los programas establecidos. Cabe destacar que dichas actividades económicas (financiadas a tasas preferenciales) generalmente presentan problemas de calidad o de alto riesgo de incumplimiento de pago. Este punto puede considerarse contradictorio, dado que más bien se deberían esperar mayores retornos cual el riesgo asociado a un negocio es más elevado.

En fin, la evidencia empírica para el período 1980-2008 nos lleva a concluir que en Venezuela, la política de créditos dirigidos ha constituido una de las variables que ha contribuido a profundizar el sistema financiero del país. Ocupando en conjunto un porcentaje obligatorio entre 20% y 40% del total de préstamos, dichos préstamos han resultado efectivos para dedicar una parte de la cartera hacia la producción, así como para incrementar el nivel de desarrollo financiero del país. Sin embargo, varios personajes públicos en los últimos años han solicitado una revisión en la dirección de las políticas de créditos dirigidos, ya sea debido a la baja demanda en algunos rubros o por la falta de seguridad de reembolso en otros rubros.

Por otra parte, los bancos deben destinar cierta parte de su efectivo para cumplir con el porcentaje de encaje legal que deben traspasar al BCV como medida de absorción de liquidez, generando un incremento en los costos efectivos de los depósitos. Siguiendo el orden de ideas, el banco debe pagar una remuneración por el ahorro del público, pero una parte de dicho ahorro no puede ser utilizado para fomentar la inversión ya que se debe destinar una fracción al BCV.

En este sentido, sería de esperarse que el coeficiente de encaje legal ejerza una influencia negativa sobre el nivel de desarrollo financiero. La evidencia empírica del presente estudio evidencia una relación negativa entre estas dos variables. En consecuencia, un aumento en el porcentaje de encaje legal que se aplica a la Banca Comercial y Universal provocará una disminución en el nivel de profundidad financiera del país. Estos resultados nos llevan a concluir que un control sobre el coeficiente de encaje legal efectivamente funciona como una medida de represión financiera en nuestro país.

La tasa de descuento de la economía constituye un elemento a considerar por los agentes económicos al momento de elegir e invertir en diversos proyectos de inversión. Los resultados del presente estudio concluyen la existencia de una relación positiva entre la tasa de descuento y el nivel de desarrollo financiero del país para el período 1980-2008.

Finalmente, al analizar el impacto de las variables macroeconómicas presentes en el estudio, los resultados sugieren que el desarrollo financiero en Venezuela depende positivamente del nivel de desarrollo económico del país, mientras que reflejan una relación inversa entre la inflación y el nivel de desarrollo financiero de la economía, presentando resultados coherentes dado

que se considera como una variable que genera incertidumbre macroeconómica.

Finalmente, sería interesante que se realizaran investigaciones futuras que determinen el comportamiento del desarrollo financiero del país incorporando otras variables de represión financiera o de requerimientos como lo son el tipo de cambio, los controles sobre las tasas de interés y los requerimientos de liquidez de las instituciones financieras. Asimismo, sería interesante analizar el efecto de las medidas represivas sobre el desarrollo financiero medido por otros indicadores conocidos de profundidad financiera.

BIBLIOGRAFÍA

- ANG, J.B. (2008). "*Are Financial Sector Policies Effective in Deepening the Malaysian Financial System?* ". Contemporary Economic Policy 62, pp. 623-635.

- ANG, J.B. (2008). "*A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth.*" Journal of Economic Surveys 22, pp. 536-576.

- ANG, J.B. (2009). "*Financial Liberalization or Repression?.*" MPRA Paper 14497, University Library of Munich,Germany.

- Arias, E., Torres, C. (2004). *"Modelos VAR y VECM para el pronóstico de corto plazo de las importaciones de Costa Rica".* Documento de Investigación. Departamento de Investigaciones Económicas. Banco Central de Costa Rica.

- BANCO CENTRAL DE VENEZUELA. Anuario *de Estadísticas del Sector Financiero.* Caracas, 1998-2008.

- BANCO CENTRAL DE VENEZUELA. Informe Económico. 2000-2008.

- BANCO MERCANTIL, C.A. Informe Económico Semestral. 2005-2008.

- BENCIVENGA, V.R., SMITH, B.D. (1992). "*Deficits, Inflation, And The Banking System In Developing Countries: The Optimal Degree Of Financial Repression.*" .Oxford Economic Papers 44, pp. 767-790.

- CLARKE, G., XU, L.C., ZOU, H.. (2006). "*Finance and Income Inequality: What Do the Data Tell Us?".* Southern Economic Journal 72, pp. 578-596.

- DE KRIVOY, R. (1998). *"Lecciones de una crisis bancaria. El caso de Venezuela".* Crisis Financieras en Mercados Emergentes. III Conferencia sobre Supervisión Financiera.

- DE KRIVOY, R. (2002). "*Colapso. La crisis bancaria venezolana de 1994".* CAF, Group pf Thirty. Ediciones IESA. 2002.

- GARCÍA, G., RODRÍGUEZ, R., SALVATO, S. (1998). "*Lecciones de la crisis bancaria de Venezuela".* Ediciones IESA, Venezuela.

- GENOTTE, G., PYLE, D. (1991). "*Capital Controls and Bank Risk".* Journal of Banking and Finance 15, pp 805-824.

- GIORGIO, G.D. (1999). *"Financial Development and Reserve Requirements".* Journal of Banking and Finance 23, pp. 1031-1041.

- GUJARATI, D. (2007). "Econometría". Cuarta Edición. McGraw Hill. México

- HELLMANN, T.F., MURDOCK, K.C., STIGLITZ, J.E. (1996). *"Deposit Mobilisation Through Financial Restraint,"* Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries. London: Routledge, 219-246.

- KIM, D., SANTOMERO, A.M. (1988). "*Risk in Banking and Capital Regulation".* Journal of Finance 43, 1219-1233.

- KING, R.G., LEVINE, R. (1993). *"Finance and Growth: Schumpeter Migth Be Rigth.".* Quarterly Journal of Economics 108, pp. 717-737.

- LEVINE, R., LOAYZA, N., BECK, T. (2000). *"Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes."* Journal of Monetary Economics 46, pp. 31-77.

- LÓPEZ, A. (2003). "*Análisis de la relación entre intermediación crediticia y crecimiento económico en Venezuela".* Banco Central de Venezuela.

- MCKINNON, R. (1973). "*Money and Capital in Economic Development*". Washington, D.C.: Brookings Institution.

- MCKINNON, R. (1989). "*Financial Liberalization and Economic Development: a reassessment of interest rate policies in Asia and Latin America*". International Center for Economic Growth, Washington, D.C.

- MORENO, E. (2003). "*Consideraciones sobre el Control de Tasas de Interés*".

- REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA (2002). "*Decreto con fuerza de Ley de Reforma de la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras*". Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela Número 37.164, 22 de marzo.

- REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA (2002). "*Ley de Crédito para el sector agrícola*". Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela Número 37563, 5 de noviembre.

- REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA (2005). "*Resolución del Consejo Nacional de Vivienda*". Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela Número 38.140, 4 de marzo.

- REPÚBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA (2002). "*Ley de Crédito para el sector turismo*". Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela Número 38.215, 23 de junio.

- RIOJA, F., VALEV, N. (2004). *"Does One Size Fit All? A Reexamination of the Finance and Growth Relationship."* Journal of Development Economics 74, pp. 429-447.

- SEMERENA, R., OLMOS, I. (2005). *"Relación entre el crecimiento económico y las economías externas de aglomeración en México".* Vol. 36, núm 141, abril junio 2005. Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía.

- STOCK, J., WATSON, M. (1993). "A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems". Econometrica, vol. 61, pp 783-820.

- SHAW, E. (1973). "*Financial Deepening in Economic Development".* Oxford University Press, Cambridge, MA.

- STIGLITZ, J.E. (1994). *"The Role of the State in Financial Markets".* Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993: Supplement to The World Bank Economic Review and

The World Bank Research Observer. Washington, D.C.: World Bank, 19-52.

- VILORIA, O. (2005). "*Indicadores Macroeconómicos".* Revista Venezolana de análisis de coyuntura, enero-junio, vol., XI. Universidad Central de Venezuela. Caracas, Venezuela.

ANEXOS

Anexo # 1. Porcentajes de Apalancamiento Financiero (CCPIB)

Año	Cartera de Créditos como porcentaje del PIB (CCPIB)
1980	17,60%
1981	18,20%
1982	19,80%
1983	20,80%
1984	18,80%
1985	19,20%
1986	19,75%
1987	19,61%
1988	21,84%
1989	15,59%
1990	11,55%
1991	12,47%
1992	12,11%
1993	10,73%
1994	8,73%
1995	6,93%
1996	5,10%
1997	8,25%
1998	10,82%
1999	9,60%
2000	8,60%
2001	9,30%
2002	7,97%
2003	6,31%
2004	6,89%
2005	8,78%
2006	11,65%
2007	16,69%
2008	17,05%

Fuente: Cálculos Banco Mercantil, BCV.

Anexo # 2. Data Producto Interno Bruto (PIB)

Año	PIB A PRECIOS CONSTANTES (BCV)	PIB A PRECIOS CORRIENTES
Millones de Bolívares a precios de 1968		
1980	75.857	254.201
1981	75.628	285.208
1982	76.144	291.268
1983	71.867	290.492
1984	70.894	347.530
Millones de Bolívares a precios de 1984		
1984	420.072	420.072
1985	420.884	464.741
1986	448.285	489.172
1987	464.341	696.421
1988	491.372	873.283
1989	449.262	1.510.361
1990	478.320	2.279.261
1991	524.860	3.037.492
1992	556.669	4.131.483
1993	558.202	5.453.903
1994	545.087	8.675.172
1995	566.627	13.685.686
1996	565.506	29.437.682
1997	601.534	43.343.669
Miles de Bolívares a precios de 1997		
1997	41.943.151	41.943.151
1998	42.066.487	50.012.967
1999	39.554.925	59.344.600
2000	41.013.293	79.655.692
2001	42.405.381	88.945.596
2002	38.650.110	107.840.166
2003	35.652.678	134.227.833
2004	42.172.343	212.683.082
2005	46.523.649	304.086.815
2006	51.116.533	393.926.240
2007	55.283.504	486.376.026
2008	57.927.000	667.997.431

Fuente: Banco Central de Venezuela

Anexo # 3. Data Producto Interno Bruto (PIB) a precios constantes de 1997

	PIB a precios constantes de 1997	Población	PIB per cápita
	Miles de Bolívares a precios de 1997	Millones de personas	Bolívares a precios de 1997
1980	30.275.168.920,29	15.091.221	2.006.144,43
1981	30.182.885.771,60	15.536.482	1.942.710,44
1982	30.386.593.882,12	15.981.743	1.901.331,66
1983	28.681.761.504,95	16.427.004	1.746.012,94
1984	29.290.096.544,56	16.872.265	1.735.990,78
1985	29.698.536.979,57	17.317.525	1.714.941,19
1986	30.329.540.215,35	17.800.965	1.703.814,38
1987	32.686.428.291,61	18.284.405	1.787.667,05
1988	33.772.040.277,59	18.767.845	1.799.462,87
1989	31.727.493.573,57	19.251.285	1.648.071,47
1990	33.351.715.972,63	19.734.723	1.690.001,73
1991	36.596.534.121,35	20.196.727	1.812.003,21
1992	38.814.629.510,90	20.659.047	1.878.819,94
1993	38.921.379.636,96	21.121.216	1.842.762,26
1994	38.007.225.987,08	21.582.756	1.760.999,66
1995	39.509.127.593,01	22.043.179	1.792.351,62
1996	39.431.081.750,92	22.501.988	1.752.337,69
1997	41.943.151.000,00	22.958.680	1.826.897,32
1998	42.066.531.898,26	23.412.742	1.796.736,66
1999	39.555.051.982,45	23.867.393	1.657.284,14
2000	41.013.386.049,03	24.310.896	1.687.037,21
2001	42.405.530.138,08	24.765.581	1.712.276,81
2002	38.650.220.664,29	25.219.910	1.532.528,10
2003	35.652.793.482,41	25.671.883	1.388.787,63
2004	42.172.433.134,81	26.125.660	1.614.215,03
2005	46.523.762.260,93	26.575.708	1.750.612,34
2006	51.050.980.118,59	27.028.916	1.888.754,26
2007	55.275.997.131,11	27.481.443	2.011.393,55
2008	56.735.374.555,66	27.934.783	2.030.993,92

Fuente: Banco Central de Venezuela, INE, Cálculos Propios.

Anexo # 5. Data Coeficiente de Encaje Legal Ordinario (CEL), Tasa de Descuento (TD) y Créditos Dirigidos (CD)

Año	Coeficiente de Encaje Legal Ordinario (CEL)	Tasa de Descuento (TD)	Créditos Dirigidos (CD)
	%	%	%
1980	0	13	20
1981	0	13	20
1982	0	13	20
1983	0	11	20
1984	0	11	22,5
1985	0	8	22,5
1986	0	8	22,5
1987	0	8	22,5
1988	15	8	22,5
1989	15	45	22,5
1990	13,5	43	28
1991	20,3	43	17,5
1992	25	52,2	17,5
1993	15	71,25	17,5
1994	12	48	17,5
1995	12	49	17
1996	12	45	15
1997	15	45	15
1998	17	60	15
1999	17	38	15
2000	17	38	15
2001	17	37	15
2002	15	40	13,68
2003	15	28,5	12
2004	15	28,5	14,25
2005	15	28,5	27
2006	15	28,5	26,5
2007	15,8	28,5	31,16
2008	17	33,5	40,83

Fuente: Banco Central de Venezuela, International Financial Statistics, Reportes Económicos Semestrales Banco Mercantil y Cálculos Propios.

Anexo # 6. Índice de Precios al Consumidor Caracas (IPC) e Inflación

Año	Cartera de Créditos como porcentaje del PIB (CCPIB)	Inflación (I)
1980	0,65914	21,541%
1981	0,76494	16,051%
1982	0,83884	9,660%
1983	0,89200	6,338%
1984	0,99523	11,573%
1985	1,10852	11,383%
1986	1,23648	11,543%
1987	1,58436	28,136%
1988	2,05126	29,469%
1989	3,78381	84,463%
1990	5,32215	40,656%
1991	7,14263	34,206%
1992	9,38702	31,423%
1993	12,96550	38,121%
1994	20,85121	60,821%
1995	33,34512	59,919%
1996	66,64927	99,877%
1997	100	50,039%
1998	135,78175	35,782%
1999	167,78523	23,570%
2000	194,97489	16,205%
2001	219,41437	12,535%
2002	268,63485	22,433%
2003	352,15262	31,090%
2004	428,73776	21,748%
2005	497,14144	15,955%
2006	565,06587	13,663%
2007	670,72334	18,698%
2008	881,60080	31,440%

Fuente: International Financial Statistics.

Anexo # 7. Prueba Lag Length Criteria para el modelo VAR

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: CCPIB CD CEL DLPIBPC I TD
Exogenous variables: C
Sample: 1980 2008
Included observations: 25

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	181.7397	NA	3.16e-14	-14.05917	-13.76664	-13.97804
1	278.1909	138.8898*	2.75e-16	-18.89527	-16.84756	-18.32732
2	331.1922	50.88123	1.26e-16	-20.25538	-16.45248	-19.20061
3	416.3587	40.87994	2.14e-17*	-24.18870*	-18.63062*	-22.64712*

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion