



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

IMPACTO DEL SISTEMA FINANCIERO EN EL DESARROLLO ECONÓMICO VENEZOLANO 2007-2017

Tutor: **Daniel Lahoud**

Realizado por: **Jhonny Da Silva**
Argenis Rojas

Caracas, 28 junio del 2020

Agradecimientos

A la Universidad Católica Andrés Bello, por brindarnos las herramientas necesarias para desarrollarnos como personas y profesionales. Por aportar y reforzar los valores necesarios tanto en el día a día como en nuestra vida profesional.

A nuestro tutor, Daniel Lahoud, por ser nuestro guía en este proyecto con su experiencia y paciencia, a usted le debemos el éxito de nuestro trabajo de grado.

A los economistas Leonardo Torribilla y Néstor Parra, quienes nos aportaron sus conocimientos para el desarrollo de este trabajo de grado.

A nuestros buenos amigos por apoyarnos en todo este viaje, el cual fue la vida universitaria y que poco a poco se convirtieron en parte de nuestra familia.

A nuestros familiares por su apoyo incondicional en todos los aspectos, quienes siempre nos han ayudado a construir los cimientos de nuestras vidas y a quienes debemos todo lo que somos.

.

TABLA DE CONTENIDOS

Índice de gráficos.....	5
Índice de tablas	6
Resumen.....	7
Introducción	8
Capítulo I: El problema	10
1.1 Planteamiento del Problema	10
1.2 Hipótesis.....	13
1.3 Objetivos de la investigación.....	13
1.3.1 Objetivo General	13
1.3.2 Objetivos específicos	13
1.4 Justificación de la investigación.....	13
Capítulo II: Marco teórico	15
2.1 Antecedentes de la investigación	15
2.2 Fundamentos teóricos.....	19
2.3 Entorno venezolano.....	22
2.4 Definición de términos básicos	40
Capítulo III: Marco Metodológico.....	43
3.1 Tipo de la Investigación	43
3.2 Diseño de la investigación.....	45
3.3. Técnicas e instrumentos de recolección de datos	45
3.4. Técnicas de procesamiento y análisis de datos.....	46
Capítulo IV: Análisis de los resultados	49
4.1. Explicación de las variables a estudiar.....	50

4.1.1. Producto Interno Bruto (PIB)	50
4.1.2 IBC / \$.....	51
4.1.3 Primas netas cobradas.....	52
4.1.4 Crédito neto / \$	53
4.1.5 Número de sucursales y agencias bancarias	54
4.1.6 Número de entidades bancarias	55
4.1.7 Títulos de valor de la banca	56
4.1.8 Captaciones del público.....	57
4.2 Test de Dikey Fuller aumentado	58
4.3 Test de Johansen.....	59
4.4 Test de cointegración serial (portmanteau Test)	60
4.5 Test de normalidad	60
4.6 Test de Arch (Multivariate).....	61
4.7 Función Impulso-respuesta	62
4.7.1 Impulso-respuesta: IBC / \$	62
4.7.2 Impulso-respuesta: Primas netas cobradas por seguros	63
4.7.3 Impulso-respuesta: Créditos neto.....	65
4.7.4 Impulso-respuesta: Títulos valores de la banca	67
4.8 Test de causalidad de Granger.....	69
4.8.1 IBC / \$.....	70
4.8.2 Prima neta cobradas por seguros	71
4.8.3 Crédito neto.....	72
4.8.4 Captaciones del Público.....	73
4.8.5 Títulos valores de la banca.....	74
Capítulo V: Conclusiones y recomendaciones...	76
Bibliografía.....	84

Índice de gráficos

Figura 0: Capitalización Bursátil / PIB, (Chile, Colombia, Perú).....	11
Figura 1: PIB vs PIB financiero y de seguros	22
Figura 2: Total PIB Financiero	23
Figura 3: Variación porcentual de los índices de las regiones en dólares	32
Figura 4: Volumen del mercado de valores en millones de dólares	33
Figura 5: Capitalización bursátil/PIB.....	34
Figura 6: Primas netas cobradas por seguros/PIB	36
Figura 7: Crédito neto/PIB	37
Figura 8: Captaciones/PIB	38
Figura 9: PIB trimestral constante	50
Figura 10: IBC/\$	51
Figura 11: Primas netas cobradas/\$.....	52
Figura 12: Crédito Neto/\$	53
Figura 13: Número de sucursales y agencias	54
Figura 14: Número de entidades bancarias... ..	55
Figura 15: Títulos de valor de la banca/\$	56
Figura 16: Captaciones del público/\$	57
Figura 17: Función impulso respuesta IBC/\$ sobre el PIB	62
Figura 18: Función impulso respuesta PIB sobre IBC/\$.....	63
Figura 19: Función impulso respuesta primas netas cobradas por seguros sobre el PIB	64
Figura 20: Función impulso respuesta PIB sobre primas netas cobradas por seguros... ..	65
Figura 21: Función impulso respuesta crédito neto sobre el PIB.....	66
Figura 22: Función impulso respuesta PIB sobre crédito neto.....	67
Figura 23: Función impulso respuesta títulos valor de la banca sobre el PIB	68
Figura 24: Función impulso respuesta PIB sobre títulos valor de la banca sobre.....	69

Índice de tablas

Tabla 1: Variables a estudiar.	47
Tabla 2: Test de Dickey-Fuller Aumentado.....	58
Tabla 3: Testde Johansen.....	59
Tabla 4: Portmanteu test.....	60
Tabla 5: Test de normalidad	61
Tabla 6: Testde Arch.....	61
Tabla 7: Test de causalidad IBC/\$	70
Tabla 8: Test decausalidad IBC/\$	70
Tabla 9: Test de causalidad prima	71
Tabla 10: Test de causalidad prima	71
Tabla 11: Test de causalidad crédito neto.....	72
Tabla 12: Test de causalidad crédito neto.....	72
Tabla 13: Test de causalidad captaciones... ..	73
Tabla 14: Test de causalidad captaciones... ..	73
Tabla 15: Test de causalidad títulos valores... ..	74
Tabla 16: Test de causalidad títulos valores.....	75

Resumen

El presente trabajo busca estudiar la relación y el impacto del sector financiero en el desarrollo económico venezolano durante el periodo de 2007-2017, al analizar las principales variables de los distintos sectores del sistema financiero como el crédito neto, captaciones del público, títulos de valor de la banca, número de entidades bancarias y número de sucursales y agencias bancarias del sector bancario, por otro lado se analizó el Índice de la Bolsa de Caracas como variable principal del mercado de capitales y por último se estudió las primas netas cobradas del sector asegurador venezolano. En el mismo se evidenció que dicho sector financiero no es influyente en el desarrollo económico venezolano por múltiples razones, principalmente debido a su tamaño. Por último, se busca realizar las recomendaciones pertinentes al compararlo con países de la región como Chile, Colombia y Perú, para reformar e impulsar el sector financiero, y así generar un impacto positivo en el desarrollo económico del país.

Abstract

The present, studies the relation and impact of the financial sector on Venezuelan economic development during the period 2007-2017, analyzing the main variables of the different sectors of the financial system such as net credit, public deposits, securities of banking, number of banks and number of branches and banking agencies of the banking sector. On the other hand, the stock exchange index of Caracas was analyzed as the main variable of the capital market and finally the net primes collected from the Venezuelan insurance sector were studied. It is evident that the financial sector is not influential in Venezuelan economic development for multiple reasons, mainly due to its size. Finally, it seeks to make the pertinent recommendations comparing it with countries in the region such as Chile, Colombia and Peru, to reform and boost the financial sector, causing a positive impact on the country's economic development.

Introducción

Es bien sabido que un sistema financiero amplio y robusto es un factor de alta relevancia para la economía de cada país, ya que, gracias al sistema financiero eficiente se puede desarrollar el aparato productivo de distintos sectores por medio del financiamiento e inversión. Para lograr un sistema financiero eficiente se debe desarrollar diversas variables como lo son el crédito neto, las captaciones de público, títulos de valor de la banca, cantidad de entidades bancarias, el número de sucursales y agencias, las primas netas cobradas y Índice de la bolsa de Caracas como principales variables que desarrollan los subsectores: sector bancario, asegurador y el mercado de capitales. Al lograr la eficiencia de estos subsectores se puede conseguir que el sistema financiero impacte positivamente en el desarrollo económico de un país.

Se demostró que en países de la región con un tamaño de economía similar a la venezolana al aplicar las reformas indicadas en las variables financieras adecuadas se puede obtener un impulso en la economía como en el caso de Chile que utilizó las reformas en las variables financieras para salir de la crisis económica de finales de 1970, de igual manera se tiene el caso de Perú en el cual al aplicar las reformas financieras adecuadas en la década de 1990, logran despegar el desarrollo económico de la región y que se mantienen hasta la actualidad.

Mientras que en Venezuela el sistema financiero está inmerso en una constante involución que consiguió convertirlo en un elemento de poca o ninguna importancia para su economía. Al ser deteriorado por largo tiempo con múltiples regulaciones en todo el sistema que han llevado a la ineficiencia de sus principales variables. Como consecuencia se tiene un sistema financiero rezagado con el que no se puede contar

como estímulo de la economía ya que su principal factor de impulso, el cual es la inversión, no cuenta con una base sólida para poder expandirse.

En el presente estudio se analizó la relación de impacto de las variables financieras ya mencionadas con respecto al PIB de la economía venezolana, llegando a la conclusión que el sistema financiero no tiene influencia o peso sobre la economía debido a que el tamaño de dicho sector es muy pequeño o casi nulo en proporción con el PIB lo que lo hace no significativo. Sin embargo, al compararlo con otras economías de la región se puede determinar el gran potencial con el que cuenta el país y por ende con la aplicación de un conjunto de medidas, políticas y reformas acordes con el incremento del nivel de confianza del inversionista podría desarrollarse de manera eficiente el sistema financiero venezolano, de tal forma que llegue a ser significativo para la economía y así promover el desarrollo económico del país.

CAPÍTULO I

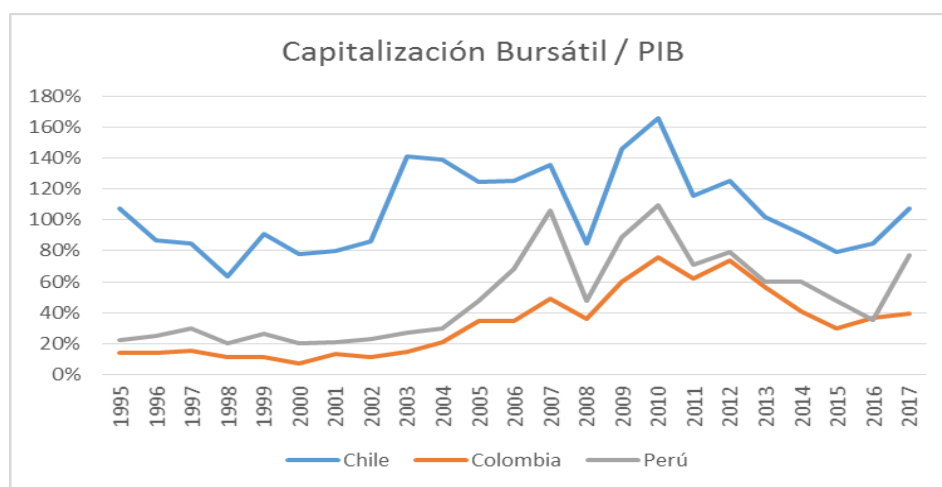
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1. Planteamiento del problema

Una característica que comparten los países desarrollados en el mundo es contar con un sistema financiero amplio, un alto nivel de bancarización, de intermediación financiera y un alto nivel crediticio. Farrel (2006), hace referencia a como la evidencia empírica demuestra que impulsar el sistema financiero de una economía en problemas facilita la salida del mismo y es debido a que el mercado de capitales y el sector bancario promueven mediante financiamiento el desarrollo industrial. Gran parte de estas compañías se financian a través del sector bancario, sin considerar la emisión de acciones, emisión de obligaciones (bonos) y demás opciones existentes en el amplio espectro del mercado de capitales, debido al desconocimiento casi absoluto de este mercado y sus oportunidades.

Venezuela en comparación con otros países de la región está muy limitada tanto en el sector bancario y su dificultad para realizar transacciones con el exterior, la libre convertibilidad de la moneda y un encaje legal exagerado que asfixia a la banca en general y a su capacidad de realizar intermediación financiera y por tanto su capacidad de potenciar el desarrollo de empresas que buscan aportar al crecimiento económico. Si se estudia al mercado de valores como la Bolsa de Caracas, esta representa apenas un 3% del PIB nacional, al ser este indicador muy bajo en comparación con países de la

región como Perú o Chile que este indicador sobrepasa el 50% del PIB respectivo. Sin embargo, este desconocimiento está en un proceso de cambio ya que son más las empresas que al no tener la posibilidad de financiarse a través de la banca se dirigen a este mercado a través de la emisión de obligaciones quirografarias o papeles comerciales para obtener los recursos para seguir apostando por el país.



Fuente: Fiab. Cálculos propios

La oferta institucional de crédito es notablemente reducida en comparación con el tamaño relativo de la economía, esto complica aún más una efectiva financiación. Los créditos a largo plazo son de difícil acceso ya que el sector bancario se niega a otorgarlo por la situación de hiperinflación que provoca que la tasa de interés real sea siempre negativa, situación que se ha presentado antes sin el factor hiperinflación, pero ahora se ha agudizado ante dicha situación. Estas barreras al crédito conducen a la autofinanciación, lo que no es una vía para muchas de las compañías venezolanas debido a la falta de liquidez y la disminución del consumo que ha hecho que disminuyan los márgenes de utilidad, sin tomar en cuenta las constantes regulaciones por parte de los entes gubernamentales a la empresa privada, aunque esta situación ha mermado en los últimos años de la mano con la disminución del control de precios, debido a la insostenibilidad de estas políticas económicas intervencionistas a largo plazo.

Los problemas para localizar un sistema de financiación eficaz no sólo son de las pequeñas y medianas empresas. A pesar de contar con un número mayor de trabajadores y un nivel de activos totales superior la gran empresa padece también de forma inevitable un sistema financiero precario. Ambos tipos de empresa carece de información y conocimiento de las perspectivas del mercado de capitales y las posibilidades de acción y financiación existentes en él.

Todas estas particularidades antes mencionadas (difícil acceso al crédito bancario, necesidades de expansión y sostenimiento en una industria, globalización, altos niveles de competencia, plazos cortos, etc.) imponen un freno al sector productivo e industrial y en últimas a la economía nacional. De esta forma es clara la necesidad de capitalización y financiación por otros medios, que sean capaces de absorber la enorme demanda insatisfecha, las crecientes necesidades de crédito y financiación, y así impulsar de forma contundente la economía.

Ahora bien, para lograr que efectivamente el sistema financiero sea eficiente y el mismo mercado destine los fondos a aquellos proyectos que sean más productivos y prioritarios se debe trabajar en una adecuación de los medios para llegar a tal nivel de eficiencia tanto en el sector bancario como de capitales, de manera que se facilite el acceso y se genere la confianza suficiente para que se pueda convertir en crecimiento económico y recuperar la productividad del país.

- ¿Es el sistema financiero lo suficientemente grande como para afectar el desarrollo económico?
- ¿De qué manera estimular el mercado para lograr una relación mercado-organización satisfactoria?
- ¿Será posible convertir el ahorro del público en financiación empresarial?
- ¿Será estable esta relación en Venezuela?

1.2. Hipótesis

El sistema financiero (mercado de capitales, sistema bancario, créditos y seguros) contribuye al crecimiento económico en Venezuela.

1.3. Objetivos de la investigación

1.3.1. Objetivo general

Analizar la relación e impacto entre las variables del sistema financiero a estudiar y la economía venezolana.

1.3.2. Objetivos específicos

1. Determinar si las variables del sistema financiero del país afectan al Producto Interno Bruto.
2. Describir el comportamiento de las variables del sistema financiero en el período estudiado.
3. Medir el impacto del comportamiento del sistema financiero en el crecimiento económico venezolano.
4. Comparar el impacto generado con países de la región (Chile, Perú y Colombia).

1.4. Justificación del problema

Actualmente, la delicada situación económica de Venezuela evidencia la fragilidad y poca profundidad del sistema financiero. Es relevante enfocarse en dicho sector para estudiar las variables que influyen positivamente en el desarrollo económico, que podría

funcionar como una manera de superar la crisis. La evidencia empírica ha demostrado una relación positiva entre el sistema financiero y el bienestar. Esto se ha reflejado en países tales como India, Chile, Colombia, Brasil, entre otros, que han aplicado reformas a ciertas variables del sistema financiero para incrementar su desarrollo y tamaño, lo que ha generado un efecto positivo en sus respectivas economías.

Es por ello que se considera relevante definir las variables que podrían servir como una aproximación al sistema financiero venezolano y medir su relevancia en la economía del país. Cabe destacar, que el interés del presente estudio está dirigido al sistema financiero ya que es notable como el mismo se encuentra rezagado y muy regulado lo que limita su impacto y por ende genera un atraso con respecto a otras economías de tamaño similar al de Venezuela. Por ende, podría esperarse que ante un sistema financiero tan debilitado y pequeño, sus variables no sean significativamente relevantes en la economía durante los años estudiados.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

En este capítulo serán incluidos los siguientes puntos: Antecedentes, fundamentos teóricos y definición de términos básicos. Información de gran importancia ya que facilitará la comprensión de los términos, temas y situaciones en las que se profundizará más adelante en la investigación, además de servir como sustento para el objetivo de estudio.

2.1. Antecedentes

En la búsqueda de textos que proporcionaran la información adecuada con la cual sustentar la incidencia del mercado de capitales como factor determinante de la economía, se acudió a diferentes fuentes en línea como lo fueron libros, artículos y reportes.

Natalia Salazar, Alejandro Becerra, Daniel Wills (2011), realizan una investigación donde hacen énfasis en la importancia del mercado de capitales y sistema financiero sobre el desarrollo de la economía y como ciertas reformas en este sector podrían impulsarlas, al usarse países como México, Chile y Malasia como ejemplos de países con mejores sistemas financieros y mercados de capitales más desarrollados, donde estos mismos apoyan el desarrollo de la economía y productividad. En este trabajo se explica detalladamente las características de dicha reforma aplicada en el mercado colombiano, así como sus efectos para estimular el bienestar de la economía y diversos

factores dentro de la misma utilizando simulaciones por un modelo econométrico. Se reproducen ciertas condiciones bajo un modelo econométrico para representar las consecuencias de la aplicación de alguna de las reformas sobre las variables macroeconómicas. Se hace mención a los dos canales por los cuales un sistema financiero (bancario) en buen funcionamiento y un mercado de capitales desarrollado pueden impulsar el crecimiento de la economía, estos son mediante la acumulación de capital y un incremento en la productividad. La evidencia empírica demuestra que ambos canales están presentes (Benhabib y Spiegel, 2000).

Al hacer las comparaciones con los países anteriormente en la investigación se llega a la conclusión que no solo el sector financiero colombiano carece de profundidad, por lo que en el ejercicio se busca estimar el beneficio de una reforma, calculando cuanto ahorraría la economía si el costo de emitir acciones y bonos en el mercado de capitales y las fuentes de financiación disponibles fuesen iguales a los vistos en mercados financieros desarrollados (los vistos en los países comparados). En este caso sus conclusiones fueron que, al tomar como referencia a Chile y México, la economía colombiana podría ahorrarse un 2% PIB y hasta un 2,8% al tomar como referencia a Malasia y Corea del Sur, teniendo como principales impulsores de este ahorro al aumento en la eficiencia de la banca y la sustitución del crédito financiero por otras opciones como emisión de acciones y bonos.

Por otro lado, se estudió la investigación de Juan Lezama, Miguel Laverde, Carlos Gómez (2017), quienes buscan analizar y medir la influencia del mercado de valores en el desempeño de la economía en Colombia durante un periodo de estudio de 2001 a 2013 (150 observaciones), mediante el estudio de cinco variables, como el crecimiento del producto interno bruto, el índice de capitalización bursátil del país, el volumen de negociación (el valor de las transacciones que ha tenido las acciones en el mercado accionario), la concentración del mercado (es un número pequeño de empresas que tienen gran proporción del mercado) y por ultima variable en estudio tomaron la inflación.

Para el estudio de dichas variables utilizaron un modelo multivariado con vectores auto regresivos, ya que es un modelo que permite estudiar la relación entre las variables y los

rezagos de cada una, para la investigación trabajaron el modelo con dos periodos de rezagos solamente para no disminuir el número de observaciones y mantener la confiabilidad en el modelo, además se verificó que las variables sean estacionarias y tengan una distribución normal.

En el estudio del modelo se obtuvo que las cuatro variables (índice de capitalización bursátil, concentración del mercado, volumen de negociación y la inflación) causan directamente a la variable dependiente el Producto Interno Bruto, por lo tanto, se puede confirmar una relación directa entre ellas, claro está que estas no son las únicas variables que afectan el crecimiento del PIB, pero son suficientes para el objeto de estudio y la relación que se quiere estudiar. La aplicación de dicho modelo arrojó como resultado que en Colombia el comportamiento del mercado de valores afecta positivamente el desempeño económico, estos resultados confirma lo planteado por autores como, Merton (1998), Greenwood (1997), Gueley (1955), Schumpeter (1911), quienes opinan que el sistema financiero mantiene una influencia de forma positiva sobre la economía del país y no es solo un resultado de la misma.

Finalmente se destacó el trabajo de Farrel et al (2006) ya que intenta dar una idea del poder de crecimiento de India y como podría verse potenciado por ciertas reformas. Para esto usan una metodología comparativa donde toman referencia el desempeño de economías emergentes como Corea del sur, Malasia, Singapur, Chile, Brasil y China. Cuyas variables a estudiar fueron sistema bancario, mercado de bonos, mercado de acciones y sistema de pagos, así como los medios de préstamos, con la finalidad de medir su desempeño y eficiencia en el sistema financiero del país y por tanto su efecto en el incremento del PIB.

Los autores analizan el sistema financiero indio a través de cuatro dimensiones:

1. Oferta de fondos para los ahorristas.
2. Destino de los fondos de los prestamistas.
3. Eficiencia del mercado financiero.
4. Entorno regulatorio.

Una vez evaluados estos puntos, los autores identifican las causas de la fuga de capitales en la economía india y finalmente calculan el costo de tener un sistema financiero ineficiente y como esto genera tasas de crecimiento más baja.

Desde 1991 al liberarse la economía india se aplicaron reformas en el sistema financiero tales como la desregularización de las tasas de interés, participación de los inversionistas domésticos y extranjeros, la operatividad de la bolsa india, la activación de la deuda corporativa y la participación de intermediarios tales como fondos mutuales, seguros y fondos de pensiones. Si bien esto generó un efecto positivo en el país, al compararlo con otras economías emergentes la profundidad del sistema financiero indio se mantuvo en bajos niveles. Por tanto, los autores consideran necesarias otro tipo de reformas adicionales para generar un mayor desempeño del sistema financiero del país. Estas reformas deben buscar incrementar la eficiencia y evitar la fuga de capitales del sistema financiero indio, entre ellas está:

1. Impulsar la eficiencia bancaria, debido a la baja productividad de la misma, ya que no es competitivo con respecto a otros países, dadas las altas tasas de interés un incremento en las operaciones bancarias de India podría reducir las tasas de préstamo, propiciando la inversión y por tanto generar crecimiento económico.
2. Implementación de sistemas de pagos electrónicos. El sistema de pago indio es muy inefectivo, el 90% de los pagos de consumo son hechos en efectivo. En ese momento el costo de mantener esta forma de pago rondaba el 3,5% comparado con el 1% que podría costar si se usaran métodos alternativos.
3. Migrar del préstamo informal al formal a través de los bancos, ya que se estima que alrededor de 85 mil millones de dólares en préstamos se tranzan a través del mercado informal, esto se debe a que el costo de intermediación es mucho más alto. Reducir el mercado informal incrementando el crédito a compañías privadas podría ahorrar alrededor de 5 mil millones de dólares en costos de intermediación anual.

4. Reducir las tasas de impago de bonos corporativos proveyendo información transparente a los usuarios, de tal manera que, al hacer los bonos una opción más segura, haría de ellos un instrumento más atractivo, debido a que el mercado de bonos para el momento es muy pequeño. Impulsar métodos de financiamiento alternativos además de la banca, como los bonos.

Estas reformas del sistema financiero deben venir acompañadas de reformas en el sistema económico, tanto en el mercado de bienes y servicios como infraestructura, privatización de compañías estatales, disminución del déficit fiscal, entre otras.

Los autores concluyen que, la aplicación de estas reformas en conjunto, podrían potenciar el PIB de India hasta en un 7% anual, las reformas para aumentar la eficiencia operacional del sistema financiero indio podrían reducir sus costos en 22 mil millones de dólares anuales.

2.2 Fundamentos teóricos

En el siguiente apartado se hará mención a tres investigaciones que le dan sustento a como el desarrollo del sistema financiero impulsa el crecimiento económico.

Bencivenga y Smith (2000). Para generar el impulso de la economía o el desarrollo de la misma, es decir generar riqueza, es de vital importancia profundizar en el tema de la intermediación financiera ya que se evidencian que ante la presencia de intermediarios financieros competitivos como lo son los bancos, estos influyen positivamente en las asignaciones de recursos lo cual implica un aumento en las tasas de crecimiento de un país. Las economías con intermediarios financieros eficientes crecen a una tasa más acelerada que economías que no poseen tales instituciones.

La razón por la que los bancos suelen ser los mejores intermediarios financieros es sencilla, los bancos reciben depósitos y prestan a un gran número de individuos, lo cual le permite a los bancos manejar altas cantidades de transacciones y de esta manera

pueden estimar el número aproximado de retiros que se realiza, por lo tanto la demanda de retiros se vuelve bastante predecible, entonces los bancos tienen reservas líquidas y demandas predecibles de retiros, por lo tanto esto les permite emitir cierta cantidad de pasivos que son aún más líquidos que sus activos primarios y logran reducir la necesidad de autofinanciar las inversiones.

Por otro lado, los bancos proporcionan liquidez y provocan que los ahorradores mantengan mayor proporción de depósitos bancarios que de activos líquidos improductivos y en consecuencia de esta forma disponer de mayor cantidad de depósitos que destinará a la inversión de capital productiva. Entonces una función de los intermediarios financieros (bancos) es evitar que cada individuo deba auto asegurarse contra necesidades de liquidez y finalmente evita que esto suceda puede canalizar los ahorros de los individuos a grandes proyectos de inversión que si serán productivos para el desarrollo de la economía.

En resumen, los intermediarios financieros tienden naturalmente a alterar la composición del ahorro de manera favorable a la acumulación de capital, por lo tanto, si la composición del ahorro tiende afectar la tasa de crecimiento, los intermediarios financieros tenderán a incentivar el crecimiento. Los autores comprueban esta teoría a través del modelo de crecimiento endógeno desarrollado por Romer (1986), que describe el desarrollo de los mercados financieros como una variable endógena y que en modelos neoclásicos era tomada como una variable exógena. En este caso Bencivenga y Smith (2000) utilizan la función de utilidad:

$$\mu(c_1, c_2, c_3; \emptyset) = - \frac{(c_2 + \emptyset c_3)^{-\gamma}}{\gamma}$$

Ante esta función de utilidad se le aplicó distintos escenarios para así llegar a las conclusiones obtenidas.

Una segunda investigación realizada por Pagano (1993) *mercados financieros y crecimiento* el autor realizó una investigación acerca de la relación existente entre la intermediación financiera y el crecimiento económico, estudiado anteriormente por Goldsmith (1969), McKinnon (1973), Shaw (1973) y otros, evidenciaron que el desarrollo

financiero estaba correlacionado con el crecimiento, sin embargo su investigación careció de fundamento analítico por lo que Pagano (1973) utilizó el modelo AK de Romer (1989) para comprobar los efectos potenciales del desarrollo financiero en el crecimiento a través de la siguiente función lineal:

$$Y_t = AK_t$$

El autor considera que es importante el proceso transformación de ahorro a inversión y para ello los intermediarios financieros deben estar presentes ya que se encargarán de destinar los fondos a aquellos proyectos donde el producto marginal del capital sea mayor.

Por otra parte, determina que el desarrollo financiero se puede evidenciar a través de los préstamos bancarios, el mercado de acciones y bonos, y el mercado de créditos y seguros. El tamaño de estos mercados, la capitalización del mercado de acciones y el volumen de crédito al consumo son algunas de las variables que influyen en una economía desarrollada.

Finalmente, los autores concuerdan que existe una correlación positiva entre los indicadores de desarrollo financiero y el crecimiento, sin embargo, ocurrió un problema de causalidad entre ambas variables, ya que no se logró determinar la dirección de la relación y segundo, si se toma en cuenta que el desarrollo del sistema financiero afecta al crecimiento, este depende de la eficiencia de la inversión de la tasa de la misma. Si bien no se pudieron resolver estas incógnitas se determinó que efectivamente los indicadores de intermediación financiera como la liquidez monetaria y el crédito al sector privado afectan al PIB. De igual forma el rol del mercado de acciones, de bonos, de seguros y de créditos, medidos a través del volumen de operaciones denotaron un crecimiento en el PIB, por lo que concluyen que la intermediación financiera puede afectar el crecimiento económico a través de la tasa de ahorro destinado a la inversión, sin tomar en cuenta los riesgos que pudiesen generarse.

2.3 Entorno Venezolano

En este apartado se explicarán y compararán las principales variables referentes a la economía nacional, mercado de valores, seguro y bancario del país y su comparación con países de la región (Chile, Colombia y Perú)

PIB vs PIB Financiero y de seguros

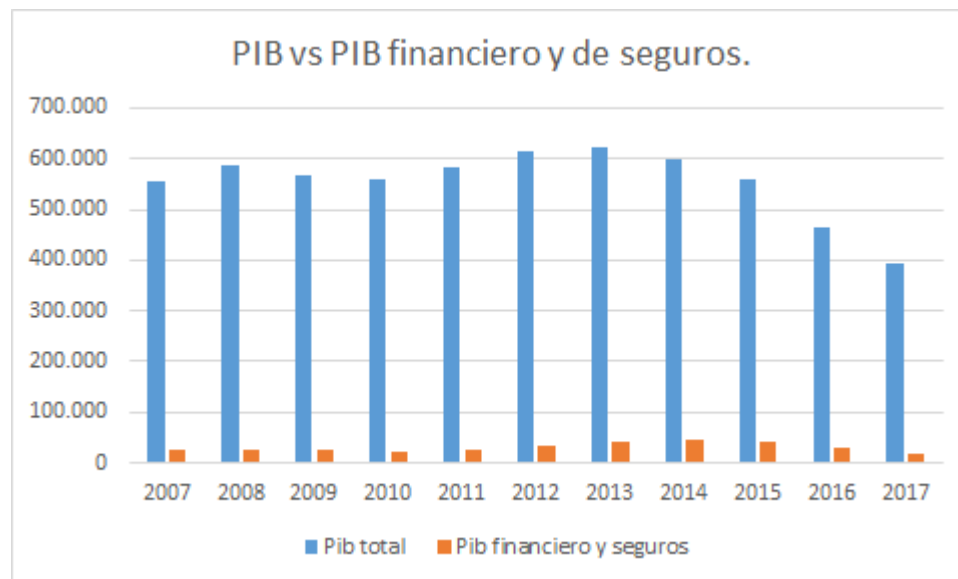


Figura 1: PIB vs PIB financiero y de seguros.

Fuente: Banco Central. Cálculos propios.

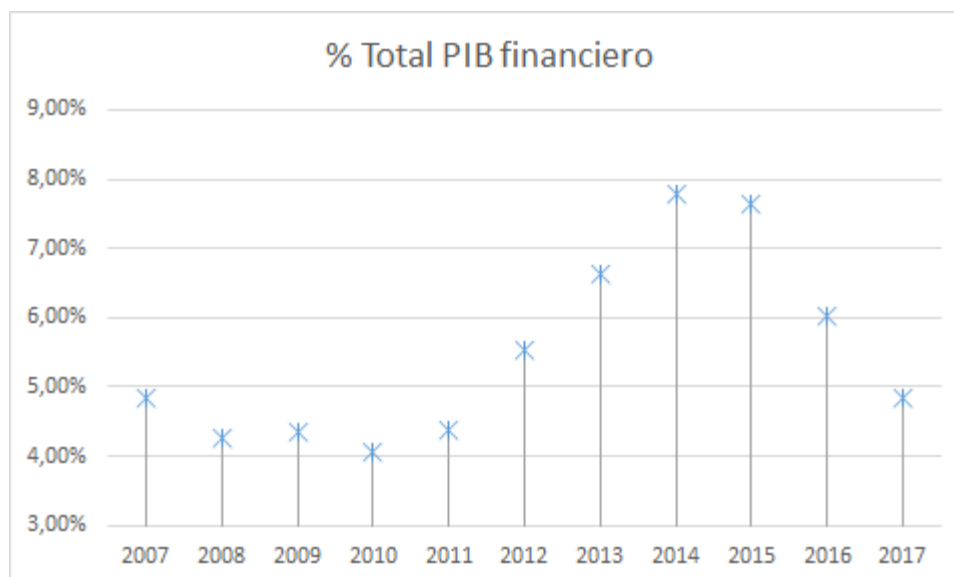


Figura 2: % Total PIB Financiero.

Fuente: Banco Central. Cálculos propios.

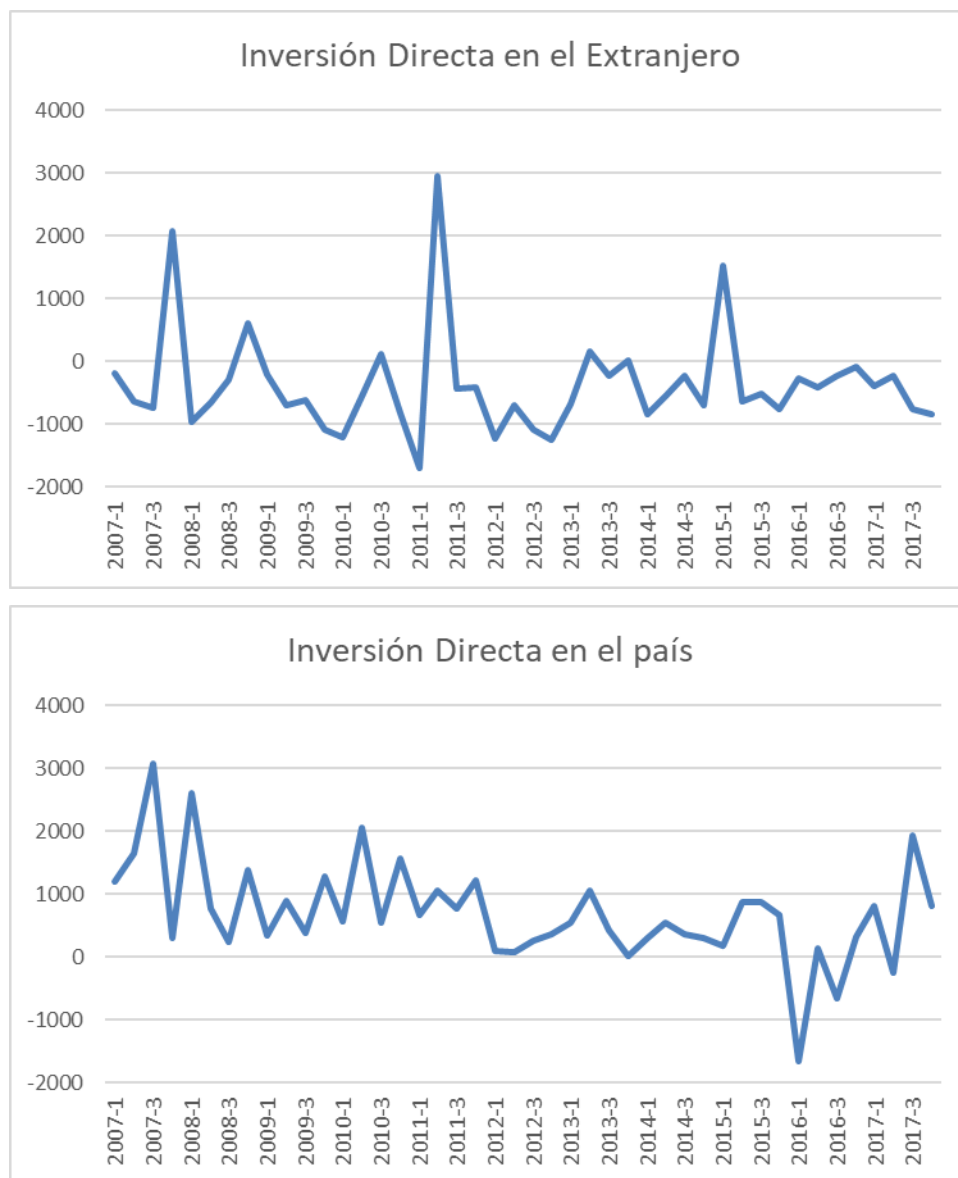
En la figura 1 puede evidenciarse la porción del PIB financiero contando el sector asegurador que corresponde al total de PIB del país. En la figura 2 se muestra el porcentaje que representa el PIB financiero que incluye el sector de los seguros, del PIB total. En el cual, su punto máximo lo alcanzó en el 2014, sin embargo, su media en el periodo estudiado es de 5,48%. Esto quiere decir que, en los primeros cuatro años del período estudiado, el sector petrolero representaba aproximadamente 4 veces el tamaño del sector financiero y seguros. Y para los últimos años de estudio, el sector referente a la producción de servicios del gobierno incrementó aún más que la industria petrolera, llegando en el 2017 a ser 4 veces mayor que el sector financiero y de seguros.

Esto podría deducir la distorsión económica y su fuerte dependencia de la economía en el gasto público y petrolero, lo cual deja rezagados otros sectores de igual relevancia en el país.

Inflación



Inversión directa en el extranjero y en el país

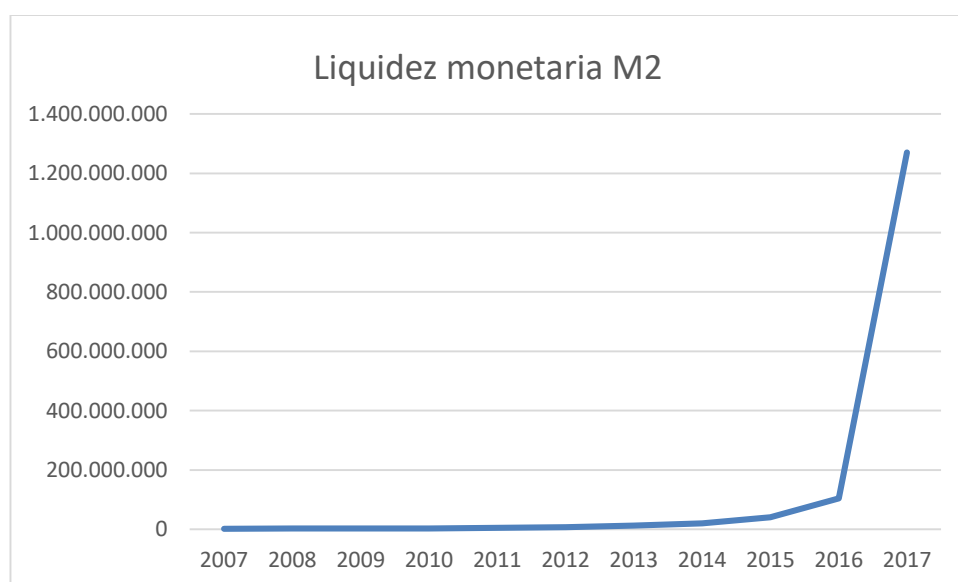


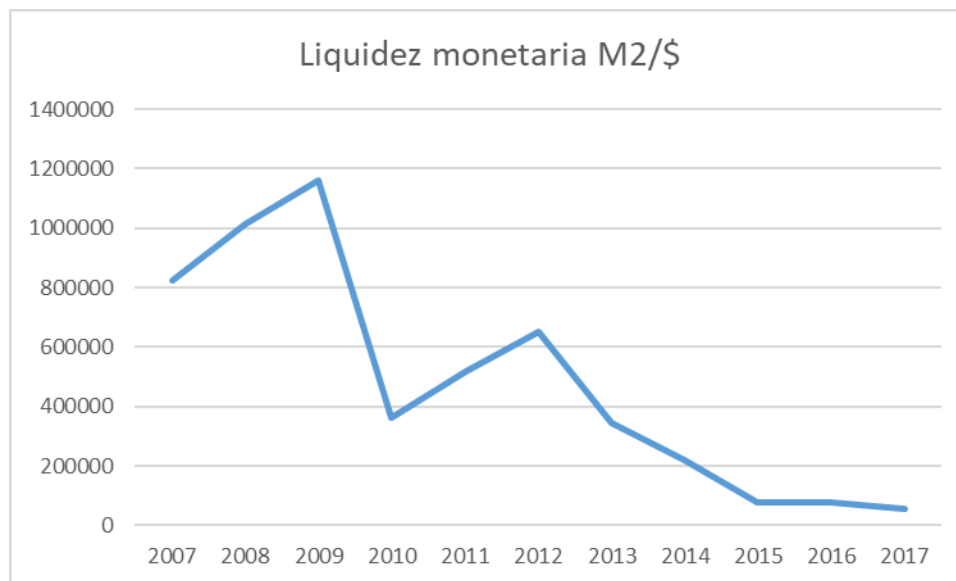
La inversión venezolana en general gira en torno al petróleo ya que es nuestro principal bien de calidad de exportación. Históricamente la inversión directa en el país se debe a concesiones petroleras en territorio nacional, mientras que la inversión directa en el extranjero se toma como ejemplo y principal activo afuera Citgo Holdings.

En la gráfica de la inversión directa en el extranjero se puede observar tres picos principales en los años 2007, 2011 y 2015, este comportamiento se debe a momentos específicos en el que existió auges en el precio del barril petrolero, por lo tanto afectó directamente en el comportamiento de esta inversión directa en el extranjero, es decir la variable que tiene mayor influencia es el precio del barril petrolero venezolano, por lo tanto dicha inversión dependerá directamente de la variación del precio del barril petrolero.

En el caso de la inversión directa en el país, nuevamente dicha variable se ve afectada por los auges o decrecimientos en el precio del barril petrolero principalmente, es decir como se ve en la gráfica en el año 2007 se observa el punto más alto, coincidiendo este año con el mayor precio del barril petrolero, durante el resto del periodo en estudio se observa movimientos cíclicos y bajistas hasta llegar al punto mínimo del periodo en estudio en el año 2016, luego de este punto se observa un crecimiento hasta el final del periodo en estudio, este crecimiento coincide con inversiones realizadas por Rosneft en país.

Liquidez monetaria M2





Según la data de liquidez monetaria (M2), obtenida del Banco Central de Venezuela y dividida entre el tipo de cambio oficial del BCV hasta el final del primer semestre del año 2010 y a partir de esta fecha se dividió entre el tipo de cambio paralelo, para así poder evitar el factor inflación dentro de esta variable. Se puede observar un comportamiento que se ha visto repetirse en distintas variables estudiadas como el crédito y las captaciones, observando una caída constante de la liquidez monetaria desde comienzo del periodo en estudio.

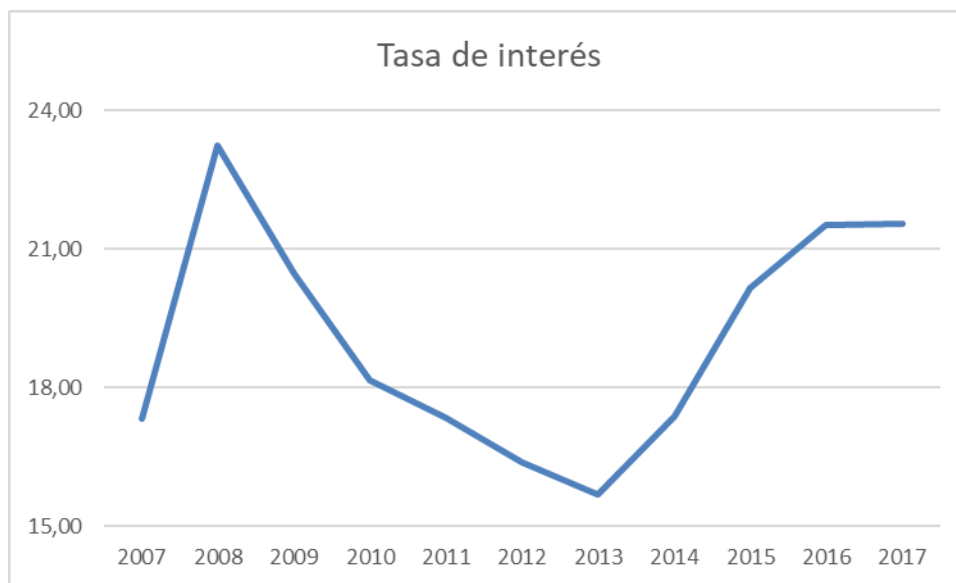
Si se compara este resultado con el comportamiento de la variable M2 únicamente, se puede ver como por su parte el M2 se ha expandido de manera ininterrumpida, generando a su vez inflación al incrementarse el dinero inorgánico. La expansión de la liquidez monetaria se evidencia principalmente en los últimos dos años alineado con el incremento desproporcionado de la inflación del país.

Por otra parte, la liquidez va directamente relacionada con el mercado de valores ya que, ante un incremento de este indicador, se incrementa el volumen nominal de la Bolsa.

Ahora bien, es objeto de estudio de distintas investigaciones la correlación existente entre ambos factores, debido a que primero debe determinarse si la inversión en el mercado de valores se debe a la conversión del dólar al bolívar, o se debe al destino del ingreso extraordinario a la inversión.

Entender la dinámica de la liquidez monetaria es fundamento para otra investigación, sin embargo, es clave para la completa comprensión del mecanismo de mercado venezolano. Sin duda, la gestión ilimitada de esta política ha generado una inflación desencadenada que más adelante quiso ser apaciguada con la restricción bancaria, lo que, si bien disminuyó la inflación, creó otro tipo de impedimento, que de una u otra forma impulsó a las empresas a buscar financiamiento por otro medio como lo es el mercado de valores.

Tasa de Interés



Una variable de relevancia para la investigación es la tasa de interés, la cual se usa en la banca para medir el nivel de crédito que se puede otorgar. Se tomó este indicador debido a que en la presente se estudia el mercado bancario. En el período estudiado puede visualizarse como se alcanzó el punto máximo de 23% anual, disminuyendo en el 2013 hasta un mínimo de 16% y luego subir al final del periodo a 22%. Si se compara con la inflación, se

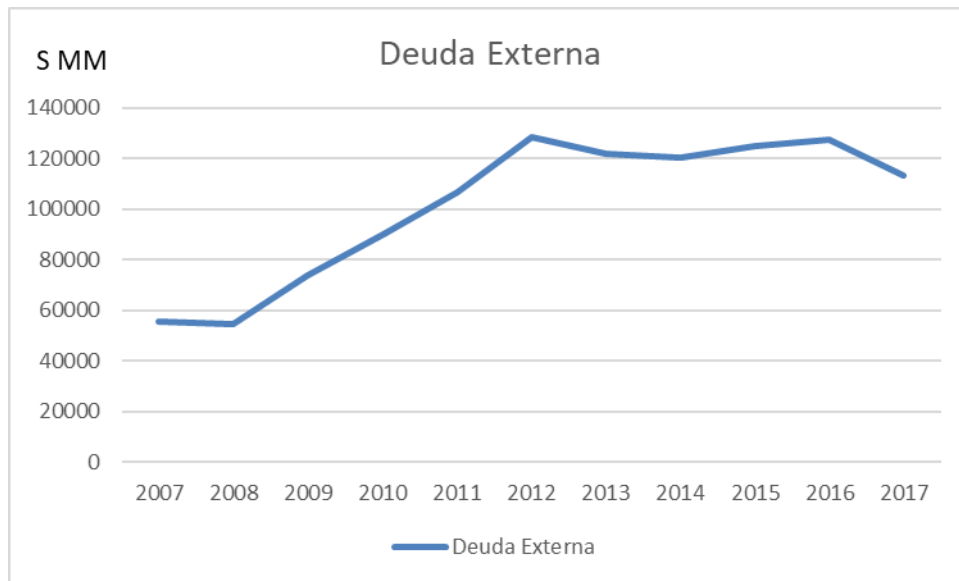
puede observar que en todo momento la tasa de interés anual se mantiene por debajo de la tasa de inflación, esto produce una tasa de interés negativa y a su vez elimina los posibles beneficios de los préstamos a largo plazo que pueda otorgar la banca, teniendo, así como consecuencia la disminución de los mismos.

Reservas internacionales



La grafica anterior representa el comportamiento de las reservas internacionales en periodo estudiado, según datos del Banco Central de Venezuela. Se puede observar también que llego a su punto máximo durante el boom petrolero, en el año 2008, llegando hasta más de 40 mil millones de dólares para después empezar un declive constante, hasta su mínimo de 10 mil millones en el año 2017, el cual es también el último año tomado en cuenta para este estudio. En contraste, puede evidenciarse como las reservas van disminuyendo mientras que la liquidez monetaria se va incrementando por lo que justifica la expansión de dinero no respaldado y por ende un incremento exponencial en la inflación, que deriva en la disminución del poder adquisitivo y la caída del bienestar del venezolano.

Deuda Externa



Con respecto a la deuda externa, se puede ver como se ha incrementado más del doble en el período estudiado pasando de 60 mil millones de dólares en 2007 a un máximo de 130 mil millones de dólares en el año 2012 y luego disminuyó hasta el cierre del período a 115 mil millones de dólares.

La gran parte de esta deuda corresponde a bonos y pagarés según el Banco Central de Venezuela. En este punto el tema de que Venezuela cayera en default era un escenario lejano, sin embargo, el tema de las sanciones lo hizo posible.

Exportaciones petroleras



Un indicador importante y relevante para la presente investigación es el tema de los ingresos petroleros por medio de las exportaciones, para el boom petrolero del 2008 llegó a 90 mil millones de dólares, sin embargo, el punto más alto de ingreso fue en el año 2012, luego de este máximo, comenzó una caída estrepitosa liderado por la caída de los precios del petróleo hasta un mínimo de 25 mil millones de dólares, repuntando al final del 2017 en alrededor de 30 mil millones de dólares.

La caída en los ingresos petroleros está relacionado directamente al bienestar social debido a que al considerarse Venezuela un país monoprodutor, gran parte de sus ingresos depende del petróleo. En el período estudiado, se toma en cuenta la caída del precio del barril de petróleo desde 100\$ a 20\$, y esta caída se evidencia en la inminente caída de los ingresos y por ello la agravación de la crisis económica en el país.

Mercado de valores

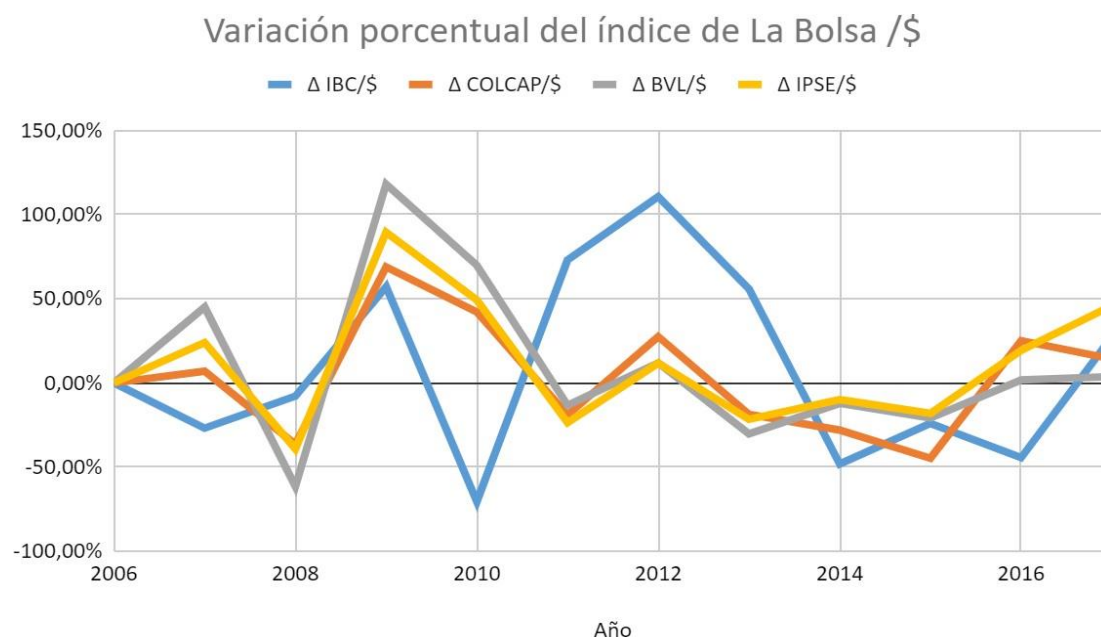


Figura 3: Variación porcentual de los índices de las regiones en dólares.

Fuente: Fiab. Cálculos propios.

En la figura anterior puede evidenciarse cómo el Índice de la Bolsa de Caracas calculado a la variación del tipo de cambio, mantiene un comportamiento atípico a las demás bolsas de la región comparadas: Colcap en Colombia, BVL de Perú e IPSE en Chile. La caída del año 2010 tiene como fundamento la crisis de las casas de bolsa en el mismo año, comenzada con el cierre de Econoinvest la cual era una de las más grandes del país. Para los últimos años, comienza a equipararse más con los índices de la región.

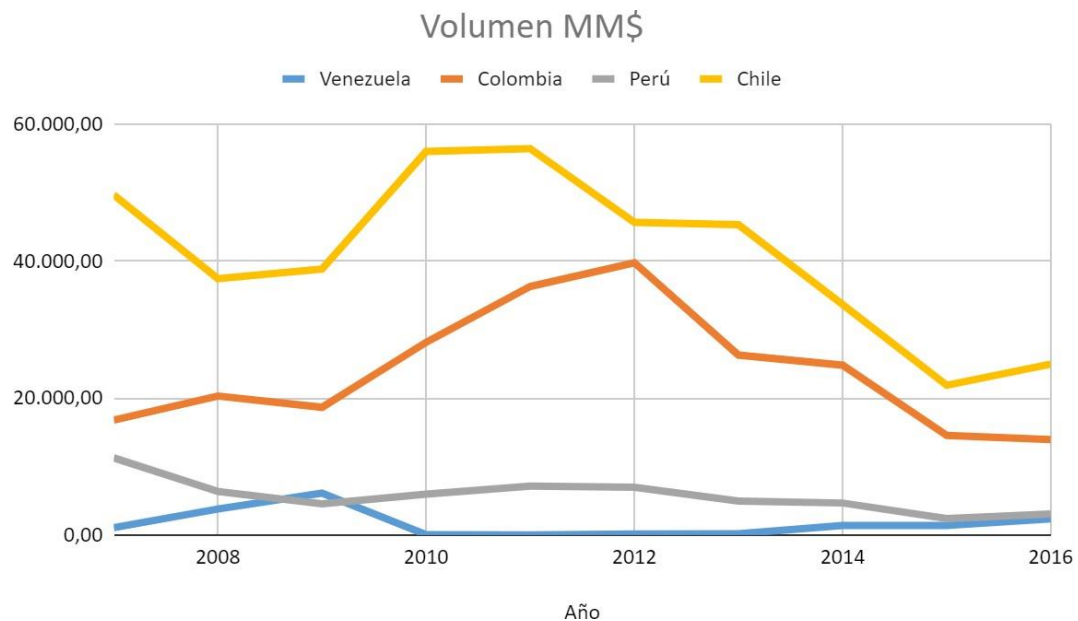


Figura 4: Volumen del mercado de valores en millones de dólares

Fuente: Fiab. Cálculos propios.

De los países tomados, Chile es el país con mayor volumen transado en dólares, seguido por Colombia y luego Perú y Venezuela. Esta gráfica también evidencia el bajo nivel de inversión que hay dentro del país y una aproximación de lo pequeño que es el mercado respecto a economías medianamente parecidas.

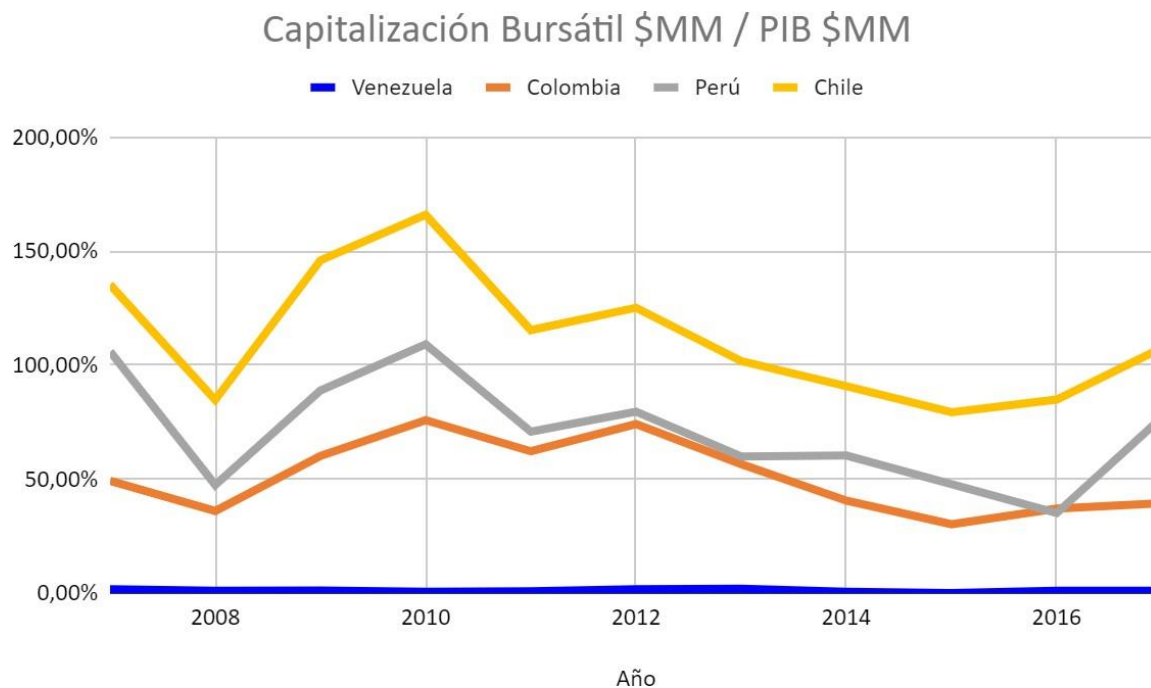


Figura 5: Capitalización bursátil/PIB.

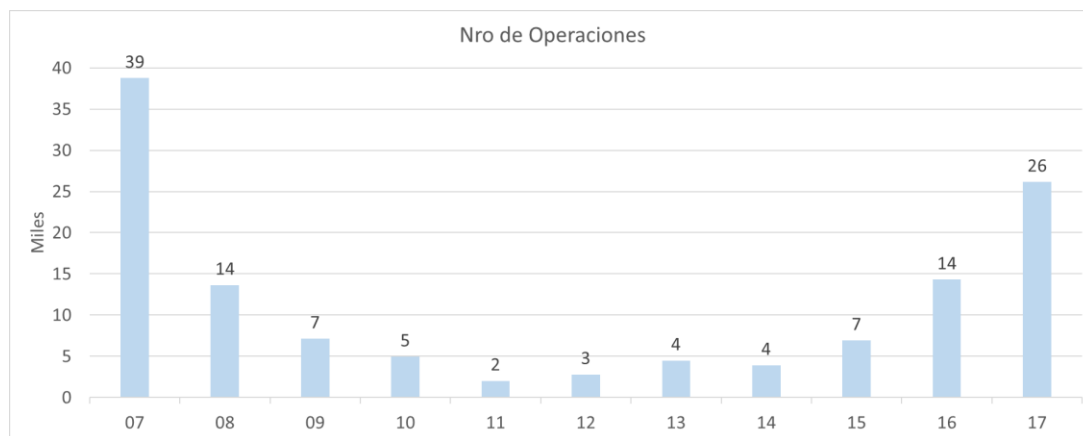
Fuente: Fiab. Cálculos propios.

La figura 5 es un claro indicador de profundidad de mercado ya que el coeficiente de Capitalización Bursátil/PIB determina qué porcentaje del PIB representa el mercado de valores. Tomando en cuenta las bolsas de la región en el período estudiado, el mercado venezolano no llega al 2% del PIB, mientras que el mercado de valores de Colombia representa entre el 30% y el 80% del PIB. Si se compara con el mercado peruano, este se ubica entre el 30% y el 110% del PIB, y en Chile, su mercado representa entre el 80% y el 170% del PIB.

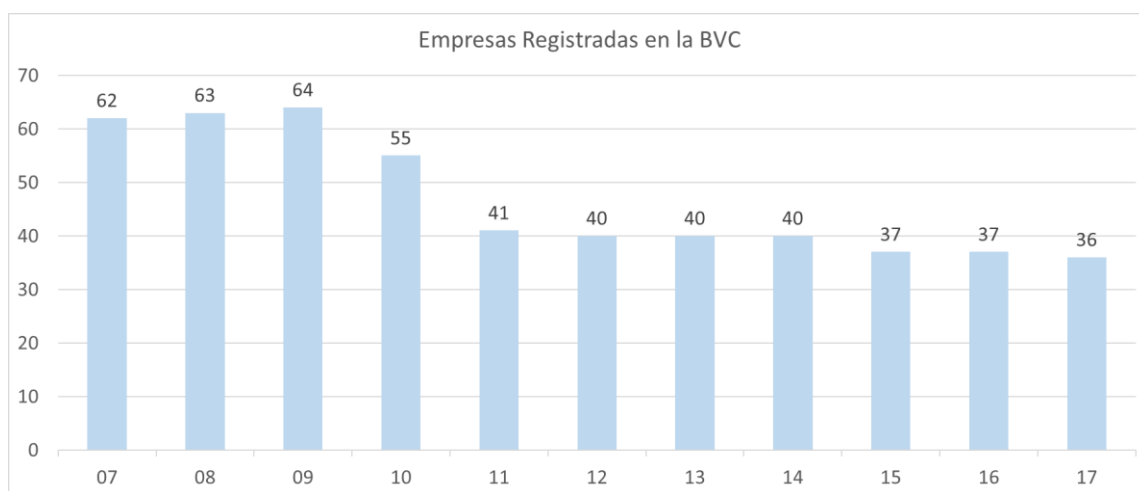
Crisis de la Bolsas 2010

En el año 2010 comenzó una redada a las casas de bolsa. Las autoridades alegaron en su momento que las casas de bolsa se aprovechaban de los fondos de sus clientes, con la bandera de ir en contra del capitalismo. Una gran cantidad de sociedades de corretaje fueron cerradas, incluyendo la más grande en su momento de Econoinvest.

El efecto de esta situación generó una dramática desaceleración de la actividad bursátil liderado por la disminución del volumen.



El número de operaciones como puede evidenciarse disminuyó de 39 mil operaciones anuales a 2 mil en el 2011, sin embargo, luego fue incrementándose el número de operaciones hasta 26 mil para el 2017.



Con respecto a las empresas registradas en la Bolsa de Caracas, también cayeron de 64 en su máximo del 2009 hasta un mínimo de 36 en el 2017.

Es importante destacar como el efecto de las crisis de bolsa generó una caída que afectó el desarrollo del mercado, rezagándose con respecto a otros países de la región.

Mercado de seguros

El mercado asegurador es un indicador de desarrollo económico ya que los mismos invierten en la economía nacional. Además, un incremento en la población asegurada es una aproximación a un mayor nivel de poder adquisitivo que se traduce en un mayor bienestar.

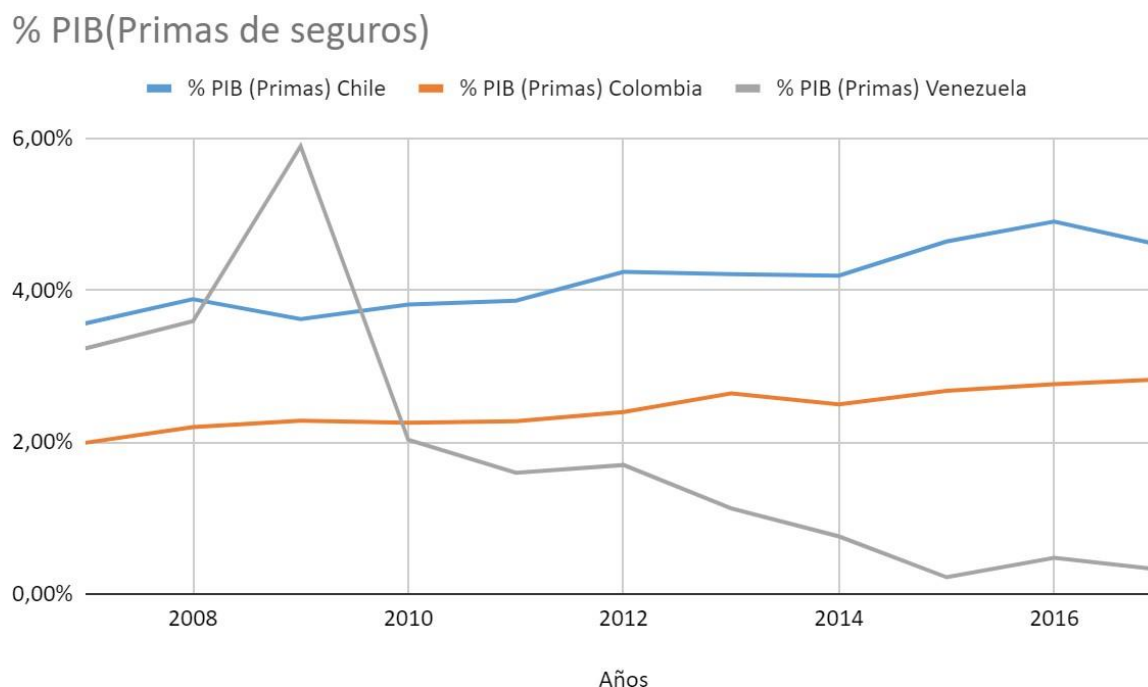


Figura 6: Primas netas cobradas por seguros/PIB.

Fuente: SBS Perú, Sudeaseg, CMF Colombia. Cálculos propios.

La figura anterior es un coeficiente que muestra cuánto porcentaje del PIB representan las primas de seguros cobradas en Venezuela, Chile y Colombia. En la gráfica puede evidenciarse un crecimiento constante en países como Chile y Colombia, mientras que, en Venezuela, a pesar de la subida que se nota en el año 2009, esta se debe a una incongruencia por distorsión del tipo de cambio oficial, el cual, al comenzar a tomar el tipo de cambio paralelo, se evidencia la caída real de este indicador para el país. Por su

parte, este sector para el período estudiado tenía grandes regulaciones en cuanto a inversiones que no permitían su potencial desarrollo.

Mercado bancario

El mercado bancario es la porción más grande del sistema financiero venezolano en cuanto a alcance se refiere. Aunque la tasa de bancarización es muy alta, esto se vuelve poco relevante en un país inflacionario y de distorsiones cambiarias. Según Encovi (2017), el 75% de la población se encuentra bancarizada.

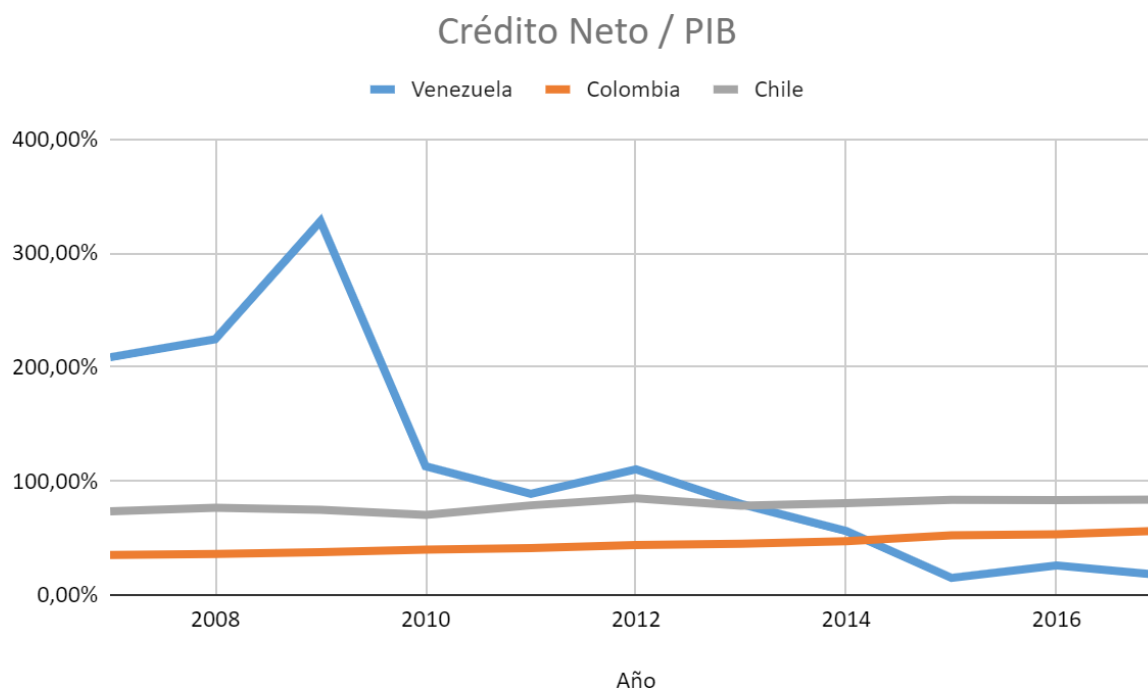


Figura 7: Crédito neto/PIB.

Fuente: Sudeban, Banco Mundial. Cálculos propios.

Al principio del período estudiado, el crédito neto entre el PIB fue significativamente alto para Venezuela debido a los distintos factores que afectaban al país en su momento, incluyendo el barril de petróleo a 100\$. Sin embargo, a partir de su máximo en el 2009 continuó una senda decreciente. Si se realiza la comparación con Colombia y Chile, ambos países tuvieron un comportamiento creciente y constante.

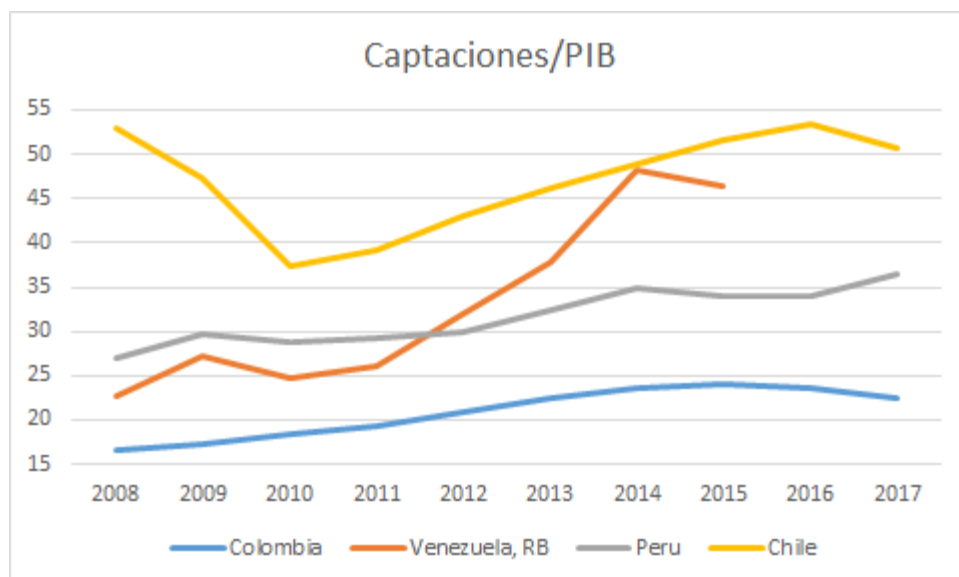


Figura 8: Captaciones/PIB.

Fuente: Banco Mundial. Cálculos propios.

En la gráfica anterior se muestra el comportamiento del indicador de captaciones del público con respecto al PIB. En el cual se evidencia que las captaciones aumentaron a una mayor proporción que el PIB hasta el 2014, donde se forma un punto de inflexión en el cual el país entra en recesión, comienza la falta de data (por ello para los últimos dos años de estudios no hay data disponible para Venezuela). Sin embargo, se puede ver cómo comenzaría una acelerada caída en mayor proporción que la caída del PIB. A diferencia de los países en comparación, Chile se ubica por encima, manteniendo una estabilidad en el período. Por su parte, Colombia y Perú, si bien se encuentran por debajo de Venezuela y Chile, mantienen un crecimiento constante en el período estudiado.

En general, la principal variable usada como aproximación del sistema bancario internacionalmente es la tasa de interés. El diferencial entre la tasa de interés de los préstamos y captaciones del público, es el principal proxy usado para medir la eficiencia bancaria, ya que mientras este sea más pequeño, se considerará más eficiente. Según Salazar y Becerra (2011), este efecto fue comprobado en un estudio realizado en Colombia al compararlo con Chile y México. En Colombia, el diferencial de tasas de interés era en promedio del 2005 al 2009 de 6,9%, en México era de 4,9% y en Chile de

3,8%. Este diferencial en Colombia era bastante elevado por lo que no fue eficiente en comparación con Chile y México. Por ello, los autores estimaron la economía colombiana con el diferencial cobrado en estos países, lo que dio como resultado un ahorro del 0,53% del PIB.

Se considera relevante acotar este estudio, debido a que en Venezuela en general, debido a que la tasa de interés es negativa con la situación actual, lo que genera una tasa de interés real negativa (esta se refiere a la tasa de interés menos la inflación) y por consiguiente un decrecimiento en las captaciones del público. Por ende, las tasas de interés representan un comportamiento atípico, lo cual dificulta compararlo con los sistemas bancarios de otros países. Este estudio va de la mano con el caso chileno analizado por Reinstein y Rosende (2000), en el cual alegan la relevancia de esta variable como instrumento de política monetaria y por su parte, de incentivo al incremento de la actividad bancaria, ya que una baja tasa de interés real repercute directamente en el aumento del crédito neto.

Por su parte, los autores consideran que un exceso de expropiaciones influye directamente sobre la disminución del crédito neto y la confianza del inversionista. En su estudio, corroboraron que al privatizar en Chile gran proporción de las compañías del estado y al liberar la tasa de interés, se pudo generar un aumento en los créditos neto, necesario para impulsar el sector privado actualmente en Venezuela. Los autores alegan además que, en Chile, la aplicación de correctas medidas para impulsar el sistema financiero en los años 70 duró aproximadamente 2 años en alcanzar la eficiencia del sistema bancario.

Resumen del contexto venezolano

Una vez realizado el estudio de las variables país, se determina que el país sufrió en el período estudiado por situaciones que afectaron el comportamiento del mercado financiero.

En primer lugar, las distintas variables de liquidez monetaria, reservas internacionales e inflación están relacionadas entre sí ya que se demuestra como aumenta la liquidez, disminuyen las reservas y se produce una inflación vertiginosa sustentada por dinero no respaldado, que si bien se podría destinarse al mercado de capitales, este se encuentra tan subdesarrollado, y la confianza del inversionista era tan pequeña luego de la crisis de bolsas que el crecimiento de esto para los niveles generados no fue relevante.

Por otro lado, se puede ver como la deuda externa se ha incrementado y a la vez los ingresos petroleros han disminuido por lo que se evidencia como aumenta un déficit fiscal sin opción a financiamiento, lo cual ocasiona un deterioro de la economía, lo que no permite una eficiencia óptima del mercado financiero.

El mercado bancario, de seguros y de valores ha estado rezagado con respecto a otros países, sin embargo, Venezuela ha sufrido una gran distorsión que hace complicada la comparación con otros indicadores de la región, por lo que para entender el mecanismo del país debe realizarse un análisis detallado del mismo.

Con respecto a la tasa de interés, el presidente de la Bolsa de Valores de Caracas alega que históricamente el país no ha tenido tasa de interés real positiva, exceptuando el principio de la década de los 90'. Sin embargo, la distorsión que existe entre la tasa de interés y la inflación hace que la política monetaria sea ineficiente.

2.4 Definición de términos básicos

Se procederá a definir una serie de términos necesarios para la comprensión del trabajo de investigación, ya que serán mencionados frecuentemente a lo largo del mismo. Estos fueron obtenidos de Mochón (2000).

- *Mercado de bienes*: El mercado de bienes es aquel en el que se compran y venden bienes y servicios.
- *Tasa de cambio*: relación de proporción que existe entre el valor de una y la

otra. Dicha tasa es un indicador que expresa cuántas unidades de una divisa se necesitan para obtener una unidad de la otra.

- *Depreciación*: La depreciación es la pérdida de valor de un bien como consecuencia de su desgaste con el paso del tiempo.
- *Bonanza*: Fase de prosperidad de la actividad económica.
- *Inversión Directa*: Inversión en la que un inversionista adquiere directamente un derecho sobre un título o propiedad.
- *Inversión Indirecta*: Inversión en un grupo de títulos o propiedades. Ejemplo: adquirir un interés en un grupo de títulos o propiedades administrados.
- *Deuda*: Fondos prestados a cambio de recibir ingresos por intereses y el reembolso prometido del préstamo en una fecha futura específica. Ejemplo: bonos.
- *Patrimonio Neto*: Participación continúa en la propiedad de una empresa o posesión.
- *Derivados Financieros*: Son activos financieros cuyo valor se deriva de los cambios de otro activo llamado activo subyacente.
- *Especulación*: Compra de instrumentos de inversión de alto riesgo que ofrecen rendimientos y un valor futuro muy inciertos.
- *Instituciones financieras*: Organizaciones que canalizan los ahorros de gobiernos, empresas e individuos a préstamos o inversiones.

- *Mercados financieros*: Foros en los que los proveedores y demandantes de fondos realizan transacciones financieras, con frecuencia a través de intermediarios.
- *Crédito privado*: recursos otorgados por organismos financieros privados para apoyar actividades económicas.
- *Mercado de crédito*: Mercado a través del cual las empresas y los gobiernos emiten deuda que compran los inversores.
- *Capitalización bursátil*: Es el valor que el mercado atribuye a una empresa, expresada como producto del número de acciones emitidas por el precio de cotización de las mismas. La capitalización bursátil de un mercado es la suma de la capitalización de los valores que en él se negocian.
- *Mercado de valores*: Gitnan Johnk (2009) lo define el mercado de valores como “Foros que permiten realizar transacciones financieras a los proveedores y demandantes de títulos; incluyen tanto el mercado de dinero como el mercado de capital”
- *Tipos de mercados de valores*
 - Mercado de dinero: Mercado donde se compran y venden títulos a corto plazo (con vencimientos menores a un año).
 - Mercado de capital: Mercado en el que se compran y venden títulos a largo plazo (Con vencimientos mayores a un año), como acciones y bonos.
 - Mercado primario: Mercado en el que las nuevas emisiones de títulos se venden al público.

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

Revisando la literatura, según Sampieri, Fernández y Baptista (2006), el proceso de investigación debe: “Definir si la investigación se inicia como exploratoria, descriptiva, correlacional o explicativa para estudiar tentativamente cual será el alcance final de la investigación” (p.99). Es por eso que saber qué alcance debe tener el proceso de investigación “depende fundamentalmente de dos (2) factores: el estado del conocimiento sobre el problema de investigación, mostrando por la revisión de la literatura, así como la perspectiva que se pretenda dar al estudio” (p.100). En este capítulo se definirá el tipo de estudio y el diseño que se implementara y también se desarrollarán los métodos usados para la recolección y procesamiento de datos.

3.1. Tipo de investigación

Hablar de los tipos de investigación implica ahondar en sus distintas formas y según la finalidad del mismo elegir aquel o aquellos que vayan de la mano con las variables de estudio. Tal como enuncian Sampieri, Fernández y Baptista (2006) “se prefiere hablar de alcances de investigación, y más que ser una clasificación constituye un continuo de causalidad del alcance que pueda tener un estudio” (p.100). Este estudio une tres tipos de investigaciones, las cuales son:

- Investigación descriptiva: Tal como define Sampieri, Fernández y Baptista (2006) “busca identificar, propiedades, características y rasgos importantes

de cualquier fenómeno que se analice. Describe tendencias de un grupo o población. Se selecciona una serie de cuestiones y se mide o recolecta información sobre cada una de ellas.” (p.102). Con la implementación de este tipo de investigación, se logra resaltar los rasgos más importantes de las variables estudiadas, más específicamente, se busca explicar la incidencia del sistema financiero y sus variables como estimulante económico.

- Investigación correlacional: Según como es definida este tipo de investigación por Sampieri, Fernández y Baptista (2006) “la investigación correlacional asocia variables mediante un patrón predecible para un grupo o población. Tiene como propósito conocer la relación que existe entre dos (2) o más conceptos, categorías o variables en un contexto en particular” (p.105). Con el uso de este tipo de investigación se busca observar la relación entre las variables del sistema financiero, como crédito a los privados y públicos, Índice de la Bolsa de Caracas, primas de las aseguradoras, captaciones del público de la banca, títulos de valor de la banca, el número de entidades bancarias y el número de sucursales y agencias, y cómo estas podrían afectar el PIB real trimestralmente. Sin dejar de tomar en cuenta que no se presente una correlación espuria, la cual como la define Sampieri, Fernández y Baptista (2006) “es la aparente asociación de 2 variables en una relación que no existe en la realidad” (p. 108).
- Investigación comparativa: En el presente trabajo se decidió utilizar, por último, aunque no menos importante, la investigación comparativa, ya que se busca comprender el comportamiento y diferencias de las variables financieras y su efecto en el desarrollo económico de distintos países. Hurtado (1998) define este tipo de estudio como: “aquella cuyo propósito consiste en precisar diferencias y semejanzas que existen entre dos o más grupos con respecto a un mismo evento.” (p.139).

3.2. Diseño de la investigación

Para esta investigación se decidió utilizar el diseño experimental, puesto que se busca tras teorías planteadas, evaluar datos obtenidos, enfocándose en cómo las variables que influyen en los mercados financieros afectan el crecimiento económico, buscando trasponer lo estudiado a la situación que actualmente vive el país de Venezuela. Por lo que va acorde con lo definido por Sampieri (2003):

La investigación experimental, es propia de la investigación cuantitativa y busca una situación de control en la cual se manipulan, de manera intencional, una o más variables independientes (causas), para analizar las consecuencias de tal manipulación sobre una o más variables dependientes (efectos).

3.3. Técnicas e instrumentos de recolección de datos

La recolección de datos es definida por Sampieri, Fernández y Baptista (2006) como:

Elaborar un plan detallado de procedimientos que nos conduzcan a reunir datos con un propósito específico. Este plan incluye determinar:

- a) ¿Cuáles son las fuentes de donde vamos a obtener los datos? Es decir, los datos van a ser proporcionados por personas, se producirán de observaciones o se encuentran en documentos, archivos, base de datos, etc.
- b) ¿En dónde se localizan tales fuentes? Regularmente en la muestra seleccionada, pero es indispensable definir con precisión.
- c) ¿A través de que medio o método vamos a recolectar los datos? Esta fase implica elegir uno o varios medios y definir los procedimientos que utilizaremos en la recolección de datos. El método o métodos deben ser confiables, válidos y objetivos.
- d) Una vez recolectados, ¿de qué forma vamos a prepararlos para que puedan analizarse y respondamos al planteamiento del problema?

Según lo planteado por Sampieri, Fernández y Baptista, en este trabajo la recolección de datos se basará en la obtención de información del sistema financiero venezolano a través Sudeban, Bolsa de caracas, Sedeaseg, Banco Central de Venezuela, Banco

Central de Chile, Banco Central de Perú, Banco Central de Colombia, Banco Mundial entre otros. Con la información proporcionada, se procederá a comparar los resultados obtenidos por tales estudios para dar así sustento al problema de investigación

3.4. Técnicas de procesamiento y análisis de datos

El procedimiento que se sigue para analizar cuantitativamente los datos lo enuncian Sampieri, Fernández y Baptista (2006) como:

En primer lugar, el análisis de los datos cuantitativos se lleva a cabo por una computadora u ordenador. Se centra en la interpretación de los resultados en mayor proporción que en los procedimientos de cálculo. El análisis de datos se efectúa sobre una matriz de datos utilizando un programa computacional a través del siguiente esquema:

- a) Seleccionar el programa estadístico.
- b) Ejecutar el programa.
- c) Explorar los datos (análisis descriptivo y visualización por variables).
- d) Evaluar la confiabilidad y validez.
- e) Analizar pruebas de hipótesis.
- f) Realizar análisis adicionales.
- g) Preparar los datos para la presentación

Se realizará un modelo VEC para comprobar el efecto de las variables del sistema financiero en el mercado venezolano y cómo esto afecta al PIB. Este modelo se define como: “un modelo de vector de corrección del error VEC es un modelo VAR (Vector autorregresivo) restringido cuyas restricciones de cointegración están incluidas en su especificación, por lo que se diseña para ser utilizado con series que no son estacionarias, pero de las que se sabe que son cointegradas” (Jordán, 2014). Para el análisis de datos y realización de pruebas y correlaciones se utilizó el programa R.

Las variables en estudio diferenciadas por sector financiero son las siguientes:

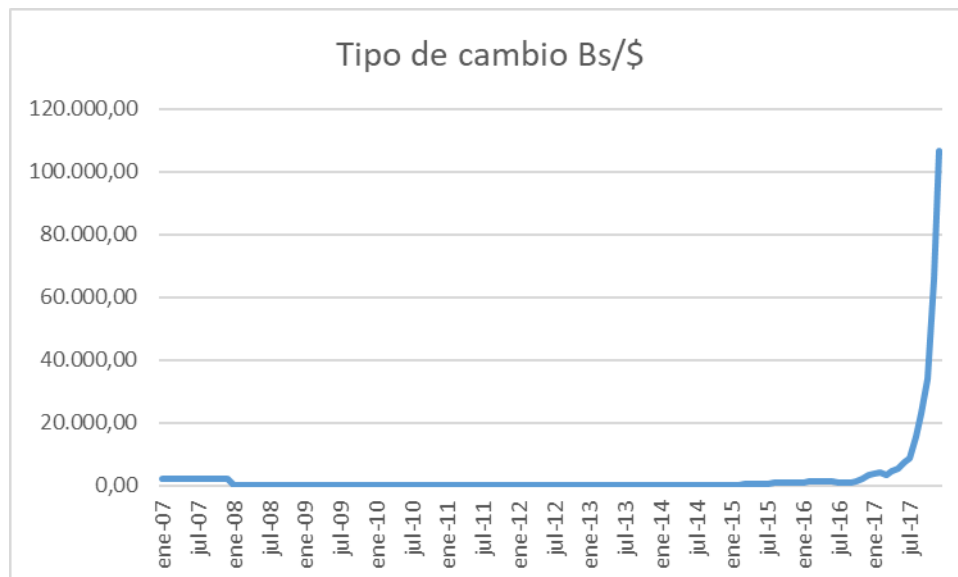
Variable dependiente		
Producto interno bruto (PIB)		
Variables independientes		
Variable	Resultado esperado	Mercado
Índice de la Bolsa de Caracas (IBC)	Influencia positiva	Mercado de Valores
Prima de seguros	Influencia positiva	Mercado asegurador
Crédito neto	Influencia positiva	Mercado bancario
Captaciones del público	Influencia positiva	
Número de sucursales y agencias	Influencia positiva	
Títulos valores de la banca	Influencia positiva	
Número de entidades bancarias	Influencia positiva	

Tabla 1: Variables a estudiar

Fuente: cálculos propios

Cálculo de las variables

Para todas las variables en estudio, se realizó un ajuste al tipo de cambio para manejar todas las variables en moneda extranjera (dólar) y que de esta manera se encontraran todas en una misma denominación. El tipo de cambio elegido fue un híbrido entre el tipo de cambio del Banco Central de Venezuela hasta el primer semestre del año 2010, y luego se tomó el registro del dólar paralelo de Dólar Today, debido a que el tipo de cambio oficial se distorsionó a un nivel muy grande con respecto a lo que se transa en el público en general, es por ello que se decidió tomar tal combinación.



En la gráfica anterior puede evidenciarse un incremento del 4.948.780% desde el 2007 hasta el 2017. Es por ello que gran parte de las variables se pueden ver afectadas con un descenso importante en el primer semestre del año 2010, debido al cambio entre el tipo de cambio fijado por el BCV al paralelo. Por lo que se observa que luego del año 2010 se evidencia el comportamiento más reciente de las variables.

CAPÍTULO IV

ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Este capítulo comprende el análisis de los resultados obtenidos con el fin de responder los objetivos específicos y realizar un análisis con base a los hallazgos.

En primer lugar, se explicarán las variables y un breve comportamiento de las mismas en el período de estudio, para luego seguir con las pruebas aplicadas para medir la validez del modelo aplicado y la conclusión de los resultados obtenidos.

El modelo econométrico utilizado para determinar los resultados es un modelo VEC ya que al aplicar un modelo VAR se encontró que las variables no eran estacionarias, por lo que se debió diferenciar las variables una vez, lo que terminó enfocándolo como un modelo VEC.

Se toma una variable representativa de cada segmento del mercado financiero del país. Todas las variables se dolarizaron para que de alguna manera se eliminara el efecto precio vía apreciación del cambio.

4.1. Explicación de las variables a estudiar

4.1.1. Producto Interno Bruto (PIB)

El producto interno bruto es el indicador tomado como variable dependiente para referirse a la economía venezolana. Se toma la data con periodicidad trimestral del Banco Central de Venezuela en bolívars constantes a 1997, para el período comprendido entre enero de 2007 y diciembre 2017.

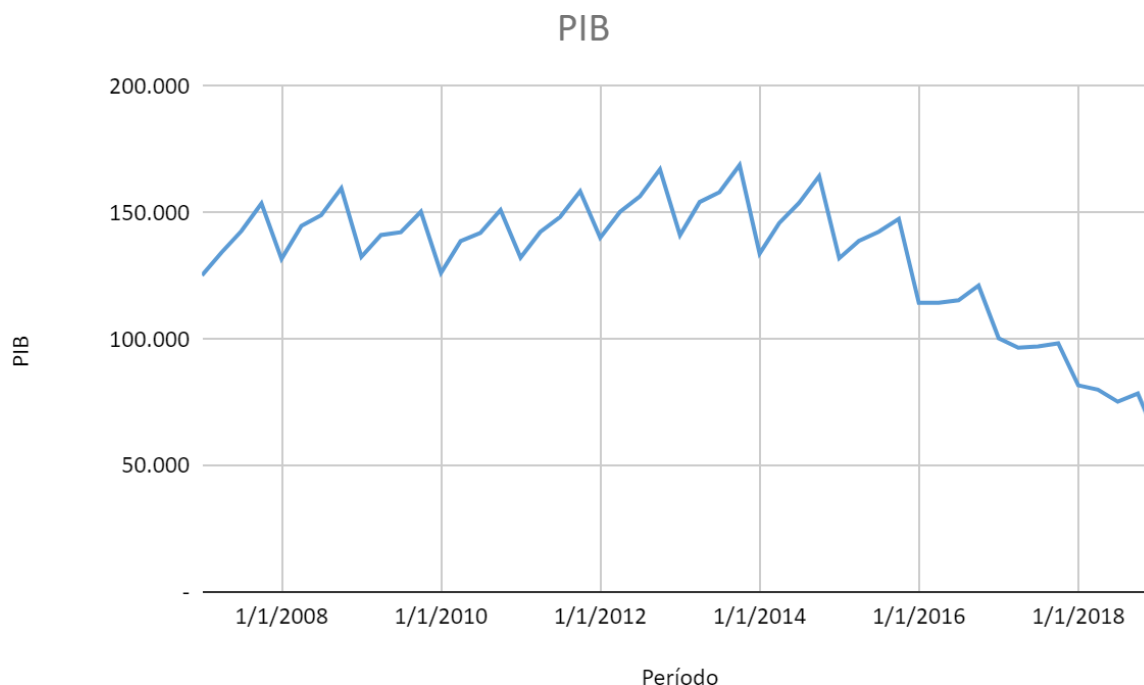


Figura 9: PIB trimestral constante (Base 1997)

Fuente: BCV. Cálculos propios.

El comportamiento que se presenta en el PIB indica un desempeño cíclico estacionario relativamente estable hasta el tercer trimestre del 2013, donde alcanzó su

punto más alto en el período de estudio, a partir del cual comienza a disminuir, entrando en recesión. Su punto más bajo es el último trimestre del período estudiado.

4.1.2. IBC/\$

El Índice de la Bolsa de Caracas es el indicador del comportamiento de la Bolsa de Valores de Caracas, y al dividirlo entre el tipo de cambio genera un indicador comparable en dólares. Se tomó la data con periodicidad mensual para el período comprendido entre enero de 2007 y diciembre 2017. Se toma esta variable independiente como referencia al mercado de valores venezolano.



Figura 10: IBC/\$

Fuente: Bolsa de Caracas. Cálculos propios.

El comportamiento que se puede evidenciar en la gráfica muestra un valor mínimo de 7,58 IBC/\$ en enero del 2011 que concuerda con la crisis de las casas de bolsa ocurridas entre los años 2010 y 2011. Luego, alcanzó su máximo a 58 IBC/\$ en octubre del 2013, para luego retroceder nuevamente a los niveles del 2011.

4.1.3. Primas netas cobradas.

Se han tomado las primas netas cobradas como principal variable dependiente representativa del mercado asegurador en Venezuela. Se tomó esta data con una periodicidad mensual para el periodo entre enero 2007 y diciembre 2017. Se ha usado su valor en dólares estadounidenses para tener una aproximación más realista de los movimientos reales de esta variable sin que se vea influenciada por la inflación.

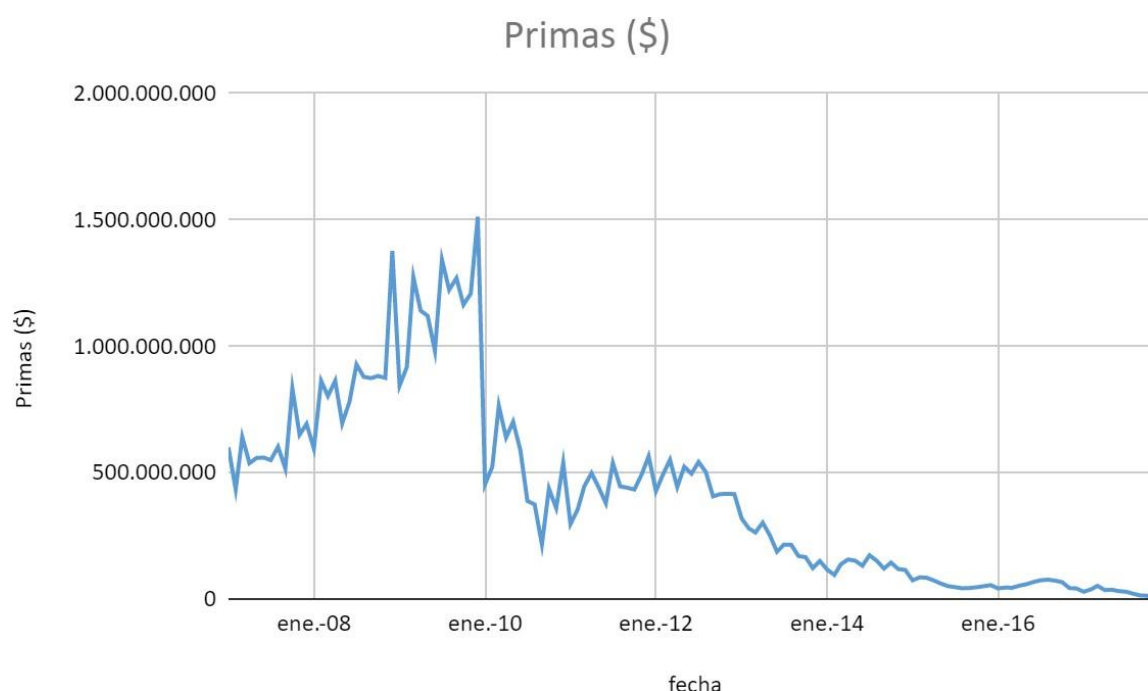


Figura 11: Primas \$

Fuente: SUDEASEG. Cálculos propios.

Se puede observar un aumento constante en las primas cobradas hasta el año 2010, principalmente impulsado por un tipo de cambio oficial estancado y una inflación creciente. La gráfica muestra también una caída debida a la distorsión creada entre el dólar oficial y el registro del dólar paralelo, lo cual hace caer las primas cobradas en

dólares por el súbito aumento del tipo cambio paralelo. A partir de este punto, continuó una tendencia bajista.

4.1.4. Crédito Neto/\$

El crédito neto se toma como variable dependiente del sector bancario utilizado para medir el nivel de préstamos que otorga tanto la banca pública como privada a la economía en general, y en consecuencia de esta forma se puede medir el nivel de inversión. Al dividir el crédito neto entre el tipo de cambio promedio de cada mes se puede obtener este indicador en dólares y así se descuenta el factor inflación. Periodicidad mensual.

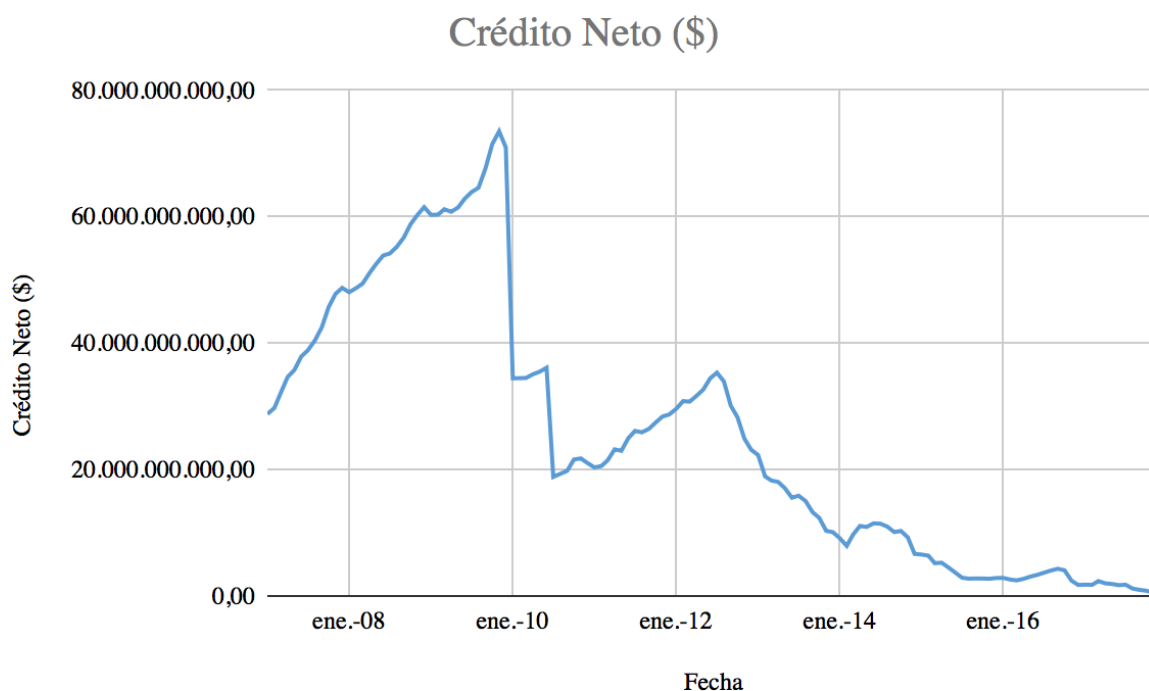


Figura 12: Crédito neto \$
Fuente: SUDEBAN. Cálculos propios.

Se observa un crecimiento del crédito neto desde enero del 2007 hasta finales del 2009 y a partir de esta fecha comienza una caída constante hasta el final del período estudiado. La caída súbita que se nota luego de finales del 2009 se debe a la distorsión entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo, sin embargo, aun así se puede notar la constante caída.

4.1.5. Número de sucursales y agencias bancarias.

Se han tomado el número de sucursales y agencias bancarias como variable representativa del nivel de bancarización y profundidad del sector en Venezuela, dando así una aproximación de las variaciones y crecimiento de la banca durante el periodo comprendido entre enero 2007 y diciembre 2017.



Figura 13: Número de sucursales y agencias
Fuente: SUDEBAN. Cálculos propios.

Se puede observar un aumento constante en el número de sucursales y agencias, llegando a su punto máximo en 2013 con más de 50 mil sucursales y agencias. Este punto también es el comienzo de una constante caída la cual hace retroceder el avance del sector bancario en Venezuela hasta niveles de 10 años atrás, lo cual corresponde también con el comienzo de la caída en el PIB y otras variables del sistema financiero.

4.1.6. Número de Entidades Bancarias

Esta variable indica la cantidad de entidades bancarias tanto públicas como privadas que se encontraban en el período estudiado 2007-2017 en una periodicidad mensual. Esta variable independiente se toma proxy al nivel de bancarización de la población.

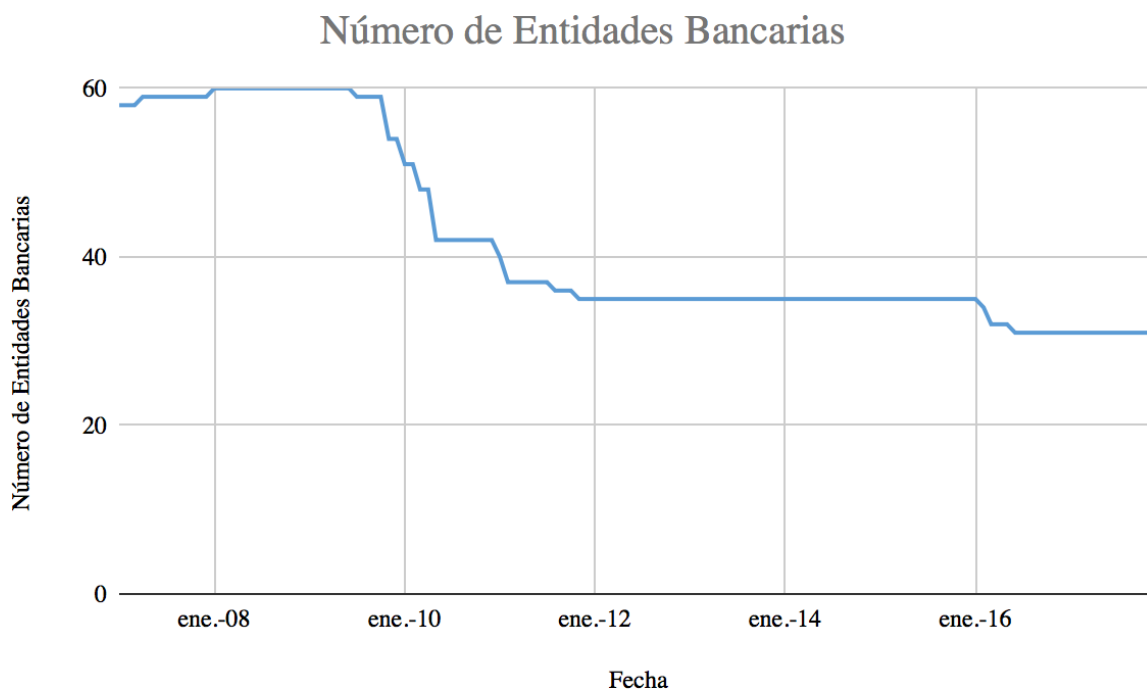


Figura 14: Número de entidades bancarias.

Fuente: SUDEBAN. Cálculos propios.

Se observa que la cantidad máxima de entidades bancarias que existieron para el período estudiado fue de 60 entidades bancarias, también es notable cómo a finales del 2009 comienza una disminución en el número de entidades bancarias contrayendo así el nivel de bancarización de la población, y luego de comienzos del 2012 manteniéndose en una tendencia constante, pero con dirección negativa.

4.1.7. Títulos de valor de la banca.

Esta variable independiente indica el nivel de inversión de los bancos en títulos valores, principalmente de renta fija, bonos y/o papeles comerciales del mercado de valores venezolano, siendo así, gran parte de la inversión que recibe este mercado.



Figura 15: Títulos de valor de la banca.
Fuente: SUDEBAN. Cálculos propios.

Se puede observar como la inversión en títulos valores intentó repuntar después de su caída en 2010, impulsada por la brecha entre los tipos de cambio, llegando a sus

nuevos puntos máximos a finales de 2012, a partir de donde comienza una nueva caída que termina dejando casi sin influencia sus inversiones en el mercado de valores venezolano.

4.1.8. Captaciones del público

Esta variable indica el nivel de receptividad de dinero de toda la banca tanto pública como privada que proviene principalmente de depósitos realizados por el público en general.

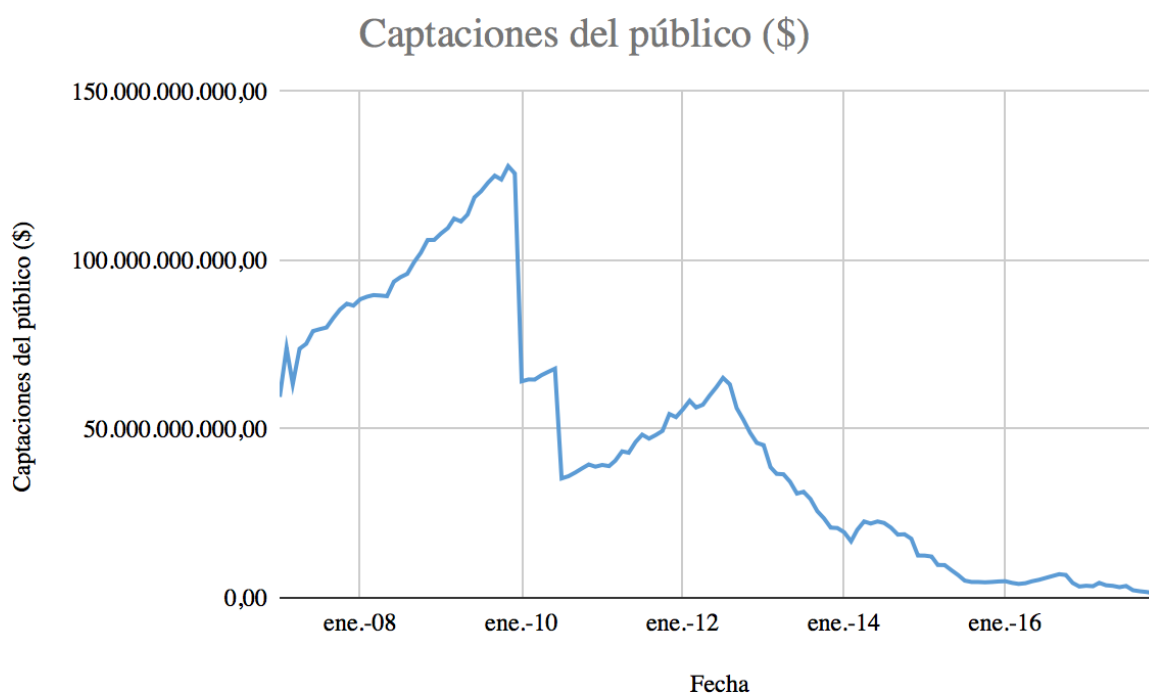


Figura 16: Captaciones del público.

Fuente: SUDEBAN. Cálculos propios.

Igualmente se observa un crecimiento constante durante el comienzo del periodo en estudio hasta finales del 2009, y continúa con una caída hasta finales del periodo dejando en evidencia cómo el público en general a perdido los incentivos a utilizar la banca.

4.2. Test de Dickey-Fuller Aumentado

Una vez transformada la data, se le aplicó el test de Dickey-Fuller Aumentado para determinar si tiene raíz unitaria lo cual indica si posee estacionariedad.

Hipótesis nula: presencia de raíz unitaria		
Variable	T- statistic	T- statistic I_1
PIB (dependiente)	-1,901	-6,4634
IBC	-1,5201	-3,5298
Primas netas cobradas de seguros	-0,8673	-3,6709
Crédito neto	-0,7483	-3,3159
Captaciones del público	-0,7813	-3,1281
Títulos de valor de la banca	-1,3074	-3,583
Número de agencias y sucursales bancarias	-1,4899	-3,2787
Número de entidades bancarias	-1,3932	-3,2245
Valor Crítico (5%): -2,93		

Tabla 2: Test de Dickey-Fuller Aumentado.

Fuente: cálculos propios.

Al aplicar el test a las variables sin diferenciar se determinó que el modelo tiene presencia de raíz unitaria, por lo tanto, no es estacionario. De esta manera, se le aplicó

la primera diferencia y el test de Dickey-Fuller lo que incrementó el rechazo de la hipótesis nula al corroborar que el t-estadístico es menor al valor crítico al 5%, la cual indicaba la presencia de raíz unitaria, por lo tanto, estamos hablando de un modelo estacionario.

4.3. Test de Johansen

Una vez positivo el test de Dickey-Fuller Aumentado, se continuó al realizar el test de Johansen, el cual indica la relación de cointegración en el modelo.

Hipótesis nula: presencia de al menos r relaciones de cointegración				
	Test	10pct	5pct	1pct
r ≤ 6 	2.74	7.52	9.24	12.97
r ≤ 5 	13.04	13.75	15.67	20.20
r ≤ 4 	21.89	19.77	22.00	26.81
r ≤ 3 	27.20	25.56	28.14	33.24
r ≤ 2 	36.36	31.66	34.40	39.79
r ≤ 1 	48.87	37.45	40.30	46.82
r = 0 	71.43	43.25	46.45	51.91

Tabla 3: Test de Johansen.

Fuente: cálculos propios.

Una vez realizada la prueba y generados los resultados, se determinó que el valor del test fue menor al valor crítico al 5% de significancia a partir de la fila señalada. Por lo tanto, el modelo VEC debe tener las siguientes especificaciones: tres rezagos, tres relaciones de cointegración conocidas y una constante.

4.4. Test de Cointegración Serial (Portmanteu Test)

A continuación, se realizó este test para determinar si los rezagos están correlacionados en el tiempo.

Chi cuadrado= 581,26	df= 644	p-valor= 0,9633
-----------------------------	----------------	------------------------

Tabla 4: Portmanteu test.

Fuente: cálculos propios.

La hipótesis nula de esta prueba es que no haya correlación serial. El resultado obtenido es que p-valor es 0,9676, el cual es mayor al nivel de significancia de 0,05, por lo tanto, no se puede rechazar la hipótesis, por ende asumimos que los residuos no están correlacionados en el tiempo.

4.5. Test de normalidad

Luego, se realiza el siguiente test para comprobar que el residuo se distribuyó como una normal.

Kurtosis		
Chi cuadrado= 8,4296	df= 7	p-valor= 0,2962
Skewness		
Chi cuadrado= 2,8679	df=7	p-valor= 0,8969

JB Test		
Chi cuadrado= 11,298	df=14	p-valor= 0,6625

Tabla 5: Test de normalidad.

Fuente: cálculos propios.

La hipótesis nula de esta prueba es que el residuo se distribuye como una normal. El resultado alcanzado es que p-valor es 0,2216, el cual es mayor al nivel de significancia de 0,05, por lo tanto, no se puede rechazar la hipótesis, por ende, asumimos que el residuo es normal.

4.6. Test de Arch (Multivariate)

A continuación, se realiza esta prueba para determinar la homocedasticidad entre las variables del modelo; es decir, que los residuos mantienen su varianza en el tiempo.

Chi cuadrado= 820,11	df= 784	P-valor= 0,1801
----------------------	---------	-----------------

Tabla 6: Test de Arch.

Fuente: cálculos propios.

La hipótesis nula de esta prueba es que existe homocedasticidad. El resultado alcanzado es que p-valor es 0,1801, el cual es mayor al nivel de significancia de 0,05, por lo tanto, no se puede rechazar la hipótesis, por ende, concluimos que los residuos mantienen su varianza en el tiempo.

4.7. Función Impulso-Respuesta

En este punto se procede a realizar la función impulso-respuesta al modelo, el cual permite ver el comportamiento de una de las variables del sistema dado un impulso, choque o innovación en otra variable del sistema, mostrando una proyección a 10 años.

Para cada variable de estudio se le realizó una función impulso-respuesta para ver el posible efecto que tendría un impulso de esta variable sobre el PIB. Además, se realizó la función con dirección contraria para medir el efecto de un choque del PIB sobre la variable específica.

4.7.1. Impulso-Respuesta: IBC/\$

Primero, se realizó la función de un impulso del IBC/\$ para medir su efecto en el PIB.

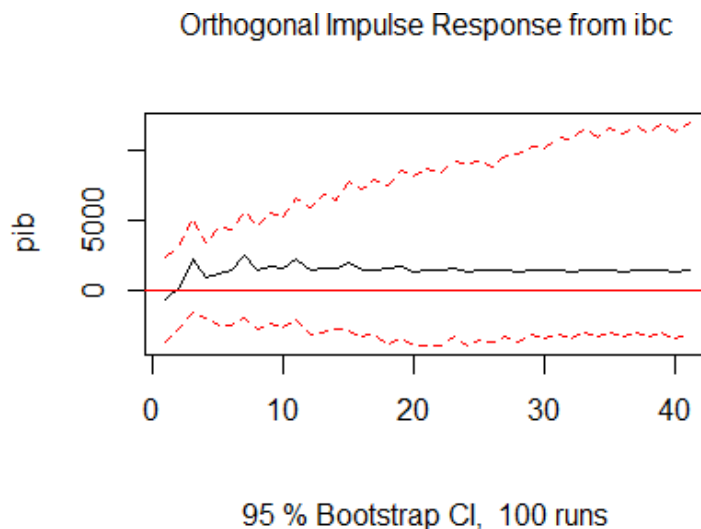


Figura 17: Función impulso-respuesta del IBC/\$ sobre el PIB

Fuente: cálculos propios.

En la figura anterior se evidencia que al aplicar un impulso en el IBC/\$, se genera una respuesta positiva en el PIB por lo que hay evidencia de tal efecto en la relación. Este indicador muestra que, si el IBC crece en términos reales, el PIB tendría el comportamiento generado en los correspondientes 10 años, además las variables están cointegradas ya que el efecto no se disipa a largo plazo. Lo que implicaría que el PIB tendría un comportamiento positivo al generarse un choque en el IBC real.

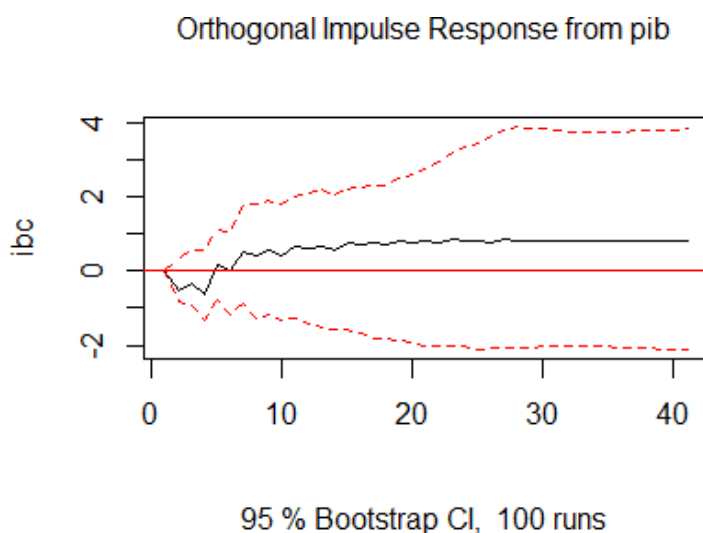


Figura 18: Función impulso-respuesta del PIB sobre el IBC/\$

Fuente: cálculos propios.

En la figura 18 se muestra la posible respuesta del IBC real ante un choque positivo en el PIB. Se evidencia un efecto negativo al corto plazo, sin embargo, a partir del segundo año se muestra un efecto positivo en el mismo. Por lo que el efecto no se disipa al mantenerse constante, permitiendo deducir que tendría un efecto duradero a largo plazo, muy parecido al efecto contrario explicado en la figura 9.

4.7.2. Impulso-Respuesta: Primas netas cobradas por seguros

A continuación, se realizó la función de un impulso de las primas netas cobradas por seguros para medir su efecto en el PIB.

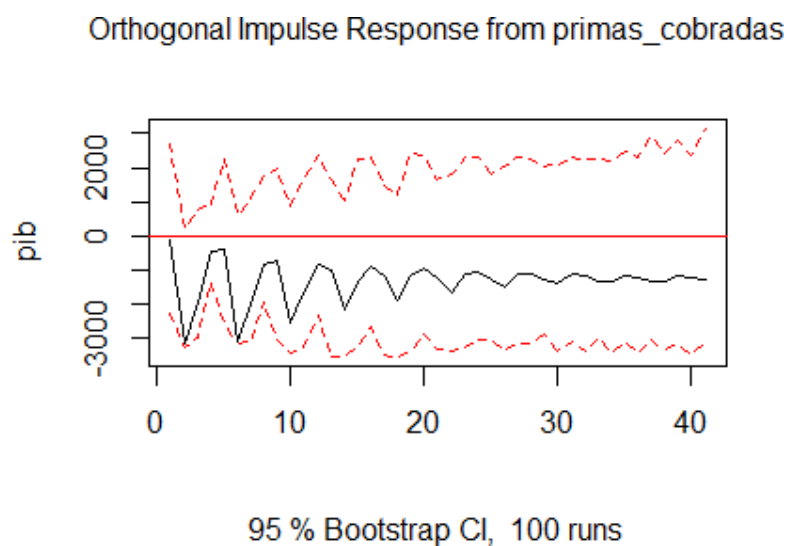


Figura 19: Función impulso-respuesta de las primas netas cobradas por los seguros sobre el PIB
Fuente: cálculos propios.

En la figura 19 se evidencia un efecto negativo en el PIB al realizar un choque en las primas netas cobradas por los seguros. Esta deducción se obtiene debido a que el impacto generado se muestra en el lado negativo. Suponiendo un incremento en la prima neta cobrada por los seguros, se podría suponer que generaría un efecto negativo consistente a lo largo del período de 10 años.

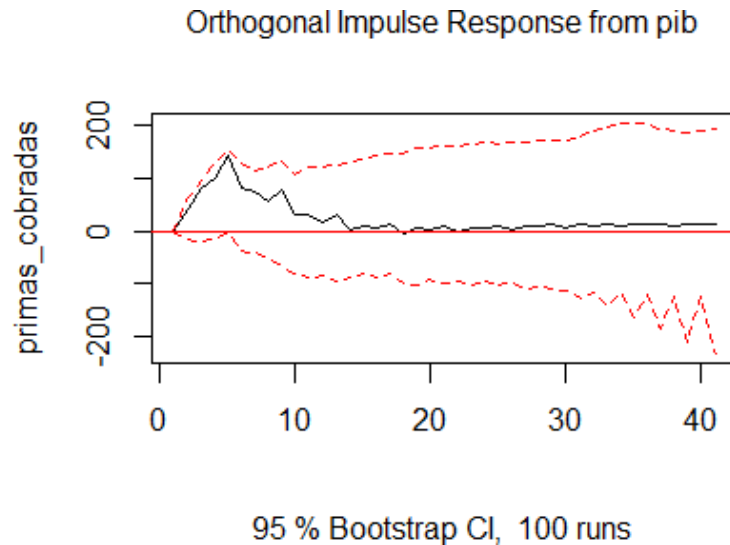


Figura 20: Función impulso-respuesta del PIB sobre las primas netas cobradas por los seguros.

Fuente: cálculos propios.

Al realizar la función en dirección contraria, donde se aplica un choque positivo en el PIB, se evidencia en el corto plazo un impulso mayor en las primas netas cobradas por los seguros, sin embargo, este efecto va disipándose en el largo plazo.

4.7.3. Impulso-Respuesta: Créditos neto

Luego, se realizó la función de un impulso del crédito neto del sector bancario para medir su efecto en el PIB.

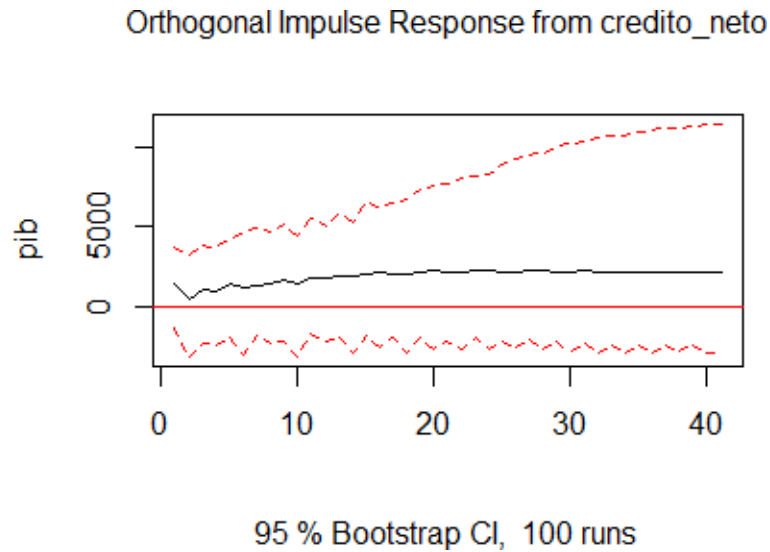


Figura 21: Función impulso-respuesta del crédito neto sobre el PIB.

Fuente: cálculos propios.

En la figura anterior se puede ver que al realizar un choque positivo en el crédito neto que puede deducirse como un aumento en el número de créditos, genera un aumento en el PIB, lo que es acorde a la teoría económica. La gráfica muestra un comportamiento constante a largo plazo en la proyección analizada.

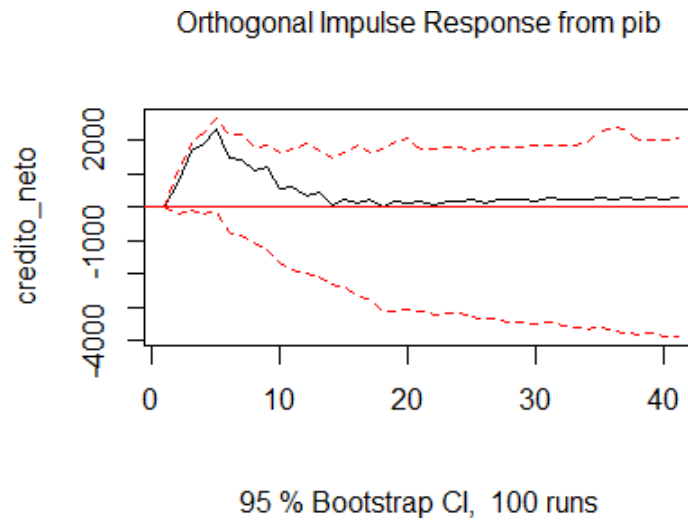


Figura 22: Función impulso-respuesta del PIB sobre el crédito neto.

Fuente: cálculos propios.

Al analizar el impulso del PIB sobre el crédito neto de la banca, se genera un aumento súbito a corto plazo, que luego disminuye, disipando el efecto a largo plazo. Esto podría deducirse como un efecto positivo a corto plazo pero que no se debería mantener en el tiempo.

4.7.4. Impulso-Respuesta: Títulos valores de la banca

En primer lugar, se realizó la función de un impulso en los títulos valores del sector bancario para medir su efecto en el PIB.

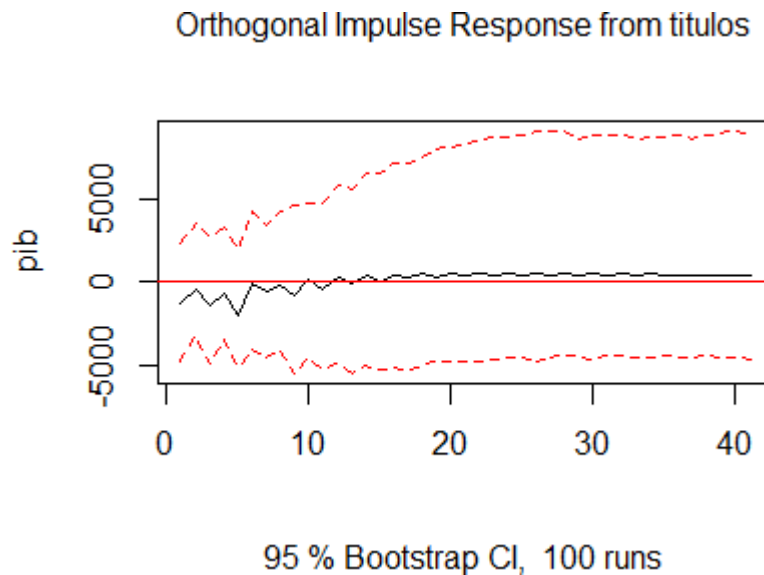


Figura 23: Función impulso-respuesta de los títulos valores de la banca sobre el PIB.

Fuente: cálculos propios.

En la figura 23 se evidencia que un choque en los títulos valores de la banca sobre el PIB, que puede deducirse como un aumento en los títulos valores que mantiene la banca, genera en el corto plazo un efecto negativo, y a partir del segundo año, el efecto es mínimo a largo plazo, por lo que se presume acorde con la teoría económica que su impacto en el largo plazo es casi nulo, mientras en el corto plazo tiene incidencia negativa en el nivel de consumo y por lo tanto en el PIB.

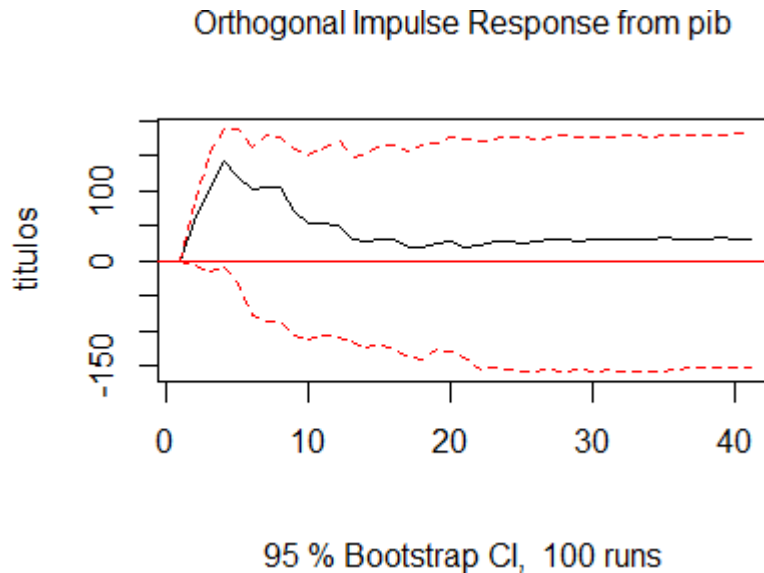


Figura 24: Función impulso-respuesta del PIB sobre los títulos valores de la banca.

Fuente: cálculos propios.

En la figura 24 se mide el efecto contrario, aplicando un choque positivo en el PIB, para evaluar su efecto en los títulos valores de la banca. En el corto plazo, el efecto es positivo sobre el número de títulos valores del sector bancario, sin embargo, al largo plazo el efecto se disipa manteniéndose a un nivel inferior al del corto plazo.

4.8. Test de Causalidad de Granger

Una vez realizadas las funciones impulso-respuesta en al menos una variable de cada mercado del sistema financiero, se prosigue a realizar el Test de Causalidad de Granger para determinar si la presenta entre las variables. El pasado de una variable causa en sentido granger el futuro de la otra variable. Si no se cumple la causalidad en el sentido de granger se asume que los resultados de los impulso-respuesta, se dan por relaciones espurias.

4.8.1. IBC/\$

Hipótesis nula: el IBC/\$ no causa el PIB real en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
2,4623	0,1251

Tabla 7: Test de causalidad IBC/\$.

Fuente: cálculos propios.

Para la primera prueba a realizar, se toma como hipótesis nula que el IBC/\$ en Venezuela no causa el PIB real en el sentido de granger. En la tabla anterior, se puede concluir que al p-valor ser mayor a 0,05, no se puede rechazar la hipótesis nula por lo tanto el IBC/\$ no causa al PIB real en este sentido, por ende se considera que en Venezuela en el efecto impulso-respuesta existe una relación espuria.

Hipótesis nula: el PIB real no causa el IBC/\$ en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
0,4794	0,493

Tabla 8: Test de causalidad IBC/\$.

Fuente: cálculos propios.

Al realizar este test de manera inversa para evaluar la causalidad del PIB al IBC/\$ en el sentido de granger, da como resultado que tampoco se rechaza la hipótesis nula debido a que el p-valor sigue siendo mayor a 0,05, por lo tanto, no existe causalidad del PIB real al IBC/\$.

4.8.2. Prima neta cobrada por seguros

Hipótesis nula: la prima neta cobrada por seguros no causa el PIB en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
0,4212	0,5203

Tabla 9: Test de causalidad prima.

Fuente: cálculos propios.

Para esta prueba, se toma como hipótesis nula que la prima neta cobrada por los seguros en Venezuela no causa el PIB real en el sentido de granger. En la tabla anterior, se puede concluir que al p-valor ser mayor a 0,05, no se puede rechazar la hipótesis nula por lo tanto la prima neta cobrada por los seguros no causa al PIB real en este sentido, por ende, se considera que en Venezuela en el efecto impulso-respuesta existe una relación espuria.

Hipótesis nula: el PIB real no causa la prima neta cobrada por los seguros en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
0,0743	0,3067

Tabla 10: Test de causalidad prima.

Fuente: cálculos propios.

Al realizar este test de manera inversa para evaluar la causalidad del PIB a las primas netas cobradas por los seguros en el sentido de granger, da como resultado que

no se rechaza la hipótesis nula por lo tanto no existe causalidad del PIB real a la prima neta cobrada por los seguros en este sentido.

4.8.3. Crédito neto

Hipótesis nula: crédito neto no causa el PIB en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
0,9681	0,3316

Tabla 11: Test de causalidad crédito neto.

Fuente: cálculos propios.

Para esta prueba, se toma como hipótesis nula que el crédito neto no causa el PIB real en el sentido de granger. En la tabla anterior, se puede concluir que al p-valor ser mayor a 0,05, no se puede rechazar la hipótesis nula por lo tanto el crédito neto no causa al PIB real en este sentido, por ende, se considera que en Venezuela en el efecto impulso-respuesta existe una relación espuria.

Hipótesis nula: el PIB real no causa el crédito neto en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
1,535	0,2232

Tabla 12: Test de causalidad crédito neto.

Fuente: cálculos propios.

Al realizar este test de manera inversa para evaluar la causalidad del PIB al crédito neto en el sentido de granger, da como resultado que no se rechaza la hipótesis nula por lo tanto no existe causalidad del PIB real al crédito neto en este sentido.

4.8.4. Captaciones del público

Hipótesis nula: captaciones del público no causa el PIB en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
1,2337	0,2739

Tabla 13: Test de causalidad captaciones.

Fuente: cálculos propios.

Para esta prueba, se toma como hipótesis nula que las captaciones del público no causan el PIB real en el sentido de granger. En la tabla anterior, se puede concluir que al p-valor ser mayor a 0,05, no se puede rechazar la hipótesis nula por lo tanto captaciones del público no causa al PIB real en este sentido, por ende, se considera que en Venezuela en el efecto impulso-respuesta existe una relación espuria.

Hipótesis nula: el PIB real no causa captaciones del público en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
1,3708	0,2492

Tabla 14: Test de causalidad captaciones.

Fuente: cálculos propios.

Al realizar este test de manera inversa para evaluar la causalidad del PIB a captaciones del público en el sentido de granger, da como resultado que no se rechaza la hipótesis nula por lo tanto no existe causalidad del PIB real a captaciones del público en este sentido.

4.8.5. Títulos valores de la banca

Hipótesis nula: títulos valores de la banca no causa el PIB en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)
2,3343	0,1351

Tabla 15: Test de causalidad títulos valores.

Fuente: cálculos propios.

Para esta prueba, se toma como hipótesis nula que los títulos valores de la banca no causa el PIB real en el sentido de granger. En la tabla anterior, se puede concluir que al p-valor ser mayor a 0,05, no se puede rechazar la hipótesis nula por lo tanto los títulos valores de la banca no causa al PIB real en este sentido, por ende, se considera que en Venezuela en el efecto impulso-respuesta existe una relación espuria.

Hipótesis nula: el PIB real no causa títulos valores de la banca en el sentido de granger	
F (Estadístico de contraste)	Pr(>F)

0,0818	0,7765
--------	--------

Tabla 16: Test de causalidad títulos valores.

Fuente: cálculos propios.

Al realizar este test de manera inversa para evaluar la causalidad del PIB a títulos valores de la banca en el sentido de granger, da como resultado que no se rechaza la hipótesis nula por lo tanto no existe causalidad del PIB real a títulos valores de la banca en este sentido.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En este capítulo se abordarán las conclusiones por cada mercado del sistema financiero venezolano, explicando los posibles motivos por los cuales se cree que no se cumple la hipótesis planteada. Demostrando también el potencial del mercado venezolano para poder influir en el desarrollo del país y finalizando con las recomendaciones para mejorar el sistema financiero con base a evidencia teórica en países de la región e India.

Luego de realizar en su totalidad el modelo, se concluye que no se cumple la hipótesis planteada ya que los resultados indicaron independencia al arrojar no causalidad en el sentido de granger entre las variables financieras escogidas con respecto a la economía de Venezuela (representada por el PIB).

Es importante tomar en cuenta según lo estudiado en la sección de entorno venezolano, el contexto del país en los años estudiados, esta evidencia como Venezuela se encontraba en un constante declive y deterioro económico que terminó creciendo exponencialmente en los últimos 2 años de estudio. Todo esto llegó a crear grandes distorsiones económicas que se ven reflejadas en los resultados y, por ende, disminuyen el efecto del sector financiero de Venezuela en su economía. Se han tomado en cuenta también otras posibles razones y conclusiones de estos resultados, los cuales se indicarán a continuación:

- Al sustentarlo con evidencia referente al tamaño del sistema financiero y a su poca relevancia sobre el resto de la economía. Esto, debido a que no tiene la capacidad de ser un factor de importancia en el desarrollo de un país. La evidencia empírica sustenta cómo un sistema financiero robusto puede impulsar el crecimiento económico. Esto se demuestra en el capítulo 2 al comparar el PIB financiero y de seguros con el PIB total, el cual en el periodo estudiado no supera al 8%.

- Con respecto al mercado de valores la evidencia empírica comentada en el capítulo número 2 del presente estudio, sugiere que un mercado de valores desarrollado afectaría positivamente al PIB, sin embargo, cuando el mercado de valores es significativamente pequeño, no hay evidencia empírica que lo compruebe. En el presente estudio se realizó esta relación, y si bien las funciones de impulso-respuesta dieron positivas para el IBC/\$ y el PIB real en ambas direcciones, la causalidad de granger confirmó que se trataba de una relación espuria, lo que lleva a deducir que el mercado no posee la importancia como para no afectar la economía nacional para el período estudiado.
- En la Figura 20 se evidencia el volumen de mercado de valores evidencia aún más la poca actividad dentro del mercado bursátil venezolano comparado con algunos países de la región, lo que también nos da una aproximación de lo poco líquido que llega a ser el mercado venezolano incluso con respecto a países con características similares también se puede llegar a deducir una falta de confianza y de educación financiera en el país, que restringe la cantidad de dinero que ingresa al mercado de valores venezolano.
- La capitalización bursátil con respecto al PIB demuestra lo pequeño que es el mercado en el país con respecto a países de la región ya que en Venezuela no llega al 2%.
- Con respecto al mercado de seguros, al tomar como proxy la prima neta cobrada de los seguros se determinó que no afecta al PIB nacional, y al dividirlo entre el PIB y compararlo con otros países de la región se determina que esta se encuentra inferior a países como Chile y Colombia.
- Con respecto al mercado bancario, si bien es la parte más grande del mercado financiero la data tomada como proxy del mismo (crédito neto, captaciones,

número de instituciones bancarias y títulos de valor de la banca) resultaron en una no causalidad al PIB. Entre las razones que podrían demostrar este resultado es debido al poco desarrollo del mercado bancario y la inestabilidad económica (altas tasas de inflación), si se divide el crédito neto el PIB y las captaciones entre el PIB, se demuestra una inestabilidad e inferioridad con respecto a otros países de la región estudiada (Chile y Colombia).

- Es importante destacar como al principio del período estudiado gran parte de las variables estudiadas principalmente del mercado de seguros y bancario se ven afectadas por la distorsión cambiaria, debido a la incongruencia del tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo.

Recomendaciones

En este punto se realizarán ciertas sugerencias para aumentar el alcance del sistema financiero en el país y por ende incrementar el crecimiento de la economía. De igual forma, se enunciarán por subsector financiero. Las medidas y reformas a sugerir van acorde con casos exitosos estudiados en la región e India.

Sector bancario

Entre las reformas aplicadas en Chile y Colombia en los estudios nombrados en el capítulo 2, se considera relevante para el caso venezolano las siguientes:

- Dejar al acuerdo de las partes la determinación de las tasas de interés por un año.
- Reducir el encaje legal a niveles moderados.
- Fomentar la competencia en el mercado de capitales.
- La formalización del crédito informal incentivando a ambas partes (sociedades de préstamos, casas de empeño, negocios pequeños, familiares). En Colombia el crédito informal representa el 0,5% del PIB. Salazar y Becerra (2011) suponen que, si la tasa de interés de estos prestatarios fuese igual a la tasa de interés de depósitos a largo plazo formales, sus cálculos sugieren que el promedio del diferencial en el sector informal sería del 164%. Su finalidad es medir el ahorro de los prestadores si obtuvieran créditos de manera formal, sus estimados indicaron que los negocios podrían ahorrarse 0,66% del PIB. En Perú (Morris, 1999) de las reformas financieras de la década de los años 90, la reducción del spread bancario fue la medida más exitosa
- Eliminación de la excesiva participación estatal en las entidades financieras. Morris (1999) alegan que esa fue una de las reformas aplicadas en la economía peruana en el año 1991.

- Reformas legales en el sistema financiero para incentivar la inversión de capital extranjero. Política aplicada en la economía peruana.

Mercado de seguros

El incremento del alcance de las aseguradoras y de las personas e instituciones aseguradas genera un incremento en el bienestar y en el poder adquisitivo que se ve reflejado en la economía del país. Actualmente, este mercado es pequeño con respecto a los países de la región y tiene poco alcance y profundidad. Por tanto, unas reformas destinadas a incrementar la influencia de este mercado en la economía venezolana permitirían un mayor aumento del sistema financiero del país. Entre las medidas aplicadas por otros países de la región estudiadas en el presente estudio, se encuentran:

- Desregularización del sistema asegurador con un marco legal más permisivo y sólido, que genere confianza en el inversionista. Política aplicada en Chile a partir de los años 70 (French-Davis, 1999).
- Incremento de créditos fiscales al sector asegurador para desarrollar el mismo.
- Incentivo de la inversión privada del país por este sector. Recientemente, en Venezuela, el pasado marzo de 2020 se aprobó en Gaceta Oficial el permiso para que el sector asegurador pueda invertir en títulos valores.

Mercado de valores

El mercado de valores venezolano en el periodo estudiado sufrió una fuerte caída debido a la agresiva intervención gubernamental a las casas de bolsa y sociedades de corretaje. Esta situación provocó una caída dramática en el volumen transado, y por ende un rezago con respecto al comportamiento de los demás países de la región explicado en el capítulo anterior. A partir del año 2017, la bolsa comenzó a incrementarse de gran manera debido a que comenzaron una serie de medidas desregulatorias que se

reflejaron en un incremento del volumen transado, del número de accionistas, operaciones, y reactivación de títulos inactivos y nuevas emisiones de acciones, como es el ejemplo de Ron Santa Teresa Clase B.

La principal medida para incentivar el crecimiento del mercado de capitales en el país, es canalizar los ahorros de las personas naturales y jurídicas a través de este medio. La razón de esto es debido a que se invierte de manera más eficiente y diversificada. Son los mismos inversionistas quienes deciden donde colocar sus ahorros considerando las que crean más rentables y productivas. En cuanto a inversión del banco se refiere, es la misma entidad quien acoplándose a la cartera obligatoria de créditos por sector, destina los fondos a las empresas que son más convenientes según su criterio. Las siguientes reformas son tomadas de estudios en Chile (Ffrench-Davis, 1999), Colombia (Salazar y Becerra, 2011) e India (Farrel et al, 2006):

- Motivar al público en general mediante incentivos tributarios y gravar impuestos, para aumentar el volumen transado, y por tanto generar un aumento en el mercado en general, mediante el crecimiento, no solo del sector bancario, sino también del sector bursátil.
- Es de vital importancia impulsar la educación financiera a todos los niveles socio-económicos. Es relevante dar a conocer el mercado de capitales y su efecto positivo en la economía.
- Fomentar a las sociedades de inversión para la creación de fondos mutuales, ya que son un instrumento que permite englobar varias compañías distribuidas por sector para diversificar la inversión de una manera más simple y con un menor capital inicial. Por su parte, los fondos mutuales son dirigidos por las mismas sociedades por lo que la decisión de inversión sería en la mayoría de los casos, más eficiente.
- La desregulación es una de las principales reformas necesarias para propiciar este cambio, debido a que mientras más fácil sea el procedimiento de apertura de cuentas de corretaje, más eficiente sería. Actualmente la duración de esto puede llegar a alcanzar el mes.

- Generar incentivos para que las empresas acudan al mercado de valores en busca de financiamiento, sin limitarse únicamente a la banca. Creando así, un mercado más amplio, competitivo y con más opciones para invertir.

Recomendaciones generales

Si bien en los puntos anteriores se especifican recomendaciones por sector, se considera que existen ciertas reformas estructurares al sistema financiero que generan una mayor atracción a los inversionistas, y por ende se forje un sistema que efectivamente afecte la economía venezolana, ya que se ha demostrado lo positivo que es para un país, la robustez de su sistema financiero.

Es relevante para el presente estudio determinar un conjunto de medidas de forma que generen un entorno de confianza para el inversionista. La desregulación, privatización y eficiencia bancaria, pueden traducirse en un sistema financiero más amigable y por tanto más atractivo para el potencial inversor. Un mercado bancario con un sistema de pago electrónico más avanzado e incluso multi-moneda, facilitaría enormemente las transacciones diarias, lo cual se vería reflejado en un incremento de las mismas. Esto es una medida que puede trascender al mercado de valores como formas de hacer de la inversión un proceso menos complejo y más eficiente.

Si bien el modelaje de las variables estudiadas en el período 2007-2017 indicaron una no causalidad en el sentido de granger, con estas recomendaciones se busca crear un puente que genere la unificación y significancia del sistema financiero en el país, para que este pase a ser parte activa y relevante del desarrollo económico de Venezuela, y así lograr superar la actual distorsión que limita el potencial de crecimiento disponible, y por ende lograr un mayor bienestar en la población.

BIBLIOGRAFIA

APESEG - Asociación Peruana de Empresas de Seguros. 2020. APESEG - Asociación Peruana De Empresas De Seguros. [online] Disponible en: <<https://www.apeseg.org.pe/>> [Acceso 1 Marzo 2020].

Banco Central De Chile. 2020. [online] Disponible en: <<https://www.bcentral.cl/web/banco-central/inicio>> [Acceso 1 Marzo 2020].

Banco de la República (banco central de Colombia). 2020. Banco De La República (Banco Central De Colombia). [online] Disponible en: <<https://www.banrep.gov.co/>> [Acceso 1 Marzo 2020].

Bcrp.gob.pe. 2020. Banco Central De Reserva Del Perú. [online] Disponible en: <<https://www.bcrp.gob.pe/>> [Acceso 1 Marzo 2020].

Bcv.org.ve. 2020. Banco Central De Venezuela |. [online] Disponible en: <<http://www.bcv.org.ve/>> [Acceso 1 Marzo 2020].

Bencivenga, V. and Smith, B. (2000). Financial Intermediation and Endogenous Growth. [Online] Review of Economic Studies. Available at: <https://sci-hub.tw/10.2307/2297964> [Ingresado el 8 Enero. 2020].

Benhabib, J. and M. Spiegel (2000), "The Role of Financial Development in Growth and Investment." Journal of Economic Growth, 5.

Dane.gov.co. 2020. Departamento Administrativo Nacional De Estadística. [online] Disponible en: <<https://www.dane.gov.co/>> [Acceso 1 Marzo 2020].

Datos.bancomundial.org. 2020. World Bank Open Data | Data. [online] Disponible en: <<https://datos.bancomundial.org/>> [Acceso 1 Marzo 2020].

De Gregorio J, and Lee J.W, (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?" Journal of International Economics, Vol. 45

Dornbusch, R., Fisher, S., & Startz, R. (2014). *Macroeconomía. Madrid: McGraw-Hill.*

ENCOVI (2017). Encuesta sobre condiciones de vida en Venezuela edición 2017. Venezuela.

Farrel, D., Lund, S., Greenberg, E., Doshi, R., Rosenfeld, J. and Morin, F. (2006). Accelerating India's Growth through Financial System Reform. Obtenido 25 Enero 2020, de https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/India/Accelerating%20Indias%20growth%20through%20financial%20sector%20reform/Accelerating_India_Growth_through_Financial_System_Reform.ashx

Ffrench-Davis, R y B, Stallings (2001) "Reformas, crecimientos y políticas sociales en Chile desde 1973". Cepal.

Gitman, L., & Joehnk, M. (2009). Fundamentos de inversiones (p. 33). Pearson Educación de México, SA de CV.

Gujarati, D., & Porter, D. (2000). *Econometria básica (5a. ed.)*. Grupo A - AMGH.

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2010). Metodología de la Investigación. México: Mc Graw Hil.

Hurtado, J. (1998). Metodología de la Investigación Holística (P.139). Venezuela: Fundación Sygal

Jordán Sánchez, J. (2020). MODELO VEC PARA LA ESTIMACIÓN DE INFLACIÓN BURSÁTIL: EVIDENCIA EMPIRICA EN MERCADOS NORTEAMERICANOS (Online). Visitado el 31 Marzo 2020, de http://www.scielo.org.bo/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2518-44312014000100005

Lezama, J., Laverde, M., & Gomez, C. (2017). EL MERCADO DE VALORES Y SU INFLUENCIA EN LA ECONOMÍA: ESTUDIO DEL CASO COLOMBIANO 2001-2013. Revista Internacional Administración & Finanzas, (2), 29-39.

Loayza N., and F. Gallego (2000), "Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects," Working Papers Central Bank of Chile 75, Central Bank of Chile.

Mochón, F. (2000). ECONOMÍA PRINCIPIOS Y APLICACIONES (4th ed., pp. 3-14). México D.F: McGraw-Hill Editores, S.A. de C.V.

Pagano, M. (1993). Financial markets and growth. In European Economic Review (37th ed., pp. 613-622). Milan: Elsevier.

Reinstein A, y F. Rosende (2000), "La transformación económica de Chile". (Online). Centro de Estudios Públicos de Chile. (Ingresado el 30/4/2020)

Salazar, N., & Becerra, A. (2011). Impact of Capital Markets Reforms in Colombia's Economic Development Obtenido 9 Enero 2020, de <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/bitstream/handle/11445/186/Impact%20of%20Capital%20Market%20Reforms%20Final%20Report.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

Svs.cl. 2020. Inicio - CMF Portal. Comisión Para El Mercado Financiero. Gobierno De Chile.. [online] Disponible en: <<http://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-channel.html>> [Acceso 1 Marzo 2020].