



BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

F
0135



**XVIII Reunión de
técnicos de Bancos
Centrales del Continente
Americano**

POLITICA MONETARIA E INTERMEDIACION FINANCIERA
EN LOS PAISES DEL GRUPO ANDINO

Por Antonio Camberos B.

CEMLA

Santo Domingo
1-6 noviembre 1981
República Dominicana

PRESENTACION GENERAL

Las primeras etapas del proceso de integración económica sub-regional andina, que ha abarcado ya específicamente la década de los años setenta de aplicación del Acuerdo de Cartagena, han demostrado en forma convincente que la estructura y mecanismo establecidos por el Acuerdo de Cartagena no son suficientes ni adecuados aún para hacer de la integración un factor realmente significativo para acelerar la tasa de desarrollo de los países miembros, diversificar su intercambio y reducir su dependencia del exterior. Sin embargo, esto no implica desconocer que el Acuerdo de Cartagena ha constituido un instrumento efectivo para consolidar las corrientes comerciales tradicionales de la subregión, permitir la creación de nuevo intercambio en el rubro de las no tradicionales y el establecimiento inicial de formas de complementación industrial.

Parece bastante claro que en el Grupo Andino, los diez años observados permiten apreciar que la integración es demasiado incipiente e inestable. Tal vez sea por este motivo que a los países integrantes no les ha parecido urgente preocuparse de algunos de los problemas básicos que se plantean cuando se alcanzan grados más avanzados de integración económica. Entre estos problemas ocupan un lugar preferente aquellos que se relacionan con las distorsiones provocadas por la diversificación en las políticas económicas internas de los países, llámense monetarias, financieras, cambiarias o fiscales. La coordinación o armonización de dichas políticas adquiere un valor

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA
BIBLIOTECA

crucial cuando se van eliminando gradualmente hasta desaparecer los obstáculos a la libre circulación de productos, servicios, personas o capitales y, sobre todo, cuando se ha establecido una política comercial común hacia terceros países. En efecto, cuando se ha atenuado en grado significativo la acción de los instrumentos de discriminación más directos y visibles entre países, aumenta la importancia de los efectos distorsionadores de las diferentes políticas económicas nacionales, las que pueden llegar a desvirtuar completamente algunos objetivos básicos de la integración e, incluso, retardar su perfeccionamiento.

Las páginas siguientes están destinadas a comentar en forma objetiva y analítica solo algunos aspectos del vasto tema de la estructura e instrumentos financieros y las políticas monetarias de los países involucrados en el proceso de integración.

Con bastantes limitaciones, en la primera mitad de la década de los setenta, en los países andinos se concebía la política monetaria no como una ayuda para los objetivos generales, sino como un medio para facilitar las tareas del gobierno en sus diversas operaciones financieras. Sin embargo, a partir de 1974, en la mayoría de ellos se produce algo así como un redescubrimiento del dinero como resultado de varios factores; el más importante para unos, la monetización de la afluencia no esperada de divisas provenientes del mejoramiento del precio de sus productos básicos de exportación; para otros, el efecto de una persistente política de dinero fácil, por la

interdependencia entre el banco central y el gobierno. En ambos casos se denota la vigencia de una política monetaria pasiva en casi toda la década. Por estas razones, en el Capítulo I, el análisis se enfoca a la política monetaria vista del lado de oferta de dinero (fuentes y usos) antes que su demanda y el análisis de aquellos instrumentos de control monetario más importantes en la subregión. Se concluye este capítulo analizando y cuantificando el efecto de la represión financiera.

El proceso de la intermediación financiera y el impacto que tiene la misma en el crecimiento económico es el tema que se trata en el Capítulo II, con el objeto de establecer hasta qué grado la intermediación financiera ha progresado en los cinco países, y hasta qué punto aquella ha actuado como generatriz del crecimiento; es decir, se trata de establecer si esa intermediación ha sido o no condición para el crecimiento económico de estos países.

Las inferencias que se sacan del análisis en el presente trabajo, implícitas a lo largo del desarrollo de cada capítulo, deben entenderse más como tendencias que como conclusiones firmemente establecidas, y esto en razón de la disponibilidad de los datos necesarios al estudio.

Capítulo I

Política e Instrumentos Monetarios

Introducción

Dadas las perturbaciones a que han estado sometidas las economías, el análisis de la experiencia de los países es especialmente interesante e ilustrativo. Nunca antes un conjunto de países dentro de un sistema integracionista había visto sus economías sujetas a perturbaciones que debió enfrentar. Las medidas monetarias independientes adoptadas, no adecuadas en algunos casos, y las políticas seguidas en cuanto al manejo del comercio exterior, del crédito, del presupuesto, del endeudamiento externo, etc., constituían paquetes de política, a la vez que un compromiso entre objetivos, no siempre compatibles, destinados a enfrentar las dificultades provenientes no solo del sector externo sino también del sector real de la economía y del comportamiento pasado del sector monetario.

Por todos estos hechos, interesa analizar los países del Grupo Andino con objeto de comprender lo sucedido durante 1970-1979 y las medidas consultadas frente a las expectativas que se tenían acerca de la evolución de los diferentes sectores y su incidencia sobre el comportamiento de variables cruciales, como el nivel de precios y la liquidez de la economía.

El propósito de este capítulo es describir y analizar la situación monetaria, objetivos y utilización de algunos de los instrumentos utilizados en la década de los setenta, así como el proceso monetario a que dieron lugar las prioridades seleccionadas.

El análisis ha sido organizado de la siguiente forma: En el apartado A se hacen algunas consideraciones generales relacionadas con los objetivos monetarios, a fin de enmarcar dentro de un esquema interpretativo los eventos que son de interés analizar, para luego entrar al análisis del proceso de la oferta monetaria, es decir, analizar los determinantes próximos de la cantidad de dinero. En el apartado B se cubre el

manejo de los principales instrumentos de control de la política monetaria: encaje legal; política y estructura de las tasas de interés (activas, pasivas); redescuento; mercado de capitales y otros. Por último, en el apartado C se realizan algunas consideraciones sobre la represión financiera observada en estos países a lo largo de la década, con un intento de cuantificación de la misma, tomando en cuenta los resultados de la política monetaria y la tasa inflacionaria.

A. La oferta monetaria y el multiplicador monetario.

a) Situación general de la política monetaria.

La característica común de las economías del Pacto Andino ha sido la inestabilidad en mayor o menor grado, dependiendo del país en cuestión, en que el manejo discrecional no concordante de las políticas fiscal y monetaria ha conducido a incentivar, más que a reducir, las fluctuaciones bruscas del crecimiento del ingreso, los precios y las reservas internacionales. Dentro de estos hechos, cabe preguntarse sobre el papel que ha jugado la oferta de dinero en la formulación y ejecución de la política monetaria.

De hecho, los países, con algunas excepciones, han presentado, durante los cuatro primeros años, una aparente y relativa estabilidad, mientras que los años de 1974 a 1976 fueron para algunos de expectación por el incremento del precio internacional de sus materias primas de exportación, situación que, pese a ser bonanza, les obliga a entrar a algunos de ellos en un período (1977-1979) de situaciones monetario-financieras difíciles, en que intentan controlar el exceso de liquidez originado en el sector externo (Colombia, Venezuela y Ecuador) ^{1/}, o proveniente de la mayor libertad de acción de los intermediarios financieros (Colombia y Perú) o el derivado del crédito doméstico.

Durante 1970-76, las autoridades monetarias, en términos generales, han practicado una política monetaria pasiva, en sentido que la

^{1/} Perú se agrega en 1979.

oferta monetaria tendía a adaptarse pasivamente a la demanda de dinero. La política monetaria de los países andinos solo comenzó a disponer de algunos medios adecuados para instrumentar un control paulatino de las magnitudes monetarias a partir de fines de 1974. Y aun entonces, la posibilidad de regular la evolución de la cantidad de dinero con bastante precisión solo se ha traducido parcialmente, por razones que después se analizan, en una política más sistemática y efectiva de dinero activo, a partir de mediados de 1978, aunque no en el conjunto de los países.

Los programas de acción han tenido, en cada país, diverso contenido; así, mientras en Bolivia y Perú (en un comienzo Colombia) ha sido el manejo de programas económicos diseñados para conseguir divisas, mostrándose una preocupación por el equilibrio de la balanza de pagos ^{1/}. En Colombia, Venezuela y Ecuador el programa de acción era la reactivación de sus economías, favorecidos a partir de 1976 el primero, y de 1974 el segundo y tercero por el aumento prolongado de sus reservas internacionales (con años intermedios de aparente retorno a la normalidad), debido a los elevados incrementos del precio de sus principales productos de exportación (café y petróleo).

Un aspecto común ha sido el de la inflación que ha ocasionado que en algunos de los países se impongan restricciones monetarias y financieras; solo en los últimos años en Perú y Colombia, y en cierto grado en Ecuador, se ha generado cierto grado de libertad de acción de los intermediarios financieros, y en el conjunto de países a partir de 1978, regulándose modificaciones sustanciales en cuanto al manejo de instrumentos de control monetario-financiero, como el caso de las reservas bancarias y las tasas de interés.

^{1/} A. Reynaldo Susano L., "Política Económica y Reservas Monetarias", Revista de Ciencias Económicas, No. 1, julio-septiembre de 1979, Universidad de Lima, Perú. Ministerio de Finanzas, Informe de la Misión Musgrave, La Paz, Bolivia, 1977.

Se observa también (Cuadro 1 - I) que los gobiernos andinos en la década se han embarcado en programas de estabilización y desarrollo, donde sus responsabilidades y acción monetarias se resumen, de hecho, en el grado del logro de la estabilidad monetaria.

Es así que los planes de estabilización o desarrollo establecidos hasta 1977 en la mayoría de los países permitieron un crecimiento sostenido para pasar a uno moderado en los restantes años ^{1/}. La inflación actuó a la inversa: de moderada a sostenida; sin embargo, la política monetaria no asumió un papel activo continuo en la regulación de la demanda global de la economía, ni la política fiscal se alineó a las metas establecidas. Esto hizo posible que las políticas monetarias se caracterizaran durante la década por el pasivo sometimiento a la política general de desarrollo, solo interrumpido en momentos en que las dificultades de balanza de pagos amenazaban la continuidad del proceso de crecimiento. La rígida fijación de algunos instrumentos (caso de los tipos de interés) impidió un manejo activo de la política monetaria, determinando que la creación de la base monetaria resultara en un reflejo pasivo de las variaciones de los factores autónomos que afectan tanto al sector público como a la balanza de pagos. De ahí que el comportamiento y evolución de la base monetaria durante la década no fue el resultado de una política compensatoria de los bancos centrales, pese a que en un inicio, la política de las autoridades tenía como propósito el control de la liquidez, pero no se cumplió; incluso, al señalarse el carácter variable e inestable de los multiplicadores monetarios, se pone en duda la posibilidad de regular la liquidez del sistema económico.

La insuficiente amplitud de los mercados de capital (incipiente en unos y estrecha en otros) impidió el desarrollo de operaciones de mercado abierto; solo las líneas ordinarias de redescuento cobraron alguna importancia a partir de 1975, aunque la variación de sus límites fue poco

^{1/} Excepto Venezuela, cuyo dinamismo está dado por el sector extractivo.

Cuadro 1-I

Grupo Andino: Programas de Estabilización Asumidos (*)

<u>Años</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
1970				<u>a/</u>	
1971	<u>b/</u>	<u>c/</u>		<u>a/</u>	
1972	<u>d/</u> Oct.	<u>c/</u>	<u>e/</u> Agosto	<u>a/</u>	
1973	<u>d/</u>		<u>e/</u>	<u>a/</u>	<u>f/</u>
1974		<u>g/</u>	<u>e/</u>	<u>a/</u>	<u>f/</u>
1975			<u>h/</u> Oct.		<u>g/</u> Julio
1976	<u>i/</u> Enero	<u>g/</u>	<u>j/</u> Sept.	<u>d/</u> Mayo	<u>k/</u>
1977	<u>i/</u>	<u>d/</u>	<u>h/</u>		<u>k/</u>
1978	<u>i/</u>			<u>d/</u> Junio	<u>k/</u>
1979	<u>d/</u> Nov.		<u>l/</u>	<u>d/</u>	<u>k/</u>

Fuente: Elaborado con base en información oficial de cada país.

(*) Económicos, de Desarrollo o Reformas Financieras.

a/ Programa de Reformas Estructurales.

b/ Programa de La Estrategia del Desarrollo.

c/ Continuidad del plan denominado Cuatro Estrategias.

d/ Programa de Estabilización.

e/ Plan Global de Transformación 1973-77, del Gobierno Nacional.

f/ Programa de Inversiones en sectores básicos de la producción (en vigencia).

g/ Programa de Reforma Financiera.

h/ Programa Financiero, octubre 1975-diciembre 1976, del Gobierno Nacional, que fija metas monetarias y reales.

i/ Plan Quinquenal de Desarrollo 1976-1980; CONEPLAN.

j/ Plan de Transformación y Desarrollo (30/IX/76).

k/ V Plan de la Nación para el período 1976-1980.

l/ Programa Quinquenal de Inversión Pública, 1979-1983.

utilizada como medio de regulación de la liquidez bancaria. No es de extrañar que, en estas condiciones, las autoridades hubieran de recurrir básicamente, en las fases esporádicas de política monetaria activa, al control administrativo del crédito bancario, a la introducción de depósitos previos a la importación, al depósito obligatorio de divisas provenientes de las exportaciones o a la creación de entes o instrumentos esterilizadores de divisas.

En el período 1974-1979 se presencia en algunos países un esfuerzo por dotar a las autoridades monetarias de instrumentos más eficaces de control aunque, en la mayor parte de los países, los tipos de interés activos y pasivos sobre operaciones bancarias distaban de ser los más adecuados.

Los bancos centrales contaron siempre en la década con dos instrumentos básicos de control potencial activo de la liquidez del sistema: los coeficientes de encaje y las líneas de redescuento ordinario; pero la limitación más obvia en todos ellos era que se trataba de instrumentos de actuación discontinua. Las variaciones en los encajes o la imposición de diferenciales fueron medios adecuados para que pudieran desplegar una sua ve actuación compensatoria de los efectos ejercidos por los factores autónomos de creación de liquidez básica de los sistemas.

Los últimos años connotan fuertes y bruscas variaciones de los factores autónomos que habían de poner de manifiesto la inflexibilidad de los instrumentos disponibles (en algunos la insuficiencia) para un control efectivo de la base monetaria. El déficit masivo de la balanza de pagos estadounidense, la crisis continua de los mercados de cambio y el mejoramiento de los precios de las principales materias primas o productos básicos, generaron fuertes perturbaciones monetarias de origen externo en Venezuela, Colombia, Ecuador y Bolivia (inicialmente) y Perú (al finalizar la década), registrando importantes excedentes en sus balanzas de pagos. El aumento de las reservas externas actuó como factor expansivo dominante de la creación de la base monetaria. La intensidad relativa de tal efecto expansivo planteó problemas muy difíciles a las

políticas monetarias de estos países.

A partir de 1976, Venezuela, Colombia y Ecuador no siempre utilizaron con suficiente decisión los instrumentos de que disponían para esterilizar el impacto masivo del excedente externo sobre su liquidez interior; sin embargo, es igualmente cierto que la intensidad y características del problema hacían de él un reto extremo para lo que podía conseguirse con los instrumentos tradicionales de control disponibles, lo que impulsó en los dos últimos años la continuidad de utilización de encajes marginales, reducción de límites de las líneas de redescuento ordinario, utilización de mecanismos para-arancelarios e, incluso, se recurrió a la emisión de bonos públicos con fines de absorción monetaria. Los cuadros anexos sobre la base monetaria permiten comprobar la importancia de los drenajes compsatorios de liquidez practicados por las autoridades monetarias. A pesar de su volumen, tales drenajes no desplegaron una actuación decidida y sistemática. Esa continuidad fue sin duda una causa importante de su insuficiencia en unas circunstancias caracterizadas por la incertidumbre inherente a la crisis internacional.

En todo caso, la intensa expansión de las magnitudes monetarias durante la década suscitó en los países andinos y en otros países de América Latina un interés nuevo por su regulación. Las altas tasas de crecimiento de la cantidad de dinero (en cualquiera de sus definiciones) habían financiado un proceso inflacionista, continuo en unos, acelerado en otros. Cuando la velocidad de la inflación se situó en los dos dígitos, comenzaron a ganar terreno rápidamente las posiciones que reclamaban un control estricto y continuo de las magnitudes monetarias e impulsaron la creación de instrumentos para intentar hacer efectiva esa regulación. Los dos últimos años presencian el inicio de la consolidación y puesta en prác tica de esas ideas y la estructuración de unos mecanismos que hicieron posible una política monetaria activa y continua cuyos resultados empiezan a emerger en algunos países.

Por último, el sometimiento de la política monetaria a la política general de desarrollo ha coadyuvado repetidas veces a que no se al -

cancen los objetivos prioritarios diseñados en los programas. Y es que éstos se caracterizan por la disimilitud y dualidad, en la política económica individual de cada uno de los países. Lograr una identificación plena de las prioridades de la política en estos países se hace difícil, debido a la amplia diversidad de tendencias y situaciones individuales. Sin embargo, para el conjunto de países de la Subregión, las preocupaciones, por orden de importancia fueron : la reactivación de sus economías, la inflación, mejoramiento de la balanza de pagos, la posición de las reservas internacionales (por déficit en unas y por exceso en otras) y el control de la liquidez.

b) El proceso de la oferta monetaria.

Las responsabilidades monetarias de los gobiernos en las economías del grupo andino pueden resumirse en el grado de logro de la estabilidad monetaria. Para esto es de importancia el análisis del comportamiento de la oferta monetaria, ya que la cantidad de dinero y su tasa de crecimiento son simultáneamente el objetivo, criterio de evaluación e indicador de la política monetaria y, en consecuencia, su regulación es la esencia del control monetario y de la política monetaria.

El propósito de este apartado es estudiar los determinantes de la oferta monetaria. Para ello se seguirá un enfoque que consiste en el análisis de los sectores económicos que generan medios de pago, distinguiéndose los dos componentes de los mismos: el dinero base y el multiplicador.

El interés de los países del grupo andino en el comportamiento de la oferta monetaria constituye un fenómeno reciente que se refleja en la constitución conceptual de sus estadísticas monetarias, lo que permite establecer la definición más usual y apropiada de dinero. El carácter intrínsecamente empírico del problema pone claramente de manifiesto que los excesos de la cantidad de dinero en relación con su demanda inducen ajustes a través del gasto (o precios) en el intento de restablecer el monto deseado de saldos monetarios.

Es de interés comprender y analizar los factores explicativos del comportamiento de la oferta de dinero. Antes de proseguir, es interesante hacer notar que cuando la política monetaria está supeditada, a otros objetivos de la política económica, el control del dinero no es una tarea muy fácil, ya que las autoridades de los bancos centrales influyen en el comportamiento del dinero, pero no lo determinan directamente.

La información por país sobre la tasa de crecimiento de M_1 y M_2 aparece en el Cuadro No. 2 - I. Lo primero que surge de la observación de dicho cuadro es la escasa disparidad existente entre las tasas de crecimiento de los distintos países, en los subperíodos considerados en la década, a pesar de ser todas economías pequeñas, abiertas al exterior y con tipo de cambio fijo por períodos prolongados (excepto Colombia). Así, las tasas de crecimiento anual por países van, en los diez años, en el caso de M_1 desde un mínimo de 22.9% (Ecuador), a un máximo de 30.6% (Perú). En el caso de M_2 éstas van desde un mínimo de 21.7% (Ecuador) a un máximo de 32.4% (Perú). Además, se observa que, exceptuando Ecuador, la tasa de crecimiento de M_2 es mayor que la de M_1 .

Otra información sobre las tasas de crecimiento de M_1 y M_2 se encuentra en el Gráfico No. 1 - I. Allí se presenta la distribución de las tasas anuales de crecimiento de ambos conceptos de dinero para los países considerados. Nótese que en el gráfico se representan las tasas de crecimiento anual por país para el período considerado en cada uno de ellos, y el promedio para el período. Según se desprende de la observación de este gráfico, la distribución de M_1 recorre un intervalo de 6.7 % - 70.3 % (Venezuela - Perú), y la de M_2 un intervalo de 12.3 % - 92.1 % (Ecuador - Perú).

Cuadro No. 2-I

Grupo Andino: Tasas Anuales de Crecimiento del Dinero M_1 y M_2

(por cientos)

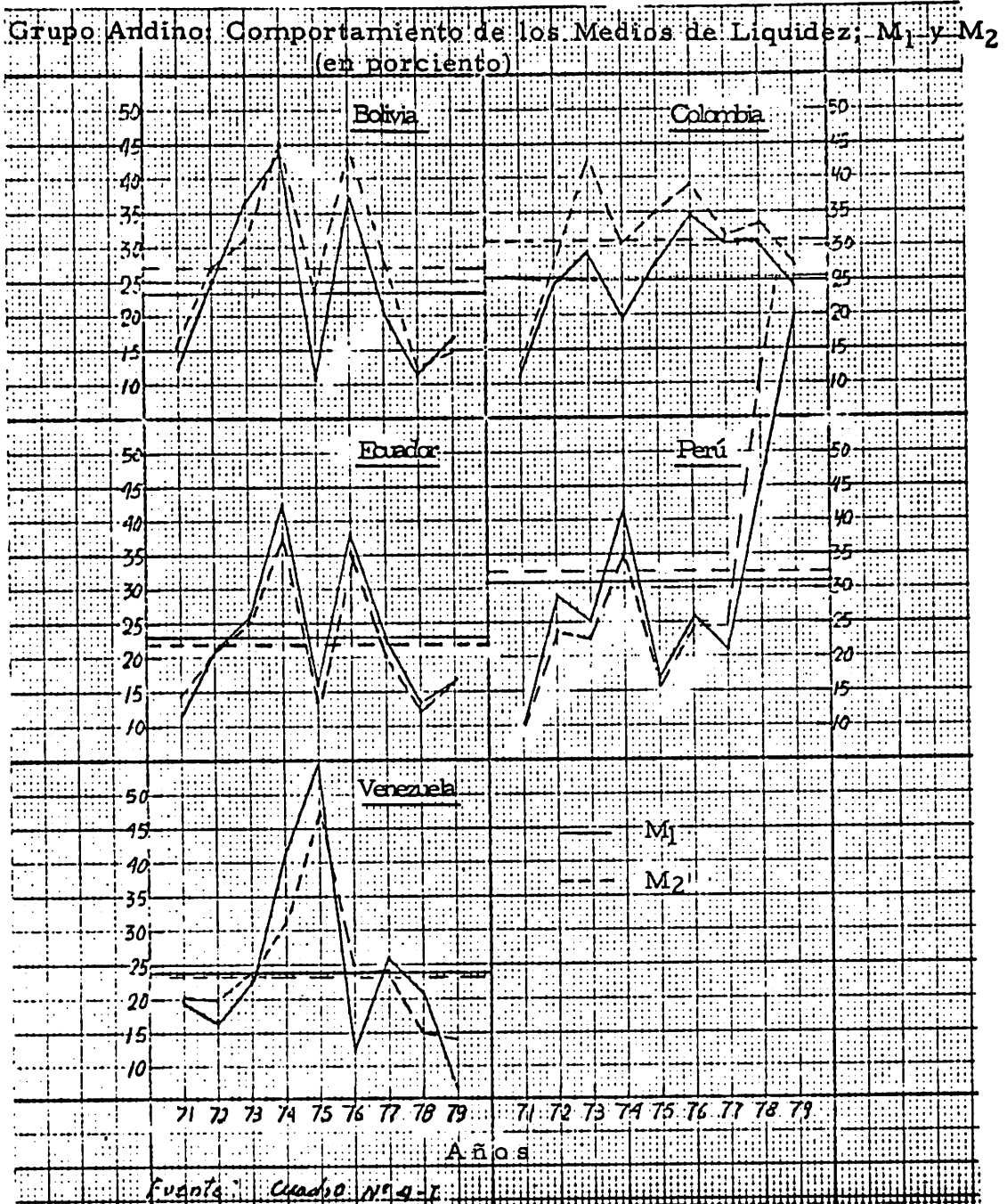
<u>Países</u>	<u>1970-1974</u>		<u>1975-1979</u>		<u>1970-1979</u>	
	<u>M_1</u>	<u>M_2</u>	<u>M_1</u>	<u>M_2</u>	<u>M_1</u>	<u>M_2</u>
Bolivia	29.3	29.3	19.2	25.1	23.6	27.0
Colombia	20.8	27.7	29.4	33.2	25.5	30.7
Ecuador	25.1	24.6	21.2	19.4	22.9	21.7
Perú	25.9	22.5	34.5	40.9	30.6	32.4
Venezuela	24.8	23.8	23.0	24.5	23.8	24.2

Fuente : Anexo 2 - I

El hecho anteriormente señalado, de que la tasa promedio de crecimiento anual de M_2 es, en la mayoría de los casos, mayor que la de M_1 también puede verse claramente en el mismo gráfico y en el Cuadro 3-1. Asimismo, se observa el comportamiento atípico respecto a sus tasas medias anuales acumulativas en ambos conceptos. Ello lleva a que la relación promedio (M_1/M_2) caiga durante la década en los casos de Bolivia, Colombia y Perú, como muestra el Cuadro 3-I.

Esto indica que los aumentos de liquidez de la economía fueron mayores a los que reflejan los aumentos en los medios de pago, debido al rápido crecimiento de los cuasi-dinero. El dinamismo de éstos resultó, en parte, del mayor costo de oportunidad de conservar dinero en efectivo y en cuenta corriente, a medida que el proceso de inflación se acrecentó, y por la implementación de atractivos tales como tasas de interés pasivas mayores; indización de pasivos (Colombia); dolarización de pasivos (Bolivia), o a depósitos obligatorios en moneda extranjera. En este proceso de sustitución en favor de los cuasi-dinero participó no solamente el público, sino también fue inducido en parte por los intermediarios

Gráfico 1 - I



financieros, ya que los diferenciales de encaje aplicables a los depósitos constituyeron un poderoso incentivo para efectuar estos traslados de fondos. A esto también deben agregarse las modificaciones establecidas en las regulaciones monetarias (depósitos de deuda externa, depósitos previos de importación, relación deuda-capital, etc.)

Cuadro No. 3-I

Grupo Andino: Relaciones entre M_1 y M_2

<u>Relación entre la tasa de crecimiento de M_2 sobre M_1 (%)</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
1970-74	0.0	33.2	-2.0	-13.1	-4.0
1975-79	30.7	12.9	-8.5	18.6	6.5
1970-79	14.4	20.4	-5.2	5.9	1.7
<u>Coefficiente promedio entre M_1 y M_2</u>					
1970-74	0.76	0.77	0.75	0.79	0.53
1975-79	0.61	0.62	0.81	0.74	0.54
1970-79	0.65	0.65	0.80	0.75	0.54

Fuente: Anexo 2 - I

El comportamiento que han tenido y vienen cobrando los cuasi-dineros en los últimos años de la década, por los aspectos considerados en párrafos anteriores, es importante tenerlo en cuenta. La importancia radica en que, cuando la política monetaria busca influir en el nivel de demanda agregada, debe tenerse presente que ésta depende no solo de la oferta monetaria en sentido restringido, sino más bien de la liquidez global de la economía. Dado que sobre la primera se centra, principal -

mente, la acción restrictiva de la autoridad monetaria, su impacto final sobre el nivel del gasto se puede ver reducido por la presencia de sustitutos cercanos, de tal forma que su efectividad será menor en el sentido de que habrá necesidad de efectuar una mayor contracción de la que se hubiera requerido en la ausencia de sustitutos.

Si se observa el Cuadro No. 4-I, el crecimiento de los dos conceptos de dinero se encuentran determinados en alto porcentaje por el crecimiento del dinero base. Es más, en el período estudiado -exceptuando algunos años- los incrementos de la base monetaria son superiores a los de M_1 y en algunos años a M_2 . Para esta última la tasa media es siempre superior a la de M_1 a excepción de Venezuela en que son iguales. En cuanto a los multiplicadores, sus valores medios indicarían la escasa importancia asumida por éstos como factor contractivo o expansivo recorriendo el primero (m_1) un intervalo de variación relativa de -2.5 a 1.1 y -0.6 a 2.4 el multiplicador de M_2 ; asimismo los valores asumidos por las desviaciones standard de las cinco variables indican la no estabilidad de comportamiento de éstas en la década.

Por todo lo anterior, el análisis de los determinantes del crecimiento de la oferta monetaria debe centrarse en los factores que impulsan aumentos del dinero base.

La importancia del dinero base como factor explicativo del stock monetario se observa en el Cuadro No. 5-I, donde el comportamiento de la base se explica, en promedio, en más del 90% para el conjunto de países en los conceptos de M_1 y M_2 . Esto, a su vez, indica que el multiplicador de la base ha tenido un efecto restrictivo escaso sobre la oferta monetaria. Sin embargo, cuando la base se ha situado por debajo del cien por ciento, el multiplicador ha jugado el papel de generador de expansión monetaria, debido fundamentalmente a reducciones en el cociente de reservas. (Véase Anexo 1-I).

c.) La base monetaria: principales factores de expansión

Se realizará un análisis global de la base según su origen,

CUADRO No. 4-III

Grupo Andino : Cambios relativos de la Cantidad de Dinero La
base y El Multiplicador
(%)

Países y Años	Concepto Restringido				Concepto Ampliado		
	$\Delta M_1/M_1$	$\Delta B/B$	$\Delta m_1/m_1$	$\Delta m_1/m_1 \Delta B/B$	$\Delta M_2/M_2$	$\Delta m_2/m_2$	$\Delta m_2/m_2 \Delta B/B$
<u>Bolivia</u>							
1970-1971	12.8	18.7	-4.7	-1.2	15.3	+2.9	-0.5
1971-1972	26.3	17.6	6.9	1.8	26.9	8.2	1.1
1972-1973	36.7	40.3	-2.8	-0.8	31.5	-6.2	-2.6
1973-1974	43.7	32.5	8.6	2.6	45.4	9.6	3.3
1974-1975	10.9	18.5	-6.1	-1.5	23.3	4.0	0.8
1975-1976	37.4	45.2	-5.6	-2.2	49.1	2.6	1.3
1976-1977	21.0	24.8	-3.0	-0.8	29.1	3.1	1.2
1977-1978	11.7	12.0	-0.2	-0.2	12.5	0.5	0.0
1978-1979	16.9	11.3	5.1	0.5	14.9	3.0	0.6
Medias	24.1	24.5	-0.2		27.6	2.4	
s	12.6	11.6	5.3		12.2	4.7	
<u>Colombia</u>							
1970-1971	10.9	8.7	2.5	0.1	12.3	3.2	0.4
1971-1972	24.4	25.4	-0.9	-0.1	27.4	1.6	0.4
1972-1973	29.3	31.1	-1.2	-0.6	42.8	8.7	3.0
1973-1974	19.6	18.8	0.6	0.2	30.3	9.9	1.6
1974-1975	27.8	31.7	-3.1	-0.8	35.1	2.6	0.8
1975-1976	34.7	41.5	-4.5	-2.3	39.0	-1.7	-0.8
1976-1977	30.4	40.1	-7.4	-2.3	31.5	-6.4	-2.2
1977-1978	30.3	35.3	-3.6	-1.4	33.4	-1.4	-0.5
1978-1979	24.0	30.3	-4.5	-1.8	27.3	-2.3	-0.7
Medias	25.7	29.2	-2.5		31.0	1.6	
s	6.7	9.8	2.8		8.2	5.0	
<u>Ecuador</u>							
1970-1971	11.9	9.7	2.1	0.1	14.7	4.3	0.7
1971-1972	21.3	22.8	-1.4	-0.1	21.1	-1.0	-0.7
1972-1973	26.2	35.7	-6.4	-3.1	25.2	-7.9	-2.6
1973-1974	42.8	31.4	8.4	3.0	38.7	5.7	1.6
1974-1975	16.1	6.1	9.2	0.8	13.7	7.0	0.6
1975-1976	38.1	48.3	-6.5	-3.7	35.3	-8.6	-4.4
1976-1977	22.9	16.0	5.5	1.4	20.2	3.3	0.9
1977-1978	13.5	15.8	-2.0	-0.3	12.3	-2.7	-0.8
1978-1979	17.0	16.0	0.7	0.3	16.9	0.5	0.4
Medias	23.3	22.4	1.1		22.0	0.1	
s	10.2	12.8	5.5		8.9	5.3	
<u>Perú</u>							
1970-1971	10.2	8.7	0.9	0.6	10.2	1.3	0.2
1971-1972	28.9	28.6	-	0.0	23.5	-3.8	-1.3
1972-1973	25.2	25.2	-	-	22.6	-2.5	-0.1
1973-1974	41.4	42.5	-0.8	-0.3	35.1	-4.7	-2.7
1974-1975	17.0	17.6	-0.5	-0.1	15.8	-1.4	-0.4
1975-1976	25.8	31.5	-4.3	-1.4	24.2	-5.7	-1.6
1976-1977	20.8	20.1	0.7	0.0	24.9	3.8	1.0
1977-1978	45.4	50.8	-3.5	-1.9	60.7	6.6	3.3
1978-1979	70.3	90.2	-11.0	-8.9	92.1	1.4	0.5
Medias	31.7	35.0	-2.1		34.3	-0.6	
s	17.2	22.9	3.6		24.5	3.9	
<u>Venezuela</u>							
1970-1971	19.8	28.7	-6.6	-2.3	20.2	-6.8	-1.7
1971-1972	16.8	10.8	5.3	0.7	19.9	8.3	0.8
1972-1973	22.6	24.7	-1.7	-0.4	23.7	-0.6	-0.4
1973-1974	41.3	40.2	0.6	0.5	31.8	-6.2	-2.2
1974-1975	54.2	38.2	11.4	4.6	47.6	6.4	2.5
1975-1976	12.5	22.2	-7.7	-2.0	23.6	1.2	0.2
1976-1977	26.0	23.7	1.7	0.6	24.1	0.3	0.1
1977-1978	21.0	10.8	9.2	1.0	15.2	4.1	0.3
1978-1979	6.7	12.8	-5.5	-0.6	11.8	1.7	0.3
Medias	24.5	23.6	0.7		24.5	1.0	
s	13.8	10.3	6.5		9.5	4.5	

Fuente: Elaborado con base en el Anexo 2-I

1/ s = desviación estándar.

Cuadro No. 5-I

Grupo Andino: Dinero Base como Factor Explicativo de M_1 y M_2 ; 1970-79

<u>Países</u>	<u>(%)</u> <u>Intervalo</u>		<u>Promedio Anual</u> <u>del Período</u>	
	<u>M_1</u>	<u>M_2</u>	<u>M_1</u>	<u>M_2</u>
Bolivia	66.9 - 169.7	65.4 - 127.9	108.4	90.6
Colombia	74.8 - 131.9	70.7 - 127.3	110.9	93.2
Ecuador	37.9 - 126.8	44.5 - 141.7	93.8	97.5
Perú	85.3 - 128.3	80.7 - 130.2	105.5	104.8
Venezuela	51.4 - 191.0	54.3 - 126.4	110.8	95.2

Fuente: Cuadro No. 4 - I

esto es, vista como el resultado de la diferencia de los activos del banco central-reservas internacionales netas, préstamos netos al sector gubernamental, al sector no gubernamental (instituciones financieras y sector privado)- menos otros activos netos. La ventaja del enfoque radica en que puede concentrarse el análisis en aquellos renglones del activo del banco central cuyo resultado ha originado variaciones en la base monetaria.

En el caso de los países del Grupo Andino, en general los balances de los bancos centrales muestran en la década que las variaciones en el dinero base han sido el resultado de las variaciones de las reservas internacionales netas y los préstamos netos de la autoridad monetaria al sector público y al sector no gubernamental. El Cuadro 6-I da el resumen de esa situación sobre el papel de los factores en el resultado de la política monetaria. En dicho cuadro se denota una relación inversa en los comportamientos de las reservas internacionales y el crédito neto al sector público. En el Cuadro 7 se presenta el origen que explica las variaciones de la base monetaria, mientras que en el Cuadro 8 las tasas de crecimiento de los factores de la emisión en la década.

Cuadro No. 6-I

Grupo Andino: Predominio de los Factores Contractivos o Expansivos de la Base Monetaria en el Período 1970-1979

<u>Origen</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
I. Reservas Internacionales	C	E	E	E	E
II. Crédito Doméstico	E	E	E	E	C
a) Sector Público (neto)	E	C	C	E	C <u>1/</u>
b) Sector Bancario	E	E	E	E	E <u>2/</u>
i. Bancos comerciales	E	E	E	E	
ii. Bancos especializados	E	E	E	E	
c) Sector Privado		C	E		
III. Otros activos netos	C	C	C	E	C

1/ Comprende al Fondo de Inversiones de Venezuela.

2/ Incluye al sector privado.

Nota: C= Contractivo; E= Expansivo

Cuadro No. 7-I

Grupo Andino: Orígenes de la Emisión, 1970-79

(En porcientos)

<u>Fuentes</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
I. Reservas Internacionales (netas)	- 4.2	146.6	75.4	21.9	148.5
II. Crédito Doméstico	112.2	24.7	32.7	58.7	-12.5
III. Otros activos netos <u>1/</u>	- 8.0	-71.3	- 8.1	19.4	-35.9 <u>2/</u>
Base Monetaria	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Anexos 3-I al 7-I

1/ Ver anexos indicados.

2/ Incluye al Fondo de Inversiones de Venezuela (-6.6%).

A excepción de Bolivia, las reservas internacionales netas explican el aumento de la base monetaria en 148.5% en Venezuela; 146.6% en Colombia; 75.4% en Ecuador y solo 21.9% en Perú. Asimismo, con excepción de Bolivia y Perú, las reservas internacionales crecieron a una tasa superior a la del dinero y el crédito doméstico; esto debido a que a partir de 1974 aumentó la relación reservas internacionales/dinero. El hecho de que las reservas internacionales sean cada vez una proporción mayor del dinero, para Colombia, Ecuador y Venezuela se deriva de la afluencia extraordinaria de divisas que han presentado éstos; no así en Bolivia y Perú, en que las reservas internacionales crecieron a una tasa menor que la del dinero y del crédito (siendo negativa para Bolivia y en algunos años para Perú), llevando a que la relación citada cayera notablemente.

En cuanto al crédito doméstico, los países que han presentado problemas en su balanza de pagos son/ ^{en} los que precisamente se observa que esta variable explica en un alto porcentaje la expansión del dinero de alto poder (112.2% en Bolivia y 58.7% en Perú); mientras que sus tasas de crecimiento fueron superiores a la del dinero.

Aunque el crédito al sector público (Cuadro 6-I) actúa como factor contractivo predominante (Cuadro 7-I) en los casos de Colombia, Ecuador y Venezuela, los gobiernos han influido directamente sobre los niveles de gasto agregado a través de otras formas de inversión financiera que, si bien no han constituido expansión de la base monetaria, han expandido la disponibilidad de crédito; caso de los aportes a los fondos públicos de financiamiento y sistemas financieros y de los depósitos oficiales en el sistema bancario.

Así, los aportes pueden considerarse en la práctica como elemento expansivo de la oferta monetaria, el cual ha ido asociado directamente con expansiones del gasto agregado. Estos recursos fueron otorgados precisamente para ser colocados en sectores determinados a los que se quería incentivar, proveyéndolos de una oferta fácil de crédito. Los depósitos oficiales tanto en la banca comercial como en la de fomento u

otras instituciones financieras han sido también otra forma de ayuda, aunque en la primera parecen depender para la expansión de sus actividades, de las reservas que proveen dichos recursos.

En el caso de Venezuela, y en forma específica el Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV) fue concebido como un ente destinado a represar el excedente de rentas provenientes de las exportaciones petroleras y que inicialmente no se podían colocar en forma productiva en la economía; de ahí que en principio su efecto sobre la oferta (y base) monetaria haya sido nulo. Sin embargo, las erogaciones internas posteriormente realizadas (participación de capital y/o préstamos a empresas sociales) ha dado lugar a un incremento significativo de los gastos de inversión, y por la cantidad de recursos a su manejo, la función del FIV cumple un papel suplementario a las autoridades monetarias.

Estos aspectos importantes, y los acaecidos en las variables consideradas para los cinco países, permiten dimensionar en su mejor forma el significado del cambio de las reservas internacionales y el crédito doméstico que se refleja en la base monetaria. Es así que en Bolivia y Venezuela se han presentado grados de compensaciones entre ambas variables. En Colombia, Ecuador y Perú los dos factores explican positivamente la expansión de la base, aunque en diferente magnitud relativa y solo la compensación se completa vía medidas de control administrativo de la política monetaria.

Cuadro No. 8-I

Grupo Andino: Tasas de Crecimiento de los Factores de la Emisión
1970-1979
(en porcentos)

<u>Fuentes</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
I. Reservas Internacionales netas	- 17.5	58.4	30.5	26.8	26.9
II. Crédito Doméstico	24.3	12.1	12.0	39.6	-43.2 ^{1/}
Base Monetaria	24.0	28.8	21.8	33.3	23.1

^{1/} 1971-79; los valores de esta variable son negativos.

Fuente: Anexos 3-I a 7-I

Los resultados vistos resaltan asimismo las diferencias sustanciales y dirección del manejo de la política monetaria de estos países, aunque lo común en éstos es que el resultado de la misma no fue, como ya se dijo, el de una política compensatoria de las autoridades, al apreciar que el rango de la tasa de crecimiento de la base monetaria (21.8% Ecuador y 33.3% Perú) fue casi similar al rango de las tasas de crecimiento de M_1 (22.9% Ecuador y 30.6% Perú) y de M_2 (21.7% Ecuador y 32.4% Perú).

d.) Comportamiento del multiplicador monetario.

Los análisis precedentes sugieren que durante el período en observación, los multiplicadores monetarios han ejercido una absorción parcial del impacto que de otro modo hubiera tenido la expansión de la base, además de contrarrestar en parte su variabilidad creciente, logrando un comportamiento homogéneo de ambas ofertas.

Analizando el Cuadro 9-I de las diferencias del valor asumido por los multiplicadores $\frac{1}{m}$, se denota, a excepción del Ecuador, una tendencia creciente debido al aumento del coeficiente "a" (cuasidineros/total depósitos vista), determinada por la importancia cobrada por los cuasidineros, con énfasis en Colombia y Bolivia y modestamente en Venezuela y Perú; sin embargo, considerados los multiplicadores m_1 y m_2 individualmente, éstos se han caracterizado por una conducta errática al mostrar tendencias opuestas a lo largo del período 1970-79 (ver Cuadro 4-I), incluso en sus cambios totales en el paso del subperíodo 1970-74 al de 1974-79, de acuerdo con los Cuadros 10 y 11-I.

Para Bolivia, las cifras de estos cuadros indican que la disminución de m_1 en el segundo subperíodo, y continua en la década, se debió casi exclusivamente al crecimiento del determinante \underline{a} ^{2/}, cuyo efecto contractivo sobre el multiplicador fue en parte compensado por el efecto expansivo de \underline{c} (billetes y monedas en poder del público/total depósitos vista) y \underline{r} (reservas bancarias/total depósitos). En cuanto a m_2 ,

$$\frac{1}{m_2 - m_1} = \frac{c+a+i}{c+r(1+a)} - \frac{c+i}{c+r(1+a)} = \frac{a}{c+r(1+a)}$$

2/ Para la comprensión del cálculo de los determinantes directos del multiplicador \underline{c} , \underline{a} y \underline{r} de los cuadros 10, 11, 12 y 13-I, ver el apéndice matemático.

la tendencia creciente registrada a lo largo de la década fue debido a c , en el primer subperíodo, y a a y r en el segundo subperíodo. Las cifras netas de a indican que éste tenía un efecto negativo del 60.9% hasta 1974, para luego pasar a ser expansivo en 1974-79 en el orden del 101.9%, compensándose r y c debido al singular crecimiento de los cuasidineros. La conducta de ambos multiplicadores se explica, por tanto, principalmente por el continuo y significativo aumento de a , originado no solo por la sustitución de billetes y monedas sino también por los depósitos vista. Solo en el último año r asume un papel expansivo similar a algunos años del primer subperíodo (ver Cuadros 12 y 13-I).

Cuadro No. 9-I

Grupo Andino : Diferencias entre los valores de m_1 y m_2

<u>Año</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
1970	0.32	0.26	0.45	0.40	1.56
1971	0.33	0.28	0.50	0.41	1.45
1972	0.37	0.33	0.50	0.35	1.62
1973	0.31	0.52	0.44	0.31	1.63
1974	0.35	0.72	0.43	0.25	1.41
1975	0.48	0.83	0.43	0.23	1.43
1976	0.58	0.86	0.36	0.20	1.62
1977	0.66	0.82	0.34	0.24	1.60
1978	0.67	0.84	0.32	0.37	1.57
1979	0.67	0.85	0.32	0.51	1.74
Promedio:	0.48	0.63	0.41	0.32	1.56

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 4-I.

En Colombia los multiplicadores m_1 y m_2 se han caracterizado por una conducta opuesta: decreciente el primero (-2.5%) y creciente el segundo (1.5%), con algunas oscilaciones de m_1 y un cambio de signo en el segundo subperíodo para m_2 (Cuadro 4-I). Durante la década, las variaciones observadas en ambos multiplicadores respondieron a los cambios que se registraron en sus tres determinantes directos ^{1/}, siendo

^{1/} Ver nota ^{2/}, de la página 19 y apéndice matemático.

CUADRO No. 10-I

GRUPO ANDINO: SUMA DE CAMBIOS EN m_1 Y EFECTOS ATRIBUIBLES A CAMBIOS EN SUS

Período	Cambio Total	DETERMINANTES DIRECTOS			Inter- acción
		Efectos Individuales de			
		<u>c</u>	<u>a</u>	<u>r</u>	
<u>BOLIVIA</u>					
1970-74	0.080	0.043 (53.8)	0.062 (77.5)	0.021 (26.2)	-0.046 (-57.50)
1974-79	-0.110	-0.002 (-1.9)	-0.178 (-161.8)	0.061 (55.5)	0.009 (8.2)
1970-79	-0.030	0.041 (136.7)	-0.116 (-386.7)	0.082 (273.3)	-0.037 (-123.3)
<u>COLOMBIA</u>					
1970-74	0.010	0.027 (270.0)	-0.205 (-2050.0)	0.204 (2040.0)	-0.016 (-160.0)
1974-79	-0.340	-0.047 (-13.8)	-0.145 (-42.6)	-0.128 (-37.7)	-0.020 (-5.9)
1970-79	-0.330	-0.020 (-6.1)	-0.350 (-106.0)	0.076 (23.0)	-0.036 (-10.9)
<u>ECUADOR</u>					
1970-74	0.030	0.067 (223.3)	0.045 (150.0)	-0.060 (-200.0)	-0.022 (-73.3)
1974-79	0.090	0.002 (2.2)	0.075 (83.3)	0.015 (16.7)	-0.002 (-2.2)
1970-79	0.120	0.069 (57.5)	0.120 (100.0)	-0.045 (-37.5)	-0.024 (-20.0)
<u>PERU</u>					
1970-74	-	0.025 (0.0)	0.133 (0.0)	-0.134 (0.0)	-0.024 (0.0)
1974-79	-0.200	-0.004 (-2.0)	-0.195 (-97.5)	0.019 (9.5)	-0.020 (-10.0)
1970-79	-0.200	0.021 (10.5)	-0.062 (-31.0)	-0.115 (-57.5)	-0.044 (-22.0)
<u>VENEZUELA</u>					
1970-74	-0.050	0.172 (344.0)	0.112 (224.0)	-0.325 (-650.0)	-0.009 (-18.0)
1974-79	0.140	-0.009 (-6.4)	-0.026 (-18.6)	0.181 (129.3)	-0.006 (-4.3)
1970-79	0.090	0.163 (181.1)	0.086 (95.6)	-0.144 (-160.0)	-0.015 (-16.7)

Fuente: Elaborado con base en: Cuadro 4-I y Anexo 2-I

Nota: Los valores entre paréntesis indican el porcentaje con que cada determinante directo participa en la variación total del multiplicador.

- 89 -
CUADRO No. 11 -I

GRUPO ANDINO: SUMA DE CAMBIOS EN m_2 Y EFECTOS ATRIBUIBLES A CAMBIOS EN SUS

DETERMINANTES DIRECTOS

<u>Período</u>	<u>Cambio Total</u>	<u>Efectos Individuales de</u>			<u>Interacción</u>
		<u>c</u>	<u>a</u>	<u>r</u>	
<u>BOLIVIA</u>					
1970-74	0.11	0.202 (183.6)	-0.067 (-60.9)	0.030 (27.3)	-0.055 (-50.0)
1974-79	0.21	-0.117 (-55.7)	0.214 (101.9)	0.109 (51.9)	0.004 (1.9)
1970-79	0.32	0.085 (26.6)	0.147 (45.9)	0.139 (43.4)	-0.051 (-15.9)
<u>COLOMBIA</u>					
1970-74	0.47	0.041 (8.7)	0.186 (39.6)	0.275 (58.5)	-0.032 (-6.8)
1974-79	-0.21	-0.139 (-66.2)	0.155 (73.8)	-0.212 (-101.0)	-0.014 (-6.6)
1970-79	0.26	-0.098 (-37.7)	0.341 (131.2)	0.063 (24.2)	-0.046 (-17.7)
<u>ECUADOR</u>					
1970-74	0.01	0.145 (1450.0)	-0.026 (-260.0)	-0.082 (-820.0)	-0.027 (-270.0)
1974-79	-0.02	0.005 (25.0)	-0.045 (-225.0)	0.021 (105.0)	-0.00 (-5.0)
1970-79	-0.01	0.150 (1500.0)	-0.071 (-710.0)	-0.061 (-610.0)	-0.028 (-280.0)
<u>PERU</u>					
1970-74	-0.15	0.062 (41.3)	-0.221 (-147.3)	-0.167 (-111.3)	0.176 (117.3)
1974-79	0.06	-0.026 (-43.3)	0.052 (86.7)	0.029 (48.3)	0.005 (8.3)
1970-79	-0.09	0.036 (40.0)	-0.169 (-187.8)	-0.138 (-153.3)	-0.181 (201.1)
<u>VENEZUELA</u>					
1970-74	-0.20	0.533 (266.5)	-0.107 (-53.5)	-0.605 (-302.5)	-0.021 (-10.5)
1974-79	0.47	0.154 (32.8)	0.047 (10.0)	0.329 (70.0)	-0.060 (-12.8)
1970-79	0.27	0.687 (254.4)	-0.060 (-22.2)	-0.276 (-102.2)	-0.081 (-30.0)

Fuente: Elaborado con base en: Cuadro 4-I y Anexo 2-I.

Nota: Los valores entre paréntesis indican el porcentaje con que cada determinante directo participa en la variación total del multiplicador.

el dominante a en m_1 y m_2 , siguiéndole r. El significativo aumento de los encajes medios en el segundo período explica la reducción de m_1 y m_2 . La conducta declinante de c compensó solo parcialmente el efecto restrictivo del aumento en los encajes medios.

Por lo que respecta a Ecuador, el escaso aumento inicial de m_1 (0.01), se debió principalmente a c y en menor medida, al coeficiente a. Estos dos efectos expansivos no alcanzaron a ser compensados por r. A partir de 1974, cuando m_1 inició su ascenso, solo el aumento de a ejerció el efecto cuantitativamente dominante, siendo el efecto de c y r insignificante. Al analizar m_2 , su aumento inicial respondió fundamentalmente a c. En el segundo subperíodo, la disminución (contractiva) de este multiplicador (-0.02) fue ejercida por el aumento contractivo de a (-225%), cuyo efecto fue parcialmente neutralizado por r (105%).

Para Perú, ninguna variación inicial de m_1 en 1970-74 se debió principalmente al efecto compensatorio implícito de los determinantes. El descenso en el período 1974-79 fué causado principalmente por el efecto contractivo de a, con muy escasa participación de c y compensación de r. En m_2 el efecto fuertemente contractivo de a y luego de r, presentado en el primer subperíodo, pasa a una posición expansiva dominante en a; el efecto de c, contractivo, neutralizó prácticamente el efecto expansivo de r.

En el caso de Venezuela, las variaciones en los tres determinantes directos de ambos multiplicadores permiten explicar la conducta de los mismos. En efecto, la contracción inicial en m_1 y m_2 estuvo determinada por r, cuyo efecto contractivo fue parcialmente neutralizado por c y a en m_1 y solo c en m_2 . Durante el segundo subperíodo los aumentos sustanciales de los multiplicadores se atribuyen a los cambios en r para m_1 y c principalmente para m_2 ; el papel de a es prácticamente nimio.

CUADRO No 12 -I

GRUPO ANDINO: CAMBIOS ANUALES EN m_1 Y EFECTOS ATRIBUIBLES A CAMBIOS EN SUS DETERMINANTES DIRECTOS

Años	Cambio Total	Efectos Individuales de			Interacción
		c	a	r	
<u>BOLIVIA</u>					
1971	-0.050	0.001	-0.005	-0.047	0.001
1972	0.070	0.003	0.003	0.076	-0.012
1973	-0.030	0.008	0.047	-0.076	-0.009
1974	0.090	0.031	0.017	0.068	-0.026
1975	-0.070	-0.001	-0.058	0.009	-0.002
1976	-0.060	0.001	-0.032	-0.039	0.010
1977	-0.030	--	-0.042	0.020	-0.008
1978	--	0.002	-0.031	0.019	0.010
1979	0.050	-0.004	-0.015	0.070	-0.001
<u>COLOMBIA</u>					
1971	0.040	0.007	-0.011	0.043	0.001
1972	-0.020	-0.006	-0.025	0.022	-0.011
1973	-0.020	0.051	-0.085	0.026	-0.012
1974	0.010	-0.025	-0.084	0.113	0.006
1975	-0.050	-0.011	-0.052	0.029	-0.016
1976	-0.070	-0.005	-0.028	-0.027	-0.010
1977	-0.110	-0.026	-0.022	-0.046	-0.016
1978	-0.050	-0.003	-0.022	-0.043	0.018
1979	-0.060	-0.002	-0.021	-0.041	0.004
<u>ECUADOR</u>					
1971	0.030	0.033	-0.008	--	0.005
1972	-0.020	0.003	--	-0.019	-0.004
1973	-0.090	--	0.009	-0.099	--
1974	0.110	0.031	0.044	0.058	-0.023
1975	0.130	0.011	0.021	0.090	0.008
1976	-0.100	-0.003	0.021	-0.096	-0.022
1977	0.080	0.005	0.022	0.041	0.012
1978	-0.030	0.005	0.011	-0.040	-0.006
1979	0.010	-0.016	--	0.020	0.006
<u>PERU</u>					
1971	0.010	-0.008	-0.007	0.025	--
1972	--	0.017	0.057	-0.063	-0.011
1973	--	--	0.023	-0.024	-0.001
1974	-0.010	0.016	0.060	-0.072	-0.014
1975	--	-0.008	0.005	--	0.003
1976	-0.050	0.005	0.017	-0.074	0.002
1977	0.010	-0.001	-0.031	0.045	-0.003
1978	-0.040	-0.001	-0.089	0.059	-0.009
1979	-0.120	0.001	-0.097	-0.011	-0.013
<u>VENEZUELA</u>					
1971	-0.120	0.065	0.022	-0.180	-0.027
1972	0.090	0.029	-0.015	0.051	0.025
1973	-0.030	0.058	0.013	-0.101	--
1974	0.010	0.020	0.092	-0.095	-0.007
1975	0.020	0.055	0.110	--	0.035
1976	-0.150	-0.035	-0.124	0.055	-0.046
1977	0.030	--	0.016	--	0.014
1978	0.170	-0.016	0.062	0.126	-0.002
1979	-0.110	-0.013	-0.090	--	-0.007

Fuente: Elaborado con base en: Cuadro 4-I y Anexo 2- I .

CUADRO No. 13-I

GRUPO ANDINO: CAMBIOS ANUALES EN m_2 Y EFECTOS ATRIBUIBLES A CAMBIOS EN SUS

DETERMINANTES DIRECTOS

Años	Cambio Total	Efectos Individuales de			Inter- acción
		c	a	r	
			<u>BOLIVIA</u>		
1971	-0.040	0.016	0.006	-0.062	--
1972	0.110	0.020	-0.005	0.102	-0.007
1973	-0.090	0.057	-0.046	-0.099	-0.002
1974	0.130	0.109	-0.022	0.089	-0.046
1975	0.060	-0.004	0.071	-0.013	0.006
1976	0.040	0.059	0.031	-0.061	0.011
1977	0.050	-0.012	0.046	0.034	-0.018
1978	0.010	-0.075	0.038	0.033	0.014
1979	0.050	-0.085	0.028	0.116	-0.009
			<u>COLOMBIA</u>		
1971	0.060	0.010	0.008	0.051	-0.009
1972	0.030	-0.010	0.021	0.026	-0.007
1973	0.170	0.096	0.070	0.034	-0.030
1974	0.210	-0.055	0.087	0.164	0.014
1975	0.060	-0.028	0.060	0.044	-0.016
1976	-0.040	-0.013	0.032	-0.043	-0.016
1977	-0.150	-0.081	0.024	-0.074	-0.019
1978	-0.030	-0.009	0.021	-0.071	0.029
1979	-0.050	-0.008	0.018	-0.068	0.008
			<u>ECUADOR</u>		
1971	0.080	0.073	0.006	--	0.001
1972	-0.020	0.008	--	-0.026	-0.002
1973	-0.150	--	-0.005	-0.132	-0.013
1974	0.100	0.064	-0.027	0.076	-0.013
1975	0.130	0.020	-0.014	0.115	0.009
1976	-0.170	-0.008	-0.012	-0.120	-0.030
1977	0.060	0.009	-0.013	0.050	0.014
1978	-0.050	0.008	-0.006	-0.048	-0.004
1979	0.010	-0.024	--	0.024	0.010
			<u>PERU</u>		
1971	0.020	-0.028	0.004	0.034	0.010
1972	-0.060	0.050	-0.021	-0.082	-0.007
1973	-0.004	--	-0.190	-0.031	0.181
1974	-0.070	0.040	-0.014	-0.088	-0.008
1975	-0.020	-0.018	-0.001	-0.001	--
1976	-0.080	0.014	-0.003	-0.088	-0.003
1977	0.050	-0.003	0.008	0.055	-0.010
1978	0.090	-0.007	0.024	0.080	-0.007
1979	0.020	-0.012	0.024	-0.017	0.025
			<u>VENEZUELA</u>		
1971	-0.230	0.203	-0.031	-0.334	-0.068
1972	0.260	0.090	0.021	0.097	0.052
1973	-0.020	0.183	-0.014	-0.196	0.007
1974	-0.210	0.057	-0.083	-0.172	-0.012
1975	0.220	0.337	-0.077	--	-0.040
1976	0.040	-0.104	0.108	0.105	-0.069
1977	0.010	--	-0.014	--	0.024
1978	0.140	-0.040	-0.061	0.224	0.017
1979	0.060	-0.039	0.091	--	0.008

Fuente: Elaborado con base en: Cuadro 4-I y Anexo 2-I.

La conducta de los multiplicadores, oscilatoria en la mayoría de los casos, no tuvo efectos importantes. Esa conducta de los multiplicadores se explica, a su vez, por los efectos compensatorios, principalmente en \underline{a} y \underline{r} . Esto mismo se corrobora al observar el cuasi constante comportamiento de las elasticidades anuales para m_1 y m_2 respecto a cambios de \underline{c} , \underline{a} y \underline{r} (ver Anexos 8 y 9-I) que se presentan en el gráfico 2-I. En efecto, aunque la respuesta de m_1 es relativamente constante a cambios en \underline{c} , \underline{a} y \underline{r} , hay diferencias en la amplitud de ésta entre cada país. Individualmente, los cambios en el multiplicador, entre el inicio y el final de la década son sustanciales (con algunas excepciones Ecuador) por la modificación en el rumbo de la política monetaria y a su vez el comportamiento de la actividad económica.

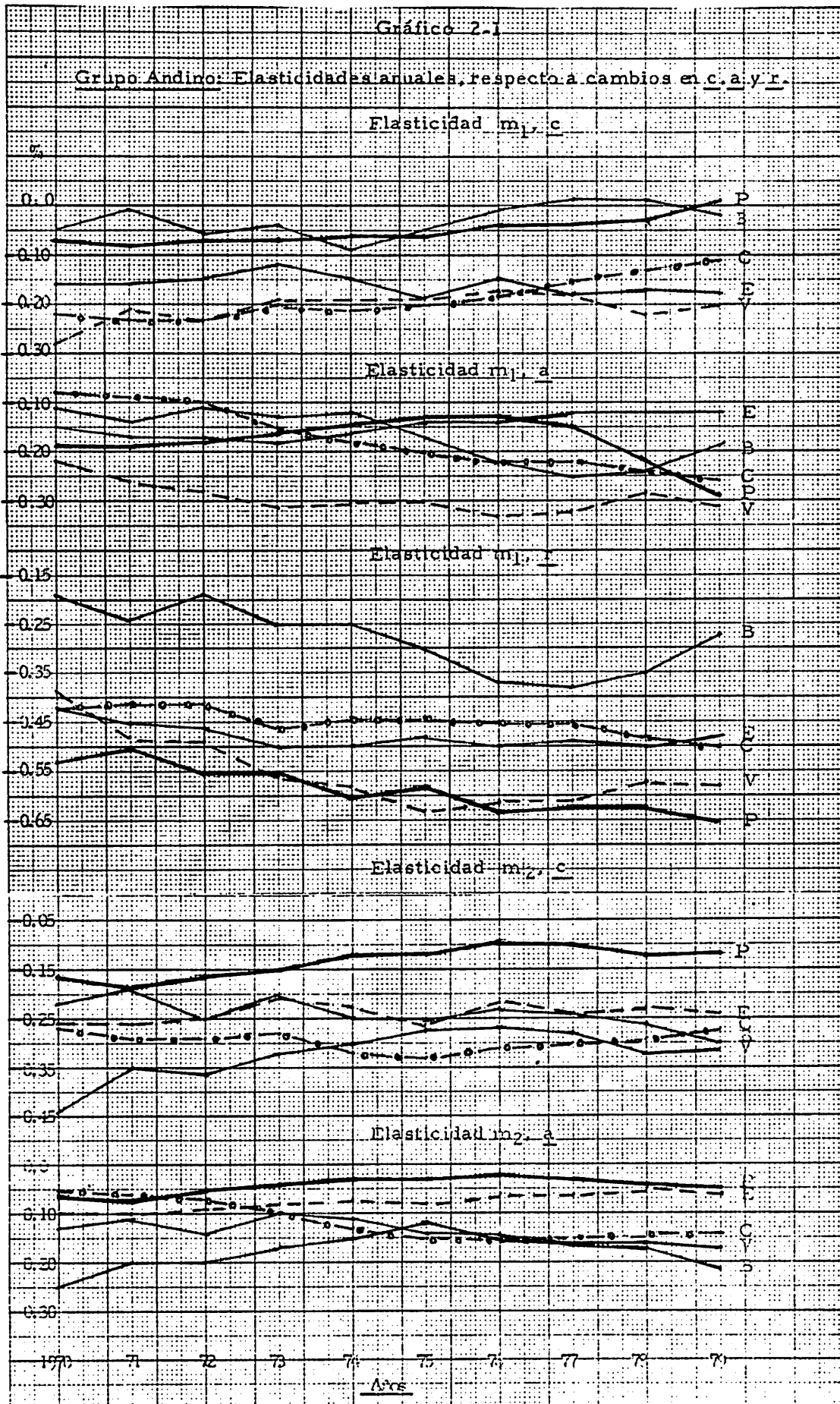
Resumiendo, la conducta de ambas series monetarias en los países considerados, durante el período 1970-79, muestra crecimiento casi similar. La conducta de la base monetaria explica considerablemente esa expansión. La expansión o contracción de los multiplicadores no amplificó (o aumentó) significativamente sus efectos sobre ambas ofertas.

B. Principales instrumentos de la política monetaria.

a). Tendencias Generales de los instrumentos de control.

Analizados los factores que explican el comportamiento de la oferta monetaria, procede pasar al segundo nivel del control monetario y explicar analíticamente las razones que justifican la utilización de algunos de los instrumentos de control, durante la década. Tal explicación exige, sin embargo, algunas consideraciones suscintas sobre éstos, cuyas modificaciones se manifiestan en el conjunto de los países en la segunda mitad de la década, con énfasis en los dos últimos años, debido a la situación crítica y como una forma de combatir este flagelo que se llama inflación.

A partir de 1978-79, los bancos centrales de los países andinos han utilizado instrumentos que les permiten un relativo control de la can-



Fuente: Anexos 8 y 9-I

Nota: B: Bolivia; C: Colombia; E: Ecuador; P: Perú; V: Venezuela

tividad de dinero tras la experiencia negativa de principios de la década. Las distintas condiciones de las economías y los distintos objetivos de sus políticas económicas durante la década explican el orden temporal de introducción o manejo de los instrumentos.

Aunque en diferente grado, las economías en la década han vivido un proceso de inflación de demanda inducido por una expansión monetaria muy rápida, alentada todavía por un considerable excedente de divisas para unos, y por el excesivo crédito doméstico para otros. Las autoridades para reducir las tasas de expansión de la cantidad de dinero, además de recurrir al manejo del instrumental tradicional optaron por la introducción de nuevos instrumentos de control de liquidez como, por ejemplo, las operaciones de mercado abierto, creación de bonos e introducción de papeles estrella (bonos, certificados de cambio, etc.).

Es a partir de 1974 cuando se muestra un evidente cambio de las economías del Grupo Andino, provenientes esencialmente de la situación externa, los cuales fueron tan sorprendentes que llevaron a que las autoridades monetarias, por tratarse de un efecto coyuntural, no buscaran en forma inmediata el ajuste gradual de la liquidez. Para Perú y Bolivia, el déficit exterior frenó fuertemente uno de los factores de la base de liquidez del sistema y los objetivos perseguidos por sus autoridades monetarias en términos de la evolución de la tasa de crecimiento del dinero. Si bien les planteó y exigió la necesidad de una revisión continua y cuidadosa de activos líquidos en el sistema bancario, ésta prácticamente resultó imposible de lograr con los instrumentos de actuación discontinua que estaban a disposición de los bancos centrales. El intento de solución al problema se buscó a través del camino más fácil: por una parte, a través del endeudamiento externo y, por otra, a través de la concesión de créditos al sector público y a la banca de fomento. Escasamente se buscaron instrumentos complementarios, como los coeficientes legales de caja y el movimiento de los límites de redescuento bancario. La falta de instrumentos negociables (en la mayoría de países) y la escasa precisión de la gestión de caja practicada por la banca privada ha sido otro de los elementos que han obs

taculizado el pleno desenvolvimiento del mercado de dinero en estos países.

Para Ecuador, Colombia y Venezuela la situación de un superávit exterior puso a disposición del sistema un exceso de liquidez, desvirtuando los programas monetarios que las autoridades de los bancos centrales se habían propuesto; además, impulsó la búsqueda de instrumentos innovados, antes que el manejo de corto plazo de los instrumentos tradicionales.

En los cinco países se ve que la economía ha estado abundantemente provista de activos líquidos de bajo costo de oportunidad, lo que ha inducido a reducir los incentivos de la administración ajustada de la liquidez, y a no desarrollar un control continuado y escrito de liquidez bancaria e, incluso, a preferir el control administrativo del crédito en los períodos de restricción. No es extraño, por tanto, que las autoridades hayan desarrollado políticas muy imperfectas tendientes a mantener holgadas posiciones de liquidez. Además, la falta de eficiencia en el sistema de distribución del volumen del crédito ha hecho que los fondos no siempre tiendan a encauzarse directamente a las actividades más necesitadas de liquidez.

A pesar de la notable expansión, los mercados monetarios de estos países muestran que aun siguen siendo mercados relativamente estrechos y que sus tipos de interés no solo reflejan la tensión general de liquidez de la banca sino también la distribución entre los factores, del exceso de liquidez.

A partir de 1978, en el conjunto de los países se ha iniciado una serie de medidas tendientes al mejoramiento del control de la liquidez, a través de un sistema de créditos de regulación monetaria que permiten una reducción de los efectos de distribución y sus implicaciones, esencialmente sobre los tipos de interés y sobre los precios, sin descuidar la ampliación del mercado monetario. Colombia, Ecuador y Venezuela han optado, por una parte, por una política de incremento de instrumen -

tos actuantes en los mercados y, por otra, por la revisión periódica de sus instrumentos de control monetario, incluyendo a Perú. De esta forma, se dio la preocupación de encauzamiento de fondos hacia entidades más necesitadas de liquidez; asimismo, en casi todas ellas se han hecho modificaciones en algunos instrumentos de control, como en el caso de las tasas de encaje, tasas de interés activas y pasivas, preocupación por la eliminación de tasas de interés subvencionadas y hacerlas menos negativas en términos reales. Estas modificaciones no fueron suficientes para el logro de una política monetaria verdaderamente activa, puesto que aún no hay consenso de objetivos -en diferente grado- de la política fiscal y de la política interna monetaria.

Estos hechos acaecidos facilitan la explicación del por qué las autoridades de estos países han elegido ciertos activos líquidos del sistema como variable operativa, esencialmente en los dos últimos años, que les permitiría regular su objetivo monetario intermedio y sus tasas de variación.

Para una mejor comprensión de esa actitud, es necesario tener presente dos criterios básicos:

Pese a que la utilización del tipo de interés fijo ofrece ventajas relativas en el caso de las economías andinas, la candidatura del tipo de interés variable a corto plazo, con excepción de Colombia, no ha sido considerada bajo ningún aspecto en las condiciones actuales de funcionamiento de sus mercados monetarios. Esta actitud asumida se debió, tal vez, al hecho de que los movimientos de dicho tipo de interés reflejan (o se acomodan) la actuación de factores importantes de perturbación que los convierten en malos indicadores de las tensiones generales de liquidez del sistema. A esto debe agregarse la vigencia de la concepción keynesiana de la tasa de interés.

Descartada así la utilización del tipo de interés a corto plazo, queda por elegir en estos países entre la base monetaria y los activos lí-

quidós del sistema bancario como variable estratégica operativa. En cuanto a la base monetaria que es explicada por las variaciones de los factores autónomos, el saldo de caja de la balanza de pagos ha sido para estos países tal vez la variable más difícil de su control no logrado; también , aquella variable de superávit o déficit de la caja del sector público ha sido también relativamente engorrosa en su manejo, derivado fundamentalmente de las inyecciones de activos líquidos no decididos necesariamente por las autoridades monetarias sino por la supeditación de éstas a la política fiscal del gobierno.

Las autoridades monetarias no pudieron regular con eficacia la evolución de la base monetaria, a través de operaciones orientadas a compensar o suplementar los efectos de las variaciones de estos dos factores autónomos, mediante la utilización de los instrumentos de control que siempre han tenido a su disposición.

El sistema monetario de estos países ha estado siempre condicionado a la satisfacción de la demanda de efectivo por parte del público; por tanto, la base monetaria ampliada pudo registrar los cambios profundos a corto plazo en su composición, como se observara al inicio del presente capítulo; cambios en cuanto a efectivo en manos del público y activos líquidos bancarios. Así, los niveles de la base monetaria fueron compatibles con las variaciones en el volumen de activos líquidos bancarios, que tuvieron repercusiones sustanciales sobre la liquidez de la banca y el comportamiento de las entidades bancarias en cuanto a su adquisición de activos netos y generación de pasivos monetarios y cuasimonetarios. Esta situación pudo ser superable si se tiene en cuenta que las variaciones en la relación efectivo-depósitos deseada por el público fueron dominadas por factores estacionales y coyunturales muy acusados y previsibles con suficiente precisión; pero las autoridades monetarias de los países del Grupo Andino han preferido centrar su atención sobre una parte de la base monetaria ampliada a saber, los activos líquidos bancarios y a hacer de ellos la variable estratégica operativa del sistema.

En sentido estricto, podría decirse que las autoridades monetarias andinas trataron de regular la capacidad de creación de depósitos del sistema bancario mediante el control de los activos líquidos bancarios y fijación de los coeficientes legales, marginales y adicionales de caja. Por tanto, la evolución del potencial de expansión monetaria ha dependido de :

- i.- de las variaciones registradas en los factores autónomos (efectivo en manos del público, saldos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, saldos de caja de las cuentas del sector público);
- ii.- de la actuación continua de las autoridades monetarias de inyectar y detraer liquidez del sistema bancario a través del mecanismo de créditos reguladores complementando con otros instrumentos de actuación discontinua e importancia secundaria (modificaciones en los límites de las líneas de redescuento ordinario, etc.); y
- iii.- del nivel y adición de los coeficientes de encaje y niveles exigidos distintos según el tipo de institución bancaria y de la distribución interinstitucional de los depósitos.

La actuación diaria de los bancos centrales por el cause del inciso ii) no les ha permitido compensar las variaciones registradas a través del inciso i) é iii) y controlar adecuadamente el nivel de activos líquidos y la capacidad de creación de depósitos del sistema bancario, no logrando por tanto comportamiento coherente de los objetivos definidos en términos de M_1 , M_2 y su tasa de variación. De ahí el interés en conocer el papel jugado por los principales instrumentos de control monetario.

b). Tasas de Encaje

La relación del encaje legal en la mayor parte de los países del Grupo Andino ha cobrado repercusiones en la magnitud del multi

plicador y por consiguiente en la cantidad de dinero originada por una determinada base o por una modificación de la misma. Por ello, se puede decir que en los citados países este instrumento ha sido uno de los más importantes por el rol preponderante que ha jugado, aunque su utilización ha introducido elementos de inflexibilidad en las operaciones de la política monetaria.

De acuerdo con los Cuadros 10 y 11-I, exceptuando Ecuador, los multiplicadores han jugado un papel contraccionista de la base monetaria, como resultado de las políticas adoptadas en estos países respecto a los encajes legales. En el caso de Ecuador, aunque para algunos años el multiplicador opera como un factor que explica el incremento de la oferta monetaria, su participación como contractor de la oferta monetaria se reduce a papeles prácticamente nimios.

A partir de 1970, según se observa en el Cuadro No. 14-I, los niveles de las tasas de encaje legal para los depósitos a la vista, de ahorro, plazo y otros, han tenido en algunos casos escasas variaciones y en otros han permanecido constantes hasta el año de 1974. Es a partir de 1975 cuando se observan modificaciones paulatinas inicialmente en Ecuador y Bolivia, hasta completar el conjunto de países. Las tasas de encaje legal para los depósitos a la vista en los países de Ecuador, Perú y Venezuela, se pueden considerar hasta 1975 de un nivel relativamente bajo. Para Bolivia y Colombia los niveles de tasa de encaje legal son considerablemente altos; sin embargo, en la década, en el conjunto de encajes, cuando no han sido sujeto de modificaciones se han introducido encajes marginales o adicionales en los diferentes tipos de depósitos o bancos, dificultándose el manejo de la política monetaria.

La imposición en los casos de Bolivia, Perú, Venezuela y Colombia de tasas de encaje marginal ha sido como una forma de controlar el exceso de liquidez presentado en esos países. Estas tasas han ido desde un 10% hasta 100%, lo cual ha significado gravar con un impuesto implí

CUADRO No. 14-I.

GRUPO ANDINO: Tasa de Encaje Legal en el Sistema Bancario

	(Por ciento)									
País y Concepto	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
I. Depósitos a la vista										
Bolivia 1/	35-40			2/	40-45			43-48		40-45
Colombia	35	31.5	3/	18-38 2/	18-35		18-43.5	18-46.5	18-45	10-30
Ecuador 5/	10-30				10-33	10-33				10-30
Perú	15-25 6/						15-56 7/	n.d.	32-59 8/	9/
Venezuela 10/	15						11/			
II. Depósitos de ahorro										
Bolivia 12/	25-30							29		10
Colombia	25		20					15-20	10-12	
Ecuador 5/	10-20						6-31 14/		6-40 13/	9/
Perú	6-20 13/						16/			
Venezuela	10									
III. Depósitos a plazo										
Bolivia	30						10-20 17/			5-45 18/
Colombia	29	18-29 19/	25-29		29				8-50 20/	
Ecuador	6-50 20/						6-31 14/		6-35 21/	9/
Perú	6-20 13/						22/		8-25	
Venezuela	8									
IV. Otros										
Bolivia	.	.	.	.	.	.	.	20-21	.	21-25 24/
Colombia 23/	21		19-21		10-21					
Ecuador	.	.	.	.	.	.	.
Perú 25/	40-50							n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela	.	.	.	.	.	.	.	20-30 26/	n.d.	n.d.

Fuente: Bancos Centrales; elaborado con base en Memorias Anuales y Boletines Estadísticos.

- 1/ La primera cifra corresponde al Banco del Estado, la segunda a la banca comercial.
- 2/ Vigencia temporal en 1973 del 70% de encaje marginal sobre excedentes de depósitos al 30 de Junio.
- 3/ Vigencia a partir de 1972 del 100% de encaje marginal sobre excedentes. Con algunas excepciones, la medida permanece.
- 4/ Hasta 1975, 18% para depósitos inferiores a 50 millones de pesos. En 1976-77, 18% para depósitos inferiores a 100 millones. En 1978 este tope se eleva a 130 millones de pesos y se mantiene el 18%.
- 5/ La primera cifra corresponde a los Bancos Ecuatoriano de la Vivienda, Nacional de Fomento y de Cooperativas. En 1976 baja el encaje a 32% para luego reestablecerse a su nivel anterior. En 1979 disminuye hasta 29% para luego subir a 29.5% y después a 30%.
- 6/ Caja de Ahorro de Lima y Banco de la Nación y bancos regionales que superen el nivel de abril de 1969: 15%. - Banca comercial privada: 20%. Adicionalmente sujeta a tasa de encaje marginal del 20% sobre aumentos a partir del 31 de mayo de 1965 y 10% sobre aumentos a partir del 15 de septiembre de 1967. - Bancos de fomento privados y estatales y Banco Central Hipotecario: 25%. Se les impone encaje marginal del 30% cuando exceden cinco veces su capital y reservas.
- 7/ Se mantiene la situación descrita en 6/, excepto para la banca comercial privada cuyo encaje asciende a 56%, eliminándose el encaje marginal.
- 8/ Bancos privados de fomento: 32%; bancos regionales: 39.5%; banca comercial: 59%. Se eliminan los encajes marginales y adicionales (Superintendencia de Bancos, Memoria 1976).
- 9/ Al parecer, las tasas de encaje de 1978 se mantuvieron, pero, por el exceso de liquidez, se restituyen los encajes marginales para las obligaciones en sules en el Sistema Bancario Comercial: depósitos a la vista: 33%; ahorros: 22%; depósitos a plazos: 19% y obligaciones en moneda extranjera e incrementos en los certificados de moneda extranjera: 100%.
- 10/ Bancos nacionales: cuando sus captaciones exceden cierto número de veces (a criterio de la Superintendencia) el capital y reservas, deberán encajar el 40% de esos excedos. Bancos extranjeros 100%.
- 11/ 42% sobre depósitos oficiales. A partir de 1977, 65% sobre estos mismos depósitos.
- 12/ Bancos nacionales y del Estado: 25%; bancos extranjeros: 30%. En 1979 se uniforma para todos los bancos en 10%.
- 13/ Caja de Ahorro de Lima y Banco de la Nación: 6%; Bancos regionales (que superen el nivel del 14 de abril de 1969) y mutuales: 15%. Bancos comerciales privados y regionales: 20%; Vigencia del encaje marginal descrito en 6/, excepto banca privada.
- 14/ Vigencia de lo descrito en 13/, excepto para la banca comercial privada que asciende a 31%.
- 15/ Bancos privados de fomento de la industria y construcción: 6%; Banca Regional: 17.5%; Banca comercial: 40%. Se eliminan los encajes marginales y adicionales.
- 16/ 55% sobre depósitos oficiales. A partir de 1977 65% sobre estos mismos depósitos.
- 17/ Bancos nacionales: 10% para moneda nacional y 15% para moneda extranjera. Bancos extranjeros: 15% para moneda nacional y 20% para moneda extranjera.
- 18/ Para depósitos en moneda nacional: 5%; para depósitos en moneda extranjera: 40%. Bancos nacionales y 45% bancos extranjeros.
- 19/ Moneda extranjera 16%. Este se eleva a 25% en 1972. En 1974 se retorna a la uniformidad vigente en 1970.
- 20/ Banco Ecuatoriano de la Vivienda: 6%. Banca privada nacional: 20% para moneda nacional; 35% para moneda extranjera. Banca privada extranjera: 20% para moneda nacional; 55% para moneda extranjera. A partir de 1978 12% para moneda nacional.
- 21/ Bancos privados de fomento de la industria y construcción: 6%; Banca regional: 15%; Banca privada comercial: 35%.
- 22/ Para depósitos oficiales 33%. A partir de 1977, 75% sobre estos mismos depósitos.
- 23/ 1976: depósitos fiduciarios a plazo. A partir de 1972 la primera cifra corresponde a certificados de depósito a plazo y la segunda a depósitos fiduciarios.
- 24/ Depósitos fiduciarios a plazos: 21%. - Certificados de depósito a plazo 25%. Se autoriza a la banca a invertir estos encajes en títulos negociables por certificados de cambio.
- 25/ Bancos de fomento hipotecario: 40%. Cédulas hipotecarias de ahorro: 50%.
- 26/ Por financiamiento sobre cartas de créditos: 20%. Por financiamiento sobre colocaciones comerciales mayores de 180 días: 50%.

cito a las operaciones de la banca, esencialmente comercial, y prácticamente limitar sus operaciones en la colocación de créditos. Otra forma de impuesto mediante el encaje, casos de Bolivia, Venezuela y Perú, ha sido la institución de encajes del 100% cuando los recursos captados han excedido un cierto número de veces la relación deuda-capital de los bancos.

En consecuencia, el encaje legal ha jugado el papel de constituirse en un impuesto sobre las ganancias posibles, esencialmente de la banca comercial (o sobre las tasas pasivas dejando constante el diferencial), puesto que éste ha sido aplicado de una manera no equitativa al conjunto de los bancos. La estructuración es notoriamente diferencial entre los encajes para los bancos de fomento y comerciales, o bien para los bancos nacionales y extranjeros. Además, en ninguno de los países se puede apreciar que el encaje legal haya sido impuesto en la forma - uniforme sobre el conjunto de pasivos bancarios incluidos en la masa monetaria.

El Anexo 1-I muestra la variable del cociente global de reservas bancarias respecto a los depósitos vista y cuasidineros (R/D+A) y su respectiva evolución en la década. Esta cuantificación enseña, en otros términos, el señoreo e impuesto inflacionario ^{1/} que ha generado este tipo de instrumento a disposición de los bancos centrales.

^{1/} Se mide por el producto de la tasa de inflación por el stock de billetes y monedas emitidos por el Banco Central (base monetaria). En otras palabras este concepto es igual a la pérdida de poder adquisitivo de la base monetaria y que es igual al exceso de gasto del gobierno financiado con crédito del Banco Central. Algebráicamente puede presentarse aproximadamente como : $T = \dot{P} \cdot C$ donde, $T = \text{Déficit fiscal} = dC$; $\dot{P} = \text{Tasa de inflación}$; $C = \text{Billetes y monedas}$.

Se supone que en equilibrio, la tasa de inflación es igual a la tasa de emisión: $\frac{dC}{dt} \cdot \frac{1}{C} = \dot{e}$

pero $T = dC$

$$\frac{T}{C} = \dot{P} = \frac{dC}{C}$$

Por tanto $\dot{P} = \dot{e}$

Los promedios más altos por orden de magnitud corresponden a Perú, con un intervalo de 46% en 1971 y 66% en 1976. Estos valores se deben a la vigencia en toda la década de encajes marginales y adicionales para todo tipo de depósitos: mayores para los bancos comerciales y menores para los estatales y de fomento. Cuando se han eliminado éstos se ha elevado el encaje, también en forma discriminada, como ocurrió en 1978. En 1979, además de la vigencia de encajes más altos, se restablecieron los encajes marginales por tipo de depósito ^{1/}, alcanzando 100% para las obligaciones en moneda extranjera del sistema bancario comercial, incluyendo los incrementos en los certificados en la misma moneda, con el doble efecto de restringir la liquidez y desincentivar el ingreso en moneda extranjera. Esta política contradictoria por un lado resta liquidez a la banca comercial, pero por otro inyecta y subvenciona liquidez a la banca de fomento.

Ecuador presenta un mínimo de 33% en 1971 (que se repite en 1975) y un máximo de 40% en 1973. Aunque con escasas modificaciones en el conjunto de encajes, también este país practica discriminaciones al establecer encajes preferenciales para los bancos de fomento, que van de 6% a 10%. Entre los bancos comerciales diferencia los nacionales y extranjeros, incluso diferencia en el tipo de moneda como es el caso de los depósitos a plazo en moneda extranjera con un tope de encaje de 50%.

Bolivia presenta un comportamiento similar al de Ecuador, con un mínimo de 28% en 1979 y un máximo de 42% en 1973. E igualmente discrimina en favor del Banco del Estado en la captación de depósitos a la vista. Favorece a la banca nacional en la captación de cuasidineros

^{1/} Desde 1970 hasta 1978 prevaleció la discriminación por tipo de bancos; en 1979 se efectúa además por tipo de depósitos.

y por tipo de moneda al fijar tasas de encaje inferiores a las de los bancos extranjeros. Sólo en 1979 entra a uniformar y disminuir los encajes para el conjunto de pasivos, elevando la correspondiente a moneda extranjera. Esto con el objetivo de restituir el diferencial de los bancos disminuido por la elevación en la remuneración a los cuasidineros en moneda nacional, coadyuvando así a la supresión de grado de dolarización de la economía y facilitando el manejo de este instrumento de control.

En Colombia, el cociente mínimo que acusa es de 24% en 1975 y el máximo en 1970 con 33%. La situación de este país es especial por la proliferación de encajes diferenciales y marginales, este último de 100% de vigencia en la década, con excepción de algunos años. En vista de los problemas que conlleva la espiral inflacionaria en este país, las autoridades decidieron aplicar una política monetaria restrictiva tanto sobre la base como sobre el multiplicador. Para esto se innovó el certificado de cambio para diferir la monetización de las divisas de tres a cuatro meses, afectando a los sectores causantes de la expansión del dinero base. En segundo lugar, se restableció el encaje marginal del 100% sobre los depósitos a la vista, a partir de enero de 1977. La vigencia de este instrumento hasta los primeros meses de 1980 indujo al sector financiero a evadir los controles monetarios mediante ciertas innovaciones financieras, como una forma de no perder su participación real tanto en el ingreso nacional como en el mercado financiero a causa del proceso inflacionario y las regulaciones monetarias, respectivamente. Ante las restricciones de encaje y buscando no restringir el crédito, como consecuencia de las disposiciones monetarias, la alternativa ha sido la financiación de los sectores productivos a través de los fondos del Banco de la República (de fomento y especiales) con una mayor participación de los bancos de fomento^{1/}. Por la escasez de recursos ordinarios, debido a los

1/ Luis Ignacio Aguilar, Comportamiento del sistema bancario, 1974-1979 en "Sistema Financiero y Políticas Anti-inflacionarias 1974-1980"; Asociación Bancaria de Colombia; Colombia, agosto de 1980, p. 119.

altos encajes, los bancos debieron acudir a los cupos de redescuento del Banco de la República y ofrecer gran parte de sus recursos para préstamos a largo plazo, que no es su función principal. Esta situación puede ser una explicación de la distorsión en el mercado de capitales al encarecer el crédito, por un lado, con medidas monetarias de esa naturaleza y, por otro, subsidiar con tasas bajas a determinados grupos ^{1/}. La situación descrita indujo a la creación de innovaciones financieras ^{2/}, operaciones que además de debilitar los instrumentos tradicionales de control monetario generaron una liquidez mayor en la economía, poniendo en peligro la política de estabilización y falseando en parte los indicadores de liquidez, tales como M_1 y M_2 y el crédito total ^{3/}. En 1979, las autoridades decidieron disminuir el grado de control nominal al desmontar el encaje marginal y liberar algunas tasas de interés para detener el proceso de desintermediación financiera. Sin embargo, las medidas no fueron suficientes, porque a agosto de 1980 respecto a diciembre de 1979 la venta de cartera creció en 25% y la subestimación de los medios de pago como consecuencia de estas innovaciones era de alrededor de 20,000 millones de pesos, es decir, 12% ^{4/}. La proliferación de estas operaciones en términos de captación de recursos se cree es mayor a la captación de depósitos a la vista y plazo, debido a la mayor rentabilidad ofrecida. A través de la

^{1/} Luis Ignacio Aguilar, Comportamiento del... Op. cit. p. 121.

^{2/} Las principales son : Cuentas Convenio, que consisten en traslados automáticos de depósitos de ahorro a depósitos en cuenta corriente a cambio de atractivos rendimientos y gran liquidez; Venta de Cartera de bancos a particulares para reducir o evitar el encaje requerido; Mandato Comercial, que consiste en poner dos clientes del banco, uno superavitario y otro deficitario, realizándose una operación crediticia evitando el encaje. El banco gana por su intermediación.

^{3/} Banco de la República, Controles monetarios y distorsiones Estadísticas, XVII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, 24-29 de noviembre de 1980, Colombia, p. 40.

^{4/} Banco de la República, Controles monetarios... Op. cit., p. 41.

reducción de encajes y algunas medidas colaterales podrían disminuirse este tipo de operaciones.

Respecto a Venezuela, sus cocientes son los más bajos del grupo, presentando un mínimo de 14% en 1970 y un máximo de 21% en 1974 y 1975. Es el único país que no discrimina en favor de los bancos de fomento en materia de encaje; pese a sus coeficientes bajos, para los depósitos a la vista ha venido implantando en la década encajes adicionales: cuando los bancos nacionales exceden cierto número de veces su deuda-capital, deben encajar el 40% de esos excesos, y 100% los extranjeros. Para estos mismos depósitos, los de ahorro y a plazo, a partir de 1976 se establecieron encajes elevados para depósitos oficiales que han ido variando progresivamente en el tiempo, de acuerdo con el tipo de depósito, desde un 33% hasta un 75%.

La represión financiera que ha tenido como consecuencia este impuesto de encaje, en estos países ha implicado en esencia una transferencia de recursos reales del sector ahorrable hacia el banco central; además de inducir a una pérdida de competitividad durante la década entre los diferentes canales de captación de ahorro, tanto interno como externo. El Cuadro 15-I muestra para cada país, cómo el total de cartera financiera del sistema bancario comercial ha disminuído en su nivel de préstamos en favor de los bancos de fomento, llevando a una desintermediación bancaria privada cada vez de mayor intensidad, que se vislumbra justamente en la disminución del crédito pese a que sus captaciones reales han ido creciendo, llevada a cabo por efecto de la absorción de ahorro financiero real por el banco central, vía encaje. Una consideración importante es hasta qué punto esta contracción en la disponibilidad del crédito de la banca privada ha contribuído a deprimir los niveles de la actividad económica en algunos países en los últimos años, o si ésta ha sido neutralizada y más que compensada por la banca de fomento. A la luz de los resultados parece ser que en Bolivia y Perú se correlaciona la fuerte desintermediación financiera con la depresión de sus economías. En los restantes países no se vislumbra en forma re -

saltante por la existencia de actividades dinámicas relacionadas con el sector externo que cubren el efecto de desintermediación.

Cuadro No. 15-I

Grupo Andino: Evolución Real de las Reservas Bancarias y Colocaciones del Sistema Bancario 1970-1979

(En por cientos)

<u>Concepto</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
<u>Reservas</u>	11.5	9.1	9.7	7.1	20.4
<u>Cartera Bancos:</u>					
Banco Central	14.0	-1.8	9.2	8.8	15.8
Comerciales	18.6	2.3	6.9	-0.2	14.9
De Fomento	12.0	6.3	11.1	8.5	21.6
<u>Captación Bancos</u>					
Comerciales	13.6	9.9	8.7	4.7	17.1

Nota: Tasas anuales acumuladas de los valores deflactados por el índice de precios al consumidor de cada país.

Fuente: Elaborado con base en Anexo 1-I y FMI, Anuario 1980.

Los resultados de desintermediación bancaria común en los países del Grupo Andino, pérdida de control monetario y ahorro financiero deprimido, reflejan la estructura de incentivo y de las características de los activos y pasivos disponibles al ahorrante y al propio sistema bancario. El retorno real de los depósitos bancarios ha sido altamente variable y generalmente negativo en términos de moneda nacional, no obstante la liberalización o revisión de las tasas de interés en los últimos diez años. Por su parte, el impuesto del encaje ha disminuido la

competitividad del sistema financiero de estos países frente al sector externo, induciendo a un crecimiento más rápido de los pasivos externos que el de los internos. En efecto, en términos de moneda extranjera, la rentabilidad de depósitos bancarios en estos países ha sido muy variable, pero generalmente alta y positiva.

Otra conclusión que resulta de la lectura de las cifras es la participación creciente de la utilización de recursos de los fondos del banco central de estos países que, por sus mismas características se deben utilizar en préstamos de fomento (de largo plazo) y que generalmente se han distinguido por tener tasas de interés más bajas que las de los préstamos ordinarios de la banca comercial. Desde el interior del funcionamiento bancario esto explica en parte el aumento observado en el cobro de comisiones como servicio de intermediación. Además, por la escasez de recursos ordinarios, que principalmente son las cuentas corrientes, debida a la caracterización e imposición de altos encajes tanto básicos como marginales a los bancos, a éstos no les queda otro recurso que acudir a la realización de redescuentos en sus respectivos bancos centrales y ofrecer gran parte de sus recursos para préstamos a mediano y largo plazo, que no es la función principal de la actividad bancaria. Como ya se dijo, las fracciones de los encajes marginales y adicionales han sido sustancialmente altas en estos países, cuya finalidad ha sido favorecer el crédito subsidiado a largo plazo. Desde un ángulo un poco más amplio, esta situación puede ser una explicación de la distorsión en el mercado de capitales de estos países al encarecer el crédito, por un lado y, por otro, subsidiar el mismo con tasas bajas de interés a determinadas actividades.

c). Política de redescuento y estructura de tasas de interés

1. Redescuento : La política de redescuento de los bancos centrales en los países del Grupo Andino abarca las diferentes clases de ayuda directa que las autoridades conceden a la banca comercial y

de fomento (privada y estatal). En este amplio concepto de la noción de redescuento se incluye también la política de refinanciamiento que tienen los bancos ^{1/}. Las variaciones de la magnitud de dichas reservas en préstamos han repercutido en el comportamiento de la base monetaria, como se observa en el Cuadro 6-I.

Existen claros argumentos en la literatura ^{2/} que señalan la inconveniencia de la política de redescuento y que la evidencia empírica en los países del Grupo Andino la sustentan. Por una parte, el hecho de que los bancos centrales decidan el monto a redescantar es ya una limitación importante. Por otra, se ha constituido en la mayoría de estos países en un instrumento discriminatorio por actuar los bancos centrales en favor de los bancos de fomento (la mayor de las veces oficiales) y de ciertas actividades que los gobiernos han querido incentivar en sus programas desarrollistas. Normalmente, la política de redescuento se ha implementado a través de cambios en la tasa de redescuento y/o de refinanciamiento. Asimismo, este instrumento ha permitido a los bancos centrales actuar como prestamista de última instancia en aquéllos casos en que los bancos no alcanzaron a cubrir los requisitos de encaje legal o han presentado problemas de cartera.

La característica de esta deuda es que está gobernada por la tasa de interés oficial, a la cual se concede en estos países significación monetaria e indicador de las intenciones de la autoridad monetaria, y como costo de esta fuente de fondos.

Considerando los tipos de interés, las más altas del grupo corresponden a Bolivia (excepto en sus tasas de refinanciamiento), Colombia

^{1/} Aunque los redescuentos también operan muchas veces con carácter selectivo.

^{2/} Milton Friedman, Un programa para la estabilización monetaria, Instituto de Economía; Universidad Católica de Chile; Santiago, Chile, 1977.

y Perú, cuyos niveles y variaciones en la década (ver Cuadros 16-I al 20-I) no han sido sustanciales comparativamente a la tasa inflacionaria que han acusado estos países. En su inicio, se podría considerar como el reflejo de una política monetaria restrictiva; sin embargo, esto puede conducir a equívocos, ya que los bancos de dichos países siempre han estado dispuestos a recurrir a estos préstamos del banco central cuando su margen existente entre la tasa de descuento y los intereses activos por crédito ordinario concedidos por los mismos ha sido siempre mayor a la unidad porcentual. Este margen para dichos países ha variado en la década entre 2% y 5%; diferencial que de ninguna manera es despreciable si a éste se adicionan otros gastos de comisión, etc., que cobran los bancos.

En los casos de Ecuador y Venezuela, entre 1973-1979, las tasas han sido de 5% a 12% y de 5% a 9%, respectivamente; sin embargo, para este último, a pesar de esa fijación, las tasas mínimas vigentes en los cuatro últimos años fueron en sus topes mínimos—dependiendo del tipo de redescuento— de 3% a 5%; mientras que las máximas entre 2.0 a 3.5 puntos porcentuales menos sobre la tasa vigente en los documentos llevados a redescuento, incluidas las comisiones y otros cargos. Las diferencias con las tasas activas de estos dos países durante los siete últimos años de la década presentan una variación en orden decreciente en el tiempo, que van de 5.5 a 3 y de 7 a 0 puntos porcentuales, diferencias superiores a los restantes países. Considerando sus tasas de inflación promedio anual en la década, de 12.5% y 7.0% se estaría observando aún una política no contractiva subvencionada en favor de los prestatarios financieros.

Para el conjunto de los países se puede decir que se presenta una situación similar en cuanto a los créditos refinanciados, cuyas tasas de interés fijadas por el Banco Central son favorables a los bancos (y resto de instituciones financieras), esencialmente los de carácter oficial o de fomento, en actividades en que se quiere incentivar la producción. Es así que el nivel de las tasas de refinanciamiento incluso

Cuadro No. 16-I

BOLIVIA: Estructura de las Tasas de Interés Nominales Activas y Pasivas: 1973-1979
(Por ciento)

Operación	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A. Operaciones Activas							
I. Banco Central							
1. Tasa de refinanciamiento	13.0				14.0		
2. Refinanciamiento exportación (Acopio)	-	10.0					
3. Refinanciamiento exportación	9.0						
4. FRA I	7.0						
- Banco Central	5.0						
- Fondo de Pre-inversión	2.0						
5. FRA II	-	-	-	7.0			
6. FRI	7.0						
- Banco Central	5.0						
- Fondo de Pre-inversión	2.0						
7. Fondo Especial de Crédito para el Desarrollo	7.0						
- Banco Central	5.0						
- Fondo de Pre-inversión	2.0						
8. Refinanciamiento D.S. 09208-9924	7.0						
9. Refinanciamiento Artesanía	7.0						
10. Refinanciamiento Construcciones s/g D.S. No. 14396 - Recursos propios	-	-	-	-	7.0		
11. Refinanciamiento Construcciones s/g D.S. No. 14040 - Recursos Fideicomiso	-	-	-	-	10.0		
12. Refinanciamiento Construcciones s/g R.D. No. 60177 - Recursos propios	9.0						
13. Refinanciamiento para hoteles s/g D.S. No. 4436	10.0						
14. Refinanciamiento Turismo	10.0						
15. Fomento Triguero	-	n.d.	5.0				
16. Refinanciamiento Avicultura	-	n.d.	9.0				
17. Refinanciamiento Marina	-	n.d.	9.0				
18. Refinanciamiento Algodón	-	n.d.	9.0				
19. Refinanciamiento Madera	-	n.d.	13.0				
II. Banca Comercial							
1. Créditos bancarios comerciales, particulares y otros	n.d.	25.0					26.0
- Tasa nominal	13.0	15.0					19.0
- Impuestos	n.d.	7.0					3.0
- Comisión Fondo de Empleados	n.d.	3.0					
2. Créditos para actividades productivas no especificadas en el D.S. No. 11536 de 21/VI/74	-	16.0					19.0
3. Créditos para actividades productivas especificadas s/g D.S. No. 11536 de 21/VI/74 (producción y comercialización de algodón; soya, café, madera, maiz, ampliación y reposición de cultivos de caña, warrant, azúcar, ganadería, construcción, ampliación y refacción de viviendas, así como las exportaciones de productos no tradicionales	13.0	15.0					19.0
4. FRA - I	12.0						
- Para Banco Intermediario	5.0						
- Para Banco Central	7.0						
5. FRA - II	-	-	n.d.	12.0			
- Para Banco Intermediario	-	-	n.d.	7.0			
- Para Banco Central	-	-	n.d.	5.0			
6. FRI	12.0						
- Para Banco Intermediario	5.0						
- Para Banco Central	7.0						
7. Fondo Especial de crédito para el desarrollo D.S. No. 07911	12.0						
- Para Banco Intermediario	5.0						
- Para Banco Central	7.0						
8. Refinanciamiento D.S. 09208 -9924	12.0						
- Para Banco Intermediario	5.0						
- Para Banco Central	7.0						
9. Refinanciamiento para hoteles D.S. No. 14436	-	-	n.d.	15.0			
- Para Banco Intermediario	-	-	n.d.	5.0			
- Para Banco Central	-	-	n.d.	10.0			
10. Refinanciamiento Turismo	-	-	n.d.	15.0			
- Para Banco Intermediario	-	-	n.d.	5.0			
- Para Banco Central	-	-	n.d.	10.0			
11. Refinanciamiento Construcciones s/g R.D.No.60177- Recursos Propios	-	-	15.0				
- Para Banco Intermediario	-	-	6.0				
- Para Banco Central	-	-	9.0				
12. Fomento Triguero	-	-	10.0				
- Para Banco Intermediario	-	-	5.0				
- Para Banco Central	-	-	5.0				
III. Bancos de Fomento							
a) Industrial	12.0	13.0		15.0			
- Fondos Propios	12.0						
- Fondos Exterior							
b) Minero de Bolivia	12.0	13.0					
- Fondos Propios	12.0						
- Fondos Exterior							
c) Agrícola de Bolivia	12.0	13.0					
- Fondos Propios	12.0						
- Fondos USAID	12.0						
- Fondos BID	n.d.	n.d.	n.d.	8.0			
- Fondos Fideicomiso	n.d.	n.d.	n.d.	6.0			
- Banco Agrícola	n.d.	n.d.	n.d.	2.0			
- Fondo Social de Cooperativas	-	12.0		15.0			
d) De Financiamiento Industrial	-	12.0		15.0			
e) De la Vivienda	-						
B. Operaciones Pasivas							
1. Tasa de interés sobre depósitos de ahorro	10.0						15.0
2. Depósitos a Plazo en moneda nacional s/g D.S. No.12766							
- plazo mínimo de 90 días	n.d.	n.d.	10.75				n.d.
- plazo mínimo de 180 días	n.d.	n.d.	11.25				n.d.
- plazo mínimo de 360 días	n.d.	n.d.	11.75				16.0
3. Depósitos a plazo en moneda extranjera	-	-	9.0				

Fuente: Banco Central de Bolivia; elaborado con base en Memorias Anuales y Reglamentación de Programas de Refinanciamiento.
1/ Con "Cláusula de Mantenimiento de Valor" de enero de 1974 para depósitos en cuenta de ahorros de los bancos; y de agosto de 1975 a noviembre de 1979 para depósitos a plazo en los bancos.

Cuadro No. 17-I

COLOMBIA: Estructura de las Tasas de Interés Nominales Activas y Pasivas: 1970-1979
(Por ciento)

Operación	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A. Operaciones Activas										
1. Crédito Ordinario	14.0				16.0		18.0			
2. Crédito Sección de Ahorros	n.d.	n.d.	n.d.	18.0	24.0 ^{1/}			n.d.	22.0	n.d.
3. Cap. de trabajo Industria, Res. 9/73	-	-	-	14.0					14.0-18.0 ^{2/}	18.0
4. Crédito Agropecuario, Ley 26/59	n.d.	n.d.	n.d.	10.0-11.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Almacenes Generales de Depósitos- Bonos de Prenda	10.0				17.0	14.0	17.0			
6. Otros Bonos	14.0					3.0 ^{3/}				
7. Fomento Económico, Decreto 384/50	14.0				17.0					
8. Crédito Popular e Industrial, Decret. 1790/60	14.0				15.0			n.d.	n.d.	n.d.
9. Fondo Inversiones Privadas FIP - Prest. Indust. BID-KFW-AID ^{4/} - Recursos FNCB (sujetos a ajustes) - Fomento Cacaotero - Palma Africana	12.0-18.0	n.d.	n.d.	15.5-18.0	20.0-26.0			n.d.	19.0-24.0	n.d.
10. Fondo Financiero Industrial-FFI - Cap. trabajo y Asistencia técnica - Vent. Bienes de Cap. Ent. Oficiales	n.d.	n.d.	n.d.	19.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
11. Fondo Financiero Agrop.-FFA	-	-	n.d.	12.0-18.0	-	-	-	-	-	-
12. Fondo Financiero Desarr. Urb.-FFDU	15.0			14.0-15.0	15.0	15.0-20.0	n.d.	n.d.	22.0-24.0	n.d.
13. Fondo Contratista OO.PP.	-	-	-	14.0	n.d.	n.d.	20.0 ^{7/}			
14. Fondo Promoción Exportaciones	n.d.	n.d.	n.d.	10.0-18.0	18.0			17.0		
15. Línea BIRF - 451-CO - 534-CO y 625-CO - 742-CO - 842-CO	-	-	14.5	18.75	19.0	25.0 ^{8/}			n.d.	n.d.
16. Ventas plazo Vehic. Serv. Público	-	-	15.0					n.d.	n.d.	n.d.
17. Ventas plazo del Comercio (M)	n.d.	n.d.	24.0		24.0 ^{9/}				24.3	
18. Tarjetas de crédito	-	-	18.0		24.0-30.0	36.0-42.0	36.0		n.d.	n.d.
19. Prest. del Mercado Extrabancario	n.d.	n.d.	n.d.	24.0-25.4	28.0-29.0	25.0			25.5	n.d.
20. UPAC ^{9/}	-	-	-	-	-	-		n.d.	17.0-20.0 ^{10/}	n.d.
21. Fondo Cafetero Desarr. Nacional	-	-	-	-	-	-				
22. Comp. Acc. Part. Cías. Extranjeras R" /76	-	-	-	-	-	-	n.d.	n.d.	23.0	
B. Operaciones Pasivas										
1. Depósitos de Ahorro	4.0		8.0-8.5		12.0	18.0				
2. Depósitos a plazo - 6-24 meses - 3 meses y plazo indefinido	5.0-7.0		8.0-8.5		12.0	18.0	18.0	n.d.	22.0	23.0
3. Certificados de Dep. a término - 30-90 días - 91-179 días - 180 días y más	-	5.0			24.0	23.0	23.0	n.d.	24.0	23.0
4. Dep. en Corp. de Ahorro y Vivienda - Cuentas de ahorro - Certificados	-	-	5.0	24.0 ^{2/}	22.0	23.0	23.0		21.7	23.8
5. Cédulas Hipotecarias-BCH	9.5			25.0 ^{3/}	23.0	23.0	23.0		22.7	24.0-25.8
6. Bonos Deuda Pública - Desarrollo Económico Clase "B" - Bonos Ley 21, 1963	11.0		8.0	12.5	n.d.	n.d.				18.0
7. Bonos Empresa Privada - Bonos Fomento Corp. Financ. - Coltejer	n.d.	n.d.	16.0	16.0-18.0	24.0 ^{11/}	24.0	n.d.	n.d.	18.0	18.0
8. Certificados Abono Trib. (CAT) ^{12/} - 3 meses - 6 meses	-	-	n.d.	18.3	21.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-
9. Acciones (Bolsa Bogotá) - Indust. con valorización - Indust. sin valorización - Financ. con valorización - Financ. sin valorización	n.d.	n.d.	n.d.	19.1	22.6	n.d.	n.d.	n.d.	22.6	-
10. Mercado Extrabancario - Institucional - No Institucional	24.0			27.0	21.0	21.0	21.0	n.d.	n.d.	9.6
11. Pagará Semes. Emerg. Econ. (PAS)	-	-	-	14.6	18.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	11.6
12. Títulos de Ahorro Cafetero (TAC)	-	-	-	24.0-30.0	30.0-36.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	23.0
13. Bonos Cafetaleros	-	-	-	27.0	28.6	27.0	28.6	n.d.	n.d.	n.d.
14. Títulos Canjeables por Certif. Cambio ^{13/}	-	-	-	-	-	-	18.0		19.0	
15. Títulos de participación Bco. de la Rep.	-	-	-	-	-	-	-		7.0	14.0
16. Títulos agroindustriales	-	-	-	-	-	-	-		-	28.0-32.0

Fuente: Elaborado con base en: Banco de la República, Revista del Banco de la República (varios artículos)

Notas: (M): Tasa máxima, los intervalos indican las variaciones sufridas en el respectivo año.

^{1/} A partir de este año las tasas anotadas son máximas.

^{2/} Dentro de esa márgenes la tasa fue acordada entre prestamista y prestatario.

^{3/} A partir de 1975 corresponde a "Bonos de Crédito Educativo".

^{4/} Fluctúa dependiendo de la ubicación de la empresa: en centros urbanos con menos de 90.000 habitantes, menores tasas; con más de 90.000 habitantes, mayores tasas.

^{5/} A partir de 1974 la tasa de interés varía de acuerdo al tamaño y ubicación geográfica de la empresa.

^{6/} A partir de 1974, la tasa fluctúa en función del destino y plazo del crédito.

^{7/} A partir de 1976 corresponde al Fondo de Desarrollo Eléctrico.

^{8/} A partir de 1974, corresponde a la Línea BIRF 903-CO

^{9/} Incluye corrección monetaria a partir de 1974.

^{10/} Cédulas "S611das" 12.5% "Confiables" 18.0%.

^{11/} También para Valores de empresa privada Clase "F".

^{12/} Es un papel que no devenga ningún tipo de interés nominal. Su rendimiento depende del descuento con que se negocie en la bolsa.

^{13/} No devenga ningún interés. Su rendimiento depende del descuento con que se negocie y de la tasa de devaluación.

Cuadro No. 18-I

ECUADOR: Estructura de las Tasas de Interés Nominales Activas y Pasivas: 1973-1979

(Por ciento)

Operación	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A. Operaciones Activas							
I. Banco Central							
a) A Bancos Privados							
1. Redescuentos y anticipos 1/							
- Agropecuarios, pesqueros y artesanales	5.0		6.0				
- Industriales	7.0						
- Comerciales	8.0		10.0				
2. Anticipos extraordinarios	5.0		7.0				
3. Anticipos para cubrir deficiencias temporales de encaje	10.0		12.0				
b) A Banco Nacional de Fomento y Banco de Cooperativas							
1. Redescuentos y anticipos:							
- Agropecuarios, pesqueros y artesanales, inclusive ENAC	4.0		3.0				
- Pequeña industria	7.0		4.0				
- Comerciales	8.0		10.0				
c) A Corporaciones Financieras Públicas:							
1. Redescuentos industriales y anticipos	-	-	7.0				
2. Redescuentos del Fondo de Promoción de Exportaciones (FOPEX)	-	-	4.0				
d) A Compañías Financieras Privadas:							
1. Redescuentos y anticipos	9.0	8.0					
e) A Instituciones Financieras a través del mecanismo de Fondos Financieros:							
1. Redescuentos	-	3.0					
2. Redescuentos de operaciones activas superiores a \$/625.000,00 del Programa de Desarrollo Ganadero (222-EC)	-	7.0					
f) A particulares:							
1. Préstamos y Descuentos	12.0						
g) A particulares a través de instituciones financieras:							
1. Aceptaciones bancarias:							
- Agropecuarias, pesqueras y artesanales	5.0		7.0				
- Industriales para la compra de materia prima agrícola nacional	5.0		7.0				
- Industriales	7.0		8.0				
- Comerciales	10.0		9.0				
2. Anticipo sobre futuras exportaciones	-	6.0					
3. Reliquidación en caso de no exportarse	-	12.0					
h) Al Sector Público							
1. Gobierno Central	3.0						
2. Gobiernos Provinciales, Municipales y otras Entidades Públicas o semipúblicas	5.0						
II. Bancos Privados e Instituciones Financieras							
1. En operaciones activas (M)	12.0						
2. En los contratos de créditos en cuenta corriente (M)	12.0						
3. En los sobregiros ocasionales (M)	12.0		8.0				
4. La CV-CFN para financiamiento bajo mecanismo del Fondo de Promoción de Exportaciones (FOPEX) (M)	-	-	8.0				
5. La CV-CFN para redescuentos de la pequeña industria y artesanías:							
- Con la banca privada	-	-	5.0				
- Con el Banco Nacional de Fomento	-	-	3.0				
III. Banco Nacional de Fomento y Banco de Cooperativas							
1. Agropecuarias (M)	8.0		9.0				
2. Pequeña industria y artesanía (M)	10.0		9.0				
3. Comerciales (M)	12.0						
4. A Empresa Nacional de Almacenamiento y Comercialización (ENAC) (M)	-	-	4.0				
IV. Mecanismo de Fondos Financieros							
1. En operaciones activas de crédito de las Instituciones Financieras	-	9.0					
2. En operaciones activas de crédito superiores a \$/625.000,00 del Programa de Desarrollo Ganadero (222-EC)	-	12.0					
B. Operaciones Pasivas							
1. Depósitos de ahorro							
- Bancos privados	6.0						
- Mutualistas de Ahorro y Crédito para la Vivienda (M)	-	7.0					
2. Depósitos a plazo							
Banco (secciones comerciales y de ahorro)							
- De 31 a 180 días (M)	7.0						
- De 181 a 360 días (M)	8.0						
- De más de 360 días (M)	9.0						
3. Mutualistas de Ahorro y Crédito para la Vivienda							
- De 31 a 180 días (M)	-	8.0					
- De 181 a 360 días (M)	-	9.0					
- De más de 360 días (M)	-	10.0					
4. Cédulas Hipotecarias, bonos del Estado, bonos de prenda y otros bonos y obligaciones emitidos por Sociedades Anónimas	-	12.0					
5. Bonos de Desarrollo adquiridos por los Bancos privados	-	-	4.0				

Fuente: Banco Central del Ecuador; elaborado con base en Memorias Anuales y Boletines Estadísticos.
 Notas: El tipo de interés legal (Artículo 2137 del Código Civil y Art. 414 del Código Comercial) se fijó en 8%. Permanece sin variación. El interés máximo comercial, civil o mercantil está fijado en 12%. (Mittas máxima de interés.
 1/ En operaciones de redescuento concedidas a bancos privados fuera de los cantones de Quito y Guayaquil se cobra una tasa menor en un punto durante 1973; menor dos puntos en 1978-1979

Cuadro No. 19-I

PERÚ: Estructura de las Tasas de Interés Nominales Activas y Pasivas: 1974-1979

(Por ciento)

Operación	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A. Operaciones Activas						
I. Banco Central de Reserva						
a) A los Bancos Comerciales						
1. Por redescuentos y créditos con garantía	9.5	→	12.5	14.5	28.5	29.5
2. Por redescuentos selectivos para el desarrollo regional (utilizables solo por los bancos asociados) 1/	3.5-4.0 y 5.0	3.5-4.0 y 5.0	4.5-8.5	7.5-10.5	21.5-24.5	20.0-23.0
3. Por letras del Tesoro público	1.0	1.0	-	-	-	-
b) A los Bancos Regionales						
1. Por redescuentos y créditos en garantía	6.0	→	9.0	11.0	25.0	26.0
2. Por redescuentos selectivos para el desarrollo regional 1/	2.0, 2.5 y 3.5	2.0-2.5 y 3.5-4.0	3.0-7.0	3.0-6.0	20.0-23.0	18.5-21.5
c) Al Banco de la Nación						
1. Normal	-	-	-	-	-	22.0
2. Campaña arrocerá	0.5	-	-	-	-	-
d) A los Bancos de Fomento						
1. Bancos de Fomento Agropecuario	2.0	1.0	4.0	6.0	20.0-23.0	21.0
2. Banco Industrial	2.0-4.0	→	3.0-7.0	3.0-9.0	20.0-23.0	21.0-24.0
3. Banco Minero	4.0	2.0	5.0	7.0	21.0-23.0	22.0
4. Banco de la Vivienda	-	-	-	-	4.0-23.0	n.d.
5. Banco Hipotecario	-	-	-	-	12.0	n.d.
e) A las empresas financieras						
1. Por redescuentos y créditos con garantía	11.0	→	16.0	18.5	34.0	35.5
f) COFIDE						
	-	-	-	7.0	21.0	22.0
g) FONAPS						
	-	-	-	7.0	21.0	n.d.
h) Al Tesoro Público						
	2.0	2.0	-	-	-	-
II. Préstamos y descuentos que otorgan los Bancos privados e instituciones financieras						
1. Tipo máximo	12.0	→	15.5	17.5	31.5-36.0	32.5
2. Tipo máximo incluye comisiones, primas, etc.	13.0	→	17.5	17.5	33.5-38.0	32.5
3. Para descuentos o renovación de documentos de crédito (M)	14.0	→	15.5	17.5	31.5	32.5
4. Crédito selectivo 2/						
- Bancos asociados (M)	9.0	→	12.0	14.0	28.0	-
- Bancos Regionales (M)	9.0	→	12.0	13.0	28.0	-
5. Moneda extranjera (3)						
III. Bancos de Fomento						
1. Banco de Fomento Agropecuario	6.0-12.0	7.0-12.0	10.0-15.0	12.9-19.0	31.5	32.5
2. Banco Industrial	6.0-12.0	→	9.5-15.0	10.0-16.5	31.5	32.5
3. Banco Minero	5.0-12.0	→	8.0-15.5	10.0-16.5	31.5	32.5
4. Banco Central Hipotecario	5.0-12.0	→	14.5	17.0	32.0	32.5-37.5
5. Banco de la Vivienda	5.0-12.0	→	7.0-15.0	17.0	31.5	32.5
B. Operaciones Pasivas						
I. Bancos e instituciones autorizadas por ley para recibir depósitos						
1. Depósitos a la vista	-	-	2.0	→	→	→
2. Depósitos de ahorro:						
- Bancos comerciales	5.0	→	9.0	11.5	29.0	30.5-32.0
- Casas de Ahorro y p. Vivienda	-	6.0	9.0	12.5	29.0	32.0
3. Depósitos a plazo	-	-	10.0-13.0	13.0-16.0	30.5-33.5	31.0-33.5
4. Depósitos de empresas financieras:						
- 310 a 540 días	9.5	→	13.0	16.0	33.5	35.5
- 541 a 720 días	10.0	→	14.0	17.0	34.0	35.5
- 721 a 900 días	10.5	→	15.0	18.0	35.0	37.0
- 901 a 1.080 días	11.0	→	16.0	18.5	36.0	37.0
- más de 1.080 días	11.5	→	17.0	19.0	37.0	38.5
5. Cédulas Hipotecarias del Banco Central Hipotecario	9.0	→	11.0	14.0	31.5	33.0
6. Banco de Fomento Hipotecario Banco de la Vivienda	7.0-10.0	→	→	→	n.d.	n.d.
7. Bancos Financieros de Empresas Financieras	-	9.0	12.0	15.0	33.0	35.0

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú; elaborado con base en Memorias Anuales y Boletines Estadísticos.

Notas: (M) Tasa máxima. Los intervalos indican los topes de variación ocurridos en el año correspondiente.

1/ Estas tasas se reducen en 1% para los depósitos de Tumbes, Piura, Puno y Tacna, así como para la región nororiental, en la cual no es aplicable la tasa mayor.

2/ A esta tasa se adicionan las comisiones y demás cargos.

3/ A partir de 1977, la tasa de interés está fijada por la banca privada.

VENEZUELA: Estructura de las Tasas de Interés Nominales Activas y Pasivas, 1973-1979
(Por ciento)

Operación	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A. Operaciones Activas							
I. Banco Central							
1. Redescuento de documentos comerciales - Hasta 180 días 1/	5.0	5.5-9.0		2/			2/
2. Redescuento de documentos relacionados con la producción, elaboración, almacenamiento, transporte o ventas de productos industriales - Hasta 180 días 1/ - De 181 a 360 días 1/	5.0 5.5	2.0-5.5 2.0-5.5	5.5-9.0 5.5-9.0	2/ 2/			2/ 2/
3. Redescuento de documentos provenientes de operaciones agropecuarias para las instituciones de crédito del Estado - Hasta 360 días 1/	2.0	2.0-5.5	2.0	3.0		3.5	2.5
4. Redescuento de documentos provenientes de operaciones agropecuarias para los bancos e institutos de crédito	5.0	5.5	4.5				2/
5. Anticipo sobre oro amonedado o en barras - Hasta 90 días	5.0	9.0		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
6. Anticipo sobre valores del Gobierno - Hasta 180 días 1/	4.5	5.5		n.d.	n.d.	n.d.	2/
7. Anticipos sobre cédulas hipotecarias - Hasta 180 días 1/	5.0	5.5		8.0			2/
8. Anticipos sobre letras de cambio - Hasta 180 días 1/	5.5			8.0			2/
9. Anticipos sobre obligaciones garantizadas - Hasta 180 días 1/	5.5		9.0	8.0			2/
II. Banca Comercial							
1. Por préstamos (M)	11.0		10.0		10.5		12.0
2. Por descuentos (M)	10.5		10.0			n.d.	
3. Por préstamos a empresas extranjeras (M)	-	11.0					12.0
III. Banca Hipotecaria							
1. Por préstamos (M)	11.0					11.5	12.0
IV. Sociedades Financieras							
-	-	-	-	n.d.	n.d.	12.0	12.0
V. Entidades de Ahorro y Préstamo							
-	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12.0
VI. BANAP							
-	-	-	-	-	n.d.	n.d.	12.0
B. Operaciones Pasivas							
I. Banca Comercial							
1. Depósitos de ahorro	4.0			5.0			6.5
2. Depósitos a plazos no negociables (m) 1/							
- 30 a 90 días	4.5				n.d.	6.5	6.0
- 91 a 180 días	5.0				n.d.	7.5	12.0
- 181 a 360 días	6.0				n.d.	7.5	12.0
- Más de 360 días	7.0				7.5	8.5	12.0
3. Certificados de depósitos a plazos negociables:							
- 180 a 360 días:							
- Mínima	6.0					n.d.	8.0-8.5
- Máxima	7.0					n.d.	8.0-8.5
- 361 a 720 días:							
- Mínima	7.0					n.d.	8.0-8.5
- Máxima	7.5					n.d.	8.0-8.5
- 721 a 1.800 días							
- Mínima	7.5	7.5				n.d.	8.0-8.5
- Máxima	8.0					n.d.	8.0-8.5
II. Banca Hipotecaria							
1. Depósitos de ahorro	4.0			5.0			6.5
2. Certificados de depósitos a plazos no negociables (M) 1/							
- 90 a 180 días	5.0	6.0	5.0		n.d.	n.d.	12.0
- 181 a 360 días	6.0	7.0	6.0		n.d.	n.d.	12.0
- 361 a 1.800 días	7.0	7.5				12.0	
3. Al igual que la Banca Comercial debe cumplir con el punto 3/ antes anotado en la Tasa Pasiva de Interés que paga la Banca Comercial anualmente.							
4. Cédulas hipotecarias en circulación:	8.0						8.5
5. Bonos quinquenales	-	-	-	-	-	9.0-9.5	12.0/
6. Certificados de ahorro	-	-	-	-	-	9.0-10.0	
III. Sociedades Financieras							
1. Depósitos de ahorro	4.0			5.0			6.5
2. Depósitos a plazo	n.d.	n.d.	n.d.	7.5		12.0	
3. Certificados de ahorro							
- Hasta 180 días	-	-	-	-	-	n.d.	9.0
- Hasta 270 días	-	-	-	-	-	n.d.	9.5
- Hasta 1 año	-	-	-	-	-	8.0	10.0
4. Bonos quinquenales	-	-	-	-	-	9.0-9.5	12.0/
5. Bonos financieros	-	-	-	-	-	9.0-10.0	
- con garantía hipotecaria	n.d.	n.d.	8.0			n.d.	8.5
- con garantía de acciones comerciales	n.d.	n.d.	9.0				
IV. Entidades de Ahorro y Préstamo							
1. Depósitos de ahorro	7.0						
2. Certificados de ahorro							
- Hasta 180 días	-	-	-	-	-	n.d.	9.0
- Hasta 270 días	-	-	-	-	-	n.d.	9.5
- Hasta 1 año	-	-	-	-	-	8.0	10.0
V. BANAP							
1. Depósitos a plazo	-	-	-	-	n.d.	n.d.	12.0

Fuente: Elaborada con base en: Banco Central de Venezuela, Memorias Anuales e Informes Financieros

Nota: (M): Máxima; (m): Mínima. Los intervalos de las tasas activas del Banco Central están en función de tipos de documento/producto llevado a redescuento. Las tasas pasivas para la banca privada, indican las modificaciones sufridas en el día respectivo.

1/ Vigente hasta 1974 de tasas mínimas y máximas para plazos de 180 y 360 días. A partir de 1975 los plazos son solo de 360 días.

2/ Por Resolución No. 7612-01, vigente hasta 1978, el Directorio del Banco Central de Venezuela dictaminó las siguientes articuladas: Artículo 1º. El artículo 44 de la Ley del Banco Central de Venezuela, en el orden que resulta de acuerdo con los ordenamientos 7612-01, 7612-02 y 7612-03, del artículo 44 de la Ley del Banco Central de Venezuela, el orden que resultará de restar el tres por ciento (3%) a la tasa de interés o descuento, incluidas comisiones y otros cargos, cobrados por el banco o instituto de crédito en las operaciones que tengan por origen o los instrumentos presentados a este efecto. En ningún caso la tasa de interés cobrada por el Banco Central de Venezuela en virtud de las operaciones presentadas será menor del cuatro y medio por ciento (4 1/2%).

3/ Artículo 2º. La tasa de interés que resultará de restar el tres por ciento (3%) de la tasa de interés o descuento, pagará a otros documentos de crédito presentados en el orden que resulta de restar el tres por ciento (3%) de la tasa de interés o descuento, incluidas comisiones y otros cargos cobrados por el Banco Central de Venezuela en virtud de las operaciones que tengan por origen o los instrumentos presentados a este efecto. En ningún caso la tasa de interés cobrada por el Banco Central de Venezuela en virtud de las operaciones presentadas será menor del tres por ciento (3%).

4/ Artículo 3º. Para las operaciones de anticipo con garantía de valores públicos que puede realizar el Banco Central de Venezuela de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 44 de la Ley del Banco Central de Venezuela, el orden que resulta de restar el tres por ciento (3%) de la tasa de interés o descuento, incluidas comisiones y otros cargos cobrados por el Banco Central de Venezuela en virtud de las operaciones presentadas será menor del cinco por ciento (5%).

5/ Artículo 4º. Para las operaciones de anticipo con garantía de valores privados que puede realizar el Banco Central de Venezuela de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 44 de la Ley que lo rige, la tasa de interés que se aplicará será la equivalente a la tasa de interés nominal de los valores que se presenten como garantía.

6/ Por Resolución 7612-01 del Banco Central, modifica sus tasas de interés en las operaciones de descuento, redescuento y anticipos, reduciendo las referencias a partir con las tasas de interés de origen. En consecuencia, las nuevas tasas resultan de restar 2.0 puntos a la tasa de interés o descuento, incluidas las comisiones y otros cargos cobrados por los bancos e institutos de crédito en las operaciones que tienen por origen o los instrumentos presentados. En relación a los préstamos con garantía de valores públicos, se establece que la tasa de interés será igual a la tasa nominal que devengan los títulos presentados como garantía y en ningún caso dicha tasa será menor del 5%. Anteriormente la tasa que se aplicaba era la que resultaba de restar un 2% a la tasa nominal de dichos valores.

7/ A partir de 1975 vigencia de sus tasas mínimas para plazos de hasta 360 días.
8/ Las tasas mínimas de interés se elevan en 0.5 puntos para cantidades iguales o superiores a Bs. 250.000,00.
9/ Las tasas máximas de interés anual fijas en 0.5 puntos para depósitos por cantidades iguales o superiores a Bs. 250.000,00.
10/ En el transcurso del año se modificaron los plazos, fijándose en dos y cinco años, quedando eliminados los tramos intermedios; las tasas de interés fueron elevadas a 4.5 y 11.5% respectivamente. Los bonos con montos superiores a Bs.10 millones pasan a recibir una prima adicional de hasta 2% anual (Resol. No. 76-01-02).

han estado por debajo de las tasas de redescuento (ver cuadros citados), cuyas diferencias con las tasas activas cobradas por los bancos (y muchas veces fijadas por los bancos centrales) han sido también favorables al situarse entre 3 y 5 puntos porcentuales, dependiendo del tipo de actividad seleccionada y sobre la que se quiere motivar a los intermediarios financieros. Estas razones corroboran la política monetaria expansionista, además de incentivar la demanda nominal del crédito.

2. Estructura de tasas de interés : En materia de política de tasas de interés durante la década, caben distinguir dos pautas de regulación discrecional en estos países. La primera consistió en imponer un tope máximo para las tasas pagadas por las instituciones financieras con la mira de limitar el nivel global de las tasas de interés. Es de presumirse que dicha política obedecía al propósito de evitar un mayor ensanchamiento entre las tasas activas y las pasivas, evitando el aumento de las utilidades imprevistas. Esta pauta se deriva de que las autoridades monetarias fijaban niveles máximos para evitar períodos de presión inflacionaria, por una parte y, por otra tal vez la razón de imponer tasas mínimas, esencialmente por el lado del pasivo, derivaban del hecho de obtener una política congruente de la promoción de tasas reales positivas. Sin embargo, esta situación a la luz de los cuadros relativos de la tasa de interés (ver Cuadros del 16-I al 20-I) se ha tornado hasta el año de 1978 para el conjunto de países en una práctica ineficaz, en virtud de las presiones inflacionarias que se han impuesto, determinando grados en la liberación y revisión periódica en la fijación de límites máximos de las tasas de interés.

Hasta 1972, el conjunto de países ha sido tal vez típicamente no inflacionario (ver Cuadro 21-I), de suerte que sus tasas máximas de interés no fueron necesariamente equiparables a medidas represivas. Sin embargo, a partir de 1973 la situación inflacionaria reveló la debilidad de las políticas de tasas topes con el proceso de reajuste, ya que las autoridades reaccionaron frente al nuevo panorama económico revisando

(elevando) el nivel de los topes. La característica de estas medidas ha sido la insuficiencia para permitir un reajuste total.

Cuadro No. 21-I
Grupo Andino: Variación del Índice de Precios al Consumidor y Tasa de
Inflación Mundial

Año	(En porcentos)					
	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>	<u>Mundial</u>
1970	3.9	6.8	5.1	4.9	2.6	6.0
1971	3.6	8.4	8.5	6.9	3.3	5.8
1972	6.5	13.4	7.8	7.1	2.8	5.9
1973	31.6	20.6	13.0	9.5	4.1	9.6
1974	62.7	24.3	23.3	16.9	8.4	15.3
1975	8.0	22.9	15.3	23.6	10.1	13.4
1976	4.5	20.4	10.7	33.5	7.7	11.1
1977	8.1	33.1	13.0	38.1	7.7	11.3
1978	10.4	17.8	11.7	57.8	7.2	9.8
1979	19.7	24.6	10.2	66.7	12.3	11.9
1970-79 ^{1/}	16.0	20.4	12.5	27.3	7.0	10.4

Nota: ^{1/} Tasa acumulativa anual.

Fuente: Elaborado con base en FMI, Anuario 1980; IFS.

En Perú, los topes máximos de la tasa de interés se han caracterizado por ser sumamente represivos (Cuadro 19-I), aunque las medidas tomadas en los últimos años han tendido a mejorar la situación, ya que sus autoridades llegaron al convencimiento de que su ordenamiento legal constituía un importante obstáculo a la aplicación de una política más flexible en materia de tasas de interés. En este país, la estructura de tasas permaneció virtualmente sin variación hasta mediados de 1974, pasando a variar en 5 puntos porcentuales para los depósitos de ahorro,

hasta 10 puntos en cierta clase de bonos a largo plazo. Para 1976 varia ron el universo de las tasas con escasa excepción. Las tasas mayores (que raramente se aplicaban) sobre los depósitos a plazo en las empresas de financiamiento o financieras acusaron incrementos que fueron de 3.5 hasta 5.5 puntos, según el plazo del depósito. Puesto que la tasa de au mento del índice del costo de la vida promediaba por debajo del 10% en el período 1970-73, las tasas reales de interés eran positivas. Frente a la inflación acelerada subsiguiente a 1973, el conjunto de tasas reales pasaron a ser negativas. Mediante regulación legal de junio de 1976 se aumenta el tope máximo de usura a 19%, medida que fue seguida de una circu lar del banco central por la que se elevaban los topes máximos de las tasas de interés sobre el pasivo por cerca de 4 puntos porcentuales, en promedio, que paulatinamente se aplicó a las tasas activas. Pero tales providencias fueron insuficientes para absorber la nueva aceleración in - flacionaria. La diferencia entre las tasas activas de los bancos respec - to a las del banco central han mantenido su nivel de 3 puntos. En 1977- 78 y 79 se requirieron otras acciones para incrementar las tasas de inte - rés. En efecto, como parte central de la política de reordenamiento fi - nanciero, buscando que en lo posible las fuerzas del mercado trabajaran en favor de las prioridades seleccionadas, se elevaron las tasas en más de 10 puntos porcentuales, durante el mes de agosto de 1978, a pesar de la fuerte oposición de aquellos sectores beneficiados con el subsidio al crédito observado durante el período anterior a esta fecha. En el mismo año, en el mes de noviembre, se volvieron a subir las tasas en 4 puntos para luego, en febrero de 1979, subir en un punto porcentual. Con esta política se logró reducir considerablemente el nivel negativo real de las tasas de interés. Sin embargo, a pesar de los efectos benéficos sobre el ahorro financiero, el control de la demanda de créditos y vencer la resis tencia encontrada, no se pudo alcanzar el objetivo de llevar la estructura de intereses a un nivel positivo en términos reales. El intento de hacer políticamente posible el logro de alcanzar tasas reales de interés, ha llevado a la necesidad (que de hecho es un obstáculo para la política mo - netaria) de crear un subsidio directo a las tasas de los créditos hipote -

carios ya concedidos, desviando recursos que con otro destino hubieran podido generar mayor inversión y empleo. Asimismo continua la vigencia, desde 1976, del pago del 2% de interés sobre depósitos a la vista a manera de compensación de la pérdida de poder adquisitivo y desde 1977 la potestad, de los bancos privados e instituciones financieras, en la operación de tasas activas para préstamos en moneda extranjera.

En el resto de los países solo se aplicaron topes máximos sobre las tasas del pasivo a un subgrupo de la estructura de tasas de interés sobre obligaciones de las instituciones financieras, o bien la aplicación tuvo lugar únicamente en parte de la década. Esta cobertura parcial en que ocurrieron los bancos centrales, se aplicó por los siguientes motivos en los casos de Bolivia y Colombia; no se aplicaban topes a toda la clase de instituciones o instrumentos financieros o algunos grupos institucionales o determinados pasivos, puesto que estos hallábanse sujetos a indización; las autoridades en este caso preferían liberalizar las tasas sobre una selección de pasivos o bien en ocasiones lograr una combinación de estas diversas políticas. Las modificaciones a partir de los topes máximos tuvieron lugar en virtud de una corriente hacia la tendencia de la liberalización completa o debido a que estos países pasaban de tasa máxima a tasas mínimas.

En todos los países, los topes máximos de las tasas de interés sobre el pasivo parecen haber sido el resultado, intencional o no, del compromiso asumido por las autoridades monetarias y crediticias de mantener las tasas de interés bajas, con fines crediticios selectivos, enmarcados en la política económica de carácter desarrollista y así poder recircular flujos crediticios hacia sectores prioritarios como han sido fundamentalmente en estos países los sectores agrícola, industrial y vivienda. Esta política basada en la creencia de que estas actividades, especialmente la agrícola y de vivienda, no tendrían un crecimiento sustancial si la base de los préstamos otorgados son a tasas de interés ordinarias. Sin embargo, estos países con dicha política de promoción de sectores especí-

ficos han hecho que la misma resulte negativa, al olvidar que promover sectores específicos induce a mantener un nivel de tasas por debajo del equilibrio, originando una reducción del volumen de fondos para cualquier actividad, incluyendo las que han de promoverse. Esta política de tasas bajas preferenciales explica el por qué los préstamos obtenidos a tasas bajas tenían frecuentemente que ser financiados por depósitos cuyas tasas correlativamente bajas paradójicamente tendían a agotar los fondos destinados a actividades preferenciales. Por último, estos países se han caracterizado por la imposición de topes máximos de interés, lo que aparentemente se hizo con el afán de evitar el crecimiento de las tasas y, concomitantemente, con el deseo de las autoridades fiscales de tener acceso al crédito subsidiado para usarlo o destinarlo a proyectos gubernamentales ejecutados por las empresas públicas y otras entidades del sector público. Esta actitud es totalmente acorde con la política de gobierno de estos países de lograr un mejoramiento de sus cargas de intereses cuando su situación fiscal se tornaba precaria o cuando su política de promoción de inversión pública requería de la consecución de recursos subsidiados para sus empresas públicas, afectadas, además, por un pesado endeudamiento tanto interno como externo.

En los casos de Bolivia y Venezuela, estos países decidieron abandonar la tradición de imposición de topes máximos sobre las tasas del pasivo ^{1/}, favoreciendo las tasas de tope mínimo, por la creencia de que una política de tasas de interés estables contribuiría a un mejor nivel de inversión, así como al robustecimiento hacia la estabilidad de las instituciones financieras y, por ende, a la aceleración de la tasa de crecimiento económico. Esta concepción deja de considerar los efectos lesivos de la represión financiera, tales como el desaceleramiento del desarrollo de los activos financieros y la reducción de inversión eficiente en los sectores productivos.

1/ Aunque en Bolivia la tasa sobre los pasivos extranjeros es máxima.

En Venezuela todos los tope máximos existentes sobre las tasas de pasivos (Cuadro No. 20-I) prácticamente fueron sustituidos en el año 1977 por tasas de tope mínimo. Los niveles de referencia se elevaron de un nivel de 4% en 1973 para los depósitos de ahorro y 7% para los depósitos a plazo mayor de 360 días, a un mínimo de 6.5% y 12% respectivamente, en 1979; en cambio, los certificados de depósito negociables que se habían introducido en 1971 quedaron sujetos a las dos tasas -de tope máximo y mínimo- hasta 1977, alcanzando a fines de 1978 su unificación en 8.5% y 12% en 1979. Precisamente en el año que se inicia la mayor salida de divisas del país (1978) es cuando el diferencial de tasas de interés entre Venezuela y los mercados financieros externos es mayor. Por esta razón, a mediados de 1978 se modificaron las tasas de interés manteniéndolas inalterables hasta diciembre del mismo año; en el exterior éstas continúan incrementándose. Esta situación dió lugar a que desde enero de 1979 se adoptara un esquema más flexible de fijación de tasas de interés. El sistema adoptado de tasas activas variables se ha extendido a dos instrumentos de largo plazo del mercado venezolano que pueden actuar de arrastre o la iniciación de una escalada de aumentos en las estructuras de tasas si éstas permanecen por debajo de las externas: los bonos quirografarios (emitidos por la banca hipotecaria y sociedades financieras) y las nuevas cédulas hipotecarias (emitidas por la banca hipotecaria). Ambos instrumentos tienen intereses mínimos garantizados de 11 y 10% respectivamente. Los bonos quirografarios alcanzaron en 1979 una tasa del 12%, escasamente inferior al 12.3% de inflación; sin embargo, el éxito que puedan tener estos valores estrella es aún dudoso, ya que no han alcanzado magnitudes apreciables en su emisión, además que, al igual que el conjunto de instrumentos financieros, sus tasas reales son negativas. Se sostiene que la tasa real negativa probablemente ha sido un factor atenuante de la tasa de inflación ^{1/}, pero este mismo factor ha motivado la preferencia por los activos externos, con las consecuentes incidencias en el crecimiento preferencial de tenencia en moneda

^{1/} Banco Central de Venezuela, Experiencia reciente en el manejo de la tasa de interés en Venezuela, XVII Reunión de Técnicos Bancos Centrales del Continente Americano, 24-29 noviembre de 1980, Colombia, p. 35.

extranjera acumulada por el público, la banca y otras instituciones financieras.

Respecto a la práctica ya mencionada de indización de ciertos instrumentos de ahorro financiero se puede decir que dentro de los países del Grupo Andino solamente son dos los que han contado con esta experiencia: Colombia y Bolivia. En estos países no es posible encontrar un sistema general de indización igual al que describe la teoría; sin embargo, se puede comentar en qué sentido la indización ha desempeñado un papel desestabilizador en estas economías al hacer uso de medidas de indización parcial, aunque en el fondo el objeto de la utilización difiere considerablemente.

En Colombia la aplicación parcial de topes máximos sobre las tasas de interés, y simultáneamente una indización también parcial y/o la existencia de tasas de interés libres sobre cierta clase de instrumentos financieros, ha logrado crear un desequilibrio institucional durante los períodos de elevada inflación. En este país el banco central ha sido encargado de determinar tradicionalmente las tasas máximas, sobre las operaciones bancarias o no bancarias. Este sistema no enfrentó dificultades mientras la inflación fue de carácter moderado hasta el año 1972. Sin embargo, el aumento de la misma hizo que la política de tasas de interés se tornase cada vez más represiva, como resultado del insuficiente reajuste al alza de las tasas de interés. Este problema de falta de incentivos para ahorrar solo parcialmente pudo reducirse mediante la creación en 1972 de un nuevo sistema de sociedades de ahorro y préstamo, cuyas operaciones fueron indizadas utilizándose el índice del costo de la vida; pero, las autoridades decidieron retornar a la represión financiera en 1974, imponiendo topes máximos también a las operaciones indizadas (ver Cuadro 17-I). Tal política condujo a desequilibrios institucionales, puesto que partió de una respuesta espectacular a la diferencial de tasas de interés creada en favor de depósitos indizados y mantenidos esencialmente en sociedades de ahorro y préstamo, en comparación con los depósitos sujetos a topes máximos en otras instituciones. Al establecerse la indización parcial se

originó la proliferación de las denominadas sociedades de ahorro y préstamo. Estas, durante el primer año de actividades, lograron un volumen de recursos, atraídos por tal medida, que igualaron a los recursos captados por la banca comercial. La política de indización parcial en Colombia se constituyó en una grave amenaza para la estabilidad de los bancos privados, aunque la gran mayoría de éstos estuvieron en condiciones de crear sociedades de ahorro y préstamo bajo su dependencia, además de que las autoridades atenuaron la obligación de invertir todos los fondos en el financiamiento del sector habitacional; el resultado fue que durante algún tiempo el sistema estuvo al borde de la quiebra. La posterior escalada de precios (20.6% en 1973 y 24.3% en 1974) indujo a las autoridades a decidir entre dejar que las tasas bancarias aumentaran hacia el nivel pagado de tasas de interés por las sociedades de ahorro y préstamo y seguir pari-passu la inflación, dejando de luchar contra ella o imponer una reducción de las tasas devengadas en estas últimas. Las autoridades optaron por imponer un tope máximo de 20% anual sobre la tasa efectiva de interés que las sociedades de ahorro y préstamo podían pagar sobre los depósitos, cualquiera que fuese la tasa de inflación, aunque posteriormente (1974) se permitió incrementar la tasa constituyéndose ese 20% en tasa de referencia activa para los UPAC ^{1/} y pasiva para las cuentas de ahorro y certificados de ahorro en las corporaciones de ahorro y préstamo. Al mismo tiempo, se elevaron los topes máximos de las tasas pagaderas sobre los depósitos bancarios. El efecto de estas medidas armonizó la estructura de las tasas de interés y aminoró el desequilibrio, aunque sin alcanzar éstas el nivel suficiente para que los ahorradores recuperaran la pérdida por una inflación en continuo crecimiento. La estructura de las tasas de interés en Colombia ha sufrido a partir de 1974 incrementos para los pasivos de ahorro, pasando de un rango de 12% a 18% en 1979; es decir, en solo seis años se incre -

^{1/} Unidad de poder adquisitivo constante. Se denomina así a los instrumentos financieros indizados sujetos a tasa de referencia activa.

mentó el costo de dinero y del crédito en alrededor de seis puntos; los depósitos a plazo, de 12% a 23% (11 puntos). Los UPAC también incrementaron sus rendimientos, especialmente a través de los certificados de ahorro de valor constante a 6 y 12 meses, cuyas tasas de interés fueron liberadas, si bien sus tasas de colocación tienen topes máximos (20%). La rentabilidad adicional de estos certificados se ha mantenido entre 3 y 5.5 puntos adicionales de 1973 a 1979 (excepto en 1974 que fue de 8 a 9 puntos) sobre su tasa mínima de 20%. Las cuentas de ahorro y certificados en las corporaciones de ahorro y préstamo variaron entre 1.7 y 4 puntos los primeros y 4.3 puntos en promedio los segundos, de 1974 a 1979, siempre sobre la base de 20%. Estos hechos han motivado diversas reacciones por parte de los diferentes estamentos involucrados en la actividad económica. Entre las causas de estos ajustes últimos en la estructura de tasas se encuentra fundamentalmente el examen hecho de los activos financieros vigentes, en los que se denota la incorporación por parte de las autoridades monetarias de nuevos papeles en el mercado que dan una mejor idea de la magnitud del fenómeno y de sus repercusiones sobre los sectores financiero y real de la economía. En la actualidad, considerando el cuadro relativo a las tasas de interés, se observa la introducción de cuatro clases de activos financieros relativamente nuevos (últimos del cuadro) que han venido desempeñando un papel protagónico en la actual tendencia alcista de las tasas de interés, ya sea porque han jugado el papel de arrastrar a los demás al alza, o porque han tenido que mantenerse o acomodarse a la tendencia vigente, y más aún a la política implantada en 1974 de marginar la indización parcial de algunos de esos instrumentos. Es así que los certificados de depósito a término (CDT) de bancos y corporaciones financieras pasaron a convertirse en el nuevo papel estrella del mercado con rentabilidades efectivas que fluctuaron entre 23% y 24% anual para plazos de hasta tres meses. La modalidad de negociación libre de la tasa de interés entre el depositante y la institución, dada la excesiva liquidez existente en la economía, devolvió muchos recursos del mercado extra bancario y de otros activos hacia estos certificados, incrementándose de manera notable las captaciones para los bancos por este medio en alrededor

de un 30%. Esta misma situación no ha sido similar a la captación de recursos a través de los CDT de las corporaciones financieras que incluso han visto reducidas sus captaciones debido a que difícilmente han podido cubrir sus márgenes de intermediación. De todas maneras, la gran liquidez existente en la economía en condiciones de relativa libertad para determinar los niveles de las tasas indujo a una competencia entre las instituciones bancarias por captar recursos de los cuales estaban escasas, lo que llevó a los CDT a los niveles altos arrastrando de paso a los demás activos financieros. En cuanto a los Títulos de Participación y los Títulos Agroindustriales del Banco de la República, en 1979 ostentaron tasas que fluctuaron entre 28% y 30%, las más altas del sistema (aún por debajo de las tasas del mercado extra-bancario), pero que arrojan una diferencia positiva respecto a la tasa de inflación. Estos rendimientos competitivos con los demás activos financieros están sirviendo de presión al alza del resto de las tasas de interés. Se dice que estas operaciones de mercado abierto deberían ser para captar los excesos de liquidez únicamente y no competir con los intermediarios financieros ^{1/}, ahora que los fondos de ahorro se orientan hacia instrumentos como la venta de cartera y operaciones fiduciarias ^{2/}. Lo cierto es que las tasas de los títulos de participación se han constituido en el punto de referencia obligado. Por último, los Certificados de Cambio son papeles que no devengan interés alguno, pero su rendimiento depende del descuento con que se negocie y de la tasa de devaluación; fueron creados principalmente con objetivo distinto a los instrumentos anteriormente mencionados: neutralizar o diferir la monetización del flujo de divisas por exportación.

^{1/} Mauricio Cabrera Galvis, "La liberación del sistema financiero y las perspectivas del mercado de capitales", en Sistema Financiero y Políticas Antinflacionarias, 1974-1980, Asociación Bancaria de Colombia, Agosto de 1980. P. 276.

^{2/} Mauricio Cabrera Galvis, "La liberación" Op. cit. p. 276

En el caso de Bolivia, en enero de 1974 el gobierno implantó una forma de indización sobre los depósitos de ahorro en los bancos que indica relación con la denominada "cláusula de mantenimiento de valor" para depósitos de ahorro de personas naturales. Esta cláusula de valor en dólares de estos depósitos se constituyó a fin de estimular el ahorro y dar protección a los ahorradores en casos de una posible devaluación, así como implantar confianza en el signo monetario. Este sistema, a partir de agosto de 1975, se hizo extensivo a los depósitos a plazo en moneda nacional. La garantía de valor en dólares no fue aplicada a la cartera de préstamos de los bancos, de suerte que para protegerlos contra pérdidas el Banco Central de Bolivia se hizo garante de dicha obligación. Esta política en vez de introducir confianza en el peso boliviano hizo desconfiar del mismo, dolarizando la economía en forma extrema. La medida fue prácticamente ineficaz para proteger a los ahorradores contra la inflación, colocando al Banco Central en peligrosa obligación de suministrar los fondos necesarios para garantizar la cláusula establecida, con la resultante expansión monetaria, tendiendo automáticamente a contrarrestar los efectos deseables de la devaluación. En efecto, mediante la devaluación del 30 de noviembre de 1979, cuando el valor del dólar pasó de 20.0 a 25.0 pesos, los activos sujetos a cláusula dólar alcanzaron un monto cercano a los 4,000 millones de pesos bolivianos, lo que significó que aproximadamente el Banco Central asumiera la diferencia de responsabilidad devaluatoria por un monto cercano al 25% de la cifra indicada, cuya significación resulta casi el 10% de la base monetaria acumulada, pero el 100% de su incremento ^{1/}. La medida atinada de suprimir la cláusula de mantenimiento de valor fue en cierto grado positiva, puesto que la economía boliviana había entrado en una etapa de dolarización tal que indujo a que muchas de las transacciones, sobre todo en activos reales o físicos, se realizaran en ese tipo de moneda. Para las asociaciones de ahorro

^{1/} La aplicación de esta corrección fue diferida por tres meses para evitar la salida de estos fondos después de la aplicación de la cláusula. La corrección fue inferior al 25%, pero superior al 20%.

y préstamo la garantía de valor dólar fue aplicada de facto por instrucción del Banco Central, basada en la reglamentación de las cajas de ahorro. Sin embargo, la diferencia con los bancos comerciales es que las asociaciones de ahorro y préstamo tenían que transferir el costo de la operación a sus prestatarios. En el mismo año de la devaluación se elevó la tasa (Cuadro 16-I) nominal máxima activa de la banca comercial de 15% (que estaba vigente desde 1974) a 19%. Las tasas pasivas fueron elevadas del 10% al 15% para depósitos de ahorro y de 11.75% a 16% para depósitos a plazo. El interés del 9% para depósitos a plazo en moneda extranjera se mantuvo, como forma de desincentivar su captación. Las tasas activas del Banco Central (con algunas excepciones) no sufrieron modificación alguna. A fines de 1979 la tasa de redescuento se fijó en alrededor del 18%.

En Ecuador las tasas vigentes en 1979 no han sufrido variación desde 1975 (ver Cuadro 18-I). Su estructura de tasas es la más baja, conjuntamente con Venezuela, debido al soporte que hace el Banco Central a la política desarrollista del gobierno. La tasa máxima más alta corresponde a las operaciones pasivas que detentan un 12% para cédulas hipotecarias, bonos del estado, bonos de prenda y obligaciones emitidas por sociedades anónimas. Siguen los depósitos en mutuales de ahorro y préstamo con 8% a 10%, de acuerdo con el período. Para los depósitos de ahorro en bancos la tasa de interés es de 6% y 7%; tasas considerablemente bajas comparadas con su tasa de inflación promedio en la década de 12.5%.

d). Operaciones de mercado abierto y mercado de valores.-

Teóricamente las operaciones de mercado abierto constituyen el instrumento más adecuado desde el punto de vista de la política monetaria. Tradicionalmente se ha considerado como un instrumento cuya utilización permite a la autoridad monetaria cuantificar el efecto de su acción sobre el stock de dinero. La ventaja de la utilización de este instrumento radica en permitir al banco central aumentar o reducir la base monetaria. Sin embargo,

el requisito básico para poder utilizar este instrumento es contar con un mercado de capitales de cierto desarrollo y la existencia en el mercado de un stock suficiente de instrumentos susceptibles de ser operados por la autoridad monetaria, a fin de producir el efecto deseado de la emisión. Estos instrumentos pueden ser tanto de deuda pública como privada.

Por lo anterior, las operaciones de mercado abierto parecen ser un eficaz medio de afectar la base monetaria; pero el desarrollo de expectativas racionales muestra que el uso de los mercados en los países de la subregión para realizar estas operaciones con el objeto de afectar la base no ha sido considerado así, con cierto grado de excepción para Colombia; primero, porque siempre estuvo lejana la voluntad y facultad de los bancos centrales de modificar el tipo de interés al que se cotizan los valores; de otra manera, el mercado hubiera determinado la magnitud de la operación (por consiguiente la base) en lugar del banco central ^{1/}. Segundo, porque los bancos centrales han actuado no con sentido de apoyar la política monetaria de sus autoridades sino de reducir el costo del servicio de la deuda interna de sus gobiernos para apoyar el déficit de sus finanzas públicas, a través de la colocación de los valores del estado por ser agentes financieros de éste.

A excepción de Bolivia, los países han practicado incursiones en el mercado de valores mediante la realización de operaciones de mercado abierto, sin haber alcanzado éstas relevancia, comparativamente a las economías desarrolladas; es decir, la diferencia refleja el desarrollo aún no logrado por los países andinos de sus mercados de bonos.

Los esfuerzos gubernamentales por acrecentar los mercados de valores a través de las operaciones de mercado abierto se pueden concen -

^{1/} Khatkhate, Deena R., Evolving open market operations in a developing Economy: The Taiwan Experience, The Journal of Development Studies, January, 1977.

trar en los siguientes hechos:

- i) Compras de valores públicos por el banco central 1/.
- ii) Reservas obligatorias de los bancos comerciales y sociedades financieras y de seguros a los que se permite incluir valores de gobierno.
- iii) Establecimiento de cuentas en margen y préstamos bancarios para financiar la compra de valores; y
- iv) Política de aliento a las empresas para comprar valores del gobierno.

La compra de valores del estado por parte de los bancos centrales y el apoyo que éstos dan al mercado de obligaciones del estado ha sido una práctica muy extendida. Esto, junto con las reservas obligatorias para los bancos comerciales, sociedades financieras y otras instituciones han constituido el principal instrumento utilizado para la creación del mercado de valores en favor del estado. En general, es así como se ha logrado colocar los valores del estado entre las instituciones financieras, aunque no necesariamente esto haya significado que el ahorro genuino haya sido encauzado hacia el sector público. Generalmente la compra de los valores del estado (incluyendo las de los bancos centrales) por parte del sistema financiero ha ido unida a una mayor cuantía de crédito del banco central a los bancos comerciales o a instituciones de crédito hipotecario, lo que indica que en los países de la subregión, con cierto grado de excepción para Colombia, no hay un auténtico mercado de valores. La única forma de colocar valores, sería tal vez que los gobiernos pagaran tipos de interés competitivos, como lo viene realizando Colombia.

La interrogante actual que se plantea para estos países es, si es conveniente que sus gobiernos acaparen una proporción de los recursos financieros disponibles en los mercados, en menoscabo de la parte que pudiera corresponder al sector privado.

1/ Que en última instancia es un crédito al gobierno.

En principio, la operabilidad de los mercados de valores es incipiente y casi de reciente creación. Tal vez eso justifica que para lograr etapas de evolución en los mercados de capitales se ha hecho conveniente fomentar la inversión en valores del estado, por carecer éstos del factor riesgo, lo que contribuye a la orientación del público hacia su introducción en este tipo de mercado. Por tanto, el acaparamiento de fondos que apoya fundamentalmente el déficit público se ha resuelto en la medida en que los gobiernos utilizaron sus ingresos de la venta de valores en el financiamiento de sus préstamos a otras operaciones financieras.

En cuanto al establecimiento de cuentas de margen, ésta es una práctica que no ha resultado por sus derivaciones de carácter especulativo. Los bancos al realizar préstamos con garantía de valores, especialmente en margen, los utilizan generalmente cuando se ven en situaciones de desencaje, presionando para la colocación de valores como parte del encaje. También está la práctica de utilización de un porcentaje de las cuentas para la compra de valores del gobierno, y sucede que la mayoría de los bancos centrales prestan dinero a los bancos comerciales, previa entrega, como garantía, de estos valores emitidos por el estado.

Por último, la práctica de alentar a las empresas a la compra de valores del gobierno, llámense bonos de exportación sujetos a cuotas de la misma actividad o a la realización de importaciones, o pagarés de emergencia económica o de estabilización monetaria, etc., ha introducido la no asignación óptima de recursos a bajas tasas fijas de interés, por debajo de otros instrumentos.

En el Ecuador, la evolución de la bolsa de valores depende sustancialmente del gobierno y del banco central, ya que si a los bonos de estabilización y aceptaciones bancarias, negociados por el banco central, se agrega la colocación de bonos del estado, certificados de ahorro tributario y pagarés del estado, se infiere que el sector público posee destacada importancia en la supervivencia de las bolsas de valores de es-

te país, ya que sus títulos cubren el 81.5% del volumen de transacciones, denotando una exagerada dependencia ^{1/}.

En Perú, dadas las circunstancias del proceso de su economía, el volumen de transacciones en las bolsas de valores ha permanecido relativamente estancado. Así, el volumen de las operaciones de la Bolsa de Valores de Lima ascendió a 21.900 millones de soles durante 1979, en fuerte contraste con el de 8.200 millones de soles negociados en 1978. La importancia del tesoro en la colocación de valores se aprecia en las siguientes cifras: a fines de 1979, el total de bonos de inversión pública circulante fue de 135.300 millones de soles, lo que significa un aumento de 59.4% sobre 1978. De este total, el 78.4% fue absorbido por inversionistas no bancarios ^{2/}. La significación de los valores gubernamentales en estos inversionistas sobre las operaciones en la bolsa es, por tanto, de aproximadamente 1.8 veces.

En Venezuela, por el comportamiento de los principales instrumentos financieros utilizados en las transacciones efectuadas en el mercado de capitales, se hacen evidentes los riesgos del cada vez menor crecimiento del mercado. Así, en 1979, en las diferentes modalidades constitutivas del conjunto de valores de renta fija, se aprecia una significativa reducción (-65.7%) en el monto colocado de nuevos títulos; éstos, a su vez, representan sobre el 60% de los valores privados (Cuadro 22-I).

En el caso de los títulos privados, el nivel de colocaciones netas en 1979 puso de manifiesto las dificultades que confronta este mercado para la venta de sus valores, derivados del alza de interés y la com -

^{1/} Banco Central del Ecuador, Memoria 1979, Quito, p. 83.

^{2/} Banco Continental, "La situación económica del Perú", Informativo Trimestral, Lima, diciembre de 1979.

Cuadro No. 22-I

Venezuela: Colocación de Valores del Sector Privado y Público

<u>Valores</u>	(millones de bolívares)		<u>△%</u>
	<u>1978</u>	<u>1979</u>	
a. Valores Privados	5.582	1.915	- 65.7
b. Valores Públicos	<u>3.858</u>	<u>1.158</u>	- 70.0
c. Total	9.440	3.073	- 67.4
b/c . 100	40.9	37.7	
b/a . 100	69.1	60.5	

Fuente: Elaborado con base en Memorias Anuales 1978 y 1979, Banco Central de Venezuela.

petencia de otros instrumentos (depósitos a plazo, certificados de ahorro y bonos quirografarios) que se hicieron mucho más atractivos.

e). Otros instrumentos de control monetario.-

Todo el análisis precedente ha permitido ubicar la función de los instrumentos tradicionales de control monetario dentro del contexto de cada uno de los países. Sin embargo, la lista de estos instrumentos no sería completa si no se mencionan algunos. El inventario sería evidentemente largo, pero por la discontinuidad de su vigencia por ser muchos de ellos de carácter fiscal bajo control administrativo de las autoridades monetarias, solo se incluyen en el Cuadro 23-I aquellos de importancia, sin entrar en la difícil cuantificación de la eficacia instrumental de los mismos.

La fijación de Topes de Cartera o límites directos de crédito bancario han sido en los países del Grupo Andino, con el propósito de forzar a los bancos a la realización de préstamos que las autoridades han querido favorecer a través de una política de reorientación del crédito a ciertas actividades prioritarias en monto y tiempo y que de otra manera se ha-

C u a d r o No. 23-i

Grupo Andino : Otros Instrumentos de Control de la Política Monetaria

	1970	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Bolivia								
Requisitos de Cartera y Topes de Crédito	El 70% de la cartera constituyen créditos a los "sectores productivos"; el 30% restante al sector "comercial"	Sin modificación	Sin modificación	Se eleva de 70 a 75% la asignación de cartera para créditos a los sectores "reales" y 25% para el sector "comercial"	Sin modificación	Manteniendo esa composición de cartera en Junio se establece que un 15% de la misma; la banca nacional deberá otorgar créditos de 2-3 años plazo. 25% para la banca extranjera.	Sin modificación	Sin modificación
Depósitos Previos de Importación.				Se instituye en octubre, el 25% sobre el valor CIF de las importaciones por un plazo de 180 días.	Se introducen excepciones y para ciertos bienes se rebaja hasta 10% y 5% respectivamente. Representa el saldo 5% de M ₁ .	Se introducen nuevas excepciones	Sin modificación	En septiembre se eleva a 500% el depósito previo para 000 artículos. Esta elevación se deroga en noviembre. El saldo es de 3.5% de M ₁ .
Control de Endeudamiento Externo.						En Junio se establece el 10% de depósito por préstamos o líneas de crédito externas de corto plazo (menos de 1 año).	Se limita el endeudamiento externo (préstamos creditivos) a los niveles observados en junio.	En noviembre se limita la contratación de créditos extranjeros a la banca, no debiendo exceder el saldo de las obligaciones a 100 millones de dólares para la banca gubernamental y 115 millones para la banca privada.
Colombia								
Requisitos de Cartera.	Mínimo del 30% de depósitos de ahorro debe invertirse en "Bonos de Desarrollo"	Se elimina el requisito de Cartera de Desarrollo.	44% (mínimo) de depósitos de ahorro deben invertirse en "bonos de ahorro y vivienda"	Sin modificación	Elevación de los porcentajes de Inversiones obligatorias.	De la cartera total se eleva del 15 al 18% la inversión obligatoria en "Bonos de Desarrollo Agrícola".	Se regula sobre el Crédito de Fomento a atender con cartera de los bancos y la compra de bonos de desarrollo económico.	Sin modificación
Topes de Crédito	Se establecen para algunas actividades sin una definición de tope.	Tasas trimestrales de aumento permitido para bancos comerciales. No tuvo efectividad debido a las exenciones.	Reducción de las exenciones a los topes trimestrales. En el tercer trimestre se eliminan los topes.	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Se introducen nuevas regulaciones.	Sin modificación
Depósitos Previos de Importación.	Vigencia y establecimiento de varios tipos.	Vigencia de varios tipos. Se eliminan paulatinamente a medio año para ser sustituidos por el "requisito de pago anticipado"; a fines de año los depósitos previos representaron el 9% de M ₁ .	Continúan reduciendo para acelerar pagos. El saldo se mantiene aproximadamente en 7% de M ₁ .	Se elimina para algunos casos el requisito de pago anticipado de importaciones y se reducen para otros. El saldo del depósito previo se reduce a 3.5% de M ₁ .	Eliminación total del saldo del depósito previo. Se reemplaza el requisito de pago anticipado.	Se eleva requisito de pago de importaciones y se extiende el mismo para otros pagos.	Sin modificación durante el primer semestre. Se reintroducen los depósitos previos con el 80%. Se aceptan certificados de cambio como depósito previo.	Se eleva el depósito de 30% a 45%. A partir de junio se crea y aumenta el depósito previo adicional en moneda nacional de 40% para bienes de consumo y de 60% para otras importaciones a un 95% unificado.
Control de Endeudamiento Externo.	Se implantan algunas limitaciones al endeudamiento externo.	Se promueve el endeudamiento externo excepto para el financiamiento de exportaciones y proyectos de inversión.	El control de la deuda externa pasa a la Junta Monetaria.	Regula la Junta Monetaria.	Se implantan medidas adicionales de control de endeudamiento.	Se aceleran los pagos al exterior por endeudamiento.	Sin modificación.	Sin modificación.
Ecuador								
Requisitos de Cartera y Topes de Cartera	Vigencia de la estipulación que el crédito al sector privado no debe crecer más allá del 3% mensual.	Sin modificación	Sin modificación	Se fija 15% anual de aumento de crédito al sector privado entre enero-junio; para el segundo semestre se fija como tope el nivel del crédito alcanzado en mayo. Solo 30% de la cartera sujeta a tope. La política es regular la distribución del crédito y no el volumen.	Se introducen considerables excepciones al tope de crédito. Se fija entre 1% y 1/2% trimestral el tope de crecimiento del crédito al sector privado.	Se aumentan las excepciones. Se establece a partir de junio el 3% el margen de expansión trimestral del crédito.	Sin modificación	Sin modificación

Ecuador (Cont.)

Depósitos Previos de Importación.	Vigencia de topes diferenciales de depósito previo para el sector privado. El saldo representa el 21% de M ₁ .	Se eliminan el depósito y los saldos.	Sin modificación	Se instituyen depósitos para algunos bienes el saldo alcanza al 6% de M ₁ .	Sin modificaciones Saldo 11% de M ₁ .	Se exceptúan algunos bienes. Saldo 7% de M ₁ .	Sin modificación Saldo 7% de M ₁ .	Sin modificación Saldo 7.3% de M ₁ .
Control de Endeudamiento Externo.	Ninguno	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Se garantiza la tasa oficial de cambio en 25 sucres para operaciones de intercambio que utilicen créditos internacionales garantizados por el gobierno. Asimismo se establece un tope de 2 puntos adicionales a la Libor o "prime rate" como pago de tasas de interés anual en créditos externos contratados.

Perú

Requisitos de Cartera y Topes de Cartera	Vigencia de la estipulación de créditos preferenciales de fomento.	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación	Sin modificación
Depósitos Previos de Importación y Exportación					Se implanta el financiamiento obligatorio de las importaciones.	Sin modificación	Eliminación progresiva del financiamiento obligatorio de las importaciones.	Retención porcentual y temporal de divisas provenientes de las exportaciones: café, algodón, minerales y petróleo. Se autoriza el pago anticipado de importaciones financieras.
Control de Endeudamiento Externo.							Retención del 10% de las divisas provenientes de créditos externos de corto plazo.	En agosto es elevada a 15% la retención de financiamiento externo a corto plazo.

Venezuela

Requisitos de Cartera	Ninguna	Ninguna	Ninguna	5% de la cartera destinado a crédito agrícola. Cualquier deficiencia debe cubrirse con encaje del 100%.	Se eleva al 10% el requisito de cartera agrícola. Para Bancos Hipotecarios y Compañías Financieras se fija el requisito de 20% en crédito para vivienda. Las diferencias se cubren con el 100%.	Se eleva a 20% el requisito de cartera agrícola. El requisito para compañías financieras y Bancos Hipotecarios se eleva a 25%.	Sin modificación	Se establece que los créditos a compañías con más del 50% de capital extranjero, no deberá sobrepasar el 40% del capital pagado y reservas.
-----------------------	---------	---------	---------	---	---	--	------------------	---

Fuente: Elaborado con base en Reuniones e Informes de los Bancos Centrales.

brían canalizado a actividades improductivas.

Otro instrumento de control monetario muy utilizado en algunos de estos países, son los Depósitos Previos de Importación, que fueron manejados en apoyo a la balanza de pagos para limitar las importaciones vía restricción de la liquidez. La característica de estos depósitos ha tenido diversas modalidades y porcentajes variables en cada país que ha utilizado este instrumento; así, en unos el depósito se realiza directamente en el instituto emisor, mientras que en otros en la banca comercial sujetos a encaje de hasta 100%. Por otra parte, los mayores porcentajes de depósito sobre el valor CIF de las importaciones han correspondido a los denominados bienes suntuarios. Inicialmente el uso de este instrumento para-arancelario tuvo éxito en la restricción de la liquidez, pero su perforación se debió fundamentalmente a las excepciones paulatinamente introducidas, neutralizando el efecto buscado.

Por último cabe mencionar, la vigencia de los controles o limitaciones al endeudamiento externo del sistema bancario, principalmente para evitar el cada vez mayor flujo de crédito externo de corto plazo y más bien incentivar el de mediano y largo plazo. Generalmente esta medida ha sido apoyada con disposiciones de registro obligatorio de los créditos externos en el Banco Central y con el establecimiento de impuestos a los créditos con el objeto de reducir los influjos especulativos de capital externo.

C.- La inflación y la represión financiera

a). Represión financiera

En general, los experimentos de fijación de tasas mínimas y tasas máximas no fueron, de hecho, concebidos con miras a que el comportamiento de la tasa de interés sobre las obligaciones del sector financiero con el público se elevase al nivel necesario para absorber la inflación, ya que las tasas mínimas sobre las obligaciones se han caracterizado por ir acompañadas de tasas máximas sobre el lado del activo de las instituciones financieras

afectadas. Como las tasas de interés máximas sobre los préstamos limitaron el nivel que aquellas instituciones podían pagar por los pasivos, no ha sido posible lograr el pleno ajuste a las presiones inflacionarias.

Es difícil determinar si las variaciones de la política antes descrita de estos países en materia de tasas de interés en los últimos tres años fueron en general consecuencia de un mayor conocimiento de las cosas o bien constituían ajustes, aunque tardíos, al nuevo ambiente inflacionario que ha venido caracterizando a las economías y enfatizándose sobre todo durante el último quinquenio de los setenta. Es de apreciar que puestas en práctica las políticas de ajuste, los esfuerzos de estos países se vieron en cierto grado menoscabados por los nuevos e inesperados acontecimientos observados en los últimos años. Más aún, el cambio vislumbrado de las actividades políticas con respecto a las tasas de interés no fue suficiente para reducir en todos los casos la amplitud de la represión financiera ni mejorar tampoco, en su conjunto, la estructura de las tasas de interés reales.

Observando las series estadísticas de las tasas de interés sobre los depósitos de ahorro (Cuadro 24-I)^{1/} puede verse que la tasa sobre depósitos de ahorro en el sistema bancario de los países andinos fluctuaba desde un mínimo de 4.0% en Venezuela hasta un máximo de 30.5% en Perú. Las tasas de interés pagadas por otras instituciones financieras, como el caso de las asociaciones de ahorro y préstamo, se encontraban cercanamente parecidas a las tasas instituidas pagadas por los bancos comerciales (ver cuadros de tasas de interés de cada país).

^{1/} Estas cifras no son necesariamente representativas del sistema financiero, debido a su fijación de carácter legal por los ministerios de finanzas, hacienda o resoluciones de juntas monetarias. Como no se dispone de tasas pagadas efectivamente, se asumirá el supuesto de que estas series se aproximan a las tasas efectivas en algunos casos. En realidad, las tasas efectivamente pagadas son diferentes, por lo cual es necesario indicar que existe un gran margen de variabilidad entre las disposiciones legales y las tasas efectivamente impuestas.

CUADRO No. 24 - I

GRUPO ANDINO: Tasas de Interés sobre Depósitos de Ahorro: 1970-1979

(Por ciento)

Países	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979(*)
Bolivia	10(m) ^{1/}		10(M) ^{2/}	10(m) ^{3/}	10(m,I) ^{4/}					15(m) ^{5/}
Colombia (M)	4.1		8.8 ^{6/}		9.3 ^{7/}	12.8 ^{8/}	18.0 ^{9/}			
Ecuador (M)	6.0									
Perú (M)	5.0						9.0 ^{10/}	11.5	29.0	30.5
Venezuela	4.0(m)						5.0(m) ^{11/}			6.5(M)

Fuente: Bancos Centrales, Informes Anuales; Boletines y Memorias Anuales.

(*) Datos preliminares.

M) = Máxima; (m) = mínima; (I) Indexada.

^{1/} Vigente desde el 25 de octubre de 1969.

^{2/} A partir del 27 de octubre.

^{3/} A partir del 26 de octubre.

^{4/} Sujeta a "Cláusula de Mantenimiento de Valor" en dólares para ahorrantes naturales, a partir del 20 de enero.

^{5/} A partir del 30 de noviembre; se elimina la "Cláusula de Mantenimiento de Valor".

^{6/} A partir de mayo.

^{7/} A partir del 2 de agosto

^{8/} A partir del 3 de marzo

^{9/} A partir del 31 de marzo

^{10/} A partir de julio

^{11/} A partir de abril

En la mayoría de los casos, las tasas de interés no guardaban armonía con la tasa de inflación que tenía lugar en éstos, denotándose, tasas de interés reales negativas. Colombia y Perú tal vez fueron los únicos países que tendieron a la búsqueda del mejoramiento de sus tasas de interés reales, pero no pudieron alcanzarlas; caso del Perú, sólo en 1979 en instrumentos pasivos debido a la disminución de su creciente espiral inflacionaria; en Colombia algunos instrumentos lograron una tasa de interés real positiva: los UPAC, depósitos a plazo, cuentas y certificados de ahorro y los títulos de participación.

A pesar de la reestructuración de las tasas de interés y de cambio en las modificaciones de fijación de las mismas, no ha sido posible eliminar la subvención en las tasas de interés dirigidas a los créditos de fomento, sobre todo a la banca de fomento o estatal. De ahí que la tónica de estos países es la vigencia de tasas de interés reales negativas en casi toda la década, con alguna excepción para Bolivia.

Observando el Cuadro 24-I, hasta 1975 hubo una tónica, con excepción de Colombia, de no alteración de las tasas de interés sobre depósitos de ahorro; sin embargo, en 1976, exceptuando a Ecuador y Bolivia, se manifiesta un aumento general de las tasas de depósito de ahorro en todos estos países, en respuesta a la creciente tasa de inflación. Pero los reajustes posteriores se retardan significativamente en todos los casos, excepto en Perú. Este país hizo cuatro modificaciones desde 1976 hasta el año de 1978. En 1979 todos los países, salvo Ecuador y Colombia, incrementaron las tasas sobre depósitos de ahorro en forma sustancial. Es así que en Bolivia se autorizó pagar hasta un 15% como mínimo sobre los depósitos; en Colombia se mantuvo el 18%; en Ecuador el 6% no sufrió alteración alguna; en Perú, del 9% que estaba establecido en 1976 alcanzó 30.5% en 1979; Venezuela, que inicialmente tenía una actitud similar a la de Ecuador, modificó su tasa mínima de interés de 1976 pasando de 5% a 6.5%.

A decir de Mckinnon, sobre la represión financiera, teóricamente las tasas de interés reales sobre préstamo deben aproximarse a la tasa promedio de rendimiento del capital. Por tanto, un sistema de intermediación financiera de tasas reales positivas sobre el pasivo con la finalidad de estimular el ahorro financiero, debe guardar una distancia suficiente entre las tasas del pasivo y las del activo con el objeto de ofrecer a las instituciones una adecuada tasa de rendimiento ^{1/}. Sin embargo, para los países andinos se hace difícil evaluar esa distancia suficiente. Pese a ésto, interesa ver las connotaciones y aproximadamente cuantificar la magnitud de la represión financiera.

La evidencia empírica enseña que existen una fuerte y positiva relación entre las tasas de interés real de préstamos y la tasa de inflación y una relación negativa entre la inflación y la tasa real de interés de depósitos, aún cuando las restricciones de usura no están presentes ^{2/} ni otra forma de represión como es el impuesto del encaje. Para el caso que acá interesa, se cuantificará y analizará la segunda relación y posteriormente la primera.

Después de corregir por la inflación las tasas nominales, el Cuadro 25-I, describe el movimiento de las tasas reales de interés sobre depósitos de ahorro durante la década. En 1970, la tasa real de depósitos fue negativa sólo para Colombia por ser este país típicamente inflacionario, mientras que en los restantes su inflación era moderada. Esta situación se empieza a modificar sustancialmente al año siguiente, en que para Colombia, Ecuador y Perú, por el inicio de su elevada inflación, en el

1/ Ronald I. Mckinnon, Dinero y Capital en el Desarrollo Económico; en "Estudios" del CEMLA; Publicación conjunta con el Programa de Desarrollo de Mercados de Capital de la OEA; México, 1974, págs. -84-97.

2/ Ronald I. Mckinnon, Represión Financiera y el Problema de la Liberación dentro de los Países menos Desarrollados; Cuadernos de Economía de la Universidad Católica de Chile, No. 47; Santiago de Chile, Abril de 1979, págs. 12-16.

curso de 1971-79 registraron tasas reales negativas (con excepción para Colombia en 1978) sobre los depósitos de ahorro. Bolivia sólo en 1973-74 y 1978-79, por sus altas tasas de inflación, acusa tasas reales negativas, mientras que Venezuela a partir de 1973 deja de lograr, por el resto de la década, tasas reales positivas.

Cuadro No. 25-I

Grupo Andino: Tasas Reales de Interés sobre Depósitos de Ahorro
(En porciento)

<u>Años</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
1970	5.87	- 2.53	0.86	0.10	1.36
1971	6.18	- 3.97	- 2.30	- 1.78	0.68
1972	3.29	- 4.06	- 1.67	- 1.96	1.17
1973	-16.41	- 9.78	- 6.19	- 4.11	- 0.10
1974	-32.39	-12.07	-14.03	-10.18	- 4.06
1975	1.85	- 8.22	- 8.07	-15.05	- 5.54
1976	5.26	- 1.99	- 4.25	-18.35	- 2.51
1977	1.76	-11.34	- 6.19	-19.26	- 2.51
1978	- 0.36	0.17	- 5.10	-18.25	- 2.05
1979	- 3.93	- 5.30	- 3.81	-21.72	- 2.16

Fuente: Elaborado con base en datos de los Cuadros 21 y 24-I conforme a la siguiente fórmula : $R = (r - \dot{p}) / (1 + \dot{p})$, donde r = Tasa Nominal de Interés; \dot{p} = Variación del Índice de Precios al Consumidor.

La importancia de los depósitos de ahorro en el conjunto de los países se ha venido constituyendo en un componente cada vez más predominante de la estructura del pasivo del sector financiero; ahora bien, dadas las diferencias entre las tasas de los depósitos de ahorro y otras tasas correspondientes a instrumentos financieros más sofisticados, especialmente los valores de nueva cuenta aparecidos a finales del decenio, se han constituido en indicador de la represión financiera dirigida al

ahorrador promedio, aunque ésta probablemente haya sido en parte limitada con la proliferación y expansión ^{de} Mutuales o Sociedades de Ahorro y Préstamo para la vivienda, apoyadas por los propios gobiernos con tasas de interés subsidiadas. Esto probablemente tuvo dos efectos importantes: fue favorable desde el punto de vista de la distribución del ingreso y, ayudó a reducir el grado de la represión financiera para ciertos estratos, aunque lo más seguro es que se haya agravado en ambos sentidos por la política del encaje.

b). La Inflación y el Encaje Legal

Se dijo que para estos países, se hace difícil apreciar cuál es esa distancia entre tasas del pasivo y el activo, por la existencia de estructuras de tasas no uniformes, en las que priman las restricciones al sistema bancario competitivo a través de la fijación de los topes máximos y mínimos sobre las tasas de interés y el encaje promedio elevado que afecta a todos los pasivos (e) y extrae fondos de préstamos potenciales fuera del mercado de préstamos (P), llevándolos al gobierno, vía Banco Central. La imposición del encaje legal ha desplazado linealmente la oferta de los depósitos en los países después de restar el flujo del señoreaje, sobre los pasivos constituidos (D), tal como se ilustra en la relación: $P=(1-e)D$.

Ahora bien, el encaje legal ha obligado a la banca privada a reducir (o incrementar) sustancialmente su tasa de interés de depósito y aumentar las tasas efectivas de préstamo, reduciendo de este modo el flujo de fondos de préstamos. Esa reducción en la década ha dependido en gran parte de la tasa de inflación, aún cuando las tasas de interés nominal efectiva se hayan podido ajustar para tomar en cuenta la inflación.

La relación entre el encaje, las tasas de interés y la tasa de inflación se ilustra a modo de ejemplo, con el resultado acaecido en los países, en que las tasas de interés real activas de los préstamos ordinarios con depósitos de ahorro se encuentran muy por debajo de las tasas nominales cobradas (ver Cuadro 26-I), e incluso considerablemente negativas.

Cuadro No. 26-I

Grupo Andino: Comparación entre Tasas Nominales (r) y Tasa Real (R) ^{1/}
Sobre Préstamos Ordinarios

(En porciento)

<u>Años</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
1970					
r	15.0 ^{2/}	14.0	12.0	12.0 ^{3/}	11.0
R	9.7	- 1.1	2.4	1.4	1.8
1974					
r	15.0	16.0	12.0	12.0	11.0
R	-20.6	- 9.0	-11.7	- 8.5	- 3.6
1975					
r	15.0	16.0	12.0	12.0	10.0
R	5.7	- 4.6	- 6.3	-12.9	- 5.0
1979					
r	19.0	18.0	12.0	32.5	12.0
R	- 2.2	2.6	- 2.9	8.3	- 4.4

Fuente: Elaborado con base en los Cuadros 15 al 20-I.

^{1/} Cálculo realizado con base en las siguientes relaciones que reflejan la condición de ganancia cero de los bancos comerciales:

$$r_p = r_d / (1-e) \quad (1)$$

$$R_p = R_d / (1-e) + \dot{p} (e / 1-e) \quad (2)$$

Las relaciones (1) y (2) indican que la cantidad por la que el interés real de préstamos (Rp) es mayor que el interés real de los depósitos (Rd), es una función creciente del encaje legal (e), de la inflación (\dot{p}) y de la tasa de interés nominal de los depósitos (r_d) o Rd. (Para una mayor comprensión de estas relaciones ver R. I. Mckinnon; Represión Financiera. Op. Cit. págs. 12-18).

^{2/} Corresponde al año 1973.

^{3/} Corresponde al año 1974.

Nota: En el cálculo realizado no se han considerado encajes marginales ni adicionales.

Los resultados dicen que en estos países, el encaje legal, la inflación y las tasas nominales, han forzado al sistema bancario comercial a una situación de desequilibrio, agudizando la desintermediación financiera. Los países que más denotan la represión financiera hasta 1975 son Colombia, Ecuador y Perú. Venezuela corre el riesgo que al acrecentarse su tasa de inflación observada y no revise más concienzudamente su política de tasas de interés, tanto pasivas como activas, dando cierto grado de liberación, deteriore aún más el rendimiento real de sus operaciones activas. Bolivia por su parte, por la inflación importada acaecida en 1974, muestra la tasa activa negativa más alta del grupo, la misma que se hace positiva en 1975; sin embargo pese a haberse revisado el nivel de tasas de interés activas, pasivas y disminuir el promedio de encajes en 1979, la tasa real negativa a alcanzar hubiera sido ligeramente superior a la observada.

El factor paliativo de compensación a la situación considerada, posiblemente fue el lado de la elevación del costo de los servicios bancarios, el acceso de crédito del Banco Central y la intermediación sobre ciertos recursos de carácter selectivo (de fomento) llevados por el gobierno a través de su agente financiero.

La conclusión sobre la situación observada es bastante clara: el peso del encaje en el flujo de fondos para préstamos ha dependido directamente de la tasa de inflación. A medida que el encaje promedio ha crecido y también la inflación, la distancia entre la tasa pasiva y activa se ha hecho enorme porque refleja el señoreaje que se viene sacando del mercado de préstamos.

Las elevadas reservas bancarias que no generan interés son esencialmente la base sobre la cual el impuesto inflacionario se aplica, haciendo que el sistema de intermediación en estos países se torne cada vez más sensible. Finalmente, en la expansión de los mercados extrabancarios o no institucionalizados, han venido prevaleciendo tasas de interés atractivas, causadas por la represión financiera institucional; si bien pu

dieron haber contribuido a reducir en cierto grado la represión financiera, también pudieron haber ahondado los deteriorantes efectos de la represión institucional en la distribución del ingreso y la desintermediación financiera, como es el caso de las innovaciones financieras en Colombia, el money-desk en Bolivia y las mesas de dinero caliente en Venezuela.

CAPITULO II

Intermediación Financiera y Crecimiento Económico

Introducción

El proceso de crecimiento económico requiere de capitalización. La formación de capitales está estrechamente relacionada con el ahorro y la inversión.

En la primera parte de este Capítulo II se verán algunas cuestiones acerca de la base teórica de la intermediación financiera, luego en la segunda parte, se presenta el análisis empírico de la experiencia de los países del Grupo Andino; es decir, un análisis entre el nivel de crecimiento económico medido por algunos indicadores y el desarrollo financiero, medido también por coeficientes de algunos activos financieros respecto al producto interno bruto, para determinar si existe o no alguna correlación entre ellos.

En la tercera parte se realiza un análisis de los cambios en la movilización y asignación sectorial de los recursos financieros, canalizados al sector privado, para ver la priorización que han tenido éstos dentro del sistema financiero organizado de los países en cuestión.

A través de las comparaciones se tratará de verificar algunas hipótesis sobre el proceso de la intermediación financiera y el impacto que la misma ha tenido en el crecimiento de los países. Se dice que el aumento de esa intermediación, expresada como coeficiente entre el conjunto de activos financieros y el producto acompaña pari-passu necesariamente al crecimiento económico, aunque en la bibliografía reciente no se postula explícitamente relación causal alguna ^{1/}.

^{1/} Raymond W. Goldsmith, La estructura financiera y el crecimiento económico, en Conferencias, CEMLA, México 1963. Raymond W...The mobilization of domestic resources for economic growth through the financial system, Reunión del BID, Lima-Perú 1971 (mimeógrafo).

Los estudios empíricos realizados para algunos países han tratado de corroborar la tesis mencionada, recurriendo al análisis de series estadísticas, partiendo del supuesto de la existencia de la relación aquella. Acá se pretenderá ver hasta qué punto la intermediación financiera ha avanzado junto con el crecimiento económico en los países del Grupo Andino y determinar si la intermediación ha sido el factor generatriz del crecimiento; es decir, se tratará de establecer si el crecimiento económico ha estado condicionado o no a la intermediación financiera.

Es necesario hacer notar que a fin de hacer comparable el análisis entre los países se ha optado por considerar como activos financieros al conjunto de variables que conforman M_2 , debido al grado de desarrollo financiero alcanzado en cada uno de ellos y la disponibilidad de información. De otra manera sería necesario tratar individualmente a cada país, perdiendo la visión de conjunto del análisis; de partida ya se tiene el problema de establecer relaciones entre coeficientes financieros y el producto per cápita cuando cuatro de los países presentan productos reales per cápita (base 1975) comprendidos en un intervalo de US\$ 397.1 a US\$815.9, mientras que sólo el quinto (Venezuela) muestra un intervalo muy por encima de aquel, con un mínimo de US\$2.260.5 y un máximo de US\$2.792.5. Otro aspecto a tomar en cuenta estriba en los niveles absolutos de las cifras; si bien podrían expresarse en términos de una moneda común (dólar), se corre el riesgo de sobrevaluar o sub-valorar los valores por la política de tipo de cambio dispar que presentan estos países, de acuerdo con lo observado en el Capítulo I. Por todos estos aspectos se recurre al análisis gráfico, cuyos valores en detalle se suministran en el anexo respectivo.

A. Algunos aspectos teóricos de la intermediación financiera.

En toda fase rudimentaria de la economía, cuando los ahorradores utilizan sus propios fondos, la formación de capital se desenvuelve sin generar ningún activo financiero. Pero, a medida que se desarrolla la econo

mía surge una dicotomía entre las decisiones de ahorrar y la de invertir, porque la distribución del ahorro entre las unidades económicas no siempre coincide con la distribución de los gastos de inversión entre dichas unidades. En ese momento es cuando surge la necesidad de disponer de un mecanismo que sirva de nexo a esa dicotomía. Este adopta dos formas: una es la creación de pasivos financieros, tales como bonos, acciones y valores mediante los cuales las unidades económicas que tienen superávit de ahorro transfieren ese excedente a aquellas unidades que son deficitarias. La otra forma la constituye el crédito financiero indirecto que discurre a través de las instituciones financieras, las cuales se encargan de encauzar el excedente que poseen unas unidades económicas hacia aquellas otras que desean invertir en capital real sumas mayores a su propio ahorro. En los últimos años la canalización directa de fondos de los ahorradores a los inversionistas ha visto decrecer su importancia y la forma que hoy predomina es la de la intermediación financiera ^{1/}.

Desde el punto de vista de la generación de la producción, lo importante es la vinculación entre la intermediación financiera y el gasto en inversión real fija, vínculo que se establece cuando las instituciones financieras prestan los fondos captados. La importancia de la influencia que ejercen los intermediarios financieros se resume en tres aspectos de relevante interés.

- i.- El impacto que ejercen sobre el crecimiento del ahorro de las unidades familiares o domésticas;
- ii.- El papel desempeñado e instrumentos utilizados en las captaciones y canalización de ese ahorro; y
- iii.- La eficiencia con que se encauzan esos recursos hacia la formación de capital real.

La política financiera, al referirse a los dos primeros puntos,

^{1/} Raymond W. Goldsmith, La estructura financiera... Op. cit.

recomienda la elevación de las tasas de interés real como forma de evitar la represión financiera, por una parte. Por otra, la creación e institucionalización de servicios financieros. El tercer punto en la bibliografía parece ser el más importante, por su relación con el crecimiento económico, aunque las recomendaciones en ésta sobre el tema pecan de ser analíticamente ambiguas ^{1/}.

En las relaciones y modelos econométricos, el supuesto fuerte es que el ahorro es función del ingreso y la riqueza, pero la relación de éste con la tasa de interés no está demostrada aún en forma fehaciente para países en desarrollo ^{2/}. Tal vez solo cuando se ha superado en éstos aquella etapa de la búsqueda de liquidez antes que la rentabilidad es cuando la intermediación financiera entra a ofrecer atractivos (intereses reales positivos) para captar el excedente de fondos. Se dice que el atractivo (rendimiento) que se ofrezca deberá ser igual o mayor al que podría obtener de la rentabilidad de los bienes reales, con los que los activos financieros deberán competir ^{3/}. Sólo así la intermediación financiera se extenderá hasta el punto en que el costo de movilizar el ahorro del público guarde cierta relación con el rendimiento que estas instituciones esperan obtener al prestar ulteriormente esos fondos. En general, la intermediación financiera continuará ampliándose hasta que el costo marginal de transformar el ahorro real en ahorro financiero se iguale al rendimiento marginal derivado del empleo de esos fondos. Este punto está determinado por la distribución de las posibilidades de inversión que ofrezca la economía ^{4/}.

^{1/} Deena R. Khatkhate, Analytic basis of the working of monetary policy in less developed countries, FMI, "Staff papers", noviembre de 1972.

A. F. Thirlwall, La financiación del desarrollo económico; Ed. Mcmillan-vincen-vives, España - 1976.

^{2/} Deena R. Khatkhate, Analytic..., Op. cit.

^{3/} J. G. Gurley, Hacia una teoría de las estructuras financieras y el desarrollo económico, en "Estructura económica y desarrollo económico", Ed. Instituto T. de Tella, Buenos Aires 1968, págs. 75-87.

^{4/} J. G. Gurley, Hacia una teoría..., Op. cit. págs. 99-100.

Hasta la década de los sesenta, mayormente no había dudas sobre la relación entre la generación del ahorro y la del mecanismo de transferencia; sin embargo, es en la década de los setenta en que enfáticamente surgieron dudas acerca de que el proceso de la intermediación financiera es la condición necesaria del desarrollo económico y esto debido a la existencia de alternativas surgidas en la transferencia del ahorro excedente importando o no el carácter óptimo del equilibrio entre el producto neto ofrecido por cada alternativa y el costo implícito al mismo. Así, por ejemplo, el gobierno puede generar ahorro mediante la elevación del nivel de impuestos directos a las unidades familiares, con lo que se determina un grado de pérdida de importancia de los mercados financieros e intermediación financiera. En una situación opuesta a ésta, caso de los países altamente desarrollados, la movilización del ahorro se encuentra íntegramente a cargo de las instituciones financieras. Estos hechos muestran claramente que la estructura financiera vigente en las economías no es única, sino que existe compatibilidad entre el crecimiento del producto y el grado de desarrollo del mercado financiero ^{1/}.

Otra dimensión de interés y de discusión teórica es sobre si el mecanismo empleado por las instituciones financieras es óptimo o no en la distribución del crédito en la medida que la inversión financiada por éstas es la más productiva y por encima de la que los ahorradores lograrían en la inversión hecha por ellos mismos ^{2/}.

Esta argumentación en la que se otorga preeminencia a la eficiencia, da por entendido que los usuarios del ahorro inicial, transferido a instituciones financieras, son los empresarios privados en cuyo mercado eficiente y competitivo, a través de la política crediticia de los inter -

^{1/} J. G. Gurley, Hacia una teoría..., Op. cit.

^{2/} J. R. Hicks, Valor y Capital, Fondo de Cultura Económica, México 1968 pp. 292-295.

mediarios financieros, se asignará el crédito a aquellos sectores con producción eficiente ^{1/}.

En los países, especialmente en desarrollo, es aún discusión si en la asignación de los recursos deberá primar o no el criterio de que éstos deberán ser canalizados a aquellos sectores que son socialmente eficientes y es justamente acá donde el estado entra a jugar un papel empresarial importante. Para modificar el criterio que las instituciones financieras siguen comunmente en su política de préstamos, el estado entra a modificar esas imperfecciones y distorsiones que el mercado padece. En estos países, los precios del mercado no reflejan la productividad social, porque los mercados de trabajo y de capital son imperfectos. Además, estas imperfecciones pueden estar acentuadas por una política crediticia y comercial restrictiva, que impide, en general, que la tasa de beneficio refleje exactamente la productividad social y sirva de guía a la distribución de los recursos entre sus diversas y posibles aplicaciones.

De lo anterior se llega a la conclusión que, para distribuir con eficiencia el ahorro movilizado, la mejor política será aquella que atenúe los riesgos. Pero los intermediarios financieros tal como están constituidos y sometidos a una represión financiera -de la que no se escapan los ahorradores- en los países del Grupo Andino, hace difícil llevar a cabo esa política; es decir, en ese contexto la intermediación financiera no sería la condición suficiente que permita hacer crecer la economía de estos países.

A la vista de todo este análisis, la conclusión para los países del Grupo Andino es de que la estrategia de pagar al ahorro unos tipos de interés altos no dará más que resultados parciales; en el mejor de los casos, esa política aumentará los recursos que acuden a las instituciones

^{1/} J. R. Hicks, Valor y Capital..., Op. cit.

financieras, pero no garantiza en modo alguno que esos recursos se utilicen de la manera óptima. No se trata aquí de refutar la política encaminada a fomentar la intermediación financiera en sí; lo que aquí interesa es señalar que, para satisfacer las condiciones de eficiencia, se hace preciso complementar esa política con toda una serie de medidas encaminadas a reducir al mínimo las restricciones, aliviar la represión financiera, elementos que coadyuvan a la desintermediación.

B. Vinculación de la intermediación financiera al crecimiento económico

En el presente punto se estudia la intermediación financiera en los cinco países del Grupo Andino, en que se tratará de establecer si el crecimiento de esa intermediación está relacionada con el crecimiento económico de estos países. Es importante dejar sentado que las inferencias que se sacarán del análisis deberán considerarse como tendencias observadas en la década de los setenta, antes que conclusiones fuertemente establecidas.

En estos países, se tomaría como medida adecuada de la importancia relativa de la intermediación financiera, la proporción entre todos los activos financieros (billetes y monedas en circulación, depósitos a la vista, de ahorro y a plazo, acciones, títulos y valores públicos y privados e incluso los créditos comerciales) y el producto nacional bruto; sin embargo, se considerará como el total de activos financieros, los que se refieren a los billetes y monedas en circulación, los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo. Y como coeficiente de intermediación financiera la proporción de los activos financieros y el producto interno bruto. Esto se justifica en razón de que en la mayoría de los países es mínima la importancia de las instituciones financieras distintas, a los bancos, a excepción de Colombia. Los valores o títulos públicos guardan considerable proporción frente a los de carácter privado y éstos, por la intermediación del Banco Central, operan como crédito al sector público tal como se comentó en el Capítulo I. Por tanto, en aras de una comparabilidad uniforme

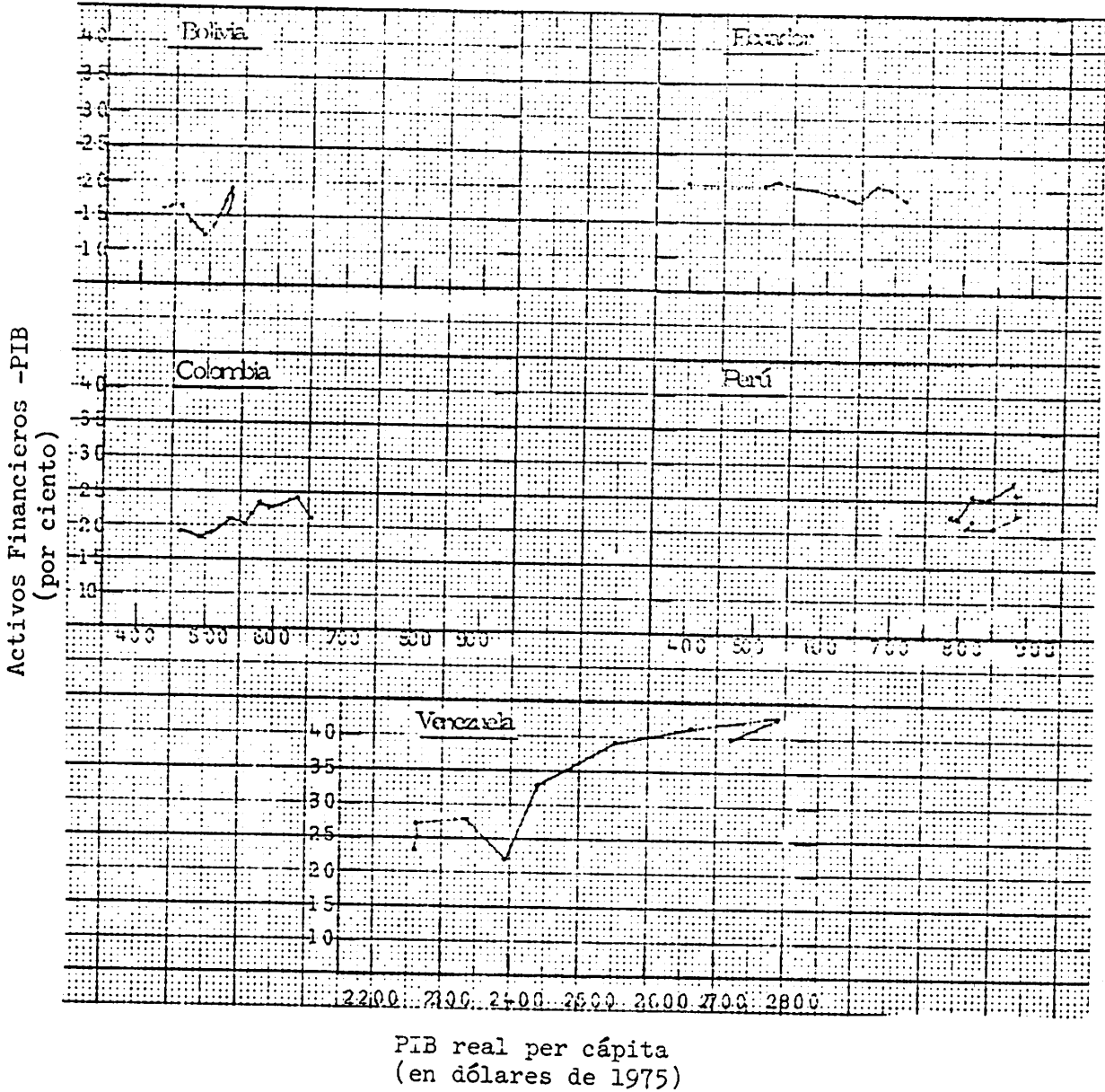
se emplean los valores componentes de M_2 y el PIB en lugar del producto nacional bruto, por la no disponibilidad de este último en algunos de los países considerados. Las cifras del PIB real tienen como base 1975.

Definidas las variables, en el Gráfico 1-II se muestra la relación existente entre el coeficiente de activos financieros PIB y el PIB per cápita. Los datos revelan que la intermediación financiera sigue una pauta relativamente sistemática. En un extremo se encuentran países como Colombia, Perú y Venezuela, en los que el aumento de la intermediación financiera se ha presentado acompañado del crecimiento del PBI por habitante; y en el otro extremo aparecen países como Bolivia y Ecuador en los que, pese al ascenso del PIB por habitante, la intermediación financiera no se ha incrementado apreciablemente o incluso ha disminuído. Tomando en conjunto a los países, se nota que sus posiciones están muy dispersas.

Individualmente, para Venezuela se confirma una tendencia discernible a partir de 1974; junto a Colombia, ha mostrado aumentos en los activos financieros que han apoyado el crecimiento del PIB por habitante. En Bolivia, Ecuador y Perú hay un relativo descenso o estancamiento de sus coeficientes (ver Anexo 1-II) de intermediación, pero falta saber qué componente de los activos financieros en la intermediación ha sido el más importante que ha permitido mantener el diferente grado de correlación en cada uno de los países.

Un indicador menos globalizado de la intermediación financiera podría permitir detectar una relación mejor perfilada. En efecto, en los indicadores del Gráfico 1-II se han incluido tanto M_1 como los cuasidineros, y es posible que en estos países sean distintas las motivaciones que inducen al público a mantener estas dos clases de activos. Diferenciando entre estos dos componentes, se llega a discernir una relación distinta para algunos países a la observada en el Gráfico 1-II. Así, en los Gráficos 2-II y 3-II se observan, respectivamente, la relación entre

Gráfico 1-II
Grupo Andino: Relación entre Coeficientes de Activos Financieros-PIB
y el PIB real per cápita; 1970-1979

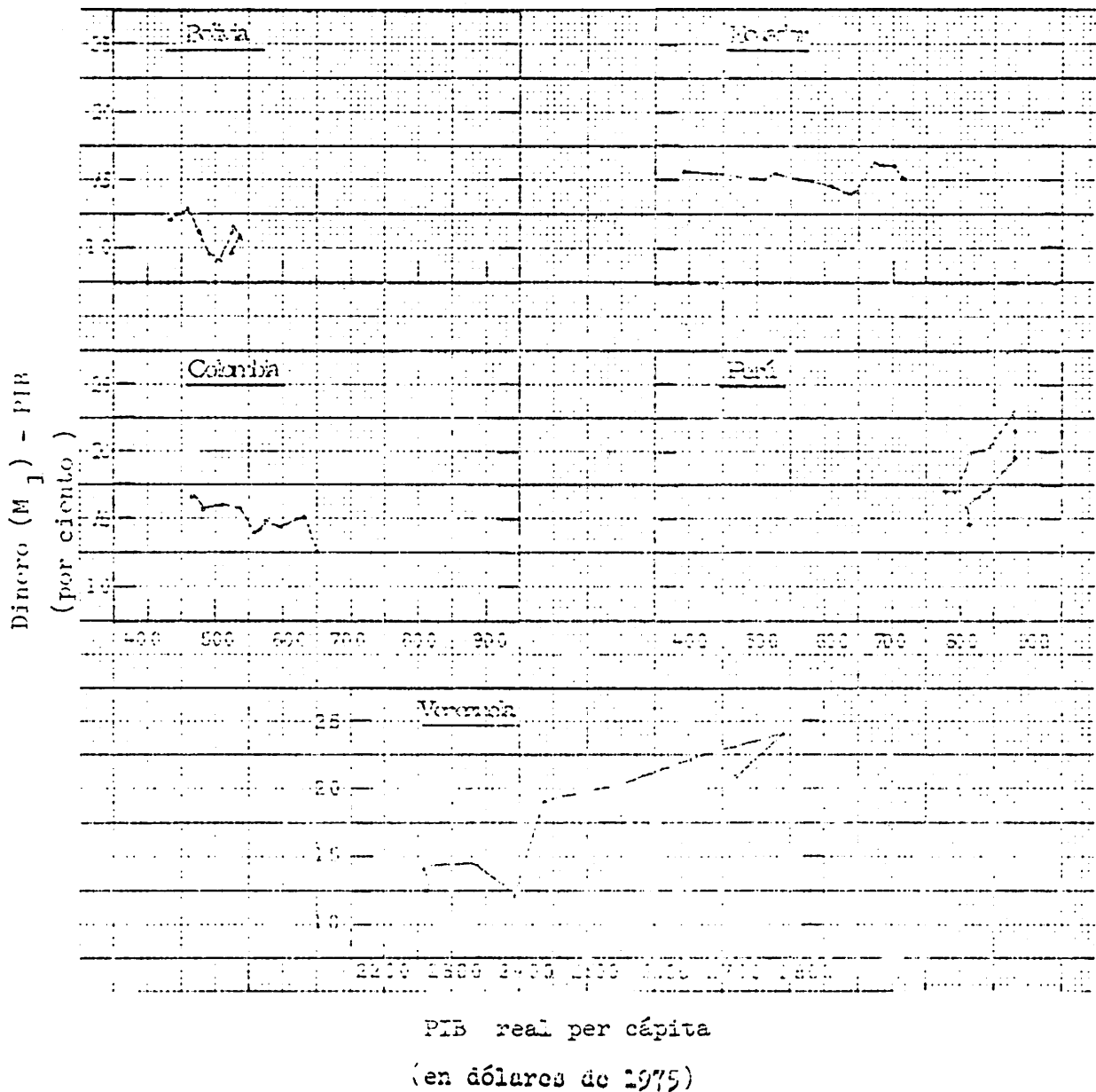


el coeficiente M_1 - PIB y el PIB per cápita y la relación entre el coeficiente cuasidinero -PIB y el PIB per cápita. Los resultados en el primero son casi iguales al Gráfico 1-II, excepto para Colombia en que hay ausencia de correlación directa entre el dinero y los aumentos del ingreso per cápita. Esto se explica por el mayor grado de desarrollo de su sistema financiero. En Venezuela se puede decir que la inter

mediación financiera crece junto con el PIB por habitante, especialmente a partir de 1974. En Ecuador se observa una relación contraria a la de Venezuela y en Perú hay una relación estrecha positiva entre la intermediación y el PIB per cápita. En Bolivia el grado bajo de relación no permite sacar alguna conclusión correcta.

Gráfico 2-II

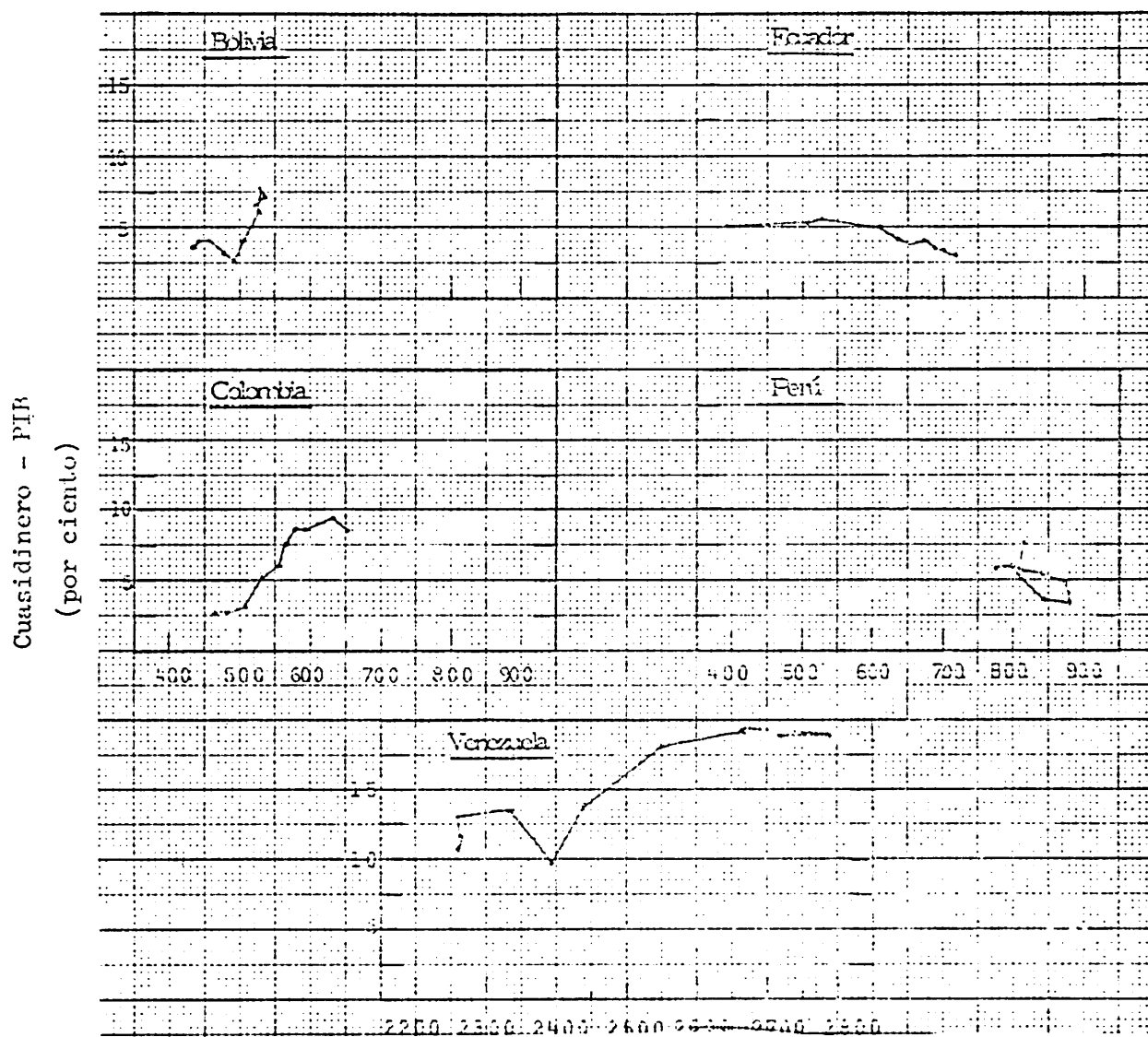
Grupo Andino: Relación entre Coeficientes de Dinero (M_1)-PIB y el PIB real per cápita, 1970-1979



En el Gráfico 3-II la relación inversa entre un mayor grado de intermediación financiera y el crecimiento del PIB por habitante para Perú y Ecuador muestra definitivamente que son otros además los factores que empujan el crecimiento económico. En Bolivia y Colombia la relación es más clara, el crecimiento de la mayor intermediación financiera manifestada en los cuasidineros guarda relación altamente estrecha con el

Gráfico 3-II

Grupo Andino: Relación entre Coeficientes de Cuasidinero-PIB y el PIB Real per cápita



PIB real per cápita
(en dólares de 1975)

PIB per cápita. Venezuela, su tendencia no es diferente de los anteriores gráficos; es más, los coeficientes de M_1 y el cuasidinero no solo se han computado con la misma tendencia, sino en la misma proporción, lo que pone en el tapete de la duda sobre la correlación estrecha observada a lo largo de la década.

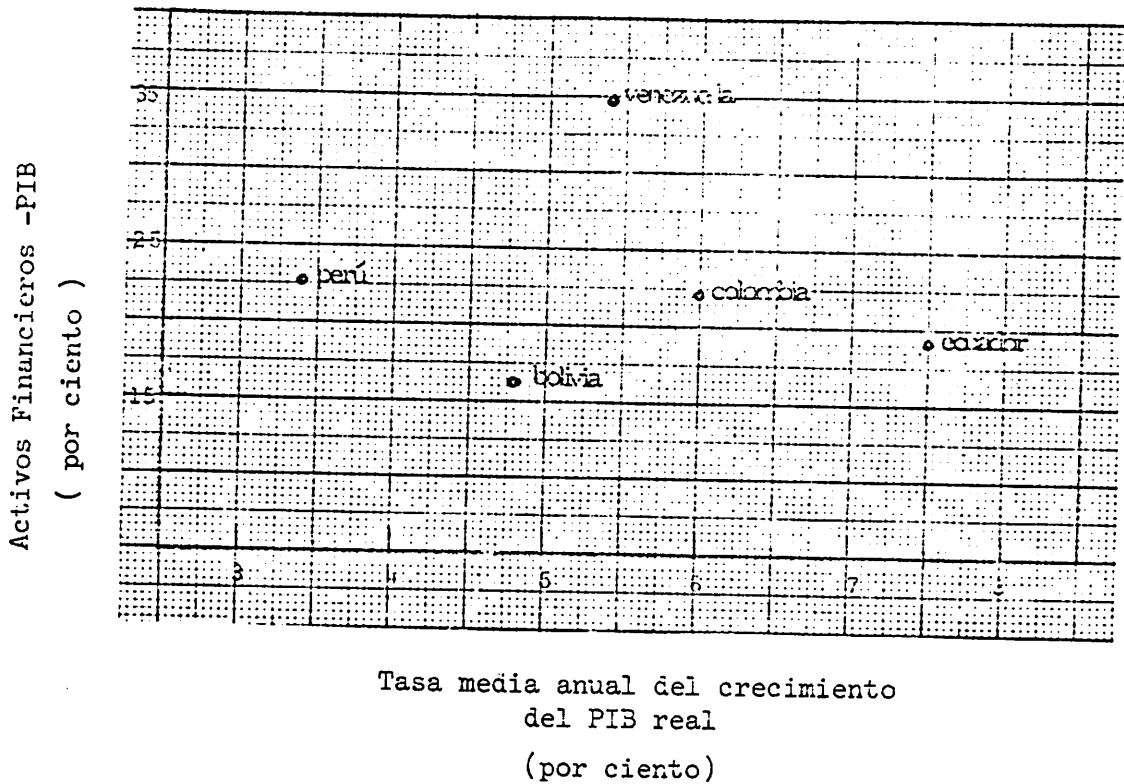
Pese a todo lo anterior, a excepción de Ecuador y Colombia, es posible apoyar en general, aunque no enfáticamente y con diferencia de grados, la generalización hecha por los profesores Gurley y Shaw, según sostienen que el sector monetario o el sector caja suele expandirse con rapidez durante el desarrollo, lo cual exige aumentar la cuantía de los saldos monetarios con qué atender las transacciones ^{1/}.

Si bien no ha sido posible visualizar una relación más definida entre la financiación y el ingreso real monetario, la tesis de la intermediación financiera postula que la financiación aumenta junto con la tasa real de crecimiento del PIB. Es decir, que los países en los que esa tasa es más alta deben ostentar una proporción de activos financieros también más alta que aquéllos otros países en los que la tasa de crecimiento del PIB real es más baja. A pesar que esta hipótesis no cuenta con pruebas convincentes a su favor, en el Gráfico 4-II se comparan el coeficiente medio de activos financieros -PIB con la tasa media de crecimiento del PIB real, para cada uno de los países. Pues bien, Ecuador y Bolivia tienen una tasa alta de crecimiento con grado bajo de intermediación financiera, mientras que Venezuela y Colombia tienen crecimientos altos acompañados de niveles de intermediación financiera muy elevados. En Perú, la intermediación financiera ha sido mayor, y menor el crecimiento real del producto.

^{1/} J. G. Gurley, Hacia una..., Op. cit.

Gráfico 4-II

Grupo Andino: Relación entre el Coeficiente Medio de Activos Financieros PIB y la Tasa media Anual de Crecimiento del PIB Real, 1970- 1979



Cabrían diversas explicaciones para justificar esa falta de correlación positiva entre la intermediación financiera y la tasa de crecimiento económico durante la década para Perú, Bolivia y Ecuador y en parte Venezuela por su alta proporción de activos financieros frente a una tasa media de crecimiento de 5.4%, superior en 0.6 puntos a Bolivia y los mismos puntos por debajo de Colombia. La explicación sería :

- i - existencia de canales diferentes a la intermediación financiera para movilizar el ahorro en el caso de los tres países indicados y complementario en la situación venezolana, pero distinta a la que se encuentra en la tesis de la intermediación financiera;
- ii - falta de desarrollo adecuado y eficiente de las estructuras financieras para distribuir el ahorro que se ha logrado movilizar hacia los sectores productivos e incluso puede verse influenciada esta distorsión por la filtración de recursos hacia el exterior.

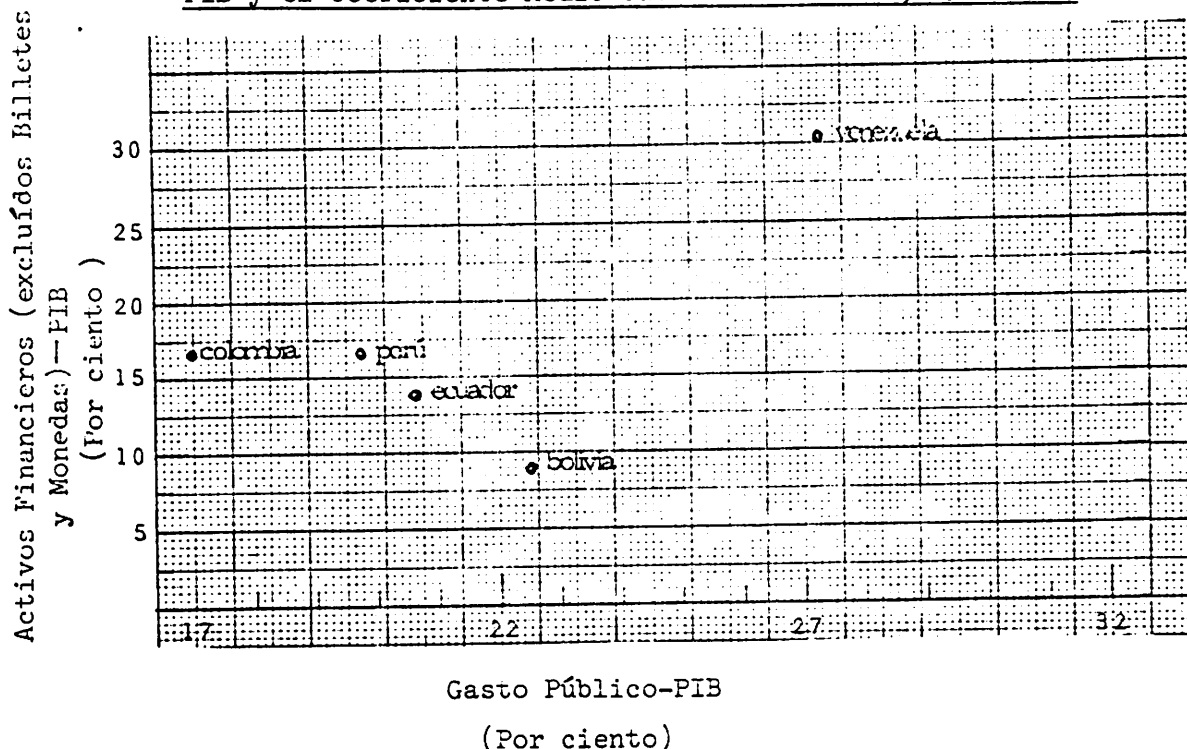
En estos países los mecanismos de mercado para la movilización del ahorro y distribución han perdido grado de importancia, dado que el sector público actúa como motor del desarrollo en estos países con diferencias de grado; de ahí que no cabría esperar que se dé una alta relación estrecha entre el crecimiento y la financiación de los intermediarios. En efecto, el papel que el sector público ha desempeñado en la actividad económica se refleja en la fracción que esta unidad económica ostenta dentro del total del gasto efectuado internamente. Es decir, que una proporción alta del gasto público (consumo e inversión bruta interna) sobre el producto interno bruto iría lógicamente acompañada de una proporción baja de los activos financieros, excepto que el endeudamiento público externo sea considerable. Previo el análisis de esta situación interesa interpretar el coeficiente de financiación en un sentido más restringido, es decir, excluyendo de él los billetes y monedas en circulación, ya que en estos países la tenencia de moneda representa deseos de liquidez, con motivo transaccional.

Pues bien, en el Gráfico 5-II la relación entre el coeficiente medio de activos financieros (excluidos los billetes y monedas en circulación) -PIB y el coeficiente del gasto público-PIB durante la década muestra que sólo en Venezuela la proporción del gasto público es considerablemente elevada (27.1%) y al mismo tiempo presenta un coeficiente alto de activos financieros excluidos los billetes y monedas. Bolivia es otro país que presenta una proporción alta del gasto público (22.5%) aunque su coeficiente de intermediación es el más bajo de todos los países. Sólo Colombia presenta un coeficiente de intermediación alto (similar al Perú) pero el gasto público más bajo del Grupo Andino, aunque aventajado por Perú.

De lo anterior se concluye que las técnicas o mecanismos de movilización de ahorro son diferentes; razón por la cual para algunos de estos países no tiene por qué darse necesariamente una relación definida entre la financiación y el PIB per cápita. Esta disparidad de técnicas o mecanismos se corrobora en el Gráfico 6-II en aquellos países que tie-

Gráfico 5-II

Grupo Andino: Relación entre el Coeficiente Medio Activos Financieros-
PIB y el Coeficiente Medio Gasto Público-PIB, 1970-1979



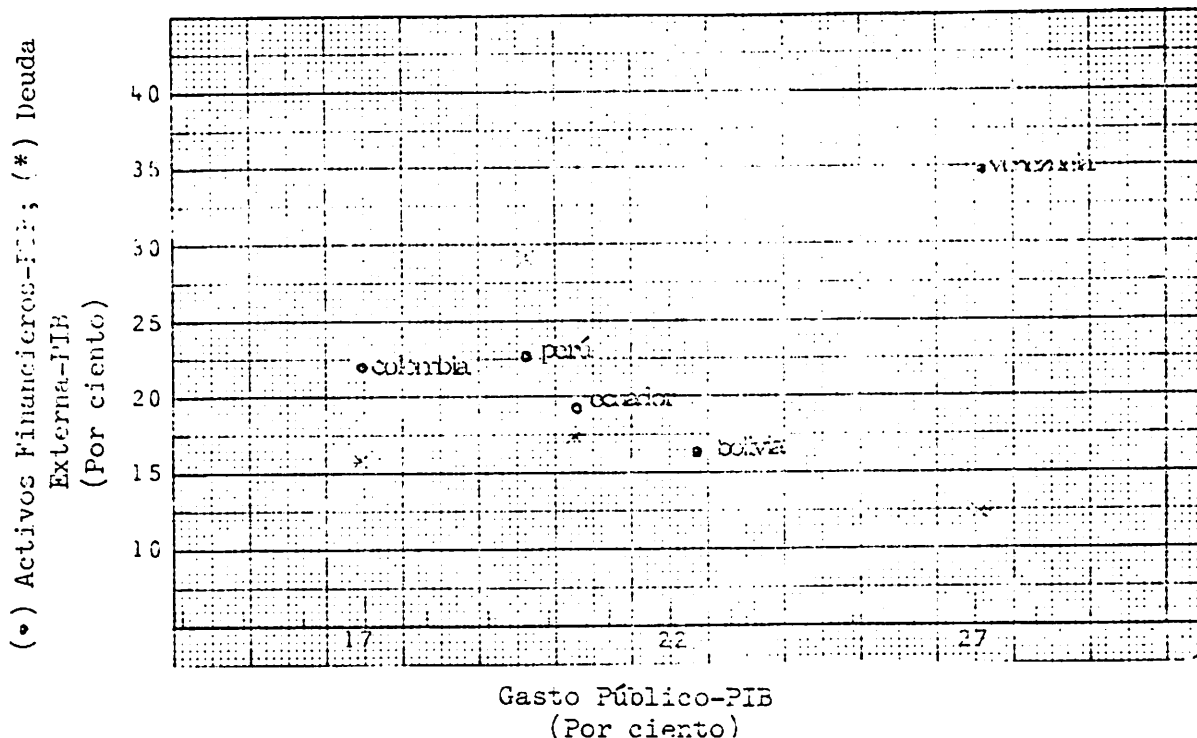
nen una proporción alta del gasto público, al mismo tiempo su proporción de endeudamiento externo es también alta, casos de Bolivia, Perú y Ecuador. Lo concluyente de estos dos gráficos es que en Venezuela el Estado juega un papel importante en el crecimiento económico al igual que en Bolivia, Ecuador y Perú. Aunque en menor grado en Colombia su importancia es escasa. Conviene recordar acá que este país es el único que presenta un manejo adecuado de su presupuesto fiscal sin haber incurrido en la década en considerable déficit; al contrario, hacia la mitad de ésta presenta superávit.

La deuda externa como recurso de apoyo al crecimiento económico también ha jugado un papel importante, casos de Bolivia, Ecuador y Perú, donde el crecimiento en la proporción del gasto público ha ido acompañado de un mayor endeudamiento externo.

Aunque para Colombia la situación es más clara que la del resto de los países, conviene recurrir tal vez a algunas relaciones más, a ma-

Gráfico 6-II

Grupo Andino: Relación entre el Coeficiente Medio Activos Financieros-PIB; Coeficiente Medio Deuda Externa-PIB y el Coeficiente Medio Gasto Público-PIB, 1970-1979



nera de verificar algunas variables y el papel que han jugado en el crecimiento económico, cuando no está muy claro el papel de la intermediación financiera, sobre todo cuando en los países parte del ahorro interno movilizado a través de la intermediación financiera pudiera haber fluído al exterior, dejando de contribuir al crecimiento. En el Gráfico 7-II se observa la relación entre el coeficiente medio de los activos financieros-PIB y el coeficiente de ahorro interno-inversión bruta interna. La relación es sólo significativa para Venezuela y Colombia, por ser países que han dispuesto de un flujo inusitado de divisas que ha cubierto su requerimiento de inversiones, habiendo sus excedentes salido hacia el exterior, como participación en el flujo de capitales internacionales, en el caso de Venezuela, y pagos anticipados de deuda externa privada y pública en el caso de Colombia.

Gráfico 7-II

Grupo Andino: Relación entre el Coeficiente Medio Activos Financieros-PIB y el Coeficiente Medio Ahorro Interno-Inversión Bruta Interna, 1970-1979

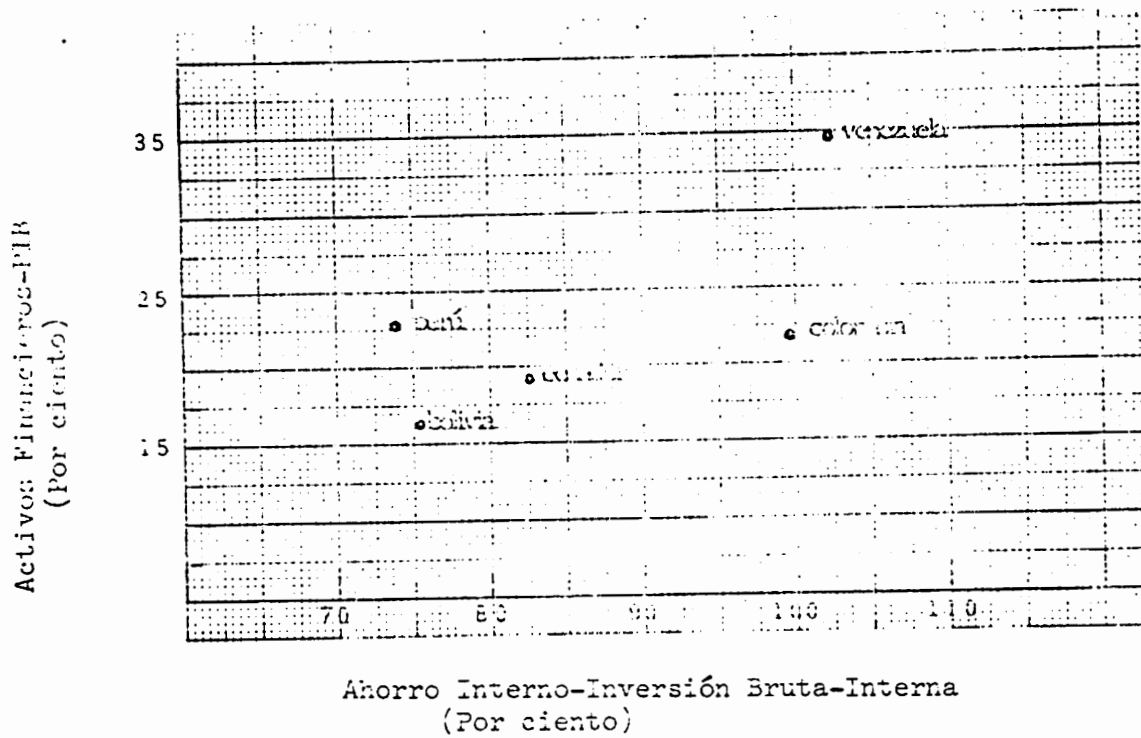
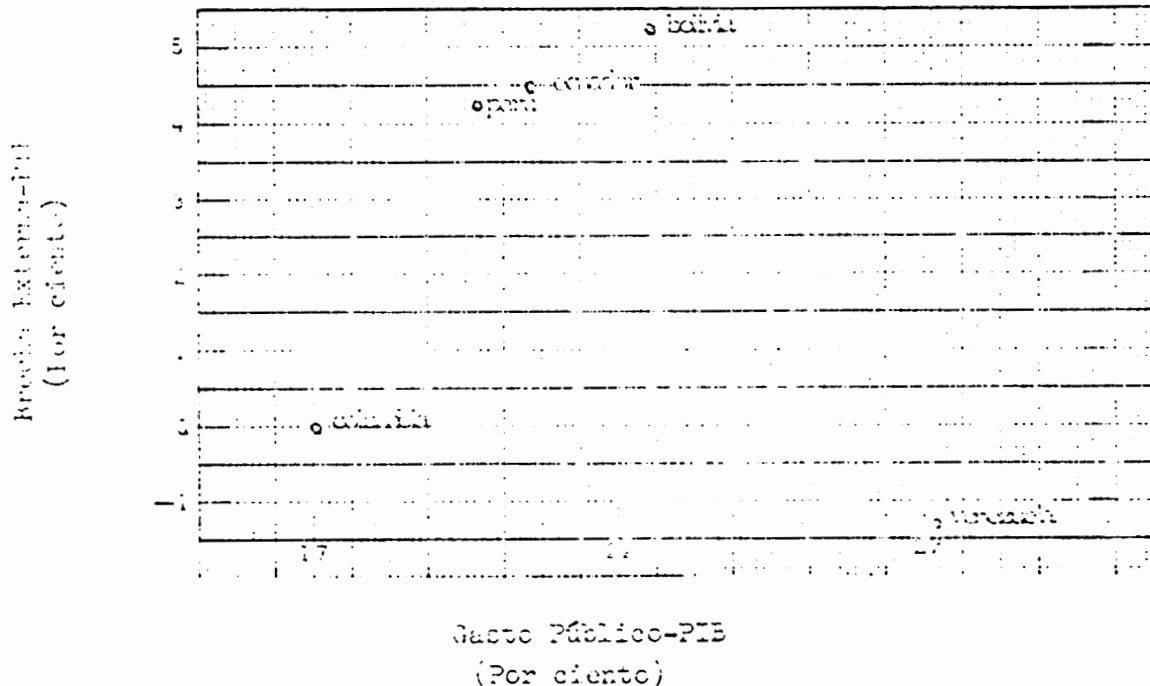


Gráfico 8-II

Grupo Andino: Relación entre el Coeficiente Medio Brecha Externa-PIB y el Coeficiente Medio Gasto Público-PIB, 1970-1979



$$\Delta m_1 = - \frac{(m_1 - 1)}{c+r(1+a)} \cdot \Delta c - \frac{r m_1}{c+r(1+a)} \cdot \Delta a - \frac{(1+a) m_1}{c+r(1+a)} \cdot \Delta r + I \quad (10)$$

Efecto Relativo :

Partiendo de (9)

$$\Delta m_1 = - \frac{\partial m_1}{\partial c} \cdot \Delta c - \frac{\partial m_1}{\partial a} \cdot \Delta a - \frac{\partial m_1}{\partial r} \cdot \Delta r + I$$

$$\frac{\Delta m_1}{m_1} = - \frac{\partial m_1}{\partial c} \cdot \frac{c}{m_1} \cdot \frac{\Delta c}{c} - \frac{\partial m_1}{\partial a} \cdot \frac{a}{m_1} \cdot \frac{\Delta a}{a} - \frac{\partial m_1}{\partial r} \cdot \frac{r}{m_1} \cdot \frac{\Delta r}{r} + I$$

$$\dot{m}_1 = - \epsilon_{m_1, c} \cdot \dot{c} - \epsilon_{m_1, a} \cdot \dot{a} - \epsilon_{m_1, r} \cdot \dot{r} + I \quad (11) \quad \checkmark$$

Es decir, el efecto relativo de los determinantes es el producto de la elasticidad de m_1 respecto a cada cociente y la variación relativa de éste.

$$\dot{m}_1 = - \frac{(m_1 - 1) c}{c + 1} \cdot \dot{c} - \frac{r \cdot m_1 \cdot a}{c + 1} \cdot \dot{a} - \frac{(1+a) m_1 \cdot r}{c + 1} \cdot \dot{r} + I \quad (12)$$

Para M_2

$$M_2 = m_2 \cdot B \quad (1')$$

$$m_2 = \frac{M_2}{B} = \frac{C+D+A}{C+B} = \frac{\frac{C}{D} + 1 + \frac{A}{D}}{\frac{C}{D} + \frac{B}{D+A} \cdot \frac{D+A}{D}}$$

$$m_2 = \frac{1+a}{c+r(1+a)} \quad (2')$$

$$\checkmark \quad \frac{\dot{X}}{X} = \dot{X}$$

Medición del efecto de los determinantes directos sobre la variación total en el multiplicador.

Efecto Cuantitativo :

$$m_2 = \frac{c + a + 1}{c+r(1+a)}$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial c} = \frac{c + r(1+a) - (c+a+1)}{[c+r(1+a)]^2} = - \frac{m_2}{c+r(1+a)} - \frac{1}{c+r(1+a)}$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial c} = - \frac{(m_2 - 1)}{c + r(1+a)} \quad (3')$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial c} \cdot \Delta c = - \frac{(m_2 - 1)}{c+r(1+a)} \cdot \Delta c \quad (4')$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial a} = \frac{c + r(1+a) - (c+a+1)r}{[c+r(1+a)]^2} = \frac{i}{c+r(1+a)} - \frac{m_2 \cdot r}{c+r(1+a)}$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial a} = \frac{i - r m_2}{c+r(1+a)} \quad (5')$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial a} \cdot \Delta a = \frac{(i - r m_2)}{c+r(1+a)} \cdot \Delta a \quad (6')$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial r} = \frac{c - (c+a+1)(1+a)}{[c+r(1+a)]^2} = - \frac{(1+a)(c+a+1)}{[c+r(1+a)]^2}$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial r} = - \frac{(1+a) m_2}{c+r(1+a)} \quad (7')$$

$$\frac{\partial m_2}{\partial r} \cdot \Delta r = - \frac{(1+a) m_2}{c+r(1+a)} \cdot \Delta r \quad (8')$$

Por tanto el efecto cuantitativo total es :

$$\Delta m_2 = - \frac{\partial m_2}{\partial c} \cdot \Delta c + \frac{\partial m_2}{\partial a} \cdot \Delta a - \frac{\partial m_2}{\partial r} \cdot \Delta r + I \quad (9')$$

$$\Delta m_2 = - \frac{(m_2 - 1)}{c+r(1+a)} \cdot \Delta c + \frac{(1 - r m_2)}{c+r(1+a)} \cdot \Delta a - \frac{(1+a) m_2}{c+r(1+a)} \cdot \Delta r + I \quad (10')$$

Efecto Relativo :

Partiendo de (9')

$$\Delta m_2 = - \frac{\partial m_2}{\partial c} \cdot \Delta c + \frac{\partial m_2}{\partial a} \cdot \Delta a - \frac{\partial m_2}{\partial r} \cdot \Delta r + I$$

$$\frac{\Delta m_2}{m_2} = - \frac{\partial m_2}{\partial c} \cdot \frac{c}{m_2} \cdot \frac{\Delta c}{c} + \frac{\partial m_2}{\partial a} \cdot \frac{a}{m_2} \cdot \frac{\Delta a}{a} - \frac{\partial m_2}{\partial r} \cdot \frac{r}{m_2} \cdot \frac{\Delta r}{r} + \frac{I}{m_2}$$

$$\frac{\Delta m_2}{m_2} = - \epsilon_{m_2, c} \cdot \dot{c} + \epsilon_{m_2, a} \cdot \dot{a} - \epsilon_{m_2, r} \cdot \dot{r} + I \quad (11')$$

$$\frac{\Delta m_2}{m_2} = - \frac{(m_2 - 1) \cdot c}{c+a+1} \cdot \dot{c} + \frac{(1+r m_2) \cdot a}{c+a+1} \cdot \dot{a} - \frac{(1+a) \cdot m_2}{c+a+1} \cdot \dot{r} + I \quad (12')$$

Diferencia de Multiplicadores :

$$(1') - (1) = m_2 - m_1 = \frac{c+a+1}{c+r(1+a)} - \frac{c+1}{c+r(1+a)}$$

$$m_2 - m_1 = \frac{a}{c+r(1+a)} \quad (13')$$

Anexos

Anexo No. 1-I

Grupo Andino: Variables Monetarias (*)

(En Millones de Unidades Monetarias de cada País)

<u>Años</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
	<u>Reservas Bancarias: R</u>				
1970	262	5 575	1 656	18 460	1 347
1971	398	5 964	1 966	18 830	2 201
1972	378	7 493	2 471	26 700	2 445
1973	699	11 282	3 641	33 630	3 427
1974	931	12 497	4 791	53 350	5 003
1975	1 300	16 657	4 766	54 450	7 542
1976	2 348	24 483	7 453	84 680	9 160
1977	3 025	34 058	8 295	100 440	11 153
1978	3 032	47 528	9 916	152 160	11 524
1979	2 661	64 882	11 036	301 280	13 208

Billetes y Monedas en Circulación: C

1970	1 152	7 913	2 272	16 560	2 199
1971	1 281	8 710	2 342	19 230	2 382
1972	1 596	10 913	2 813	22 250	2 611
1973	2 070	12 851	3 538	27 640	2 879
1974	2 737	16 174	4 640	33 900	3 837
1975	3 048	21 090	5 241	43 190	4 679
1976	3 967	28 943	7 383	50 340	5 770
1977	4 859	40 807	8 923	61 700	7 313
1978	5 804	53 747	10 021	92 360	8 938
1979	7 172	67 114	12 095	163 820	9 867

Depósitos a la Vista: D

1970	347	13 714	3 193	24 260	4 221
1971	410	15 285	3 776	25 740	5 329
1972	540	18 929	4 606	35 700	6 370
1973	849	25 721	5 632	41 900	8 130
1974	1 459	29 939	6 741	68 600	11 723
1975	1 605	37 825	10 298	78 840	19 309
1976	2 425	50 440	11 075	100 690	21 213
1977	2 873	62 707	17 445	120 730	26 687
1978	2 829	81 143	19 904	172 950	32 196
1979	2 916	100 115	22 903	287 890	34 019

Quasidineros : A

1970	453	3 425	1 758	14 070	5 517
1971	559	4 148	2 109	15 530	6 653
1972	719	5 022	2 611	16 760	8 224
1973	834	10 633	3 190	19 050	10 275
1974	1 263	20 592	4 345	21 170	12 487
1975	2 076	31 231	4 276	23 270	17 416
1976	3 041	43 983	5 350	26 300	24 204
1977	3 222	61 301	5 871	39 820	29 535
1978	3 942	84 994	6 290	91 850	32 046
1979	6 663	112 609	7 325	234 490	40 157

COCIENTES
(En Porcientos)
C/D

1970	3.32	0.58	0.71	0.68	0.52
1971	3.12	0.57	0.62	0.75	0.44
1972	2.96	0.58	0.61	0.62	0.41
1973	2.44	0.50	0.61	0.62	0.35
1974	1.88	0.54	0.53	0.50	0.33
1975	1.90	0.56	0.51	0.56	0.24
1976	1.64	0.57	0.52	0.50	0.27
1977	1.69	0.65	0.51	0.51	0.27
1978	2.05	0.66	0.50	0.53	0.28
1979	2.46	0.67	0.53	0.57	0.29

R/D

1970	0.76	0.41	0.52	0.76	0.32
1971	0.97	0.39	0.52	0.73	0.41
1972	0.70	0.40	0.54	0.75	0.38
1973	0.82	0.44	0.62	0.75	0.42
1974	0.64	0.42	0.55	0.78	0.43
1975	0.81	0.44	0.46	0.77	0.39
1976	0.97	0.49	0.53	0.84	0.43
1977	1.05	0.54	0.48	0.83	0.42
1978	1.07	0.59	0.50	0.88	0.36
1979	0.91	0.65	0.48	1.05	0.39

A/D

1970	1.31	0.25	0.55	0.58	1.31
1971	1.36	0.27	0.57	0.60	1.25
1972	1.33	0.32	0.57	0.47	1.29
1973	0.98	0.49	0.55	0.42	1.26
1974	0.87	0.69	0.46	0.31	1.07
1975	1.29	0.83	0.42	0.30	0.90
1976	1.50	0.91	0.38	0.27	1.14
1977	1.82	0.98	0.3-	0.33	1.11
1978	2.10	1.05	0.32	0.53	1.00
1979	2.28	1.12	0.32	0.81	1.18

R/ (D + A)

1970	0.33	0.33	0.33	0.46	0.14
1971	0.41	0.31	0.33	0.46	0.16
1972	0.30	0.30	0.34	0.51	0.17
1973	0.42	0.29	0.40	0.53	0.19
1974	0.3-	0.25	0.37	0.59	0.21
1975	0.35	0.24	0.33	0.59	0.21
1976	0.39	0.25	0.38	0.68	0.20
1977	0.37	0.27	0.36	0.62	0.20
1978	0.35	0.29	0.38	0.57	0.18
1979	0.28	0.31	0.37	0.58	0.18

Fuente: Elaborado con base en Boletines y Memorias Anuales de los respectivos Bancos Centrales.

(*) : A final de cada año.

1/ : Cifras ajustadas con el IFE del FMI (Anuario 1980) y Memorias Anuales de la Superintendencia de Bancos.

Grupo Andino: Base Monetaria, Oferta Monetaria y Multiplicador (*).

Concepto y Años	Bolivia	Colombia	Ecuador	Perú ^{1/}	Venezuela
Base Monetaria: B (En Millones de Unidades Monetarias de cada país)					
1970	1 414	13 488	3 928	35 020	3 546
1971	1 679	14 674	4 305	38 020	4 563
1972	1 974	16 406	5 289	48 950	5 356
1973	2 769	24 132	7 179	61 270	6 306
1974	3 668	28 671	9 431	87 310	8 840
1975	4 348	37 747	10 007	102 500	12 221
1976	6 315	53 426	14 841	134 190	14 930
1977	7 884	74 865	17 218	168 140	18 466
1978	8 836	101 275	19 937	244 830	20 162
1979	9 833	131 996	23 131	465 100	23 375

Oferla Monetaria $M_1 = (C+D)$

	(En Millones de Unidades Monetarias de cada país)				
1970	1 499	21 627	5 465	40 820	6 420
1971	1 691	23 955	6 118	44 910	7 691
1972	2 136	29 842	7 424	51 950	8 581
1973	2 919	36 572	9 370	72 540	11 009
1974	4 196	46 113	13 581	100 860	15 560
1975	4 653	58 915	15 539	125 631	23 983
1976	6 392	79 353	21 463	151 630	26 983
1977	7 732	103 514	26 368	180 432	34 000
1978	8 633	134 890	29 925	265 310	41 134
1979	10 088	167 229	34 998	451 710	43 886

Multiplicador: m_1

1970	1.66	1.60	1.39	1.17	1.81
1971	1.01	1.64	1.42	1.19	1.69
1972	1.66	1.62	1.40	1.17	1.78
1973	1.05	1.60	1.31	1.18	1.75
1974	1.14	1.61	1.42	1.17	1.76
1975	1.07	1.56	1.55	1.17	1.96
1976	1.01	1.49	1.45	1.12	1.81
1977	0.98	1.36	1.53	1.13	1.84
1978	0.98	1.33	1.50	1.09	2.01
1979	1.03	1.27	1.51	0.97	1.90

Oferla Monetaria: $M_2 = (M_1 + A)$

	(En Millones de Unidades Monetarias de cada país)				
1970	1 952	24 052	7 223	54 890	11 937
1971	2 456	26 143	8 287	60 520	14 345
1972	2 854	35 864	10 036	74 710	17 205
1973	3 743	51 205	12 566	91 540	21 264
1974	5 449	66 705	17 430	123 130	28 047
1975	6 729	90 146	19 815	148 300	41 406
1976	10 033	125 336	26 813	177 420	51 187
1977	12 954	164 615	32 239	222 250	63 535
1978	14 575	219 884	36 215	357 160	73 180
1979	16 748	279 632	42 323	606 200	84 043

Multiplicador: m_2

1970	1.38	1.60	1.34	1.57	3.37
1971	1.34	1.92	1.92	1.34	3.14
1972	1.34	1.95	1.36	1.32	3.40
1973	1.30	2.12	1.75	1.49	3.30
1974	1.49	2.33	1.69	1.32	3.17
1975	1.38	2.39	1.93	1.30	3.39
1976	1.39	2.35	1.31	1.32	3.43
1977	1.09	2.20	1.37	1.37	3.44
1978	1.65	2.17	1.32	1.46	3.58
1979	1.70	2.12	1.33	1.43	3.64

Elaborado a partir de los datos con base en Cuadro 3-1

^{1/} A fin de uniformar los datos,

Ver Nota del Cuadro 3-1

ANEXO 3-I

BOLIVIA: BASE MONETARIA
(En millones de pesos Bolivianos)

CONCEPTO	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
I.- <u>RESERVAS INTERNACIONALES (netas)</u>	431	402	972	804	3 262	2 308	3 430	4 836	3 382	76
II.- <u>CREDITO DOMESTICO</u>	1 546	1 856	2 457	3 314	1 847	3 011	3 964	4 108	6 793	10 993
A.- Sector Público (neto)	1 353	1 598	1 988	2 373	612	1 253	2 283	2 028	4 104	8 091
B.- Sector Bancario	193	258	469	941	1 235	1 758	1 681	2 030	2 689	2 902
i.- Bancos Comerciales ^{1/}	132	102	262	601	621	935	765	791	1 212	1 775
ii.- Bancos Especializados	61	156	207	340	614	823	916	1 289	1 477	1 127
III.- <u>OTROS ACTIVOS NETOS</u> ^{2/}	- 563	- 579	-1 455	-1 349	-1 441	- 971	-1 079	-1 060	-1 339	-1 236
IV.- <u>BASE MONETARIA (I+II+III)</u>	1 414	1 679	1 974	2 769	3 668	4 348	6 315	7 881	8 836	9 833

FUENTE: Elaborado con base en Boletines y Memorias Anuales de los Bancos Centrales.

^{1/} Comprende Banco del Estado

^{2/} Comprende: Otros Activos Netos, menos: obligaciones con el exterior a Corto y Largo plazo; Fondo especial de Desarrollo; Depósitos de Organismos Internacionales y Fondos de Contrapartida.

ANEXO 4-III

COLOMBIA: BASE MONETARIA
(En millones de pesos)

CONCEPTO	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
I.- <u>RESERVAS INTERNACIONALES</u> (netas)	2 812	3 434	7 674	12 228	11 167	16 418	40 804	69 526	99 274	176 605
II.- <u>CREDITO DOMESTICO</u>	16 189	17 146	18 187	22 651	33 327	39 036	38 334	58 023	64 344	45 414
A.- Sector Público (neto) 1/	5 826	6 283	5 829	5 314	7 397	9 796	7 310	5,122	118	-21 947
B.- Sector Bancario	7 817	8 984	10 116	14 202	24 159	27 056	28 018	49 242	59 721	62 112
i.- Bancos Comerciales	4 185	4 223	3 877	6 124	7 980	8 071	7 407	13 934	13 634	13 207
ii.- Entidades de Fomento	3 632	4 761	6 239	8 078	16 179	18 985	20 641	35 308	16 087	48 205
C.- Sector Privado	2 546	1 879	2 242	3 135	1 771	2 184	2 976	3 659	4 475	5 219
III.- <u>OTROS ACTIVOS NETOS</u> 2/	- 5 513	- 5 906	- 7 455	-10 747	-15 823	-17 702	-25 712	-52 681	-62 343	-90 023
IV.- <u>BASE MONETARIA</u> (I+II+III)	13 488	14 674	18 406	24 132	28 671	37 747	53 426	74 865	101 275	131 916

FUENTE: Elaborado con base en Boletines y Memorias Anuales de los Bancos Centrales.

1/ Incluye Moneda de Tesorería y Tenencias interbancarias

2/ Comprende otros activos netos, menos: Depósitos para importación, obligaciones internacionales, títulos canjeables, certificados de cambio, títulos de participación, Divisas del Sector Privado y resto de pasivos monetarios.

ANEXO 5-1

ECUADOR: BASE MONETARIA
(En millones de sucres)

<u>CONCEPTO</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
I. <u>RESERVAS INTERNACIONALES NETAS</u>	1 451	711	3 276	5 718	8 658	6 383	11 153	14 503	15 209	15 921
II. <u>CREDITO DOMESTICO</u>	3 549	4 330	3 399	1 859	3 100	5 174	7 666	7 699	7 957	9 327
A. - Sector Público (neto)	1 851	2 610	1 775	- 107	- 895	-1 275	- 985	-3 564	-5,425	-9 320
B. - Sector Bancario	601	566	568	909	2 589	4 270	5 377	7 301	8 138	10 732
i. - Banco Comerciales	128	52	66	109	402	766	1 439	3 891	5 020	6 690
ii. - Bancos Especializados	473	514	502	800	2 187	3 504	3 938	3 410	3 118	4 042
C. - Sector Privado	1 094	1 154	1 056	1 057	1 406	2 179	3 274	3 962	5 214	8 415
III. <u>OTROS ACTIVOS NETOS</u> ^{1/}	-1 072	- 733	1 386	- 398	-2 327	-1 550	-3 978	-4 984	-3 229	-2 620
<u>BASE MONETARIA (I+II+III)</u>	3 928	4 308	5 289	7 179	9 431	10 007	14 841	17 218	19 937	23 131

FUENTE: Banco Central del Ecuador; Boletín Anuario; No. 3 Quito-Ecuador 1980

^{1/} Comprende: Activos Netos no clasificados; Crédito neto a entidades financieras privados, menos; Depósitos monetarios; Depósitos Previos de Importación, Otras obligaciones en sucres, obligaciones en moneda extranjera; Bonos de Estabilización, Aceptaciones bancarias, Asignaciones DEG, Capital y reservas.

ANEXO 6 -1

PERU: BASE MONETARIA
(En millones de soles)

<u>CONCEPTO</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
I. <u>RESERVAS INTERNACIONALES</u> (netas)	12 543	11 390	16 958	20 640	31 294	18 312	-11 613	-53 223	-96 610	106 553
II. <u>CRÉDITO DOMÉSTICO</u>	13 198	16 486	19 208	19 365	23 373	41 084	93 317	131 431	278 794	265 199
A. - Sector Público (neto)	9 433	9 480	9 845	9 130	9 103	9 342	9 879	9 749	22 408	32 269
B. - Sector Bancario	3 765	7 006	9 363	10 235	14 270	31 710	83 392	121 661	256 381	233 221
i. - Bancos Comerciales	1 592	2 166	2 033	2 033	2 483	10 400	14 476	9 453	10 608	11 575
ii. - Bancos Especializados ^{1/}	2 173	4 840	7 330	8 202	11 787	21 310	68 916	112 208	245 773	221 646
C. - Sector Privado	-	-	-	-	-	32	46	21	5	9
III. <u>OTROS ACTIVOS</u> (netos) ^{2/}	9 279	10 184	12 784	21 265	32 643	43 214	53 286	83 932	62 366	93 043
IV. <u>BASE MONETARIA</u> (I+II+III)	35 020	38 060	48 950	61 270	87 310	102 640	134 990	162 140	244 520	465 109

FUENTE: Elaborado con base en Boletines y Memorias Anuales de los Bancos Centrales y FMI, Anuario 1980, IFS.

^{1/} Incluye : Banco de la Nación; FONAPS y COFIDE

^{2/} Comprende: Otros activos internacionales netos; otros activos y pasivos netos, menos: capital y reservas provisionales y resultados.

ANEXO No. 7-I

VENEZUELA: BASE MONETARIA
(En millones de bolívares)

<u>CONCEPTO</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>	<u>1974</u>	<u>1975</u>	<u>1976</u>	<u>1977</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>
I <u>RESERVAS INTERNACIONALES</u> (netas)	3 870	5 803	6 633	10 080	27 168	37 381	36 688	34 768	27 293	32 929
II <u>CRÉDITO DOMÉSTICO</u>	733	- 97	- 154	-1 245	-3 335	-5 189	-6 091	-3 885	543	-1 717
A. - Sector Público (neto) ^{1/}	- 232	-577	- 561	-1 663	-4 258	-5 111	-6 495	-6 047	-4 705	-8 021
B. - Sector Bancario y Privado ^{2/}	965	480	407	418	923	-78	404	2 162	5 248	6 304
III <u>FONDO DE INVERSIONES</u>	-	-	-	-	-11 772	-16 344	-11 652	-7 492	-2 118	-1 368
IV <u>OTROS ACTIVOS NETOS</u> ^{3/}	-1 057	-1 143	-1 423	-2 529	-3 221	-3 627	-4 009	-4 925	-5 256	-6 774
V <u>BASE MONETARIA</u> (I+II+III+IV)	3 546	4 563	5 056	6 306	8 840	12 221	14 936	18 466	20 462	23 070

FUENTE: Elaborado con base en Boletines y Memorias Anuales de los Bancos Centrales y FMI, Anuario 1980, IFS.

^{1/} Comprende: Inversiones en Valores del Gobierno, menos: Agencia Tesorería Nacional neta y otras cuentas de gobierno (cuenta especial, convenio cambiario y depósitos especiales).

^{2/} Comprende: Redescuentos, anticipos; otras colocaciones e inversiones y otras cuentas netas con el sector bancario y privado

^{3/} Comprende: Depósitos especiales, Ley de Reversión; capital pagado, reservas y otros pasivos.

ANEXO 8-I

GRUPO ANDINO: ELASTICIDADES ANUALES DE m_1 CON RESPECTO A
CAMBIOS EN c , a y r

<u>AÑOS</u>	<u>BOLIVIA</u>	<u>COLOMBIA</u>	<u>ECUADOR</u>	<u>PERU</u>	<u>VENEZUELA</u>
ELASTICIDAD m_1 , c					
1970	-0.05	-0.22	-0.16	-0.07	-0.28
1971	-0.01	-0.23	-0.16	-0.08	-0.21
1972	-0.06	-0.23	-0.15	-0.07	-0.23
1973	-0.04	-0.20	-0.12	-0.07	-0.19
1974	-0.09	-0.21	-0.15	-0.06	-0.19
1975	-0.05	-0.20	-0.19	-0.06	-0.19
1976	-0.01	-0.18	-0.15	-0.04	-0.17
1977	0.01	-0.15	-0.18	-0.04	-0.18
1978	0.01	-0.13	-0.17	-0.03	-0.22
1979	-0.02	-0.11	-0.18	0.01	-0.20
ELASTICIDAD m_1 , a					
1970	-0.11	-0.08	-0.15	-0.19	-0.22
1971	-0.14	-0.09	-0.17	-0.19	-0.26
1972	-0.11	-0.10	-0.17	-0.18	-0.28
1973	-0.13	-0.15	-0.18	-0.16	-0.31
1974	-0.12	-0.18	-0.16	-0.14	-0.30
1975	-0.17	-0.20	-0.14	-0.13	-0.30
1976	-0.22	-0.22	-0.14	-0.13	-0.33
1977	-0.25	-0.22	-0.12	-0.15	-0.32
1978	-0.24	-0.24	-0.12	-0.22	-0.28
1979	-0.19	-0.26	-0.12	-0.29	-0.31
ELASTICIDAD m_1 , r					
1970	-0.19	-0.42	-0.42	-0.53	-0.39
1971	-0.24	-0.41	-0.45	-0.50	-0.48
1972	-0.19	-0.41	-0.46	-0.55	-0.49
1973	-0.25	-0.46	-0.50	-0.55	-0.56
1974	-0.25	-0.44	-0.50	-0.60	-0.58
1975	-0.30	-0.44	-0.48	-0.58	-0.63
1976	-0.37	-0.45	-0.50	-0.63	-0.61
1977	-0.38	-0.45	-0.49	-0.62	-0.61
1978	-0.35	-0.48	-0.50	-0.62	-0.57
1979	-0.27	-0.50	-0.48	-0.65	-0.58

Fuente: Elaborado con base en: Cuadros 4-I y Anexo 2-I

ANEXO 9-I

GRUPO ANDINO: ELASTICIDADES ANUALES DE m_2 CON RESPECTO A

CAMBIOS EN c , a y r

<u>AÑOS</u>	<u>BOLIVIA</u>	<u>COLOMBIA</u>	<u>ECUADOR</u>	<u>PERU</u>	<u>VENEZUELA</u>
ELASTICIDAD m_2 , c					
1970	-0.22	-0.27	-0.26	-0.17	-0.44
1971	-0.19	-0.29	-0.26	-0.19	-0.55
1972	-0.25	-0.29	-0.25	-0.16	-0.36
1973	-0.20	-0.28	-0.21	-0.15	-0.32
1974	-0.25	-0.32	-0.23	-0.12	-0.30
1975	-0.25	-0.33	-0.26	-0.12	-0.27
1976	-0.23	-0.31	-0.22	-0.09	-0.27
1977	-0.24	-0.30	-0.24	-0.10	-0.28
1978	-0.26	-0.29	-0.23	-0.12	-0.32
1979	-0.30	-0.27	-0.24	-0.12	-0.31
ELASTICIDAD m_2 , a					
1970	0.13	0.05	0.10	0.06	0.25
1971	0.11	0.06	0.10	0.07	0.20
1972	0.14	0.07	0.09	0.05	0.20
1973	0.10	0.10	0.08	0.04	0.17
1974	0.11	0.13	0.07	0.03	0.15
1975	0.14	0.15	0.08	0.03	0.12
1976	0.14	0.15	0.06	0.02	0.15
1977	0.16	0.15	0.06	0.03	0.15
1978	0.17	0.14	0.05	0.04	0.16
1979	0.21	0.14	0.06	0.05	0.17
ELASTICIDAD m_2 , r					
1970	-0.19	-0.42	-0.42	-0.53	-0.39
1971	-0.24	-0.41	-0.45	-0.50	-0.47
1972	-0.19	-0.41	-0.47	-0.55	-0.49
1973	-0.26	-0.46	-0.50	-0.55	-0.56
1974	-0.25	-0.44	-0.50	-0.61	-0.57
1975	-0.30	-0.44	-0.48	-0.58	-0.63
1976	-0.37	-0.45	-0.50	-0.63	-0.61
1977	-0.38	-0.45	-0.49	-0.61	-0.61
1978	-0.35	-0.48	-0.50	-0.62	-0.57
1979	-0.27	-0.50	-0.48	-0.65	-0.58

Fuente: Elaborado con base en: Cuadro 4-I y Anexo 2.

ANEXO 10-I

GRUPO ANDINO: DEFICIT (-), SUPERAVIT (+) DE LAS FINANZAS PÚBLICAS
(En millones de unidades monetarias de cada país)

AÑOS	BOLIVIA	COLOMBIA	ECUADOR	P E R U	VENEZUELA
1970	- 179	-1 140	-1 545	- 3 282	- 797
1971	- 296	-1 234	-1 733	- 8 103	+ 296
1972	- 738	-3 674	- 893	-10 831	- 573
1973	- 413	-2 376	- 228	-14 048	+ 1 235
1974	- 455	-2 768	- 16	-14 090	+ 2 648
1975	- 707	-1 138	+ 306	-30 591	+ 737
1976	- 1 399	+4 505	-2 160	-48 432	- 5 052
1977	- 3 313	+5 820	-4 292	-79 143	-10 063
1978	- 3 002	+5 981	-3 766	-84 939	-10 203
1979	- 6 651	+5 985	-1 608	-42 227	- 838

Fuente: Bolivia; Banco Central de Bolivia; Boletín Estadístico #238; junio de 1980.
Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela: FMI; Anuario 1980, IFS.

ANEXO 11-I

GRUPO ANDINO: TIPOS DE CAMBIO PROMEDIO Y SUS VARIACIONES
(En moneda de cada país)

AÑOS	BOLIVIA	$\Delta\%$	COLOMBIA	$\Delta\%$	ECUADOR	$\Delta\%$	PERU	$\Delta\%$	VENEZUELA	$\Delta\%$
1970	12.0	-	18.3	-	20.9	-	38.7	-	4.5	-
1971	12.0	-	20.1	9.8	25.0	19.6	38.7	-	4.5	-
1972	13.3	10.8	22.0	9.5	25.0	-	38.7	-	4.4	-2.2
1973	20.0	50.4	23.8	8.2	25.0	-	38.7	-	4.3	-2.3
1974	20.0	-	27.1	13.9	25.0	-	38.7	-	4.3	-
1975	20.0	-	31.2	15.1	25.0	-	40.8	5.4	4.3	-
1976	20.0	-	35.0	12.2	25.0	-	57.4	40.7	4.3	-
1977	20.0	-	36.9	5.4	25.0	-	83.8	46.0	4.3	-
1978	20.0	-	39.3	6.5	25.0	-	156.3	86.5	4.3	-
1979	20.8	4.0	42.6	8.4	25.0	-	224.6	43.7	4.3	-

Fuente: FMI; Anuario 1980; IFS

ANEXO 1-II

Grupo Andino: Indicadores Financieros y Económicos
Coeficientes

1. - Activos Financieros - PIB, 1970-1979

Año	Bolivia	Colombia	Ecuador (%)	Perú	Venezuela
1970	15.8	19.2	20.8	22.8	23.2
1971	16.6	18.5	20.3	22.9	25.1
1972	16.6	19.3	21.0	25.3	27.3
1973	14.4	21.0	19.5	25.5	28.0
1974	12.4	20.3	18.4	27.6	22.0
1975	13.6	21.8	18.1	25.8	33.0
1976	17.4	23.5	20.4	23.1	38.6
1977	19.4	22.9	20.0	21.1	41.4
1978	18.0	24.5	19.4	21.4	43.0
1979	16.2	21.3	18.5	22.4	40.0

Fuente: Elaborado con base en anexo 2-I y F M I; Anuario 1980; I F S

2. - Dinero (M₁) - PIB, 1970-1979

Año	Bolivia	Colombia	Ecuador (%)	Perú	Venezuela
1970	12.1	16.6	15.8	17.0	12.5
1971	12.5	15.8	15.0	17.0	13.5
1972	12.4	16.0	15.5	19.7	14.2
1973	11.2	15.9	14.6	20.2	14.5
1974	9.6	14.0	14.1	22.9	12.2
1975	9.4	14.3	14.2	21.6	19.1
1976	11.1	14.9	16.3	19.6	20.4
1977	11.6	14.4	16.3	17.3	22.1
1978	10.7	15.1	16.0	15.9	24.1
1979	9.8	12.7	15.3	14.8	20.9

Fuente: Elaborado con base en anexo 2 -I y F. M I; Anuario 1980; I F S.

3.- PIB real per cápita, 1970-1979
(en dólares de 1975)

<u>Años</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>	<u>Grupo Andino</u>
1970	434.6	465.0	397.1	779.2	2.260.5	878.2
1971	444.5	481.8	509.6	796.0	2.263.4	892.9
1972	458.2	508.6	528.8	818.9	2.259.8	913.1
1973	477.1	533.6	611.1	844.9	2.336.0	955.5
1974	493.3	554.1	638.3	877.4	2.395.8	988.8
1975	505.8	563.6	649.2	880.3	2.439.2	1.006.1
1976	526.4	578.3	672.8	882.2	2.550.5	1.039.6
1977	530.4	594.4	689.5	847.6	2.663.9	1.082.6
1978	531.3	633.9	702.0	808.6	2.792.5	1.079.4
1979	524.9	653.1	717.3	815.9	2.722.5	1.095.0

Fuente: Elaborado con base en FMI; Anuario 1980; IFS.

4.- Cuasidíneros - PIB; 1970-1979
(por cientos)

<u>Años</u>	<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
1970	3.7	2.6	5.1	5.8	10.7
1971	4.1	2.7	5.3	5.9	11.6
1972	4.2	3.3	5.5	5.6	13.1
1973	3.2	5.1	5.0	5.3	13.5
1974	2.8	6.3	4.3	4.7	9.8
1975	4.2	7.5	3.9	4.2	13.9
1976	6.3	8.6	4.1	3.5	18.2
1977	7.8	8.5	3.6	3.8	19.3
1978	7.3	9.4	3.4	5.5	18.9
1979	6.4	8.6	3.2	7.6	19.1

Fuente: Elaborado con base en Anexo 1-I y FMI; Anuario 1980; IFS.

<u>Bolivia</u>	<u>Colombia</u>	<u>Ecuador</u>	<u>Perú</u>	<u>Venezuela</u>
5. - Tasa media anual de crecimiento, 1970-1979				
4.8	6.0	7.5	3.4	5.4
6. - Coeficiente medio: Activos Financieros - PIB, 1970-1979				
16.4	22.1	19.3	22.9	34.8
7. - Coeficiente medio: Activos Financieros (excepto moneda) ^{1/} - PIB, 1970-1979.				
9.3.	16.7	14.0	16.8	30.5
8. - Coeficiente medio: Gasto público ^{2/} - PIB, 1970-1979 ^{3/}				
22.5	17.0	20.6	19.7	27.1
9. - Coeficiente medio: Deuda externa pública ^{4/} - PIB, 1970-1979				
40.4	15.7	17.4	29.5	12.3
10. - Coeficiente medio: Ahorro interno ^{5/} - Inversión Bruta Interna, 1971 - 1979				
75.1	99.8	82.5	73.8	102.1
11. - Coeficiente medio: Brecha externa ^{6/} - PIB, 1971 - 1979				
5.3	0.0	4.5	4.3	-0.7
12. - Coeficiente medio: Ahorro Interno - PIB, 1971-1979				
16.0	20.9	21.4	12.1	33.4

Fuente: Elaborado con base en: Información oficial de Cuentas Nacionales - FMI; Anuario 1980; IFS

^{1/} M, menos Billetes y Monedas en circulación.

^{2/} Consumo público más Inversión Bruta Interna pública

^{3/} Bolivia 1970-1977; Colombia 1973-1974; Venezuela 1973-1978

^{4/} Saldo de la deuda externa pública

^{5/} Inversión bruta externa más ahorro externo (saldo en cuenta corriente)

^{6/} Saldo en cuenta corriente.

Referencias Bibliográficas

Anderson, Leonall C y Jerry L. Jordan, "The monetary base: Explanation and analytical use", en Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, Vol. 50, No. 8, August, 1968.

Balbach, Anatol B. y Albert E. Burger, "Derivation of the monetary base", en Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, Vol. 58, No. 11, November 1976.

Bancos Centrales de los países del Acuerdo de Cartagena, Boletín Estadístico, Nos. 1 al 5, correspondientes a 1974-1978, Quito, Ecuador.

Banco Central de Bolivia, Boletín Estadístico (varios números), La Paz, Bolivia.

_____ Memoria Anual (1974 a 1979), La Paz, Bolivia.

_____ Reglamentación de Programas de Refinanciamiento, La Paz, Bolivia.

Banco de la República, Revista del Banco de la República (varios números), Bogotá, Colombia.

_____, Controles monetarios y distorsiones estadísticas, XVIII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, 24-29 de noviembre de 1980, Bogotá, Colombia.

Banco Central del Ecuador, Anuario Estadístico, 1980, Quito, Ecuador.

_____, Boletín Estadístico (varios números, Quito, Ecuador.

_____, Memoria Anual, (1970 a 1979), Quito, Ecuador

Banco Central de Reserva del Perú, Memoria Anual (1970 a 1979), Lima, Perú.

Banco Central de la Reserva del Perú, Boletín (varios números), Lima, Perú.

Banco Central de Venezuela, Memoria Anual (1975 a 1979), Caracas, Venezuela.

_____, Informe Económico (1973 a 1978), Caracas, Venezuela.

_____, Boletín Mensual (varios números), Caracas, Venezuela.

Brunner, K. y A. Meltzer, The meaning of monetary indicators, G. Horwick, (ed.).

Cabrera G., Mauricio, La liberación del sistema financiero y las perspectivas del mercado de capitales, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, Colombia, agosto de 1980.

Coats, Warren L., y Deena R. Khatkhate, "Money and monetary policy in less developed countries: Survey of issues and evidence", FMI, (DM/79/40), mayo 1979.

Diz, Adolfo C., "Oferta Monetaria", CEMLA (texto provisional), México, 1975.

Fondo Monetario Internacional, Anuario 1980, en IFS.

Friedman, Milton, Un programa para la estabilización monetaria, Instituto de Economía, U. Católica de Chile, Santiago de Chile, 1977.

_____, Un programa de estabilización monetaria y reforma bancaria, Ed. Deusto, 1962.

Galbis, Vicente, "Inflación y política de tasa de interés en América Latina, 1967-1976", CEMLA, Monetaria, Vol. II, No. 2 Abril, junio 1979.

Galbis Vicente, "Interest rate policy framework for a developing economy: the case of Peru", IMF (DM/176/98); November 16, 1976.

_____, "Financial intermediation and economic growth in LDCs" FMI, (DM/74/103), October 1974.

Goldsmith, Raymond W., "La estructura financiera y el crecimiento económico", en Conferencias, CEMLA, México, 1963.

_____, "The mobilization of domestic resources for economic growth through the financial system", Reunión del BID, Lima, Perú, 1971, (Mimeo).

Gurley, John G. y E.S. Shaw, Money in a theory of finance, Washington, Brookings Institucion, 1960.

_____, "Hacia una teoría de estructuras financieras y el desarrollo económico", en Estructura Económica y Desarrollo Económico, Ed. Instituto T. di Tella, Bs.Aires, 1968.

_____, "Repercusión del desarrollo económico en las estructuras financieras. Estudio de cortes transversales", en Estructura Económica y Desarrollo Económico. Ed. Instituto T. di Tella, Bs. Aires, 1968.

Khatkhate, Deena R., "Falsas cuestiones en la discusión sobre las políticas de tipos de interés en los países menos desarrollados", FMI, (DM/78/96), octubre de 1978.

Mckinnon, Ronald, I., "Represión financiera y el problema de la liberalización dentro de los países menos desarrollados", Cuadernos de Economía, No. 47, Universidad Católica, Chile, abril de 1979.

_____, "Dinero y capital en el desarrollo económico", CEMLA, Serie Estudios, publicación conjunta con el Programa de Desarrollo de Mercados de Capital de la OEA, México, 1974.

Rodríguez, P., y L. Salas, "Experiencia reciente en el manejo de la tasa de interés en Venezuela", XVII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, 24 al 29 de noviembre de 1980, Bogotá, Colombia.

Silva L, Luis, "Síntesis de los aspectos reales y financieros de la economía venezolana: 1974-1978", en Revista de Hacienda, No. 74, Caracas, Venezuela, 1979.

Smith, Paul F., Money and financial intermediation: the theory and structure of financial systems, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1978.

Superintendencia de Bancos, Memoria Anual (1978 y 1978), Quito, Ecuador.

Vogel, Robert C., "Dinámica de la inflación en América Latina", CEMLA, Economía Monetaria, Compilaciones de M.I. Blejer y A.C. Porzecansky, México, 1977.

Wai U., Tun, "Estrategia y medidas para desarrollar los mercados de capital", FMI (DM/75/107), diciembre, 1976.