

**EL SISTEMA FINANCIERO: DESEMPEÑO MACROECONOMICO
Y EL ORIGEN DE LOS DESEQUILIBRIOS EN EL
AHORRO-INVERSION**

Guillermo Ortega*

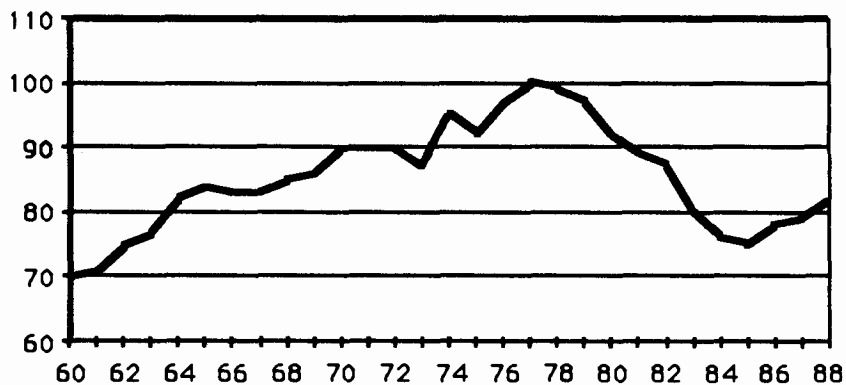
* Profesor de Economía y Política Internacional en la U.C.V. y Asesor Económico del Banco Mercantil.

Durante varias décadas, Venezuela experimentó un crecimiento acelerado de su producto interno. Entre 1950 y 1978, la tasa de crecimiento del producto petrolero fue de casi un 8% interanual, exhibiendo además una gran estabilidad de precios, altas tasas de ahorro y cuentas externas equilibradas ¹.

A partir de 1974 el patrón de crecimiento, que había sido vigoroso hasta entonces, se hace bastante más frágil. El crecimiento de esos años, aunque más pronunciado que cualquier otro en la historia económica del país, duró apenas tres años de forma sostenida, siendo una fase de expansión relativamente corta si se examina la historia del ciclo económico en la economía venezolana. Para 1978 la tasa de crecimiento de las actividades no petroleras era la mitad del crecimiento del año anterior.

La fase de contracción, en cambio, se extiende por lo menos hasta 1985, interrumpida por el crecimiento operado desde 1986, el cual llega nuevamente a su fin con la caída esperada en 1989 (según la mayoría de los analistas se ubicaría entre 7% y 9%). En la última década la economía venezolana ha visto declinar de manera dramática su ritmo de expansión. Como se observa en el gráfico I, son más de doce años de caída persistente del ingreso per cápita.

GRAFICO I
INDICE PRODUCTO PER CAPITA
(Año Base 1977 = 100)



Fuente: - B.C.V.
- Cálculos propios

Ese patrón de comportamiento no tiene antecedentes en la historia de los últimos 40 años. Una crisis similar, a finales de los cincuenta, en la que se experimentó una fuerte caída en los sectores industrial, construcción y agrícola -acompañada de una aguda crisis cambiaria- fue

¹ La inflación entre 1950 y 1974, fue menos de 2%. La propensión media al ahorro estuvo, de forma consistente, alrededor del 30%, alcanzándose un máximo de 45% en 1977. Entre 1950 y 1972, el más grande desequilibrio externo que había tenido la economía venezolana apenas fue de un 1% del PIB.

superada con relativa facilidad, hasta el punto que entre 1960 y 1964 el producto interno crece un 10% interanual.

El deterioro del patrón de crecimiento, sin lugar a dudas, está vinculado a ciertos cambios del entorno, especialmente el comportamiento de los ingresos petroleros y el peso de la deuda externa. Entre 1980 y 1988, los términos de intercambio para la economía venezolana se deterioran en casi un 60%. Adicionalmente, realiza, entre 1982 y 1988, transferencias netas de recursos por un monto promedio equivalente al 30% de sus exportaciones, pagando, en promedio, un servicio de la deuda que superó el 45% de los ingresos por exportaciones de petróleo.

No es posible, sin embargo, reducir el análisis del deterioro de patrón de crecimiento y la fragilidad de las etapas de expansión en el ciclo económico, a los cambios en el entorno. El deterioro en el patrón de crecimiento se gesta a partir del acelerado crecimiento que se produjo luego del primer boom de ingresos petroleros.

Sin embargo, la explicación fundamentada en el surgimiento de condiciones externas adversas, es atractiva para la retórica política y cierto fundamento empírico por el grado de apertura de la economía venezolana, el cual excede al de otros países latinoamericanos, y la coloca en condiciones de especial vulnerabilidad hacia los cambios en el entorno.

De las perturbaciones externas que ha enfrentado la economía venezolana, las consecuencias del primer choque de precios del petróleo han sido las más subestimadas, no sólo por los efectos macroeconómicos que trajo consigo, sino por la relevancia de los grandes cambios institucionales que produjo.

El primer boom petrolero produce una virtual dislocación de las magnitudes nominales de la economía, con consecuencias que pueden ser adecuadamente descritas como "enfermedad holandesa". La expansión de las exportaciones petroleras y la subsiguiente quiebra de la larga estabilidad de precios, reforzada por un esquema de política cambiaria pasiva, produjo una especie de desplazamiento del sector no petrolero, sobre todo de aquellos sectores con un potencial perfil de exportación, por los efectos que la sobrevaluación del signo monetario tienen sobre la competitividad de sus productos en los mercados internacionales². Para la economía no petrolera ello se expresa, fundamentalmente, en el desplazamiento del motor del crecimiento hacia la demanda agregada interna.

Las consecuencias de esas perturbaciones exógenas, han sido magnificadas por una serie de características del patrón de asignación de recursos de la economía venezolana, alterado por el vasto proceso de cambios institucionales que acompaña al primer choque de ingresos petroleros. Esos cambios institucionales pueden clasificarse en tres grandes bloques: 1) El considerable aumento en la participación del Estado en la economía ; 2) Las medidas de política económica que afectaron el funcionamiento del mercado laboral y el mercado financiero, en algunos casos produciendo innovaciones legales y en otros intensificando los rasgos ya

² Por cualquiera de las medidas que se utilice, el índice de cambio real efectivo, indica que la moneda se sobrevaluó en más o menos un 20%. Entre 1976 y 1982, según estadísticas del FMI, la sobrevaluación es casi un 25%.

existentes; 3) Una mayor ingerencia del Estado en el funcionamiento de los mercados de bienes y en la formación de precios, tanto por la utilización de los controles de precios como por la intensificación en el uso de los subsidios ³.

El reconocimiento de esos "cuellos de botella" en el terreno del funcionamiento de los mercados es fundamental para el diseño de un programa que rescate el potencial de crecimiento de la economía venezolana. Dificilmente pueda restituirse la senda de crecimiento, si no se reconstruye el medio ambiente necesario en el que la economía pueda crecer de forma sostenida. Ello significa, sobre todo, producir cambios en el marco institucional que acompaña el proceso de asignación de recursos, permitiendo que los mercados tengan un grado apreciable de flexibilidad.

I. AGREGADOS MONETARIOS Y COMPORTAMIENTO DEL AHORRO

Toda la fase de crecimiento de la economía venezolana, hasta 1978, está acompañada por una propensión media al ahorro bastante alta y un considerable aumento de la monetización de la economía. Entre 1950 y comienzos de la década de los setenta se produce una notable expansión del sistema financiero.

Los grandes desequilibrios externos de finales de los setenta, tienen una clara contrapartida en el sistema financiero. El desbalance entre las cuentas de ahorro e inversión, que se hace evidente con la aparición de dos años de déficit consecutivos en la cuenta corriente de la balanza de pagos, expresa claramente el fuerte choque de demanda que significó el boom de precios de petróleo y la imposibilidad de la oferta de crecer al mismo ritmo que aquella lo hacía.

No obstante, los desequilibrios en cuenta corriente de 1977 y 1978, no están acompañados por una reducción en las tasas de crecimiento del ahorro financiero. Ambos procesos, deterioro en el balance de ahorro e inversión y disminución del ahorro financiero, sólo aparecen conjuntamente algunos años después. La exacta vinculación de esa caída en la generación de ahorro con los desequilibrios externos que registra la economía venezolana, ya a finales de la década de los setenta, no se hace evidente hasta comienzos de los ochenta cuando el país tiene dificultades de acceder al financiamiento externo y se desata una fuerte crisis cambiaria.

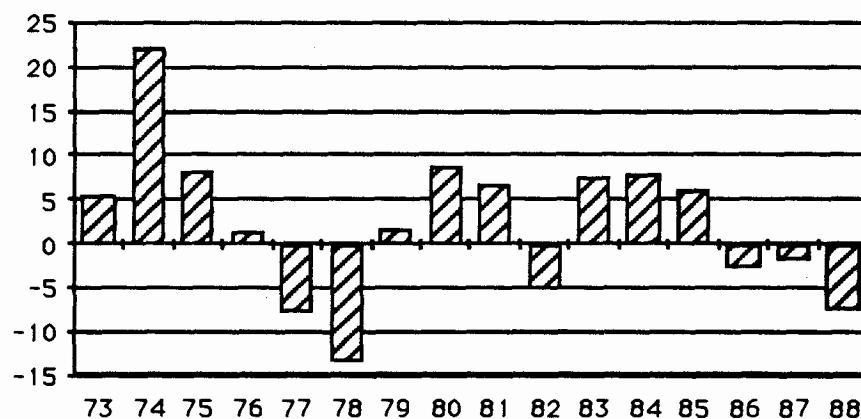
Tanto la existencia de tasas reales negativas como la sobrevaluación de la moneda, hechos que surgen a mediados de la década de los setenta, asociados principalmente a la quiebra de la estabilidad de precios y al movimiento de la paridad de las monedas de los países con los cuales comerciamos, han sido muy significativos en la evolución de los mercados financieros. Ambos elementos tienen un peso muy importante en la decisión de los agentes económicos acerca de la composición relativa de su portafolio de activos financieros, así como en la

³ Entre 1974 y 1979, la participación del Gobierno Central en la economía, prácticamente se duplica, mientras que se produce una importante expansión de la administración pública no descentralizada. En el mercado laboral se introducen una serie de disposiciones legales que redundan en un drástico incremento del precio relativo del trabajo. En los mercados financieros se acentúan las disposiciones de control de las tasas de interés, se ejerce control sobre el destino del crédito y se produce un aumento de la participación estatal en el sistema financiero. Y, finalmente, en los mercados de bienes se extienden a casi toda la economía los controles de precios.

composición de su canasta de consumo. Los movimientos en los precios que regulan esas decisiones (el diferencial de tasas de interés, los precios relativos entre bienes importados o nacionales y el tipo de cambio) definen, en consecuencia, una relación muy importante entre el sector externo y los agregados monetarios, fundamentalmente por tres vías: 1) la recomposición del portafolio de activos financieros de los agentes económicos; 2) la canalización de los excesos de saldos reales hacia la compra de bienes y 3) la fuerte expansión del crédito interno en el intento de esterilizar la disminución del dinero primario ocasionado por el desequilibrio externo.

Hasta mediados de la década de los años setenta, el déficit de cuenta corriente más significativo que había tenido la economía venezolana, apenas alcanzó el 1% del producto interno. En el año de la ruptura de la larga senda de expansión de la economía venezolana (1978), se alcanza un déficit de cuenta corriente equivalente al 12,5% del PIB ⁴, reflejando el profundo trastorno en las cuentas de ahorro e inversión (gráfico II).

GRAFICO II
EXCESO DE ABSORCION DOMESTICA
(SALDO EN CUENTA CORRIENTE)
(% PIB)



Fuente: - B.C.V.

- Cálculos propio:

Cuando se analiza el comportamiento de los agregados monetarios en esos años, destaca a primera vista, que el desbalance en las cuentas de ahorro e inversión no tiene contrapartida inmediata sobre la demanda de activos financieros domésticos.

⁴ Ya para 1977, el déficit de cuenta corriente había alcanzado el 8% del PIB.

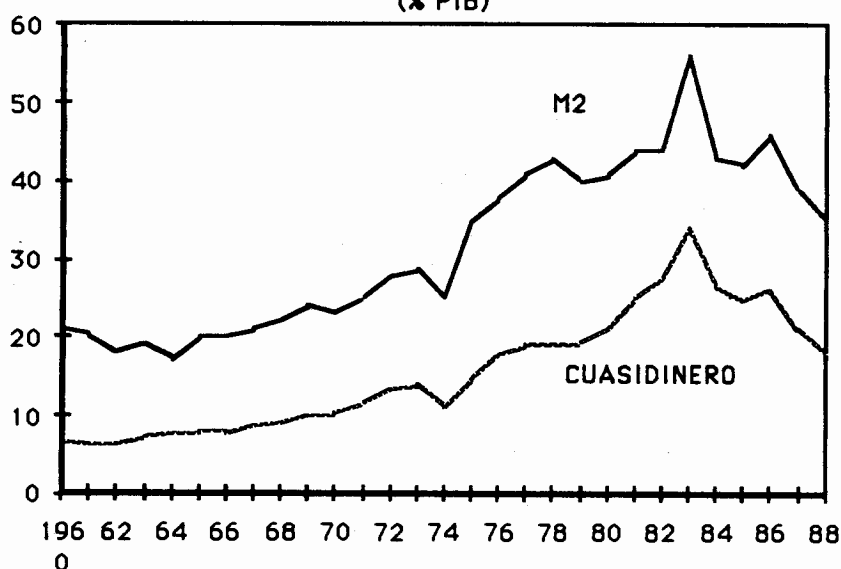
El coeficiente de liquidez monetaria al producto interno crece continuamente entre 1950 y 1973, al igual que los coeficientes de cuasidinero y depósitos totales a producto, con la importante expansión del sistema financiero.

Para 1960, los activos financieros de origen bancario representaban el 15% del producto. Para 1973 ya alcanzaban un 25%. La sofisticación de los instrumentos financieros también aumenta de forma significativa. Entre 1960 y 1973, la participación del cuasidinero en el agregado monetario (depósitos de ahorro y a plazo) aumenta en casi 8 puntos porcentuales del producto interno (gráfico III).

Ese proceso no se detiene con posterioridad a 1973, a pesar de la ruptura de la estabilidad de precios. Entre 1974 y 1983, los instrumentos de ahorro siguen creciendo de forma sostenida, aunque se produce una recomposición de la cartera de activos financieros domésticos.

La situación cambia sustancialmente después de la crisis de 1983. Es sólo en ese año cuando se observa con toda claridad la desmonetización de la economía, paralela a la disminución en la generación al ahorro. Entre ese año y 1988, la monetización de la economía se reduce en 21 puntos, mientras que la propensión media al ahorro se reduce a menos de la mitad del promedio del período 1973-1982.

GRAFICO III
ACTIVOS FINANCIEROS
(% PIB)



FUENTE: - B.C.V.
- Cálculos propios

Hasta 1983, varios factores contribuyen a explicar esa aparente paradoja de una propensión al ahorro decreciente y una mayor monetización de la economía ⁵. Lo más obvio es el financiamiento interno y la magnitud del ingreso petrolero. Los serios desequilibrios externos de 1977 y 1978 y los desbalances en las cuentas de ahorro e inversión, que alcanzaron 8% y 12% del producto interno, fueron cubiertos por un cuantioso flujo de financiamiento externo.

El desequilibrio en las cuentas de ahorro e inversión no se expresa en la desmonetización de la economía en parte, por la conjunción de expectativas y el diferencial de tasas de interés externas e internas. En efecto, gran parte del desempeño macroeconómico entre 1974 y 1978, se define alrededor de un marco de expectativas en el que los agentes económicos percibían como permanente el cambio experimentado en los ingresos petroleros, mientras que la ruptura en la estabilidad de precios era considerado como un evento pasajero. Eso explica, entre otras cosas, el vigor de la inversión privada en esos años. En una economía en expansión, con expectativas de aumento sostenido en la demanda agregada interna, tener una estructura de cartera sesgada a los activos externos acarrea costos de oportunidad significativos, de manera que aún cuando los rendimientos entre activos financieros internos y activos externos estuvieran desalineados, los agentes económicos percibían una rentabilidad más alta en los activos internos reales.

Cuando los activos internos y externos no son sustitutos perfectos, hay que descontar al premio de arbitraje (la ganancia adicional por convertir una forma de tenencia de riqueza a otra) los costos de transacción y de oportunidad asociados a la tenencia de activos externos, lo cual implica que no necesariamente el valor de equilibrio de las tasas de interés internas será el que alinee su rendimiento al de los activos externos. Algo similar sucede cuando se calcula la tasa real de interés. Desde que los activos reales y los activos financieros no son sustitutos perfectos, la posición de equilibrio de las tasas de interés en algunos casos puede no implicar tasas reales positivas.

En el período 1974-1979, el rendimiento de los activos internos nunca se alejó significativamente del rendimiento de los activos externos. La tendencia a la desmonetización del bolívar y los rendimientos nominales de los activos internos se alejan completamente de los rendimientos externos, por el surgimiento de una fuerte expectativa en relación a la paridad de la moneda. En esa etapa, a pesar de la ruptura en la estabilidad de precios, el valor máximo que llegó a alcanzar el premio por la conversión de activos financieros internos a activos externos fue de menos de 4 puntos porcentuales.

A partir de 1983, el esquema de cambios diferenciales, si bien logra disminuir el diferencial entre rendimientos de activos internos y externos, estimula fuertemente el arbitraje entre el mercado oficial y el mercado libre, de manera que las devaluaciones efectivas sencillamente alimentaron mayores expectativas de devaluación. A pesar de las devaluaciones sucesivas, el premio de arbitraje siguió siendo considerablemente alto.

⁵ Es muy probable también que a este comportamiento contribuya el hecho que, una parte de los ahorros del sector privado, dado que se encuentra inmovilizado por disposiciones legales (Seguro Social y Prestaciones Sociales) es altamente insensible a los movimientos del tipo, los diferenciales de inflación y las tasas de interés.

El proceso de desmonetización se hace más agudo a partir de 1986, cuando se produce la fuerte caída de los precios del petróleo. Entre 1986 y 1988, se produce una pérdida de reservas acumulada de casi 10.000 millones de dólares que ejerce una presión contractiva sobre los agregados monetarios.

La política monetaria, empeñada en esterilizar el efecto de esta pérdida de reservas, se tradujo en una significativa expansión del crédito interno que, en cierta forma, ha sido un factor muy relevante en la configuración de un proceso inflacionario de gran envergadura. En la medida que dicha política colocó saldos nominales en la economía superiores a los que deseaban mantener los agentes económicos, la desmonetización reflejó ese proceso mediante el cual los tenedores de riqueza ajustaron su cartera de activos, demandando activos financieros externos y activos reales. Con ello, se intensificaron las presiones sobre el mercado cambiario, el mercado de bienes y el mercado financiero, terminando en conjunto, por elevar el nivel de precios.

Este proceso, en un ambiente de tasas de interés controladas, ha tenido efectos perversos sobre la inversión productiva e importantes consecuencias redistributivas entre los agentes económicos. En primer lugar, contribuyó a la salida del ahorro nacional del circuito monetario interno. En segundo lugar, con tasas de interés muy por debajo de la inflación, el desequilibrio en el mercado financiero se tradujo en un fuerte repunte de las razones de endeudamiento de muchos sectores económicos (cuadro I) y, como consecuencia de ello, en una enorme transferencia de recursos desde aquellos agentes económicos con posición de activos monetarios netos (los ahorristas) hacia aquellos con pasivos monetarios netos (los deudores) ⁶.

CUADRO I

INDICE APALANCAMIENTO
FINANCIERO
(Deuda/Capital)

	1983	1987
Farmacéutico	100	164
Automotriz	100	216
Agropecuario	100	172
Bebidas	100	152
Textiles	100	111

Fuente: - Balances de Publicación
- Cálculos propios

⁶ Para una serie de sectores analizados, los índices de endeudamiento aumentaron en más de un 50%.

Todo esto ha gravitado de modo muy especial en el desarrollo de la inflación interna y en el desequilibrio externo de la economía venezolana. Alinear el rendimiento de los activos financieros internos con el de otras alternativas, era un paso imprescindible para el ajuste macroeconómico y en esa dirección ha avanzado el actual plan de ajuste.

II. AHORRO Y TASAS DE INTERES

Si bien la tasa de interés no es la única variable que cuenta para la determinación del ahorro, tiene una responsabilidad fundamental para el mantenimiento del ahorro en activos internos. Puede aceptarse el postulado, esgrimido por las dos principales hipótesis sobre formación del ahorro, la Teoría del Ciclo Vital y la Teoría del Ingreso Permanente, acerca de que la propensión marginal al ahorro es bastante estable. Ello se explica por cuanto cambios en la tasa de interés, además de implicar un efecto precio que induce a los agentes económicos a sustituir entre consumo presente y consumo futuro, incorporan también un efecto renta al aumentar la riqueza de los agentes económicos, lo cual estimula a los agentes económicos tanto a consumir en el presente como a consumir en el futuro, de manera que el efecto final de un cambio en la tasa de interés sobre el consumo presente no es del todo claro, en el caso de que el consumo futuro tenga una baja elasticidad ingreso.

Todas las teorías sobre el ahorro difieren en torno a la importancia de la tasa de interés, en tanto realizan distintos supuestos acerca de los parámetros de elasticidad. De hecho, la evidencia empírica disponible para un gran número de países coloca serias dudas sobre una fuerte relación entre el ahorro y la tasa de interés.

Sin embargo, para una economía no sólo importa el nivel de ahorro alcanzado, sino también, y es un punto realmente fundamental, importa cuál es la composición del mismo. Esto es especialmente importante en una economía abierta donde el ahorro del país puede alcanzar distintas modalidades. Efectivamente, la composición de la cartera de activos de los agentes económicos puede variar de manera sustancial, al pasar de activos internos a externos, y esa recomposición en la cartera de los agentes económicos puede llevar a grandes equívocos en la medición del ahorro, dependiendo, por supuesto, de si este se mide sobre los activos domésticos o sobre toda la cartera.

El proceso de desmonetización que han sufrido varios países latinoamericanos, interpretado como una caída persistente en la tenencia de activos financieros como porcentaje del producto interno, que resulta paralelo a una disminución en la propensión media al ahorro, recoge entre otras cosas esos problemas de medición al cambiar la forma en que los residentes de cada uno de esos países cambia la estructura de su tenencia de activos.

En el caso de Venezuela, si se descuentan los efectos riqueza asociados a la tenencia de activos financieros externos, mantenidos por los venezolanos desde 1982, muy probablemente la propensión al ahorro de la economía venezolana no haya sido sustancialmente alterada.

La tasa de interés indiscutiblemente cuenta para la composición de la cartera, desde que los activos financieros internos compiten con otras formas de mantenimiento de la riqueza. En el informe del Banco Mundial de 1989, se reseñan los resultados de un estudio de corte transversal, realizado en base a una muestra de 10 países (cuadro II y gráfico IV). En él se constata que la tasa de interés es de gran relevancia para explicar las diferencias de monetización (relación entre el agregado monetario M2 y el Producto Interno Bruto). Los

resultados ponen en evidencia la relevancia de la tasa de interés: a mayor tasa de interés doméstica, mayor nivel de monetización, o mayor tenencia de activos financieros internos. Pruebas estadísticas indican que la tasa de interés doméstica no sólo es significativa para la determinación de la demanda de activos financieros internos, sino también, como es de esperar en términos teóricos, el cuasidinero posee una mayor sensibilidad a la tasa de interés que todo el agregado monetario.

CUADRO II

PENETRACION FINANCIERA (Porcentajes)

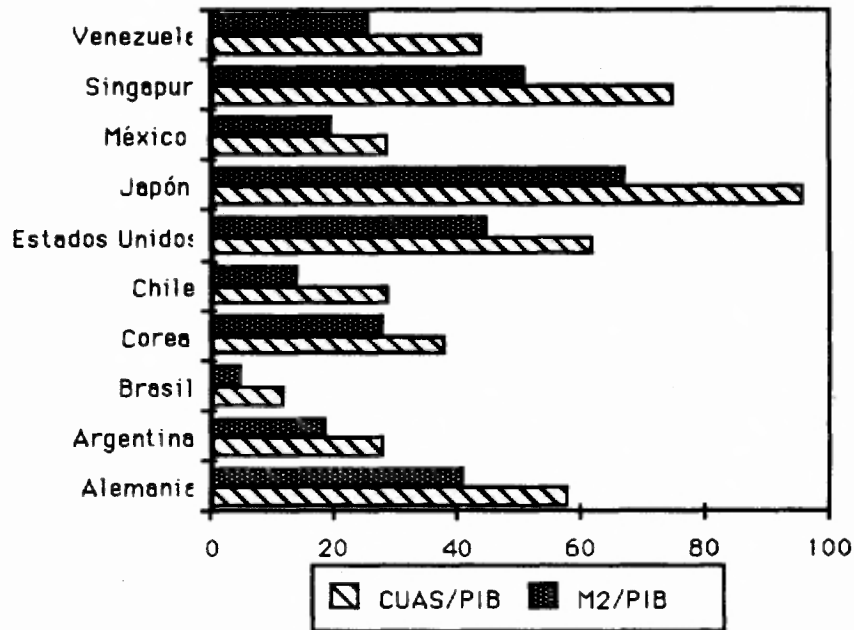
Países	M2/PIB	CUAS/PIB	BAS/M2
Alemania	85	41	17
Argentina	29	19	69
Brasil	12	5	34
Corea	38	28	17
Chile	29	14	27
Estados Unidos	62	45	9
Japón	96	67	10
México	29	20	56
Singapur	75	51	24
Venezuela	44	26	23

Fuente: - F.M.I., Estadísticas Financieras Internacionales
- Cálculos propios

En términos estadísticos la mayor sensibilidad le corresponde al cuasidinero, que cambia en 0.64% por cada 1% de variación en la tasa de interés. Una prueba por lo demás patética de esto, es lo sucedido en los primeros meses de 1989, en el que los instrumentos que pagan interés ganaron cerca de 9 puntos porcentuales de participación en la liquidez monetaria.

En economías de bajo desarrollo financiero, una característica fundamental es que tiende a existir escasa movilización del ahorro, de manera que los recursos tienden a invertirse en aquellas actividades donde inicialmente se generan. Al no existir sistemas financieros sofisticados, los mercados informales de crédito tienden a cubrir sus elevados costos de producción (selección de deudores, provisión contra pérdidas, recursos ociosos, etc.) elevando sustancialmente los intereses que cobran a los usuarios del crédito.

GRAFICO IV
 MONETIZACION
 (1982 - 1987)



FUENTE: Cuadro II. PORCENTAJES

Otra característica, relacionada con la primera función apuntada anteriormente, es que en la medida que no exista un sistema eficiente de resguardo de los ahorros, la economía en su conjunto escoge un portafolio de tenencia de sus riquezas que impide en grado elevado la movilización del ahorro. De esa forma, aún cuando existan grandes superávits de fondos en algunos sectores, éstos se encuentran en una serie de formas de tenencia de riqueza que impide una movilización efectiva hacia los sectores que actúan como demandantes netos.

En términos de la eficiencia de la inversión, aquellas economías con bajo grado de desarrollo financiero, tienden a no monitorear de forma eficiente el curso de los proyectos de inversión y a tener un grado muy alto de aversión al riesgo. En condiciones de un mercado financiero poco sofisticado o de escasa competitividad, los agentes económicos con posición acreedora neta, tienen poco estímulo para ejercer una supervisión activa del destino de sus recursos, ya sea por cuanto los recursos se asignan de forma discrecional o la misma inexistencia de los mercados de capitales impide que los oferentes de recursos puedan ejercer un tipo de supervisión pasiva mediante la compra y venta de los títulos de deuda. En el caso de los mercados informales de crédito el riesgo y los costos de supervisión tienden a cubrirse mediante una reducción de los plazos y montos, lo cual no permite el desarrollo de proyectos de inversión de grandes dimensiones.

Otra consecuencia sobre la inversión del escaso desarrollo de los mercados de capitales, es la no provisión de capital de riesgo para aquellas inversiones que aún cuando son altamente deseadas en términos sociales, no se desarrollan por cuanto los agentes económicos tienen muchas dudas acerca de su desarrollo. Esta disparidad entre beneficios privados y sociales, ocasiona una seria pérdida para el bienestar de la población de esos países. Sin duda, el ajuste en el rendimiento en los activos financieros internos puede ser bastante útil para el ajuste macroeconómico, aún cuando no se alcancen tasas reales positivas o el premio por tenencia de activos financieros externos sea igual a cero ⁷.

III. Tamaño y Eficiencia del Sistema Financiero Venezolano

Hasta muy recientemente, la práctica más popular en el diseño de la política financiera era abaratar el costo del crédito y controlar el destino de la oferta de fondos mediante políticas de crédito dirigido. En general, ese esquema de política económica estaba soportado en la idea que el sistema financiero apenas constituye un intermediario entre el proceso de generación del ahorro y realización de la inversión.

En realidad, las conexiones entre el sistema financiero y el desenvolvimiento económico, van mucho más allá de la determinación de la tasa de interés. El sistema financiero es una importante industria que desempeña un rol singular en el proceso de asignación de recursos. Dicho papel puede sintetizarse en cuatro grandes funciones:

- 1) canalizar el ahorro hacia la inversión, tomando fondos de las instituciones que poseen posiciones superavitarias, dirigiéndolos hacia aquellas que demandan en términos netos fondos prestables. En esta función, el sistema financiero aprovechando fuertes economías de escala abarata sustancialmente los costos de la sociedad de canalizar esos recursos, lo que de otra forma implicaría altos costos de búsqueda y recursos ociosos.
- 2) Proveer una serie de instrumentos que permiten la salvaguarda de los ahorros y la disminución de los costos de transacción de una economía. Esto permite que los agentes económicos puedan hacer un uso más eficiente de sus recursos al tener arreglos con un gran número de personas sin necesidad de incurrir en grandes costos de transacción. En este sentido, la creación de instrumentos financieros que sirven como reserva de valor, no sólo facilitan las transacciones de los agentes económicos, dado que permiten un sustancial ahorro en costos de transacción, sino que al mismo tiempo protegen a los agentes económicos contra los cambios en los precios relativos.
- 3) Servir como mecanismo eficiente para seleccionar las mejores oportunidades de inversión de las que dispone un país, así como también controlar la eficiencia productiva de aquellos sectores que utilizan los recursos financieros de la sociedad. En esa misma

⁷ Algunas pruebas indican que las tasas de interés no necesariamente deben alcanzar su nivel de paridad para ser efectivas en el ajuste macroeconómico. La razón difícilmente puede ser lo expuesto acerca de la elasticidad de la demanda de activos financieros internos. Adicionalmente, en la medida que la elasticidad probablemente varíe entre distintos tipos de demandantes, la dispersión de tasas existentes en el mercado garantiza un ajuste efectivo. En junio pasado, en mesa de dinero, la diferencia era casi de 10 puntos sobre la tasa máxima fijada por las autoridades monetarias.

dirección, el sistema financiero entendido en su acepción más amplia, contribuye no sólo a la eficiencia de los distintos sectores, sino también a la eficiencia en cada línea de producción.

- 4) Permitir la diversificación de los riesgos entre los distintos oferentes de recursos, conciliando las preferencias de agentes económicos de activos financieros de alta liquidez, con aquellos que desean recursos a largo plazo. De manera que la economía puede desarrollar grandes proyectos de inversión.

Esas funciones, conjuntamente, definen la importancia de los sistemas en el desempeño macroeconómico de un país, por cuanto definen qué tan eficiente es la asignación de una parte importante de la riqueza de un país convertible en activos financieros, a la inversión productiva sus recursos. La función que ejerce el sistema financiero en el desarrollo económico, puede advertirse al observar el desempeño económico de bajo desarrollo financiero en términos de la proliferación de instrumentos financieros, la competitividad en el seno del mismo y el alcance y extensión del sistema.

La interrelación entre variables monetarias, el comportamiento del sistema financiero y las variables reales, el desempeño de la economía venezolana, no se reducen a los efectos de la tasa de interés o al desenvolvimiento de la inflación. En Venezuela la incidencia de la oferta de dinero, en el largo período que va de 1952 a 1986, sobre el consumo, la inversión y el producto, era bastante insignificativa. La explicación de ese resultado puede tener mucho que ver con el tipo de regulaciones existentes en el mercado financiero y la forma como se determina la oferta de dinero. Sobre todo, el tipo de regulaciones definen las relaciones que se establecen entre la oferta de dinero y la actividad productiva.

La pérdida del potencial de crecimiento de la economía venezolana, está definida alrededor de ciertas características del patrón de asignación de recursos. Uno de esos terrenos donde se teje la eficiencia de una organización económica, es precisamente en sus mercados financieros. La forma en que se realicen los procesos de formación de ahorro y realización de la inversión, determina en mucho, la eficiencia global de la economía. Los factores que hacen una economía más eficiente, en el sentido que descubra y explote nuevas oportunidades, definen en última instancia su patrón de crecimiento.

El desarrollo no es posible sin un mercado financiero de vastas dimensiones, funcionando de forma eficiente. Ello por dos de las funciones que cumple el sistema financiero: la canalización de los fondos prestables hacia la inversión y la reducción de costos de transacción al producir instrumentos más eficaces para las transacciones que realiza el aparato productivo. Para la eficiencia global de una economía, esto es de gran importancia práctica si se piensa en el hecho que una empresa es un tipo de arreglo institucional que debe establecer una gran cantidad de contratos. En la medida que el sistema financiero reduce los costos de realización de esos contratos, aportando una serie de instrumentos para la realización de las transacciones, ello redundará en una ganancia de eficiencia para el sistema.

El tamaño y la extensión del mercado financiero, de la misma forma que una mayor inversión en capital físico o humano, son factores que contribuyen de manera decidida al crecimiento sostenido de una economía.

Venezuela tiene un mercado financiero que en términos relativos es significativamente mayor al de la mayoría de los países subdesarrollados. En el cuadro II se observa que Venezuela, en términos de esos indicadores de monetización, está por encima de México, Brasil, Argentina, Chile e incluso de un país como Corea, de tan espectacular desarrollo en los últimos años. A juzgar por esos indicadores, las diferencias de monetización entre Venezuela y los países desarrollados no son muy pronunciadas. Sin embargo, la fortaleza y extensión del sistema financiero, así como su papel en la asignación de recursos, no es recogida adecuadamente por esos indicadores.

En primer lugar, cuando se compara el tamaño de la base monetaria con el dinero en circulación, se concluye que las diferencias de monetización de las economías más desarrolladas, es mucho más significativa de lo que puede reconocerse a primera vista.

Para el caso de Estados Unidos, apenas el 9% de la oferta de dinero corresponde al dinero primario, bastante menos al correspondiente a Venezuela (23%) o al de una economía altamente inflacionaria como Argentina (67%), en la que la intermediación financiera prácticamente ha desaparecido.

En general, el origen del dinero en circulación en los países de escaso desarrollo financiero proviene más de la creación primaria que de la secundaria. Para el período 1971-1985, según estadísticas del FMI, entre países en vías de desarrollo la base monetaria representa cerca del 45% de la liquidez monetaria, mientras que para países industrializados esa misma relación no llega a alcanzar el 20%.

En segundo lugar, la extensión en sí misma, no garantiza que el sistema financiero cumpla sus funciones a cabalidad, en términos de la movilización del ahorro, la producción de innovaciones que minimicen los costos de transacción de la economía y el monitoreo de la inversión.

El marco de regulaciones presentes en el mercado pueden impedir o propiciar el cumplimiento de esas funciones. En el caso de Venezuela, regulaciones sobre las tasas de interés, la estructura del mercado, el destino de la oferta de crédito y la estructura del mercado, en cierta forma, ha obstaculizado el desarrollo y funcionamiento del mercado financiero. En especial, los cambios institucionales que se han producido aunque estimulan una mayor monetización de la economía, mediatizan el cumplimiento de esas labores. Ese conjunto de cambios institucionales, muy en especial el sobredimensionamiento de las actividades del sector público, tienen considerables consecuencias para la eficiencia del proceso de asignación de recursos de la economía venezolana, en la medida que una parte sustancial de los recursos del país son administrados desde un arreglo institucional no competitivo.

En efecto, el sistema financiero es quizás una de las áreas de la economía venezolana en la que existen mayores regulaciones. El ordenamiento legal estipula regulaciones sobre los tipos de interés, el tipo de producto, las fuentes de financiamiento, las áreas de inversión, la integración del mercado y la expansión geográfica. Pero además de esto, el mismo sobredimensionamiento del sector público, ha impuesto que el sistema financiero pierda en alguna medida su papel de agente de monitoreo de la eficiencia del aparato productivo. Esta función la ejerce el sistema financiero al identificar, acceder, movilizar y vigilar que los ahorros generados en la economía vayan hacia aquellas actividades de mayor rentabilidad social.

El conjunto de cambios institucionales que se produjeron a mediados de la década de los setenta, afectó de manera importante el funcionamiento del mercado financiero. Ello por dos razones básicas: el aumento de los fondos públicos y el aumento del control sobre el sistema financiero.

Sobre el mercado financiero hay al menos tres aspectos en los que se destaca esa vinculación entre regulaciones y deterioro de la eficiencia de la economía: a) las políticas de gavetas (crédito dirigido); b) el estímulo al endeudamiento y el constreñimiento de las dimensiones del mercado de capitales; y c) la configuración de un alto grado de aversión al riesgo y con ello la discriminación contra ciertos proyectos de inversión

Una medida de la pérdida de eficiencia de la economía, estrechamente vinculada al mercado financiero, puede tenerse en la productividad de la inversión. En el cuadro III, se presenta una medida de la eficiencia de la economía como la parte del producto destinada a la formación de capital.

CUADRO III

ESFUERZO DE INVERSION Y EFICIENCIA % (1982-1988)

Países	Esfuerzo*	Eficiencia**
Hong Kong	24	33
Corea	31	33
Singapur	42	15
Taiwan	21	44
Japón	29	15
Alemania	20	12
Estados Unidos	17	23
Venezuela	20	8

* Formación de Capital bruta como porcentaje del PIB

** Razón entre crecimiento del producto y el esfuerzo

Fuente: - J.P. Morgan
- F.M.I.
- Cálculos propios

Hasta mediados de la década de los setenta la eficiencia de la inversión en Venezuela era comparable a la de países de excelente desempeño económico. En el largo periodo entre 1950 y 1973, la eficiencia de la inversión fue de más de 20%. Así, por cada 1% dedicado a la formación de capital, se alcanzaba un 0.23 % de crecimiento, prácticamente similar al de Japón, superior a la de Alemania, e igual a la de Estados Unidos.

Para el período 1973-1978 la eficiencia de la inversión en Venezuela disminuyó de forma ostensible. En los últimos años, la eficiencia de los gastos de inversión ya es considerablemente inferior al de las economías exitosas. La correlación de estos hechos con lo sucedido en los

mercados financieros es bastante alta, por ser el mercado financiero el encargado de velar por la eficiencia del gasto, a través de la selección de los proyectos de inversión.

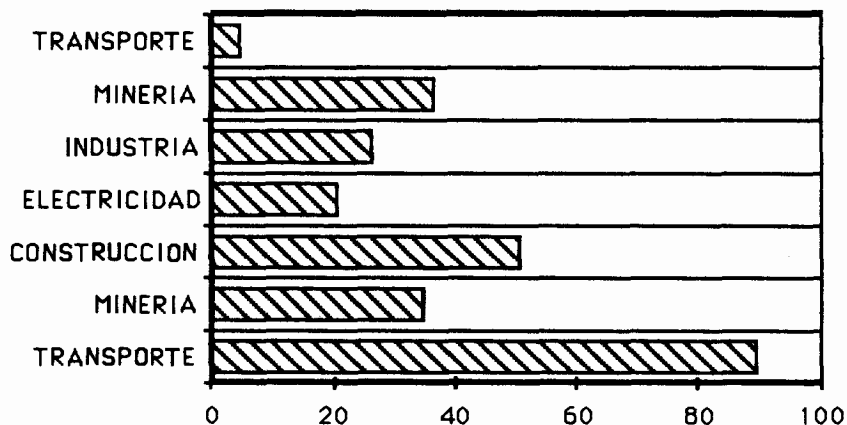
De particular relevancia es lo sucedido con dos políticas regulatorias sobre el destino de la oferta de crédito: 1) las utilizadas para estimular la producción de viviendas de interés social y 2) la llamada gaveta agrícola, utilizada para mantener el flujo de crédito hacia el sector agrícola.

En el primer caso, la política de subsidio a la vivienda de interés social junto a la restricción de encaje, parecen haber tenido una responsabilidad muy grande en la virtual quiebra del sistema hipotecario.

En el caso del sector agrícola, el resultado parece ser un sector que en términos generales tiene graves problemas de productividad.

En el gráfico V se puede apreciar el grado de exposición del sector agrícola al endeudamiento con la banca comercial. La sola deuda con la banca comercial, en comparación al valor agregado generado por el sector agrícola, indica que éste tiene una razón de endeudamiento bastante superior a la de cualquier otro sector económico.

GRAFICO V
DEUDA POR SECTORES
(Promedio 1982-1986)
(% PIB)



Fuente: - B.C.V., Informe Económico
- Balance de Publicación
- Cálculos propios

Efectivamente la gaveta agrícola garantiza el flujo de financiamiento hacia el sector agrícola⁸, pero al costo de estimular la formación de un sector de muy escasa eficiencia productiva. El resultado de la política de gaveta, junto al subsidio de los intereses, es que muy probablemente el sector agrícola hace un uso excesivo de crédito bancario, con la consecuencia que ello tiene para la producción de innovaciones.

En comparación a patrones internacionales, la política agrícola de Venezuela parece ser muy costosa si se toma en cuenta el volumen de subsidios (directos e indirectos) en relación al valor agregado del sector. Si se consideran todos los subsidios dirigidos al sector (incluido el costo por subsidio de intereses), más los gastos del sector público en construcción de infraestructura, etc., en los últimos dos años el costo de la política agrícola podría estar cercano al 30% del producto del sector agrícola, una cifra que se considera superior a la presentada por los países en los que las políticas agrícolas tienen un alto costo, tales como Estados Unidos y los países de la Comunidad Económica Europea.

En Venezuela el resultado ha sido un sector agrícola cuyo actual standar de productividad es similar al de hace 20 años⁹. Medido como el rendimiento sobre hectárea, la productividad del sector ha permanecido estancada a los niveles que tenía a comienzos de la década del setenta.

Otra de las consecuencias del marco regulatorio ha sido el sobredimensionamiento del mercado bancario en relación al mercado de capitales. La regulación de intereses ha tenido implicaciones muy importantes sobre las dimensiones del mercado de capitales y muy probablemente sobre la aversión al riesgo y la producción de innovaciones financieras que permitan el financiamiento a las empresas a largo plazo, así como la provisión de capital de riesgo.

En un ambiente de regulación de tasas de interés, el mercado financiero termina discriminando, con base al riesgo, tradición y tamaño, a aquellas empresas que presentan una débil relación con el sistema financiero, lo cual trae como consecuencia que no necesariamente los proyectos de inversión seleccionados sean los más rentables a largo plazo.

Aún cuando la rentabilidad de esos proyectos sea muy superior a la media, con lo que podrían pagar una tasa de interés más alta, el proceso de racionamiento por cantidades que se lleva a cabo en el mercado, determina que esos proyectos sean rechazados.

La regulación de intereses entonces, impone costos muertos definidos, por un lado, por ese proceso de discriminación y, por el otro, por la definición de una especie de competencia oligopolística en el mercado financiero, en la que las inversiones en diferenciación probablemente superan las exigencias y dimensiones del mercado.

⁸ En realidad, la política de gavetas junto con el subsidio de intereses, lo que ha contribuido es que el sector agrícola sea un sector propicio para el arbitraje de crédito, de modo que no todo el financiamiento va a parar ciertamente a inversiones en el sector.

⁹ Banco Mercantil, Informe Económico, setiembre, 1988.

Es de resaltarse que el mercado de capitales tiene tres ventajas en el monitoreo de la inversión en relación al mercado bancario: 1) el carácter transable de los instrumentos, con un mercado secundario que funciona eficientemente. 2) El riesgo puede estar más disipado y 3) la flexibilidad en los precios de las acciones garantiza un monitoreo más eficiente que el control de riesgo bancario.

Estas tres características han implicado que, en buena medida, la transformación financiera que se produce en las economías industrializadas en la década de los treinta consista en convertir los instrumentos del mercado bancario en instrumentos parecidos a los del mercado de capitales.

El hecho que las empresas venezolanas sean, en cierto modo, refractarias a acudir al mercado de capitales, está sin lugar a dudas vinculado a las regulaciones de intereses. Por otro lado, las diferencias entre el financiamiento bancario y el del mercado de capitales, está muy ligada a la distribución del riesgo. En un sistema de fuertes controles sobre el sistema financiero, se producen sesgos muy importantes en contra de aquellas inversiones de mayor riesgo.

Para una empresa, el costo de acudir al mercado de capitales, está definido, además del costo nominal, por la posible pérdida de control que pueden observar los directores existentes mediante una emisión de acciones. En la medida que el costo de endeudamiento es relativamente más bajo que el costo de emisión de acciones, se estimula la utilización del crédito bancario. Los índices de apalancamiento financiero de las empresas venezolanas son considerablemente altos (Ver cuadro I).

La dimensión actual del mercado de capitales, no puede observarse parcialmente, al menos sin atender a ciertas distorsiones que afectan negativamente los patrones de financiamiento de la inversión y la mayor o menor aversión al riesgo de los agentes económicos.

En la medida que se mantenga el control de tasas, sin permitir que el sistema de precios a través del sistema financiero, discrimine adecuadamente entre las distintas oportunidades de inversión, se afectará tanto las dimensiones del mercado como la eficiencia de la inversión.

IV. EL PROCESO DE AJUSTE Y LOS RETOS PARA LA POLITICA FINANCIERA

La reforma del sistema financiero, es un paso de suma importancia en el proceso de ajuste estructural de una economía. La forma como éste recolecta y canaliza los recursos hacia la inversión, crea un mecanismo de intercambio de riesgos, monitorea la calidad de los proyectos de inversión y reduce costos de transacción al proveer instrumentos financieros, tiene una gran importancia en el desempeño global de la economía. La recuperación de la senda de crecimiento de la economía venezolana depende en grado sumo de la eficiencia en la asignación de recursos.

El reto para la política económica no sólo es definir un marco adecuado en el terreno macroeconómico, sino desmontar algunas regulaciones existentes, que deterioraron el funcionamiento de los mercados de bienes y factores.

En cuanto al sistema financiero, la reforma debe emprenderse por dos razones: a) para elevar la calidad de la intermediación actualmente existente y b) evitar los riesgos de insolvencia.

Los requisitos que impone el proceso de reacomodo son considerables. La suerte de los profundos cambios estructurales que tocan a la economía venezolana, está definida por la forma cómo los recursos financieros internos fluyan hacia esas actividades y de cómo el sistema financiero interno pueda atender las necesidades financieras, incluido el monitoreo de la calidad de las inversiones de esas actividades portadores de potenciales ventajas comparativas.

La reestructuración del aparato productivo implicará no sólo la desaparición de empresas de escasa eficiencia productiva de cara a los precios de mercado o la aparición de nuevas oportunidades de inversión, sino también la recomposición de la estructura accionaria de muchas empresas, la unificación y redimensionamiento de los conglomerados empresariales, la provisión de capital de riesgo y la aparición de instrumentos financieros que permitan el mejor intercambio de riesgos y la reestructuración de los pasivos financieros de las empresas.

Para el mercado financiero significa el diseño de nuevos instrumentos que brinden una mejor cobertura contra el riesgo y, al mismo tiempo, minimicen su concentración, permitan a las empresas existentes realizar los reacomodos necesarios sin grandes sacrificios de sus flujos de caja y el surgimiento de alternativas de financiamiento para actividades tales como la inversión de capital humano y el gasto en investigación y desarrollo.

El marco de regulaciones existentes, definitivamente es incompatible con esas exigencias. Dicho marco debe adaptarse, tanto a las innovaciones tecnológicas producidas en los últimos años, como a los requerimientos de la nueva situación económica. Para la banca, un reto muy importante para el desarrollo de destrezas que permitan identificar oportunidades y producir innovaciones financieras que puedan hacer que ese proceso de reestructuración de la economía pueda realizarse al menor costo posible.

La reforma financiera debería desmontar o simplificar las regulaciones existentes sobre las tasas de interés, tipo de productos, compartimentalización del mercado, encajes diferenciales y gavetas, entrada al mercado y expansión de los agentes existentes en el mercado y la revisión del mecanismo de seguridad de depósitos.

Las áreas donde deben producirse innovaciones son: el desarrollo de nuevos instrumentos, el diseño de un proceso de unificación del mercado financiero, permitiendo que los instrumentos bancarios adquieran ciertas características del mercado de capitales, estimular el deslizamiento de la banca hacia un oferente directo de servicios financieros y finalmente estímulo a la apertura del mercado financiero doméstico a la competencia externa. Un punto de gran importancia, del que depende el éxito mismo, es la secuencia de los pasos en el proceso de desregulación financiera.

V. UNA AGENDA PARA LA REFORMA FINANCIERA

Quizás uno de los sectores donde el proceso de reforma estructural ha encontrado mayores dificultades, en especial en los países latinoamericanos, es precisamente el sistema financiero. Las enseñanzas de varios procesos de liberalización financiera, parecen indicar que el grado de

vinculación de las reformas financieras con el programa macroeconómico y el ajuste estructural de otras áreas de la economía es bastante elevado.

En un ambiente de gran inestabilidad macroeconómica, caracterizado por el desencadenamiento de un agudo proceso inflacionario y el desarrollo de fuertes expectativas cambiarias, la experiencia de varios países latinoamericanos ha demostrado que la liberalización del sistema financiero tiende a agregar mayor inestabilidad macroeconómica. La razón es bastante sencilla. La liberalización financiera significa entre otras cosas un proceso de apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos, de manera que en tanto exista gran inestabilidad macroeconómica, los agentes económicos acelerarán el proceso de conversión de sus activos nacionales a activos externos. A decir verdad, no existe entre liberalización financiera y fuga de capitales, una especie de relación causa-efecto. Lo que , destaca la experiencia de Argentina (1970) y Brasil (1982), es que la liberalización apenas magnifica un problema que en medio del ambiente macroeconómico existente en esos países, y, por tanto, hubiese existido de cualquier modo.

También la reforma financiera necesita de un alto grado de coordinación con otras reformas estructurales. La liberalización financiera, en medio de graves distorsiones estructurales, puede conducir a un reforzamiento del tipo de flujos de crédito que habían existido al comienzo. En el caso, por ejemplo, de producirse la liberalización de los controles sobre el destino de la oferta de crédito, del tipo de las políticas de gaveta que han existido en Venezuela, muy probablemente la importancia de esos sectores en la cartera de inversiones siga siendo tan grande, que para no asumir pérdidas los bancos sigan distrayendo buena parte de sus recursos hacia esos sectores. En ciertas situaciones, el sistema financiero de algunos países que han iniciado procesos de reforma financiera en esas condiciones, entra en una situación de insolvencia generalizada, desde que los sectores a los cuales va dirigido el flujo de crédito no pueden servir sus deudas. Definitivamente el sistema financiero no funciona de forma eficiente en un medio ambiente en el cual los mercados de bienes no transmiten las señales adecuadas en relación a cuál es la composición de producción y consumo deseada por la sociedad. La reforma financiera sencillamente puede acentuar las distorsiones en el patrón de asignación de recursos, desde que no haría otra cosa que acentuar la divergencia entre costos privados y costos sociales, sesgando el destino del crédito contra algunos sectores, cuyos precios de mercado pueden estar muy alejados del costo de oportunidad para la sociedad.

Muchas de las intervenciones en el sistema financiero, especialmente las referidas a las políticas de crédito dirigido, son producto de esa disparidad entre beneficios privados y sociales, y en cierta forma, aunque con algunas reservas han promovido el desarrollo de ciertas actividades, como la construcción de viviendas y la agricultura, que en otras circunstancias no hubiese sido alcanzado. Una lección fundamental es que muy difícilmente el sistema financiero actuando en un marco más libre de regulaciones, pueda corregir por sí mismo problemas originados y amplificadas por otras distorsiones dentro de la economía.

Una agenda para la reforma financiera, debería estar enmarcada en un programa que garantice la estabilidad macroeconómica, acompañada por un serio programa de ajuste estructural que minimice las distorsiones en el resto de la economía. El grado de simultaneidad de ese programa necesariamente debe ser bastante alto. El riesgo de no sincronizar adecuadamente las medidas es alto. Una medida bien intencionada, que busca aumentar la competitividad en el sistema financiero, puede convertirse en un serio tropiezo. Ello, por supuesto, exige desmontar algunas regulaciones relacionadas con la entrada al mercado, tales

como por ejemplo permitir la entrada a la banca extranjera. Sin duda, los beneficios de la apertura del sistema financiero son considerables: estimular la competencia e indirectamente tener efectos favorables en otras materias tales como la inversión extranjera. Sin embargo, si la reforma únicamente se concentra en ello, se viola un principio elemental de secuencia y lo más probable es que el intento de estimular la competencia en el mercado, termine por facilitar a la banca extranjera la captura de ciertas rentas de monopolio y la captación de ahorros en segmentos en los que tienen ciertas ventajas comparativas. De esta forma, es posible que no se traduzca en una mejoría efectiva de la competencia del sistema y la calidad de la intermediación.

Las ventajas comparativas de la banca nacional básicamente se concentran en torno al conocimiento del mercado local y en los costos de transacción relativamente bajos para identificar demandantes y oferentes del crédito, mientras que las de la banca extranjera se definen en torno a sus estrechas vinculaciones con los mercados externos. En condiciones en que la banca local no puede realizar eficientemente el reajuste de su cartera de préstamos, implicados en el profundo cambio de precios relativos que involucra el ajuste macroeconómico, la apertura externa podría producir serios trastornos en el sistema, al aumentar la competencia entre agentes económicos en condiciones muy dispares. Mientras la primera estaría recapitalizando intereses sobre intereses en mora, de préstamos a sectores de escasas ventajas en el nuevo medio ambiente, la banca extranjera estaría en mejores condiciones de canalizar sus recursos hacia los sectores favorecidos por el cambio de condiciones macroeconómicas. Lamentablemente es allí donde la banca extranjera tiene menores ventajas comparativas.

En tanto la banca extranjera no tendría mayores estímulos para participar en mercados de alta regulación, lo cual lo hace utilizando una escala suficiente para capturar el segmento de mercado donde tiene ventajas, la calidad de la intermediación podría ciertamente empeorar. Esa cadena de eventuales resultados, remite a un problema que debe ser ponderado con sumo cuidado: la secuencia de las reformas. El sentido común y cierta humildad teórica, parecen aconsejar que primero debe ponerse la casa en orden.

LA ESTRUCTURA DEL MERCADO BANCARIO VENEZOLANO Y LAS ECONOMIAS DE ESCALA

Rafael Muñoz J. *
Tobías Nóbrega S. *

* Los autores son docentes de Economía Política en la U.C.V. y forman parte del staff del Banco Consolidado en el área de Planificación Estratégica.

I. INTRODUCCION

Desde el propio inicio de la nueva política económica, se han levantado diversas críticas sobre la pertinencia, ritmo y coherencia del programa de políticas. No es nuestra intención abordar este asunto en toda su dimensión. Este artículo tan sólo se remite a discutir una de esas críticas en particular: aquella según la cual la estructura del mercado bancario, por su elevado grado de concentración (oligopólico), impide que una política de liberación de tasas o de fijación con amplio margen, pueda alcanzar los objetivos que se preconizan.

En tal sentido, el siguiente análisis procura poner en discusión la posibilidad de que el mercado bancario nacional pueda funcionar con la flexibilidad necesaria para que, bajo el nuevo esquema de políticas económicas, se desarrollen conductas competitivas entre los intermediarios.

El análisis se circunscribe a la estructura de la banca comercial nacional en el entendido de que, este segmento de instituciones, representa la porción más significativa de la intermediación financiera en el país.

II. CONSIDERACIONES TEORICAS

Para evitar confusiones de orden terminológico, y con el propósito de precisar los criterios de enfoque del análisis que sigue, conviene puntualizar algunas apreciaciones a modo de marco teórico:

1. El estudio de la estructura y funcionamiento de los mercados, se ha sustentado normalmente en los desarrollos teóricos conocidos como "Economía Industrial" ¹. El radio de alcance de tales herramientas teóricas no sólo se circunscribe a la transformación industrial, sino también son útiles para el análisis de las actividades de servicios, entre las que se incluye la intermediación financiera.

Dentro de este enfoque, aún en un ambiente de elevada competencia, nos encontraremos con que no todos los sectores económicos son iguales, en términos de rentabilidad potencial. Dichas disparidades parten del hecho de que la competencia en cada sector tiene lugar en un contexto diferente, establecido por un conjunto particular y, relativamente estable, de características técnicas y económicas. Este contexto es el que se denomina estructura del sector en un sentido amplio.

En un sentido más pragmático, el término estructura del sector (o estructura del mercado) se emplea para referir al número y composición de los compradores y vendedores, que conforman un sector económico en particular y, a menudo, el término se utiliza para designar el número y composición de los vendedores específicamente. En el presente artículo, se emplea el término estructura del mercado bancario en el sentido más limitado; es decir, el número y composición de las instituciones bancarias existentes en la banca comercial.

¹ El famoso libro de George Stigles, The Organization of Industry (1968), constituye una pieza básica en este enfoque.

2. El problema central que surge al momento de definir un mercado, es el de la especificación del producto. En el caso de los mercados bancarios, dicha tarea se dificulta tanto por la sustituibilidad del producto como por su complementariedad. En relación a la complementariedad, la dificultad surge del grado en que se relacionan la amplia variedad de servicios que ofrecen los bancos. El asunto está en establecer si todos estos servicios se complementan entre sí, de manera que sea factible hablar de un mercado de "servicios bancarios", o por el contrario, cada uno de estos servicios deben ser considerados por separado, para efectos de la definición del mercado.

Respecto a la sustituibilidad, el hecho de que varias instituciones financieras no bancarias brinden servicios similares a los bancarios, plantea el problema de identificar cuáles de dichas instituciones deben ser catalogadas como vendedoras en los mercados bancarios.

3. Los factores más relevantes que definen una determinada estructura sectorial son:

a. La dimensión y elasticidad de la demanda, incidiendo en el establecimiento de la cantidad de empresas que pueden operar rentablemente en el sector. La definición en términos operativos de la demanda de servicios bancarios, dependen en mucho de la resolución del problema de la complementariedad arriba referido.

b. Las barreras de entrada frente a competidores potenciales. Existen diversos factores que pueden disminuir la facilidad con que nuevos proveedores pueden entrar al sector. Los más relevantes son:

- La presencia de economías de escala, lo cual obliga a las empresas entrantes a comercializar grandes volúmenes de unidades desde su comienzo, o a entrar con desventajas significativas en términos de costos.
- Desventajas de costo distintas a las economías de escala. Un factor de esta categoría, muy destacado recientemente, es la llamada curva de experiencia, la cual revela la disminución de los costos unitarios a medida que la empresa permanece más tiempo en el mercado.
- Elevadas necesidades de capital, dejando fuera del alcance de numerosas entidades la participación en el sector.
- Controles legales para la instalación de nuevas empresas o para la expansión geográfica de las ya instaladas.

c. Las barreras de salida, es decir, impedimentos de orden económico o institucional, que evitan la salida de las empresas del sector. En particular, aquellos referidos a los efectos externos de las quiebras o cierres bancarios.