

FACULTAD LATINOAMERICANA DE CIENCIAS SOCIALES SEDE ECUADOR
AREA DE ECONOMIA
PROGRAMA DE POSTGRADO EN ECONOMIA 1990-1992

Tesis presentada a la Sede Ecuador de la Facultad
Latinoamericana de Ciencias Sociales

por

PATRICIA MARTINEZ ANDRADE

Como uno de los requisitos para la obtención del grado de
Maestro en Economía

PROFESOR ASESOR: JURGEN SCHULDT

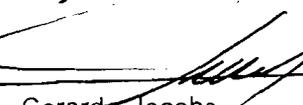
Julio, 1992

FACULTAD LATINOAMERICANA DE CIENCIAS SOCIALES
SEDE ECUADOR
AREA DE ECONOMIA
PROGRAMA DE POSTGRADO EN ECONOMIA 1990-1992
INFORME DEL COMITE ACADEMICO

Los abajo firmantes, miembros del Comité Académico del Programa de Postgrado en Economía con Especialización en Desarrollo y Política Económica, habiendo leído la tesis adjunta, preparada por PATRICIA MARTINEZ ANDRADE en el marco del Programa de Postgrado en ECONOMIA, y habiendo analizado los informes que sobre ella elaboraron el Profesor Asesor de la tesis Jurgen Schuldt y los lectores designados por el Comité Alfredo Arzaga y Mauricio Pozo, consideramos que la tesis cumple con las exigencias académicas y formales de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales y recomendamos que sea aceptada como uno de los requisitos para la obtención del grado de MAESTRO EN ECONOMIA.


Francisco Carrión Eguiguren
Presidente del Tribunal


Heraclio Bonilla
Integrante del Tribunal


Gerardo Jacobs
Integrante del Tribunal

Fecha: 1 de febrero de 1993

FACULTAD LATINOAMERICANA DE CIENCIAS SOCIALES
-FLACSO-

MAESTRIA EN ECONOMIA CON ESPECIALIZACION EN
POLITICA ECONOMICA Y DESARROLLO

"EL DESARROLLO FINANCIERO EN EL ECUADOR Y SU IMPACTO
EN EL CRECIMIENTO ECONOMICO, 1965-1990"

Autora: Patricia Martínez A.

Director: Dr. Jürgen Schuldt

Quito, Septiembre de 1992.

Dejo constancia de mi agradecimiento
al Dr. Jürgen Schuldt por su valiosa
orientación.

Las opiniones vertidas en esta
tesis son de mi responsabilidad.

I N D I C E

Página

1. INTRODUCCION	1
2. TEORIAS DEL DESARROLLO FINANCIERO	4
2.1 Aproximación Ortodoxa	4
2.2 Visión Neo-Estructuralista	7
3. PRINCIPALES TENDENCIAS DE LA ECONOMIA ECUATO- RIANA: EL SECTOR FINANCIERO Y EL SECTOR REAL	12
3.1 Manejo de las Tasas de Interés	15
3.2 Profundización Financiera	17
3.3 Evolución del Crédito	19
3.4 Manejo del Encaje Bancario	22
3.5 Comportamiento del Ahorro e Inversión	23
4. IMPACTO DEL SECTOR FINANCIERO EN EL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA	30
4.1 Descripción del Modelo	30
4.2 Resultados de la Estimación Econométrica	40
4.3 Resultados de la Simulación	48
5. CONCLUSIONES Y ALGUNOS LINEAMIENTOS DE POLITICA ..	52
ANEXO Nº 1	57
ANEXO Nº 2A	68
ANEXO Nº 2B	81
ANEXO Nº 3	86

1. INTRODUCCION.-

La importancia de la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico ha sido reconocida dentro del campo de la teoría del desarrollo económico.

El desarrollo financiero ha sido visto como el soporte de la estrategia del desarrollo de largo plazo a través del proceso de intermediación y asignación de los recursos. Concomitantemente el crecimiento económico usualmente ha sido acompañado por una expansión financiera.

La expansión financiera es constatada, generalmente, como incremento de la intermediación financiera. Los movimientos de flujos financieros desde agentes superavitarios a deficitarios en términos de requerimientos de ahorro-inversión, constituye el rol central jugado por el sistema financiero en una economía.

Durante la década del ochenta, en la literatura económica se ha dado un peso importante a los asuntos financieros en su relación con el sector real de la economía. Se debate sobre el rol del sistema financiero, los mercados de capital y su vinculación con los procesos de ahorro-inversión y el crecimiento económico.

Obviamente este renovado interés se genera al constatar los problemas que enfrenta la economía mundial, que se manifiestan en deterioro del crecimiento económico, dificultades en las balanzas de pagos, procesos inflacionarios persistentes. Entonces, el objetivo de lograr la estabilización macroeconómica se asocia con el problema de financiamiento del desarrollo económico.

En este marco, se da el resurgimiento del paradigma ortodoxo. El elemento central es que la intervención estatal en los mercados financieros es dañina, que causa estancamiento de los ahorros, alta ineficiencia en el uso de capital y retarda el crecimiento. Las conclusiones de política van dirigidas al control monetario,

procesos de liberalización de los mercados, entre ellos, el mercado financiero y reducción en la intervención estatal. Se trata de aquella orientación de que la intervención estatal ha fracasado y que los mercados son la solución.

Precisamente, inspirados en esta corriente ortodoxa, durante los años 70's algunos países de América Latina han emprendido una serie de reformas financieras tendientes a liberalizar dicho sistema, entre estos países se cuentan a Chile, Argentina, Uruguay.

En la experiencia de la economía ecuatoriana, si bien no se puede comparar con la que siguieron los países mencionados, esta corriente teórica ha sido, también, el sustento para llevar a cabo políticas financieras encaminadas a una más eficiente intermediación de recursos para mejorar las condiciones económicas del país.

No obstante, imperfecciones en el sistema financiero ecuatoriano que caracterizan su desarrollo, como procesos de concentración crediticia, elevados niveles de dependencia financiera con el Banco Central, segmentación, sistema bancario relativamente nuevo, una banca moderna accesible principalmente a determinados sectores medios urbanos y de ingresos altos, entre otros, han influido para que los resultados macroeconómicos esperados por las autoridades económicas de los distintos gobiernos no sean los esperados.

El tema ha sido objeto de debates en el ámbito académico a nivel general. Sin embargo, en el Ecuador no son muy numerosos los estudios sobre el sistema financiero y su vinculación con el sector real de la economía.¹ Por ello se cree conveniente emprender un estudio del comportamiento del Sector Financiero Ecuatoriano y sus repercusiones en las variables reales de la

¹ A excepción de Bocco, (1982) ; Jácome y Arízaga, (1990); Ecuador Siglo XXI, Proyecto CONADE-GTZ, (1991).

economía, tratando en lo posible de determinar relaciones formales entre las distintas variables que influyen en dicho desenvolvimiento.

El trabajo se inicia con un breve repaso de la literatura que aborda la problemática del sector financiero y sector real. Se continúa con una descripción de la evolución de la economía ecuatoriana durante las últimas décadas; en particular, de las tasas de interés, del grado de profundización financiera, del crédito; luego se examina el ahorro real y la inversión tratando de determinar el relación ejercida de las primeras sobre éstas últimas variables. Luego, a través de la utilización de un modelo sencillo, se pretende ilustrar los rasgos esenciales de diferentes variables financieras en el desenvolvimiento del sector real. Finalmente se indican algunas conclusiones y se delínean algunas recomendaciones que se derivan de este estudio.

2. TEORIAS DEL DESARROLLO FINANCIERO.-

La asignación de recursos a la mantención de dinero o alternativamente a la inversión productiva, ha constituido siempre una preocupación de la ciencia económica. Así la corriente keynesiana, frente al problema de la atracción por mantener dinero como un activo en lugar de hacerlo como capital productivo, resuelve este desequilibrio, en principio, a través de una reducción del ingreso. Luego se reconoce un ajuste alternativo por el mecanismo de cambio en los retornos relativos de los activos.

En el período de postguerra toma fuerza las implicaciones que sobre el bienestar tiene el desarrollo financiero. El modelo de portafolio de Tobin, por ejemplo, asume que los tenedores de activos pueden o bien asignarlos como dinero o mantenerlos como inversión productiva, dependiendo de la tasa de retorno de cada tipo de activos.

Diversos modelos de desarrollo financiero han tenido influencia en las políticas monetarias y financieras en muchos países del mundo. Los enfoques que apoyan una tasa de interés libre, frente a otras que sugieren tasas de interés "techo", se han sucedido dentro de la práctica de política económica.

El debate se sintetiza en la corriente ortodoxa de Mckinnon y Shaw y, aquella llamada neo-estructuralista, que sostienen puntos de vista contrapuestos sobre el manejo de la tasa de interés como instrumento básico de la política monetaria y financiera.

2.1 Aproximación Ortodoxa.-

El principal argumento del enfoque ortodoxo es que la represión financiera reduce "la tasa real de crecimiento y el tamaño real del sistema financiero relativo a magnitudes no financieras. En todos los casos esta estrategia ha retardado el proceso de desarrollo" (Shaw, 1973, pp. 3-4).

Sostienen, los represionistas, que en la mayoría de países este proceso es inadvertido, puesto que se inicia con sistemas de restricción financiera. Por ejemplo, dentro de éstos caerían reservas, encajes, tasas de interés tope, políticas de créditos selectivos a través de tasas de interés subsidiadas. Además, afirman, que frente a shocks inflacionarios suceden cambios en el portafolio desde activos financieros hacia activos tangibles.

Un sistema está financieramente reprimido cuando la tasa de interés nominal está fijada exógenamente, esto distorsiona la economía en tres formas:

- a. produce un sesgo en favor del consumo presente y en contra del consumo futuro, por lo que el ahorro se ubicaría por debajo del nivel social óptimo;
- b. los potenciales prestamistas pueden emplear los fondos en inversiones con baja rentabilidad en lugar de efectuar depósitos;
- y
- c. los bancos pueden captar fondos a tasas bajas de interés y escogerán proyectos intensivos en capital (Fry, 1988).

Otra implicación de la represión financiera es que la asignación de recursos no se realiza competitivamente sino a través de "relaciones extraeconómicas" entre banca e industria, por mecanismos distintos del precio. Esta situación resulta ineficiente, puesto que los agentes que obtienen los escasos recursos no son los que tienen, necesariamente, los mejores proyectos.

Así, para los teóricos de la represión, la tasa de interés real, como el retorno a los ahorradores, es la clave para un nivel de inversión alta y para incrementar la eficiencia promedio de la inversión. El origen de este planteamiento se encuentra en el supuesto de complementariedad entre dinero y capital físico

propuesto por Mckinnon. ²

Además, se argumenta que la liberalización financiera puede reducir la inversión en el corto plazo (sustitución entre capital y depósitos), pero puede incrementarla en el mediano plazo a través de la complementariedad intertemporal, es decir, la sustitución se da porque la inversión futura es más atractiva.

La liberalización de los mercados de capital daría entonces lugar al proceso que se ha denominado "profundización financiera", puesto que elevaría los retornos a los ahorradores, o sea la tasa de interés y aumentaría la intermediación financiera, y al expandirse la disponibilidad de crédito al sector privado, disminuirían los costos para los inversores y como subproducto el crecimiento de la economía tendería a mejorar.

² Se formaliza la hipótesis de complementariedad entre dinero y capital físico a través de:

$$M/P = F(Y, I/Y, d-\pi_e)$$

donde:

M/P = demanda de dinero

Y = ingreso

I/Y = ratio de inversión al ingreso

d = tasa de interés de los depósitos

π_e = tasa de inflación esperada

además se refleja en la función de inversión, de la forma:

$$I/Y = F(rt, d-\pi_e)$$

donde: rt = retorno promedio al capital físico

La complementariedad aparece en las derivadas parciales:

$$\delta(M/P)/\delta(I/Y) > 0$$

$$\delta(I/Y)/\delta(d-\pi_e) > 0$$

Precisamente, la segunda derivada estaría expresando que ante un cambio en la tasa de interés real la inversión cambiaría en la misma dirección.

Estos elementos se encuentran desarrollados en Mckinnon, 1973. pp. 60-61.

Esta aproximación teórica, hoy, ha sido retomada por organismos interacionales que sugieren la desregularización de los mercados financieros en los países en desarrollo.

Así, el Banco Mundial sostiene que para lograr eficiencia en la asignación de recursos, las instituciones y mercados financieros tienen que guiarse principalmente por las fuerzas del mercado; a su vez la competencia se fortalecerá al ir eliminando los controles sobre los tipos de interés y los elevados impuestos sobre las transacciones financieras (Banco Mundial, 1989). En la misma óptica, se señala que las consecuencias de dejar que el mercado determine la tasa real de interés serían beneficiosas puesto que se desalentaría la fuga de capitales, aumentaría el ahorro privado, se daría una mejor asignación de los recursos disponibles para la inversión, entre otras. (Williamson, 1990, citado por Fanelli y otros, 1991).

2.2 Visión Neo-Estructuralista.-

Para esta corriente, los flujos financieros se originan en los desequilibrios entre ahorro e inversión de los diferentes agentes económicos de acuerdo a su lógica institucional.

Los elementos institucionales y las rigideces del mercado son tomados como básicos. Se considera a las ganancias como elemento determinante del nivel de ahorros; a su vez las ganancias son resultado de un mecanismo de distribución del producto generado en un proceso productivo. Por tanto el ahorro depende de decisiones de inversión anteriores. Además, los precios se determinan por mark-up sobre los costos, por lo tanto en el proceso inflacionario se manifiesta la pugna distributiva entre salarios y ganancias.

Como se advierte, esta posición teórica parte de considerar las características estructurales de la economía, que tampoco se las considera invariables en el tiempo. Y precisamente, los aspectos

monetarios y financieros pueden ser vehículos positivos para lograr cambios en el sector real de la economía.

Se hace hincapié en la presencia de un mercado informal ³ financiero, en el que la tasa de interés nominal de dicho mercado equilibra la oferta y demanda de dinero y crédito. El mercado de bienes, por su parte, se equilibra con ajustes en el ingreso. De esto se deriva, que se trata de mecanismos típicamente Keynesianos.

También usan el modelo de portafolio de Tobin para asignación de recursos, pero lo modifican así: los tenedores enfrentan tres categorías de activos: dinero, depósitos bancarios y préstamos en el mercado informal.

Asumen una libre movilidad de recursos entre el sistema bancario y el sistema informal, los ahorradores e inversionistas pueden usar uno u otro mercado. La tasa de interés del mercado informal representa el costo marginal de prestar, ya que constituye una alternativa a la mantención de balances monetarios. Un incremento en la tasa de interés en dicho mercado, hace que se incrementen los precios - vía costos-; por lo tanto, disminuye la producción por el deterioro de la inversión.

Sostienen que existe sustituibilidad entre los tres activos mencionados. Un incremento en la tasa de interés de los depósitos hace subir la demanda por depósitos y, disminuir la demanda por dinero y los fondos del mercado informal. Si la sustituibilidad entre depósitos y el mercado informal es más importante que la sustituibilidad entre depósitos y dinero, el total de oferta de capital de trabajo puede caer y la tasa de interés en el mercado

³ El mercado informal involucra a una variedad de arreglos financieros no legalmente institucionalizados. Es usado por personas e instituciones que no tienen acceso al crédito bancario formal. Es un mercado en el cual los oferentes y demandantes de préstamos pueden transar libremente a tasas de interés sin controles. (Buffie, 1984).

informal puede subir.

Los bancos comerciales están sujetos a operar con requerimientos de reservas, no así el mercado informal, que canaliza los recursos más eficientemente, por lo tanto, una fracción de cada nuevo depósito en los bancos comerciales va a reservas. Entonces, cuando sube la tasa de interés se producen efectos stangflacionarios.

El efecto inflacionario se produce por cuanto se tiene que financiar el capital de trabajo. El capital de trabajo tiene que ver con los recursos que el empresario requiere adelantar para el pago de los insumos -mano de obra, materias primas-, es decir, es el rezago entre el pago por insumos y la recepción de los ingresos de la producción (Taylor, 1984). Este capital se financia con recursos ajenos bien de la banca, vía crédito, o del llamado sector informal. Por lo tanto, representan un costo financiero que vía mark-up es transferido a los precios.

En otras palabras, una subida en la tasa de interés incrementa la inflación a través de los costos, reduce la tasa de crecimiento económico y por lo tanto la oferta de crédito para financiar futuras inversiones.

En este sentido cualquier política restrictiva de la oferta monetaria no será anti-inflacionaria, ya que de hecho, inducirá a una subida de precios; las restricciones en el crédito genera efectos adversos en el lado real de la economía. Así, las propuestas ortodoxas en una economía en desarrollo pueden tener efectos precisamente opuestos a aquellas comúnmente asumidas por esta corriente (Taylor, 1979).

Por lo tanto, al contrario de lo sostenido por la posición ortodoxa, las decisiones de inversión no dependen de la tasa de interés como tal, la que más bien es un elemento de costo antes que un mecanismo de asignación de recursos.

En este contexto, los intentos de implementar políticas de liberalización y profundización deben ser tomados con bastante cautela, pues se podría pasar de tasas de interés reales negativas a tasas reales tan elevadas que terminen no sólo deprimiendo la inversión sino amenazando la capacidad de servir la deuda de empresas productivas, y consecuentemente, la solidez del sistema financiero. Es decir, se corre el riesgo de pasar, como sostiene Díaz-Alejandro (1985), de un sistema financiero "reprimido" a uno cuasi "quebrado".

Por otra parte, ante la delibilidad de los mercados financieros, las empresas son altamente dependientes de las utilidades retenidas. Los bancos se concentran en financiar el capital de trabajo y las empresas se autofinancian sus proyectos de inversión.

Más aún, en un ambiente inflacionario los proyectos de inversión de largo plazo no son muy apetecidos para ser financiados por el sistema bancario. Se señala que cuando más elevada y errática es la inflación se hace más costoso y complicado poner de acuerdo a los agentes oferentes y demandantes de préstamos en torno a una tasa de inflación esperada, lo que genera presiones para reducir el plazo de los préstamos (Zahler, s/f).

Además el ahorro público o externo tiene oscilaciones coyunturales y quizá en forma inesperada, por lo que la única fuente segura de oferta de ahorro para el autofinanciamiento de las empresas constituye el nivel de utilidades retenidas. A su vez, estas utilidades fluctúan de acuerdo al nivel de actividad económica, por lo que el financiamiento de la inversión es un proceso complejo que tiene que ver con las condiciones institucionales propias de cada país.

Este enfoque, también, pone énfasis en las distorsiones de los mercados y señala que "los mercados pueden mostrar rigideces y respuestas perversas a las señales de precios por razones de diferente comportamiento institucional, poder de mercado, información imperfecta e intereses de clase" (FitzGerald y Vos, 1989,

pp. 27). En este sentido se sostiene que el control de las instituciones financieras por parte de grupos industriales es una realidad, lo que lleva a una asignación de recursos lejos de ser eficiente. Estos grupos, a su vez movilizan los fondos a las actividades de su propiedad, que generan procesos de concentración bancaria-industrial. Esto lleva a señalar (Jansen, 1989) que las instituciones financieras no necesariamente son canales eficientes de asignación de recursos, a menudo estas instituciones son creadas por presión de intereses de grupos con el explícito propósito de canalizar los fondos en determinadas direcciones.

De ahí esta corriente sugiere que la intervención estatal es necesaria para contrarrestar factores institucionales y tecnológicos que llevan a distorsiones, concretamente afirman que "intervenciones mayores son deseables y beneficiosas para el desarrollo ... la intervención no puede simplemente ser identificada con represión, y liberalización no siempre promueve la eficiencia en un mundo de mercados imperfectos" (Bolnick, 1987, pp. 596).

Este punto de vista es importante sobre todo en el caso de los mercados financieros de América Latina, pues, en verdad, éstos se apartan considerablemente del mercado clásico ideal.

3. PRINCIPALES TENDENCIAS DE LA ECONOMIA ECUATORIANA: EL SECTOR FINANCIERO Y EL SECTOR REAL

En esta parte del trabajo se tratará de relacionar los diferentes elementos manejados por las autoridades monetarias para la fijación de las políticas, especialmente en la década de los ochenta, y sus resultados en la esfera del sistema financiero y del sector real de la economía.

El crecimiento de la actividad económica de la década del setenta se vio acompañado de un notable crecimiento del sistema financiero. Este empezó a canalizar fondos en esta nueva dinámica que enfrentó la economía; proceso que, como es obvio, recibió fuerte impulso de los ingentes recursos petroleros.

El desarrollo de la actividad financiera se ha dado sobre todo en términos institucionales, marcados, entre otros elementos, por el crecimiento de entidades bancarias - por ejemplo, en la década del 70 se contaban 27 bancos de carácter privado, en tanto hacia fines de los 80's éstos llegan a 32-; la expansión de compañías financieras; el surgimiento de intermediarias financieras, que en marzo de 1982 se legalizan para que intervengan en el mercado financiero; el aumento de la oferta de bienes y servicios ofrecidos por las entidades bancarias y financieras como un indicador de continuo incremento de la competencia.

No obstante, este crecimiento está marcado por algunos rasgos estructurales, como baja capitalización que impide el financiamiento de proyectos grandes y de largo plazo. Otro es el problema de la concentración del capital; en efecto, hacia 1990, de los 32 bancos existentes 10 de aquellos tienen el 80% de los activos del mercado bancario. Se manifiesta, que existe una concentración de control de los capitales, y no solamente de los bancos sino de sistemas financieros globalizados; todo el sistema bancario privado ecuatoriano está controlado por no más de 200 personas. (CONADE-GTZ, Ecuador Siglo XXI, 1991). Además el poder real de

los bancos se vincula con empresas colaterales, y de esta manera la mayor parte del crédito se dirige a negocios de dichas empresas. Esto ha llevado a que los bancos presenten vulnerabilidad frente al acontecer económico de estos conglomerados empresariales.

Además, los criterios con que ha operado especialmente la banca privada en la concesión de créditos se han convertido en limitante para la consecución de recursos para proyectos de inversión. Ya que el crédito se ha concentrado entre agentes que son considerados "sujetos de crédito" en la medida en que presenten garantías que respalden su endeudamiento o que se vinculen a otros agentes capaces de afianzarlos. Este criterio ha motivado que últimamente se conceda crédito con mayor facilidad a empresas que demuestren vinculaciones con empresas extranjeras.

A la par con este desempeño de la actividad bancaria-financiera, en esta década se fueron generando una serie de desequilibrios fiscales, externos, de ahorro-inversión, que no se manifestaron como tales debido a la presencia de los recursos petroleros y a los flujos de recursos externos.

No obstante, estos desequilibrios empiezan a hacerse visibles ni bien entrada la década de los ochenta; ésta se inicia con una fase de recesión económica, evidenciada en el deterioro de las principales variables internas como externas:

Efectivamente, luego de la presencia de tasas de crecimiento muy elevadas del PIB registradas en la década del 70 (14,42% y 25,33%, en 1972 y 1973, respectivamente), el ritmo de crecimiento ve deteriorarse significativamente y por primera vez en el acontecer económico ecuatoriano presenta tasas negativas de crecimiento. En promedio varía desde 9.20% a 1.84% entre la década del 70 y 80. Si bien elementos coyunturales en 1983 y 1987 se hicieron presentes, no obstante otros de más largo plazo se encuentran en la base de dicha evolución, como la crisis del modelo de acumulación implementado en el país, las rigideces

estructurales que ha enfrentado y lo sigue haciendo la economía ecuatoriana como es la dependencia vital hacia el mercado externo.

Paralelamente se asiste a una aceleración del ritmo inflacionario. Entre 1965 y 1970 la tasa promedio de crecimiento del Índice de Precios al Consumidor Urbano (IPC) es el 4,40%. En la siguiente década el proceso inflacionario continúa acelerándose, alcanzando una tasa promedio del 12,77%. Ya en la década de los ochenta la inflación comienza a ser desusadamente alta; si se tiene presente la tradición inflacionaria ecuatoriana, el período más crítico es a partir de 1983 y específicamente durante los últimos tres años en donde el proceso inflacionario se vuelve persistente.

El lento crecimiento económico registrado encuentra la principal explicación, como se decía, en el desequilibrio macroeconómico del sector externo.

La balanza en cuenta corriente continuó presentando déficits en los años ochenta. En 1981, 1982 y 1987 el déficit equivalía a porcentajes superiores al 10% del PIB. El deterioro de la economía mundial se manifestó, efectivamente, en el descenso de las exportaciones y la disminución de los términos de intercambio.

La persistente baja en los términos de intercambio se constata en la tasa de crecimiento promedio de -1.47% durante 1965-1990, observándose una situación mucho más crítica durante el período 81-90 en que dicha relación de intercambio llega a -4.61% en promedio.

Además, se debe tener presente la suspensión de créditos originados en la banca privada internacional. En efecto, los flujos netos de recursos financieros del exterior en relación al PIB cayeron (-49.42%) sustancialmente a partir de 1982, lo que implica que el país se encuentra transfiriendo recursos hacia el exterior, con el consiguiente resultado adverso para el desenvol-

vimiento económico. Lógicamente, la transferencia de recursos se acentuó con la elevación de las tasas de interés internacional, cuyo promedio se situó en 2.60% (Ver Anexo N^o 1, Cuadro N^o1).

Obviamente, frente a este panorama desalentador, se da inicio a la aplicación de los programas de ajuste y estabilización tendientes a corregir los principales desequilibrios macroeconómicos.

3.1 Manejo de las Tasas de Interés.-

Con el convencimiento de que la política monetaria en la década anterior había desincentivado el ahorro interno, se puso en práctica una serie de reformas para eliminar los controles sobre la tasa de interés, basado en el criterio de que una política de tasas de interés reales positivas significa asignar "precios reales" al uso del dinero.

En esta perspectiva, a partir de 1982, se incrementó la tasa de interés activa del 12 al 15 por ciento; en 1983, se incrementa al 19 por ciento. Este proceso fue continuo y sentaba la base de que las tasas de interés experimentarían variaciones con el fin de incrementar la eficiencia del mercado financiero. En esta forma se daba, según las autoridades económicas, un sistema de tasas de interés que procuraría una eficiente utilización de los recursos, que elimine los controles a la economía y que coadyuve hacia una participación del mercado en la asignación de recursos.

En 1984, la Junta Monetaria permite la libre contratación de las tasas de interés para los certificados financieros y pólizas de acumulación, esta nueva estructura de tasas de interés, según las autoridades económicas de esa época, tendía a "...estimular el ahorro interno, para canalizar recursos a proyectos de inversión que contribuyan al desarrollo del país" (Emanuel, 1985, pp. 49).

Este proceso se profundizó en agosto de 1986, cuando se procede a liberar todas las operaciones que realizaba el sistema con

recursos ajenos al Banco Central, a la vez que se redujeron las operaciones de crédito por parte del Instituto Emisor.

En el cuadro adjunto (la serie completa aparece en el Anexo N° 1 Cuadro N° 2), se constata el movimiento de las tasas de interés pasiva, por instrumento financiero. La década se inicia con el objetivo persistente de elevar dicha tasa, especialmente a partir de 1983, poniendo énfasis en aquella tasa pagada sobre los nuevos instrumentos de colocación financiera como pólizas de acumulación y certificados financieros.

TASAS DE INTERES PASIVAS DE LIBRE CONTRATACION 4

ANO	DEPOST. AHORRO	DEPOST. MAYOR	POLIZ. ACUMUL.	CERTIF. FINANC.	OTRAS CAPTAC.	PROMEDIO
1980	6	8	9	0	0	7.666667
1981	8	11	11	0	0	10
1982	12	13	13	13.5	0	12.875
1983	19	19	19	19	0	19
1984	20	22	22	22	0	21.5
1985	20	21.5	23.82	24.43	0	22.4375
1986	22.4	24.06	29.65	30.34	29.65	27.22
1987	21.42	30.97	33.28	33.05	33.28	30.4
1988	26.01	36.37	38.56	39.09	38.56	35.718
1989	28.01	40.49	41.72	49.9	42.07	40.438
1990	29.56	42.39	41.72	50.51	40.15	40.866

FUENTE: Anexo N° 1, Cuadro N° 2.

Como se desprende de la información, las políticas emprendidas desde el inicio de los años ochentas se han continuado adoptando a lo largo de la década, tratando de que la tasa de interés se adapte a las condiciones imperantes de la economía nacional, y siempre con el objetivo de que se incremente la eficiencia en la movilización de recursos hacia la inversión.

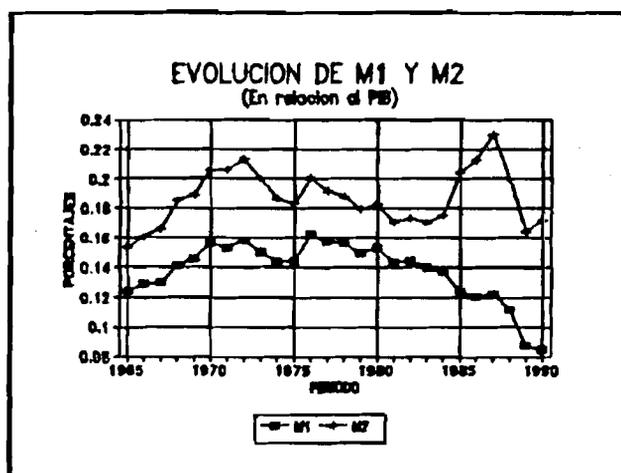
⁴ Se trata de un promedio aritmético simple. Las tasas de interés correspondiente a otras captaciones se asume similares a aquellas que se pagan sobre pólizas de acumulación, pues se cuenta con datos sólo a partir de 1989.

3.2 Profundización Financiera.-

Para ver el éxito de la política monetaria llevada a cabo durante la década de los ochenta, se debe observar la evolución de algunos indicadores financieros, - Anexo N° 1, Cuadro N° 3 - como a la vez de indicadores reales.

El grado de profundización financiera, medido comúnmente como el ratio M1/PIB observa una tendencia decreciente a lo largo del período 65-90, acentuándose la misma a partir de 1988. Otro indicador utilizado es el ratio M2/PIB, que es más estable al alza, aunque en forma similar al anterior en los dos últimos años tiende a disminuir, tal como se puede observar en la figura siguiente.

FIGURA N° 1

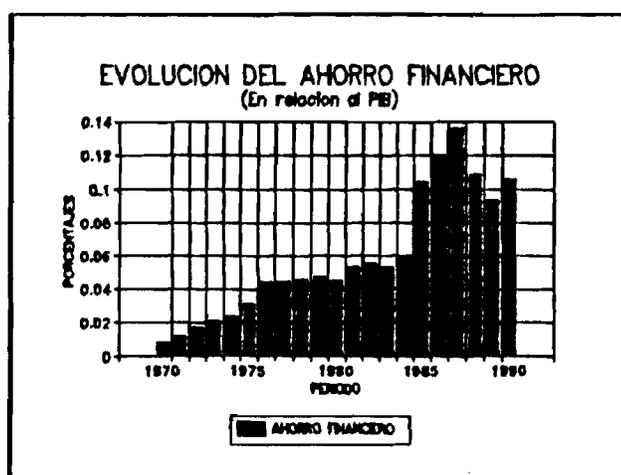


Esto lleva a deducir que el proceso de intermediación financiera, tan esperado que se acentúe, no ha mostrado una tendencia clara hacia dicho objetivo. Para explicar este proceso se ha esgrimido lo siguiente: que las autoridades monetarias han ejercido contro-

les monetarios para evitar la inflación; las tasas de interés reales negativas habrían desincentivado el ahorro financiero; un sistema bancario prácticamente nuevo que no canalizó recursos eficientemente a todos los sectores de la economía, lo hizo principalmente a los sectores urbanos en detrimento de las áreas rurales (Vos, 1989).

En lo que tiene que ver con el ahorro financiero, (aproximadamente M4-M1, que incluye: depósitos de ahorro, depósitos de plazo mayor, pólizas de acumulación, certificados financieros y otras captaciones), el resultado es indudablemente positivo. Efectivamente, -Figura Nº 2- la relación Ahorro Financiero/PIB, que durante la década del 70 no llegó ni siquiera al 6%, en la siguiente presenta tasas del 14%. Especial mención merecen los nuevos instrumentos de ahorro financiero, como las pólizas de acumulación y los certificados financieros, impulsadas a partir de 1985 y que son determinantes para el comportamiento de dicha variable.

FIGURA Nº 2



Como se constata, es concluyente la influencia que ha tenido la política monetaria -específicamente, el manejo de la tasa de interés - sobre el comportamiento del ahorro financiero. Además queda ampliamente confirmado que los cambios que se han producido en la tasa de interés han causado considerables modificaciones al interior de la estructura financiera, pues las preferencias de los agentes se han dirigido a aquellos instrumentos de colocación con mejor rentabilidad, especialmente a pólizas de acumulación. Dichas modificaciones se presentan en el siguiente cuadro:

AHORRO DEL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL POR INSTRUMENTO DE COLOCACION
(Estructura Porcentual)

AÑO	DEPOST. AHORRO	DEPOST. MAYOR	POLIZ. ACUMUL.	CERTIF. FINANC.	OTRAS CAPTAC.	TOTAL
1980	82.65	15.94	1.40	0	0	100
1981	84.06	14.83	1.11	0	0	100
1982	88.06	10.67	1.27	0	0	100
1983	89.49	8.59	1.91	0	0	100
1984	84.08	9.99	5.93	0	0	100
1985	55.7	6.26	36.83	1.2	0	100
1986	51.89	6.67	36.99	1.55	2.9	100
1987	51.95	7.87	34.32	1.67	4.18	100
1988	54.15	9.21	30.86	1.49	4.29	100
1989	51.42	7.34	33.65	1.44	6.15	100
1990	47.16	4.87	37.59	2.75	7.62	100

Fuente: Banco Central del Ecuador. Información Estadística Quincenal.

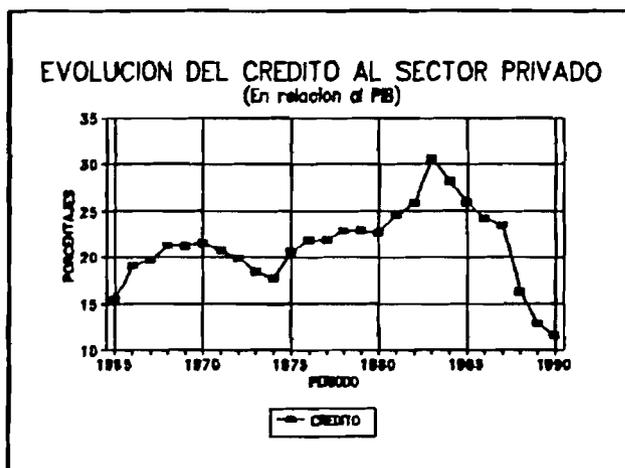
3.3 Evolución del Crédito.-

Uno de los objetivos principales, como se anotó anteriormente, de la política monetaria implementada fue el que se incremente la eficiencia de los recursos que pueda canalizar el sistema financiero. Se puede observar ésto a través de la canalización del crédito -Anexo Nº 1, Cuadro Nº 4-.

En primer lugar, si se considera el total del crédito otorgado por el sistema financiero al sector privado, dos períodos clara-

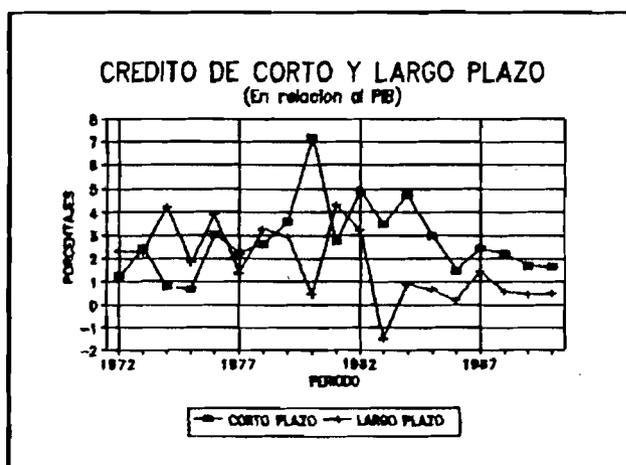
mente diferenciados aparecen -Figura N° 3-, uno desde 1965 hasta 1983 con clara tendencia ascendente, otro a partir de 1983 en que la tendencia se revierte, coincidiendo con el esfuerzo de liberalización del mercado financiero.

FIGURA N° 3



Además, en la Figura N° 4, se advierte la evolución del crédito a que tienen acceso las empresas no financieras privadas según el plazo de los préstamos.

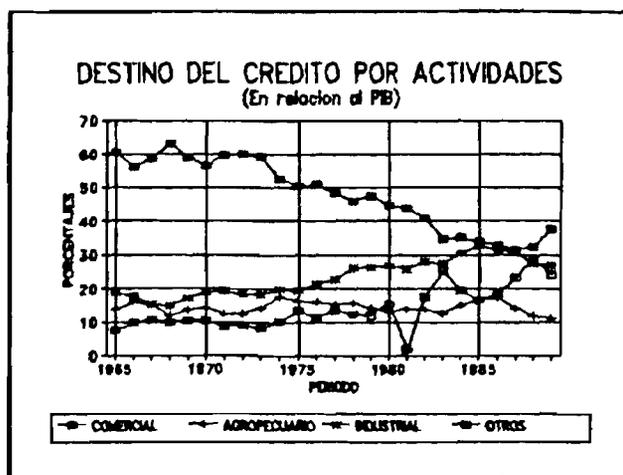
FIGURA N° 4



El ratio crédito a corto plazo/PIB, en el período comprendido entre 1973 y 1990 presenta una tendencia persistente a la baja; en tanto el crédito de largo plazo hacia fines de la década prácticamente ha desaparecido. Esto llevaría a pensar en las serias dificultades que enfrentan las empresas para financiar proyectos de inversión de largo plazo, ya que según se expresa en los datos, el sistema financiero se ha dedicado a financiar en parte el capital de corto plazo, es decir, el capital de trabajo o de operación. Por lo tanto, tal parece que en un ambiente de crisis económica y de incertidumbre frente a la inflación esperada, se ha convertido en un alto riesgo para el sistema financiero ecuatoriano financiar proyectos de largo plazo.

Además, tradicionalmente el crédito se ha dirigido en proporción mayor a la actividad comercial, en detrimento de otras actividades, tal como se puede constatar en la Figura Nº 5 y en el Cuadro Nº 4 del Anexo Nº 1.

FIGURA Nº 5



Ello significa que el sistema financiero ve en la actividad comercial la manera más segura de ubicar sus fondos; además que los usuarios del crédito ante un ambiente de tasas de interés en alza, prefieren una alternativa de inversión en función de una elevada y rápida rentabilidad, que ofrece la actividad comercial.

También, significa que buena parte del capital de trabajo es financiado por proveedores, quienes al estar más cerca del cliente pueden realizar un seguimiento de solvencia, asunto que, por la información imperfecta en el mercado financiero, los bancos no están en condiciones de hacerlo tan eficazmente (Jaramillo, 1992).

Lo anterior, permite hacer serios reparos al logro de los objetivos que se impuso el proceso de reformas del sistema financiero nacional, ya que ha significado una menor disponibilidad de recursos para financiar los proyectos de inversión.

3.4 Manejo del Encaje Bancario.-

Los requerimientos de crédito en una economía tiene que ver con el grado de liquidez. Un instrumento muy utilizado durante la década del ochenta para regular la liquidez ha sido el encaje bancario.

Durante la década del setenta e inicios del ochenta, dicho instrumento se lo aplicaba sólo a los depósitos a la vista a cargo de los bancos privados del país. Luego y ya en la década del ochenta, se amplía a las demás entidades financieras como Banco Nacional de Fomento, Banco Ecuatoriano de la Vivienda y Mutualistas, compañías que administran tarjetas de crédito; así como a los demás instrumentos financieros como depósitos de ahorro, de plazo mayor y de garantía, y a las pólizas de acumulación y certificados financieros.

Durante la década de los ochenta, el porcentaje de encaje sobre los depósitos a la vista a cargo de los bancos privados fluctuó

entre el 20 y 37%. Se inicia en 1980 con el 30%, entre el 82 y 86 varía entre el 20 y 26%. A partir de agosto de 1986 se sitúa en el 27%. En octubre de 1987 se incrementa al 37%, para en el siguiente año disminuirlo al 25%. En 1989, se eleva al 31%. El período terminó con un requisito del 32% para los depósitos a la vista.

En cuanto a las pólizas de acumulación cuando se crea la obligación del encaje, 1986, se sitúa entre el 3 y 5% dependiendo del plazo, en 1989 varía al 7% para luego ubicarse al nivel del 6%, nivel que se mantuvo vigente durante todo el año 1990. En los depósitos de ahorro, plazo mayor y garantía el encaje legal mínimo ha fluctuado entre el 10 y 6% (Banco Central, 1991).

Como se observa, ha existido un continuo manejo del encaje bancario como un medio de controlar el exceso de liquidez existente en la economía, que perturbaba -según las autoridades económicas- el objetivo de desacelerar el proceso inflacionario.

3.5 Comportamiento del Ahorro e Inversión.-

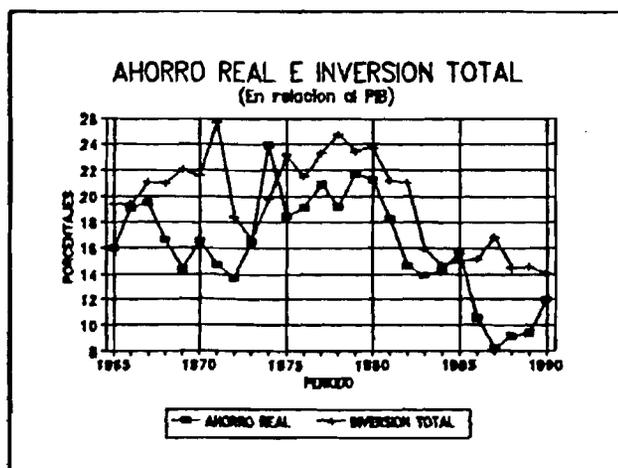
Es importante referirse a los resultados logrados en términos de ahorro real.

En general el ahorro nacional ha permanecido estancado. En el período 65-80, se incrementa a una tasa promedio de 18.22% como relación del PIB; en tanto que a partir de 1981 hacia adelante el ahorro, crece en promedio a una tasa del 12.62%. (Ver Cuadro Nº 5, Anexo Nº 1). Es evidente que los recursos petroleros, sumado a los recursos externos abundantes en esos años, influyeron en este desenvolvimiento. Precisamente en 1974 se alcanza la tasa de ahorro de aproximadamente 24%, la más alta de todo el período de estudio.

Así mismo ya en la década del 80, las condiciones externas adversas que tuvo que afrontar la economía, impactaron negativamente en la generación de ahorro, llegando hacia niveles del 9% a

fines de la década. (Ver Figura Nº 6).

FIGURA Nº 6



Por lo tanto, habría un balance negativo en lo que respecta al proceso de reforma financiera y el ahorro real, puesto que precisamente en los años en que se liberan las tasas de interés el ahorro real se sensibiliza a la baja.

Esto tiene que ver con el debate sobre la elasticidad del ahorro a la tasa de interés. Se ha comprobado, para la economía ecuatoriana, que dicha elasticidad es negativa. Así ante aumentos de la tasa de interés nominal el ahorro real disminuye; lo que llevaría a inferir que elevaciones en la tasa de interés nominal implica incrementos en los costos de la inversión productiva, haciendo que ésta se deprima o que los fondos se canalicen a inversiones improductivas, especialmente especulativas. La tasa de crecimiento económico se reduciría y, en el período siguiente, también la tasa de ahorro experimentarían un descenso (Martínez, 1992).

Otros estudios obtienen, también, resultados similares para la economía ecuatoriana (Arízaga, Jácome, 1991). De igual manera, para otras economías también se ha detectado que no existe una respuesta significativa del ahorro agregado a la tasa de interés. (Giovannini, 1983) (Melo y Tybout, 1986).

En la evolución de la inversión también se observa -Figura Nº 6- dos períodos marcados, uno de expansión hasta 1980; otro de recesión a partir de 1981. En el primer período la relación inversión/PIB crece a una tasa promedio de 21.54%; en el segundo lo hace a una tasa de 16.29%, presentando tasas de alrededor del 14% en el 84, 88, 89 y 90. -estos datos se observan en el Cuadro Nº 5, Anexo Nº 1-.

La realidad es que el ahorro financiero no se canalizó a alimentar la inversión, que los proyectos de inversión que se han financiado no son necesariamente los óptimos, y que se ha preferido financiar intensivamente inversiones especulativas.

Al respecto, se señala que la existencia de información imperfecta en el mercado financiero respecto del individuo o empresa que solicita el crédito, habría determinado, a pesar de la vigencia de tasas de interés altas, la postergación de proyectos de inversión social y económicamente rentables (Jácome, 1989).

El análisis de flujos de fondos provee la relación entre la movilización de recursos y la intermediación financiera, lo que es muy importante para considerar los resultados de la política monetaria llevada a cabo. Por ello conviene analizar los balances ahorro-inversión institucionales, con el fin de tener una visión más cercana del comportamiento de los principales agentes económicos.

En el siguiente cuadro, se constata a los hogares como los principales agentes superavitarios, con un promedio de 2.46% durante todo el período de estudio. Este comportamiento es explicado por oscilaciones más o menos estables de la inversión y un ascenso sostenido del ahorro especialmente en la década del setenta.

A H O R R O P O R S E C T O R E S I N S T I T U C I O N A L E S

AÑOS	HOGAR.	APU	EMP.PUB N.FIN.	EMPRES. PUBLIC.	EMPRES. PRV.N.F.	FINANC. SEG.PRIV.
65-70	6.32	3.61	0.49	0.23	1.19	0.12
71-80	10.07	5.49	1.79	0.27	1.54	0.39
81-90	7.26	7.33	1.33	-0.29	2.10	0.21
MEDIA	7.82	5.55	1.26	0.05	1.61	0.25

I N V E R S I O N P O R S E C T O R E S I N S T I T U C I O N A L E S

AÑOS	HOGAR.	APU	EMP.PUB N.FIN.	EMPRES. PUBLIC.	EMPRES. PRV.N.F.	FINANC. SEG.PRIV.
65-70	8.65	7.30	1.63	0.19	7.82	0.24
71-80	5.75	5.93	2.85	0.38	9.28	0.34
81-90	3.23	4.54	2.43	0.49	6.15	0.42
MEDIA	5.45	5.71	2.41	0.37	7.74	0.35

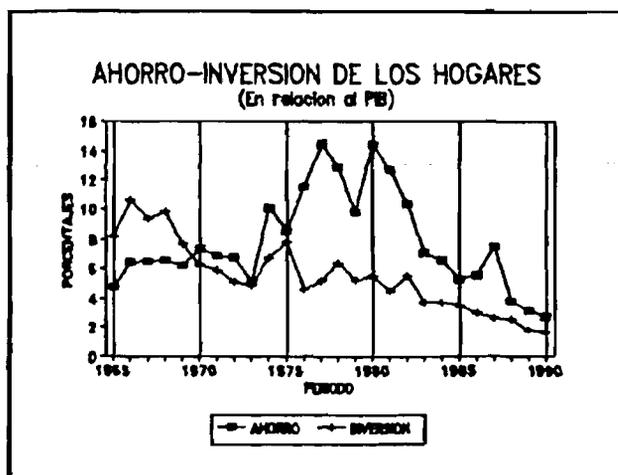
B R E C H A S-I P O R S E C T O R E S I N S T I T U C I O N A L E S

AÑOS	HOGAR.	APU	EMP.PUB N.FIN.	EMPRES. PUBLIC.	EMPRES. PRV.N.F.	FINANC. SEG.PRIV.
65-70	-2.33	-3.70	-1.14	0.05	-6.63	-0.11
71-80	4.33	-0.44	-1.06	-0.11	-7.73	0.05
81-90	3.24	2.24	-1.23	-0.78	-4.22	-0.23
MEDIA	2.46	-0.16	-1.18	-0.34	-6.36	-0.10

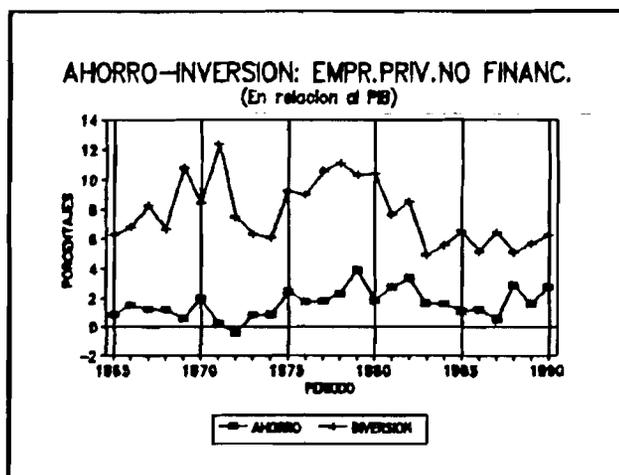
FUENTE: Ecuador Siglo XXI, Proyecto CONADE-GTZ.

Sin embargo, a principios de los ochenta -en 1982 específicamente, tal como se puede observar en la Figura N° 7- esta fuente principal del ahorro nacional experimenta un descenso considerable repercutiendo negativamente sobre las necesidades de financiamiento de otros agentes deficitarios.

FIGURA Nº 7



El sector empresarial privado no financiero presenta un exceso de demanda de inversión sobre los ahorros -Figura Nº 8-. Los ahorros empresariales presentan un comportamiento más bien estable, a excepción de algunos años de la década del 70 en que oscila levemente, la tasa promedio de crecimiento en el período es de 1.61%; en tanto la inversión crece a una tasa promedio de 7,74 y comparte tendencias similares con la inversión total en lo que tiene que ver con su fase de crecimiento sostenido -década del 70- y su fase de desaceleración -década del 80-.

FIGURA N^o 8

El grado de autofinanciamiento (incluida la depreciación) es bajo, efectivamente su ratio (ahorros/inversión) es de 20.80% promedio en el período, ésto significa que sólo una quinta parte de la inversión es financiada con utilidades retenidas por las empresas.

Este bajo ratio de autofinanciamiento ha sido explicado al menos por las siguientes razones: las ganancias se tienden a subvaluar con el objeto de evadir la tributación, la presencia de tasas reales de interés (activas) negativas a lo largo de gran parte del período que permitió repartir una elevada cuota de dividendos, efectuar transferencias al extranjero o realizar gastos de consumo y como contraparte se disponía de crédito fuertemente subsidiado; por último, las nacientes empresas pudieron financiarse con transferencias de los hogares, de la inversión extranjera y del crédito de bancos extranjeros (Shuldt, 1992).

El hecho de que el ratio de autofinanciamiento no subió concomi-

tantamente con la caída de la inversión, se debe a un subregistro de las ganancias y a una tendencia persistente de flujos de capital (Vos, 1989).

Se observa, en los últimos años de la década del 80 y luego de una tendencia decreciente en los inicios de la misma, que el ratio de autofinanciamiento muestra indicios de crecimiento. Obviamente, al volverse positivas las tasas de interés reales activas e incrementarse la diferencia entre ésta y la tasa de interés pasiva, se desincentivan las colocaciones financieras especulativas y, por el contrario, se volvió más atractivo invertir los fondos propios en el proceso productivo. Sin embargo, este proceso no puede ir tan lejos, pues tiene un límite: sólo un 20% de la inversión se genera en fondos propios, lo demás proviene de recursos ajenos e implica costos de utilización.

4. IMPACTO DEL SECTOR FINANCIERO EN EL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA.-

En esta sección, en primer lugar, se describe un modelo que permite medir el impacto que tienen diferentes variables financieras, específicamente la tasa de interés y el crédito, en el desenvolvimiento del sector real de la economía. Luego, en un segundo momento, se presentan los resultados que para la economía ecuatoriana se obtuvieron de la aplicación de este modelo.

4.1 Descripción del Modelo:

La base teórica fundamental se nutre del análisis neo-estructuralista. Para dicha corriente el concepto de capital de trabajo resulta muy importante. Se afirma que el empresario adelanta fondos para el pago de mano de obra y la compra de insumos - generalmente importados-. Este capital de trabajo las empresas financian casi en su totalidad usando créditos otorgados por los bancos o préstamos obtenidos en un mercado informal. Estos costos financieros son incorporados a los márgenes de ganancia y por ello tienen un impacto sobre los precios y la producción.

En el lado real de la economía, se parte de la relación macroeconómica básica:

$$Y-C+I+G+X-M \quad (1)$$

donde:

Y = Producto Interno Bruto;

C = Consumo Total;

I = Inversión;

G = Gasto del Gobierno;

X = Exportaciones; y

M = Importaciones.

De esta ecuación, las exportaciones se consideran exógenas porque éstas, en el corto plazo, no responden a las medidas de política cambiaria. ⁵ Las exportaciones vienen determinadas por condiciones del mercado internacional que están fuera del control y manejo económico interno del país.

Se considera que las variaciones del consumo total se generan por los movimientos del ingreso disponible, además tiene una parte autónoma o consumo básico. Es decir, los individuos planean sus niveles de consumo de acuerdo a la renta corriente disponible.

$$\ln C = \alpha_0 + \alpha_1 \ln YD \quad (2)$$

donde YD = Ingreso Disponible.

En la especificación de la ecuación de la inversión se pretende recoger el efecto de los retornos los que son medidos a través de la tasa de ganancia. Además se considera el costo de utilización del capital, medido por las alternativas de usos. Como es sabido la formación de capital es un proceso de largo plazo y la tasa de interés real se acerca al concepto de costo apropiado. Por ello, se trabaja con una tasa de ganancia "deducida" el costo repre-

⁵ La baja elasticidad de las exportaciones al tipo de cambio ha determinado una considerable ineficiencia de las políticas de promoción de exportaciones basadas en el incremento del tipo de cambio, en tanto que es un factor que ejerce presiones inflacionarias. Este concepto se desarrolla con mayor profundidad en "Desequilibrios Externos, Tipo de Cambio e Inflación" (Rodas, 1992).

sentado por la tasa de interés real. Es la idea de que los agentes inversores comparan los costos de los activos con la corriente de retornos que en el futuro se proyectan recibir.

Otro argumento de la función de inversión es el índice de capacidad utilizada -medido como la relación producto efectivo/producto potencial- se asimilaría al principio de aceleración; mientras se incrementa la producción se hace necesario nuevas inversiones. Por lo que dicha variable es tomada, también, como un indicador de futura rentabilidad (Taylor, 1983).

La presencia de la variable endógena rezagada reforzaría el principio del acelerador.

Precisamente en esta ecuación de la inversión se trata de medir el peso de la variable financiera, en este caso la tasa de interés. Los agentes económicos discriminan las tenencias de activos financieros a través de la tasa de interés real. Ante un incremento en la tasa de interés real, los agentes inversores verán reducirse sus ganancias netas, por lo que decidirán no invertir. La tasa de interés real mide los costos tanto en términos de la pérdida de beneficios si se deja de invertir en el sector financiero, o por el rédito al capital ajeno utilizado en la inversión.

$$\ln I = \beta_0 + \beta_1 * \ln CU(-1) + \beta_2 * \ln(tg - ir) + \beta_3 * \ln I(-1) \quad (3)$$

donde:

CU = Capacidad Utilizada;

tg = Tasa de ganancia; e

ir = Tasa de interés real.

El gasto del gobierno se asume dependiente de los ingresos petroleros en el período anterior, expresados en las exportaciones petroleras; obviamente al constituir los ingresos provenientes de las exportaciones petroleras la fuente más importante de ingresos del presupuesto del Estado va influir directamente sobre la disponibilidad de recursos destinados al gasto público.

Otra variable de la función tiene que ver con las obligaciones contraídas por el gobierno, especialmente los recursos dirigidos al pago de la deuda. Para ello, se especifica la ecuación en función de la tasa de interés internacional; un incremento en dicha variable daría lugar a una elevación en el gasto público.

Este planteamiento advierte una relación causal contraria a la esgrimida por los modelos ortodoxos: es el pago de los intereses de la deuda -que ocasiona déficit en cuenta corriente- el que causa el déficit fiscal en el que se incluye el pago de intereses por el gobierno. ^e

La variable endógena rezagada captura el comportamiento tendencial del gasto del gobierno, el sector público requiere mantener al menos el nivel de consumo pasado, que no es posible abandonar puesto que éste involucra a otros sectores de la economía.

La ecuación queda expresada de la siguiente forma:

$$LnG - \mu_1 * LnGP(-1) + \mu_2 * LnXP(-1) + \mu_3 * Lniasa \quad (4)$$

donde:

^e Estas ideas se desarrollan en Shuldt Jürgen. Apuntes de discusión para el Coloquio organizado por ILDIS-CEPLAES sobre la "Inflación en el Ecuador y sus Perspectivas para 1992". Mimeo. pp. 20.

XP = Exportaciones Petroleras; e
 IUSA = Tasa de Interés Internacional.

Las importaciones vienen definidas por el tipo de cambio real y por el ingreso. Una subida en el tipo de cambio hará disminuir las importaciones y un incremento en el producto implica aumentar los requerimientos de importación.

$$\ln M - \gamma_0 + \gamma_1 * \ln TCREAL + \gamma_{21} * \ln Y \quad (5)$$

donde: TCREAL = Tipo de Cambio Real.

Sector Financiero:

En primer lugar se define una demanda de dinero o demanda de saldos reales determinada por los precios y por el nivel interno de producción. Los agentes económicos demandarán menos saldos reales ante elevaciones en los precios, en tanto, un incremento en el nivel de producción llevará también a aumentar la demanda de dinero.

$$\ln D - \delta_0 * \ln IPC + \delta_1 * \ln YP(-1) + \delta_2 * \ln D(-1) \quad (6)$$

donde:

D = Demanda de Dinero o Saldos Reales;
 IPC = Índice de Precios al Consumidor ; y
 YP = Ingreso per cápita.

Luego se considera las relaciones entre el sector financiero y el real, en la base de que el stock monetario (aproximadamente la base monetaria) se acopla a los requerimientos del sector real de la economía.

Para determinar la dinámica operativa del sector financiero es necesario determinar cómo los agentes económicos crean los medios de pago requeridos a fin de financiar la expansión que se produce en la demanda efectiva.

Uno de los canales de monetización es la de los desequilibrios en el sector externo, por medio de una expansión o contracción de los activos internacionales netos del sistema financiero; otra, constituye la monetización de los desequilibrios financieros de los agentes económicos que tienen acceso al crédito, ésto sería mediante una expansión o contracción del crédito del sector privado o del sector público. Esto se puede observar en la siguiente identidad:

$$(7) \quad SM - RMI + CINT$$

donde:

SM = Stock Monetario;

RMI = Reserva Monetaria Internacional; y

CINT = Crédito Interno concedido al sector público y privado.

Concretamente, los cambios en los activos internacionales netos del sistema financiero, se determinan por los cambios en las exportaciones, en el tipo de cambio real y por los precios internacionales, esta última variable se toma como una proxy de las importaciones.

$$\ln RMI - e_0 + \ln X + e_1 + \ln TCREAL(-1) + e_2 + \ln IPCUSA \quad (8)$$

donde:

TCREAL = Tipo de Cambio Real; y
 IPCUSA = Índice de Precios Internacionales.

Los movimientos del crédito se explican en función del encaje legal que los bancos están obligados a depositar en el Banco Central, así como de los movimientos de la oferta monetaria. Los dos instrumentos de política monetaria han sido utilizados para restringir o expandir el crédito en la economía.

$$\ln CINT - \zeta_0 + \ln EL + \zeta_1 + \ln CINT(-1) + \zeta_2 + \ln SM \quad (9)$$

donde: EL = Encaje Legal.

Luego se define el capital de trabajo, como los requerimientos de recursos para hacer frente al pago de salarios y de importaciones, es decir, aquel monto requerido en adelanto al proceso de producción. Dicho capital de trabajo es proporcional a la cantidad de producción y más específicamente a los costos primarios de producción. Se toma como indicadores de los costos de las materias primas a los precios mundiales y al tipo de cambio. Ante un incremento en los precios mundiales o en el tipo de cambio, los agentes económicos demandarán más recursos para dar inicio al proceso productivo; así mismo un incremento en la producción total obligaría a contar con más recursos para financiar dicho proceso.

Otro argumento de la función es la demanda de capital de trabajo rezagada, que indicaría la actitud de los agentes económicos para asegurarse de cubrir su capital de trabajo, en base de la experiencia de períodos anteriores.

Así, se especifica la demanda de capital de trabajo en función de las siguientes variables:

$$\ln KT - \lambda_0 + TCREAL + \lambda_1 + \ln IPCUSA + \lambda_2 + \ln Y + \lambda_3 + \ln K(-1) \quad (10)$$

donde:

KT = Capital de Trabajo;

TCREAL = Tipo de Cambio Real; y

IPCUSA = Índice de Precios Internacionales.

A continuación se considera las fuentes de financiamiento o la oferta del capital de trabajo: el crédito concedido por el sistema bancario al sector privado y los fondos propios del empresario, que se observa en la siguiente identidad:

$$KT - CSP + FP \quad (11)$$

donde:

CSP = Crédito Bancario al Sector Privado; y

FP = Fondos Propios.

Aquí se advierte la influencia monetaria sobre las necesidades de cubrir el capital de trabajo, y por ende la influencia que tiene

en la oferta agregada.

Entre los determinantes de los fondos que el empresario está dispuesto a autofinanciarse se incluyen los niveles de ganancia, esto se deriva del hecho de que el ahorro real -que se destina a la inversión- proviene de las utilidades retenidas por el empresario. Por consiguiente, un aumento en las utilidades conduce a un mayor autofinanciamiento empresarial.

Otro elemento que influye en el autofinanciamiento es la diferencia entre las tasas de interés activa y pasiva; es decir, el margen de intermediación que cobran los bancos. Una elevación en dicho margen puede provenir de una subida en la tasa de interés que cobran los bancos por los préstamos que conceden y/o una reducción en la tasa de interés que pagan por los recursos depositados. Entonces, una ampliación de este margen conduce a disminuir el atractivo de las colocaciones financieras y a elevar la rentabilidad del proceso productivo, por lo tanto a que los empresarios decidan invertir sus propios fondos (Centro de Investigación Universidad del Pacífico, 1986).

Lo anterior queda expresado en la siguiente ecuación:

$$LnFP - \eta_0 * lnGAN(-1) + \eta_1 * LnFP(-1) + \eta_2 * (LnACTN - LnPASN) \quad (12)$$

donde: GAN = Masa de Ganancias.

Finalmente se especifica una ecuación de precios que captura los efectos de cambios en condiciones de demanda y de costos.

Para medir el impacto de la demanda en los precios se usa como variable "proxy" a la demanda de dinero, una subida en el nivel de demanda, dadas las condiciones de oferta, hace que los precios

tiendan a elevarse.

El proceso productivo, en el corto plazo, requiere de dos insumos: fuerza de trabajo y materias primas. Por lo tanto, las presiones de costos se miden a través de los salarios y tipo de cambio nominal.

Además, el uso de los insumos corrientes implican costos financieros, y en un ambiente inflacionario donde las tasas de interés empiezan a ser altas, los costos financieros del capital de trabajo deben ser tomados en cuenta. Se considera a la tasa de interés nominal como el indicador de costo apropiado puesto que las firmas dependen de fondos ajenos para financiar el capital de trabajo. El uso de dichos recursos implica un costo que es transferido a los precios.

Por lo tanto, la ecuación de precios, se expresa de la siguiente forma:

$$\ln IPC - \theta_0 + \ln ACTN + \theta_1 + \ln WN + \theta_2 + \ln TCN + \theta_3 + \ln M2 \quad (13)$$

donde:

ACTN = Tasa de Interés Activa Nominal;

WN = Salarios Nominales;

TCN = Tipo de Cambio Nominal; y

M2 = Variable Proxy de la Demanda.

En definitiva, el modelo desarrollado pretende encontrar relaciones que ligen los movimientos de la tasa de interés nominal sobre la inversión, el autofinanciamiento de las empresas y sobre los precios.

4.2 Resultados de la Estimación Econométrica:

El modelo econométrico se ha estimado con información anual en el período comprendido entre 1965 y 1990. Se ha usado el método de mínimos cuadrados ordinarios iterativo ponderado.

Los coeficientes de las diferentes ecuaciones se deben tomar como elasticidades, ya que dichas ecuaciones se han estimado en términos logarítmicos.

En general los coeficientes tienen los signos esperados. El grado de confiabilidad de las diferentes variables exógenas en la explicación de las endógenas está medido en los valores de los estadísticos t, F, R^2 , que aparecen como aceptables. Esto se constata en el Anexo N^o 2A, que incluye el archivo de salida del modelo econométrico estimado.

Aquí se analizarán con mayor detenimiento aquellas ecuaciones que involucren variables monetarias-financieras, por cuanto el objetivo del presente trabajo, como se ha indicado, es medir el impacto que tienen dichas variables en el sector real de la economía.

La ecuación de consumo:

$$\text{Ln } C = 0.464 + 0.910 \text{ Ln } YD + 0.623 \text{ AR}(1)$$

(4.01) (36.76) (4.07)

$$R^2 = 0.99$$

$$D-W = 1.78$$

El ingreso disponible tiene una influencia muy grande en el comportamiento del consumo privado, así lo demuestra su elasticidad (0.91). Esto significa que un incremento del 100% en el ingreso disponible, el consumo lo hará en el 91%. También es necesario dejar señalado la importancia del componente autónomo del consumo.

La ecuación de inversión:

$$\begin{aligned} \text{Ln I} = & 0.133 \text{ Ln CU}(-1) + 0.126 \text{ Ln (tg - ir)} + \\ & (1.74) \qquad\qquad\qquad (2.99) \\ & + 0.747 \text{ Ln I}(-1) + 0.2441 \text{ DUM72} - 0.338 \text{ DUM83} + \\ & (13.89) \qquad\qquad\qquad (2.75) \qquad\qquad\qquad (3.73) \\ & + 0.137 \text{ AR}(1) \\ & (2.46) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.94$$

$$D-H = 0.64$$

La elasticidad de la demanda de inversión con respecto a la capacidad utilizada, en términos rezagados, indica que efectivamente un incremento del 100% en la capacidad utilizada provoca una elevación de la inversión en 13%.

Evidencias econométricas sugieren que este coeficiente acelerador excede levemente al coeficiente de la tasa de ganancia "deducida" la tasa de interés real. Efectivamente, este hecho se comprueba para la economía ecuatoriana.

La elasticidad positiva de la demanda de inversión con respecto a la tasa de ganancia, implica que, mientras el empresario asegure una tasa de ganancia positiva, la inversión irá en ascenso. En el caso de la economía ecuatoriana, la presencia de una tasa de interés real negativa en la mayoría del período de estudio han contribuido para que la tasa de ganancia haya sido mucho mayor. Se deduce, que una vez que la tasa de interés real empieza a ser positiva, como ya sucedió a partir de 1989, va a repercutir negativamente sobre la inversión, puesto que el empresario tiene que deducir efectivamente de su tasa de ganancia este costo financiero. Esto llevaría a pensar en un efecto de estancamiento sobre la inversión que tendría la tasa de interés real.

Además se constata la gran influencia que tiene la variable dependiente rezagada. La decisión de invertir se encuentra ligada a experiencias anteriores, además de las expectativas, aquí

nuevamente funciona el principio de aceleración; mientras varíe la inversión en el pasado, se incrementa la producción y siguen siendo necesarias nuevas inversiones.

Se incluye variables dummy correspondientes a 1972 y 1983 para medir el impacto que tuvo en la inversión la afluencia de recursos petroleros y los efectos climáticos adversos, respectivamente.

La ecuación del Gasto del Gobierno:

$$\begin{aligned} \text{Ln G} = & 0.793 \text{ Ln G}(-1) + 0.117 \text{ Ln XP} + 0.096 \text{ Ln IUSA} + \\ & (13.22) \quad (2.21) \quad (4.90) \\ & + 0.221 \text{ DUM74} + 0.137 \text{ AR}(1) \\ & (3.17) \quad (4.59) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.99$$

$$D-H = 1.11$$

Las disponibilidades de gasto del gobierno resultan directamente proporcionales a los recursos petroleros. Además, la elasticidad positiva del gasto a la tasa de interés internacional confirma aquella hipótesis de que las obligaciones externas que enfrenta el estado alimenta el déficit fiscal.

Se observa, así mismo un gran impacto de la variable rezagada, puesto que el gobierno intenta al menos conservar la misma política de gasto.

La ecuación de importaciones:

$$\begin{aligned} \text{Ln M} = & 2.300 - 0.484 \text{ Ln TCREAL} + 0.956 \text{ Ln Y} \\ & (6.12) \quad (5.86) \quad (20.25) \\ & + 0.0009 \text{ AR}(1) \\ & (1.88) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.95$$

$$D-W = 1.81$$

Esto permite establecer una relación inversa entre las importaciones y el tipo de cambio real, su elasticidad es considerable, aunque mucho más importante aparece la elasticidad ingreso que comprueba la vulnerabilidad de la economía hacia el mercado externo vía importaciones. Además, otros elementos de largo plazo estarían explicando el comportamiento de las importaciones, expresados éstos en la constante.

La ecuación de demanda de dinero:

$$\begin{aligned} \text{Ln D} = & - 0.646 \text{ Ln IPC} + 0.216 \text{ Ln Y}(-1) + \\ & (3.89) \quad (2.22) \\ & + 0.463 \text{ Ln D}(-1) + 0.156 \text{ DUM85} \\ & (2.01) \quad (2.66) \\ & + 0.713 [\text{Ln IPC}(-1) - \text{Ln D}(-1)] \\ & (3.85) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.98$$

$$D-W = 2.18$$

Los resultados sugieren que el público demanda saldos reales en función inversa al nivel de precios, y en función directa al ingreso per cápita. Es decir, en la ecuación se estarían expresando los motivos especulativos y de transacciones para demandar dinero.

Es importante el mecanismo de corrección de error -cuyo coeficiente presenta un valor muy importante (0.713)- que permite demostrar que las series de demanda de dinero y de precios se encuentran cointegradas, es decir, que existe retroalimentación entre dichas variables. ⁷

La ecuación de la Reserva Monetaria Internacional:

⁷ Ver Yépez (1992) en donde se desarrolla más ampliamente este concepto.

$$\begin{aligned}
 \text{Ln RMI} = & 0.497 \text{ Ln X}(-1) + 0.754 \text{ Ln TCR}(-1) - 0.34 \text{ Ln IPCUSA}(-1) \\
 & (2.43) \qquad \qquad (4.33) \qquad \qquad (4.53) \\
 & -0.635 \text{ DUM86} \quad - 0.793 \text{ DUM87} \quad - 6.224 \text{ DUM88} \\
 & (3.38) \qquad \qquad (3.69) \qquad \qquad (33.79) \\
 & + 0.871 \text{ AR}(1) \\
 & (9.43)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.97$$

$$D-W = 1.79$$

Como se observa, variables rezagadas explican la expansión o contracción de los activos internacionales netos del sistema financiero. Movimientos de las exportaciones y del tipo de cambio repercuten directamente en la RMI, en tanto los precios mundiales, que como se manifestó anteriormente se usa como variable "proxy" de las importaciones, tienen un impacto negativo en la reserva. Además se usan variables dummy para recoger los elementos que influyeron negativamente sobre la RMI entre 1986 y 1988.

La ecuación del Crédito Interno:

$$\begin{aligned}
 \text{Ln CINT} = & 0.086 \quad - \quad 0.75 \text{ Ln EL} \quad + \quad 0.376 \text{ Ln SM} \quad + \\
 & (2.18) \qquad (3.11) \qquad \qquad (3.17) \\
 & + 0.08 \text{ AR}(1) \\
 & (1.52)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.93$$

$$D-W = 2.17$$

El crédito en la economía se contrae, como es lógico, con el aumento del encaje bancario; esto se comprueba en la elevada elasticidad que presenta el crédito en relación al encaje bancario. Efectivamente, cuando las autoridades monetarias han fijado como meta la contracción del crédito para controlar el exceso de liquidez han manejado dicha variable.

Además, un efecto expansivo del crédito se asocia con un efecto también expansivo de la oferta monetaria. Existe, a su vez, un

componente autónomo en el crédito que se explica por factores de largo plazo.

Las autoridades económicas suelen manejar estas variables financieras con el objeto de controlar el exceso de liquidez en la economía y eliminar, según las autoridades, presiones de demanda en el proceso inflacionario.

La ecuación de demanda de capital de trabajo:

$$\begin{aligned} \text{Ln KT} = & 0.079 \text{ Ln TCREAL} + 0.312 \text{ Ln IPCUSA} + 0.098 \text{ Ln Y} + \\ & (2.59) \qquad \qquad \qquad (2.14) \qquad \qquad \qquad (1.75) \\ & 0.523 \text{ Ln KT}(-1) + 0.034 \text{ AR}(1) \\ & (3.45) \qquad \qquad \qquad (1.64) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.99$$

$$D-H = 0.037$$

La demanda de capital de trabajo muestra una elasticidad positiva a la tasa de cambio real, al nivel de los precios internacionales y al nivel de producción. Las elasticidades al precio internacional y al tipo de cambio del capital de trabajo permite comprobar la gran dependencia que en los costos operativos tienen los insumos importados. Así se advierte que el capital de trabajo es proporcional a los costos de los insumos -que también son proporcionales al nivel de producción-

Por otra parte, es necesario tener presente que una proporción sustancial del capital de operación es financiada con fondos de terceros, la otra parte es financiada con fondos propios.

La ecuación de Utilización de Fondos Propios:

$$\begin{aligned} \text{Ln FP} = & - 2.717 + 0.826 \text{ Ln GAN}(-1) + 0.775 \text{ Ln FP}(-1) \\ & (3.84) \qquad (4.10) \qquad \qquad \qquad (10.37) \\ & + 0.133 (\text{Ln ACTN} - \text{Ln PASN}) \\ & (1.60) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.97$$

$$D-H = 1.01$$

Los resultados permite establecer que el empresario estaría dispuesto a invertir fondos propios en la medida en que la masa de ganancia obtenida en el período anterior haya crecido, precisamente el coeficiente (0.826) muestra esta alta sensibilidad.

Además, los empresarios discriminan la rentabilidad que ofrecen las colocaciones financieras de las inversiones productivas. En esta forma, según los resultados, cuando crece el margen de intermediación bancaria -elevación en la tasa de interés activa o descenso en la pasiva- las colocaciones financieras se vuelven menos atractivas para el empresario como posible ahorrista e incentiva a que invierta sus recursos en el proceso productivo. Resalta el hecho de que para decidir autofinanciar la inversión los agentes económicos toman en cuenta el comportamiento nominal de las tasas de interés.

Los empresarios tienen como referencia el comportamiento anterior de la variable; si en el período precedente el monto de recursos propios utilizado para financiar el capital de trabajo creció también lo hará en el período actual.

Existe una significativa incidencia de elementos autónomos en las decisiones de autofinanciamiento que tienen que ver con otros elementos como tipos de cambio real esperados, ganancias esperadas, expectativas del proceso de económico, estabilidad política, etc., es decir, factores de largo plazo.

La ecuación de precios:

$$\begin{aligned} \text{Ln IPC} = & 0.128 \text{ Ln ACTN} + 0.276 \text{ Ln WN} + 0.357 \text{ Ln TCN} + \\ & (1.85) \qquad (2.73) \qquad (4.26) \\ & + 0.238 \text{ Ln M2} + 0.158 \text{ DB9} + 0.541 \text{ MA}(1) \\ & (2.16) \qquad (1.96) \qquad (3.08) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.998$$

$$D-W = 2.08$$

Esta ecuación se estimó por el procedimiento de dos etapas, y fuera del modelo general, debido a que existió un mecanismo de corrección de errores promedio móvil -MA(1)- que no es posible utilizar dentro de la modalidad de sistema.

Los resultados de los coeficientes indican que el comportamiento de los precios se explica más por elementos de costos que de demanda. La variable M2 que intenta recoger las presiones de demanda presenta uno de los coeficientes más pequeños. En tanto que los precios muestran una mayor sensibilidad a variables de costos, principalmente al tipo de cambio nominal y a los salarios.

Conviene resaltar los efectos inflacionarios que tiene la tasa de interés. Como se ha manifestado anteriormente, el empresario financia gran parte de su capital de trabajo con fondos de terceros, sea crédito concedido por el sistema bancario o aquel conseguido en un mercado informal. Estos costos financieros se transfieren a los precios, como se observa en los resultados econométricos, la elasticidad tasa de interés de los precios es positiva.

Los precios presentaron la tasa más alta de crecimiento en 1989, de ahí que se utilizó en la estimación una variable "dummy" correspondiente a dicho año.

En definitiva, este sistema de ecuaciones permite detectar los efectos stanflacionarios en la economía, a través principalmente de la tasa de interés. Además que permite observar el impacto de otras variables financieras como el encaje bancario y la oferta monetaria sobre los recursos crediticios a que tienen acceso los diferentes agentes económicos.

4.3 Resultados de la Simulación.-

En esta sección se analizarán algunos efectos de oscilaciones en las variables exógenas financieras sobre las variables reales, se concretarán al análisis del impacto en el corto plazo.

- Efectos de cambios en la tasa de interés activa nominal, manteniendo constante la tasa de ganancia:

Se supone un incremento del 25% de la tasa de interés nominal, que incide en el nivel de precios en 3% aproximadamente. Esto provoca una subida en la tasa de interés real y por tanto una disminución en la ganancia "neta" de 17.39% para 1990 y de 32.78% en promedio en todo el período de estudio (Ver Cuadro N^o 1, Anexo N^o 2B).

Estos movimientos, en general, ejercen una presión descendente en la inversión en el período de estudio, con una tasa media de crecimiento de -1.12%. Acentuándose dicha tendencia en la década del 80, en donde llega a tasas de crecimiento negativas de alrededor del 5%. (Cuadro N^o 3, Anexo N^o 2B).

El efecto recesivo se acentúa cuando se incrementan las tasas de interés nominal en el 50% y 100%. En el primer caso, los precios se incrementan en el 6%, y la tasa de interés real aparece ya como positiva en la mayoría de los años del período. Esto hace que se depriman las ganancias "netas" y la inversión en 2.08% durante el período, y para fines del mismo la inversión desciende en el 9.30%. Obviamente, con un incremento del 100%, las tasas de interés reales suben a niveles de hasta el 33%; en tanto la diferencia entre éstas y la tasa de ganancia se acorta, generando tasas de crecimiento negativas de la inversión del orden de hasta el 20%.

De los datos manejados se observa que las tasas de interés activa y pasiva no han tenido un crecimiento similar, por lo tanto, el margen de intermediación ha advertido un comportamiento irregu-

lar. Por ejemplo, si se incrementa la tasa de interés de los depósitos bancarios, dígame en un 15% para 1990, el margen va a caer en un 50% aproximadamente, los aportes de los empresarios registran una disminución de 6%, puesto que la rentabilidad relativa de la producción disminuye. Entonces, se presiona por el lado del crédito para financiar el capital de operación.

- Cambios en el encaje bancario:

De otro lado, la elevación en el encaje bancario produce efectos sobre el mercado financiero. Un incremento del 20% en el encaje bancario hará reducir el crédito interno al sector público y privado sobre un 20% en promedio en los años de estudio. (Cuadro Nº 3, Anexo Nº 2B). Entonces la principal fuente de financiamiento de las empresas se verá reducirse, debiendo recurrir al uso de fondos propios o de otras fuentes. El uso de los fondos propios, como se deriva de la estimación econométrica, se incrementaría sólo si, en un período anterior, las ganancias hubiesen experimentado un crecimiento.

De igual manera, una disminución en el stock monetario en un 20% llevará a un descenso del crédito interno en la economía del 10% en promedio.

- Variaciones en la tipo de cambio:

A más de sus efectos sobre las importaciones, constituye una presión inflacionaria. Una elevación en dicha variable incide en la demanda de capital de trabajo pues las empresas requieren de una cantidad mayor para financiar sus niveles de producción. Entonces habría necesidad de recursos extras que tienen que ser financiados vía créditos o con aportes de los propietarios.

Por ejemplo, si el tipo de cambio real se eleva en el 20%, el nominal debería hacerlo en el 23%, si se conserva la relación promedio de precios internacionales del período. Hacia el año 90 las importaciones disminuirían alrededor del 8.45%, en tanto las

necesidades de capital de trabajo aumentarían en cerca del 2%. (Estos datos se obtienen al aplicar el porcentaje de variación a los respectivos coeficientes estimados).

- A continuación se considera un conjunto de medidas de "shock", de tipo ortodoxo, que presupone la existencia de exceso de liquidez en la economía, y por lo tanto persigue su contracción. Así se considera una elevación de las tasas de interés en el orden del 50%, aumento del encaje bancario en 10%, disminución del stock monetario en 10%, disminución del ingreso disponible en 10%, devaluación del tipo de cambio en el orden del 20%.

En el Anexo N° 2B, Cuadro N° 2 se presentan los cálculos de la nueva tasa de ganancia "neta" que es resultado de las variaciones directas e indirectas en la tasa de interés nominal. Directas, al asumirse un incremento del 50% en dichas tasas; e indirectas ya que las variaciones propuestas en el tipo de cambio influyen en los precios y a través de éstos en la tasa de interés real. En estas simulaciones, como en las anteriores y posteriores, se continúa suponiendo invariable la tasa de ganancia.

Los resultados de la aplicación de este paquete -que aparecen en el Cuadro N°4, Anexo N° 2B- para 1990 en términos de crecimiento, es el siguiente:

Consumo	-8.50
Inversión	-7.40
Importaciones	-8.45
Crédito Interno	-15.80
Capital de Trabajo	2.00

Además, la repercusión en los precios sería del orden de 14.88% de incremento.

Como se advierte, se llega a una situación de estancamiento con inflación. Resalta el hecho de que mientras la demanda de capital de trabajo se incrementa como consecuencia de la devaluación

monetaria, el crédito interno -principal fuente de financiamiento- presenta un serio revés. Es decir que, con la aplicación de este paquete de medidas de política económica, si bien disminuye la liquidez en la economía, sin embargo genera problemas de cómo financiar el capital de operación.

~~Se acentúa el problema al disminuir la inversión, y por ende el crecimiento en general. Los niveles de ganancias experimentarán un descenso y las necesidades financieras de las empresas, en el próximo año, no será posible que sean cubiertas con aportes de los propietarios.~~

- Un paquete alternativo tratará, por el contrario, de ampliar la demanda interna, por ello se supone un incremento en el ingreso disponible. Se considera que el sistema bancario al estar obligado a mantener recursos en calidad de reservas, se vuelve ineficiente, por ello se sugiere una disminución en el encaje legal bancario. El stock monetario, es más bien una variable pasiva, pues responde al nivel de actividad económica. Con el fin de evitar presiones inflacionarias se sugiere fijar el tipo de cambio y la tasa de interés. (Los resultados simulados constan en el Cuadro Nº 5, Anexo Nº 2B).

Así, para el año 1990, un incremento en el ingreso disponible del 10%, hace que el consumo experimente una elevación de cerca del 9%, expandiéndose la demanda. El objetivo de elevar el crédito se lo consigue con una disminución del encaje bancario en el 10% y manteniendo constante el stock monetario. Dadas estas condiciones y sin las presiones inflacionarias, especialmente aquellas ejercidas por el tipo de cambio, las necesidades financieras de capital de trabajo responden a un crecimiento real en el producto. Además, al fijar la tasa de interés nominal, se elimina la presión negativa sobre la inversión.

5. CONCLUSIONES Y ALGUNOS LINEAMIENTOS DE POLITICA.-

El estudio realizado permite formular algunas conclusiones y breves recomendaciones de política.

i) Las políticas monetarias y financieras adoptadas en los años ochenta permitieron flexibilizar el sistema financiero en comparación con la década anterior. Especialmente se debe resaltar la respuesta positiva que el ahorro financiero experimentó ante los esfuerzos de liberalización de las tasas de interés en el país. No obstante, se debe evaluar cuidadosamente el destino que el sistema financiero da a estos recursos, pues da la impresión de éstos se están dirigiendo a fines improductivos como gastos en consumo, o lo que es más a fuga de capitales. Por ello, lo óptimo sería que los incentivos al ahorro financiero se inserten en el marco de respaldo a los esfuerzos de ahorro nacional y a las necesidades de la inversión productiva.

ii) En términos de ahorro e inversión reales los resultados macroeconómicos no son tan alentadores, pues éstos tendieron a disminuir, precisamente a partir de 1980. Esto permite poner en duda la eficacia de la política encaminada a lograr mejoras en el nivel de inversión y crecimiento, a través de variaciones en la tasa de interés real únicamente.

iii) El cuestionamiento al manejo de variables financieras como instrumentos de canalización de recursos para financiar la inversión real se basa, justamente, en el impacto recesivo que ejerce la tasa de interés.

En procesos de producción como el ecuatoriano, altamente dependientes del crédito, la tasa de interés constituye un elemento de costo apropiado; esto no implica, tampoco, que una política de incentivo a las inversión pretenda un retorno a las tasas de interés reales negativas, pues se podría pensar en mecanismos discriminatorios en las tasas de interés que considere la especi-

ficidad de actividades y sectores económicos y, en general que sea compatible con la rentabilidad normal de las actividades productivas.

Además, como se deriva de la investigación, las decisiones de inversión se toman en función de la rentabilidad. En este sentido, se debe propender políticas que brinden un clima de confianza y credibilidad, para que las expectativas de futura rentabilidad influyan positivamente en la inversión; por ello se debe evitar generar ambientes económicos especulativos.

Finalmente, las decisiones sobre la inversión futura resultan muy sensibles a las reducciones o elevaciones en el nivel de producción. De aquí se concluye que para la economía ecuatoriana sí funciona el principio del acelerador; por lo tanto, frente a la presencia de elevada capacidad ociosa en la economía (26% para 1990), una política de expansión de la demanda interna llevaría a acrecentar el nivel de futuras inversiones.

iv) El proceso productivo en el país tiene una fuerte dependencia del crédito concedido por el sistema financiero. Sin embargo, a partir del intento de liberalización, éste ha demostrado un deterioro. Además, el sistema financiero ha orientado sus recursos a financiar el capital de corto plazo o capital de trabajo; en tanto, la inversión de largo plazo depende en forma vital de las utilidades retenidas por las propias empresas.

En un proceso de reactivación económica resulta crucial el rol jugado por el endeudamiento interno. Por ello existe la necesidad urgente de restablecer la liquidez del sistema financiero, controlando la ola especulativa, que justamente en la actualidad, ha deteriorado el mercado crediticio. También podría pensarse en una política crediticia selectiva orientada hacia aquellos sectores de la economía que muestren perspectivas dinámicas de rentabilidad y, que por lo tanto vayan a generar efectos multiplicadores.

Además, en el momento en que la economía presente signos de estabilización, es posible que el sistema financiero logre captar recursos orientados a financiar proyectos de mediano y largo plazo.

v) Las políticas monetarias aplicadas en el país han tratado de controlar el exceso de liquidez, a través del manejo del encaje bancario, para desacelerar el proceso inflacionario. No obstante, por lo anotado, un aumento en el encaje bancario genera problemas en la financiación del capital de trabajo pues el crédito disminuye, volviéndose más costoso. Con precios que se explican, en gran parte, por fuerzas de costos, el incremento en la tasa de interés es inflacionario. Entonces cabe preguntarse, ¿qué tan eficiente resulta una política antiinflacionaria de este tipo?.

Por ello, no parece ser tan aconsejable tasas de encaje legal muy elevadas, mucho más si es que dichas tasas no son remuneradas.

vi) El proceso de liberalización de las tasas de interés muestra resultados ambiguos sobre el autofinanciamiento de las empresas:

A partir de 1986 el margen de intermediación financiera presentó incrementos sostenidos. Esto ha significado para los agentes económicos una rentabilidad más atractiva de la inversión productiva y menos de la inversión financiera, y han canalizado sus recursos hacia la primera.

No obstante, como se ha indicado, la elevación de las tasas de interés ejerce efectos recesivos en la inversión, y por tanto en el nivel de utilidades y, como la elasticidad del autofinanciamiento a la ganancia es considerablemente alta, como resultado disminuye el uso de recursos propios.

Las acciones de política deben estar encaminadas a expandir esta capacidad de los agentes económicos para autofinanciarse, que

actualmente llega a una quinta parte de la inversión. La capacidad de autofinanciamiento depende del nivel de utilidades, por lo tanto el esfuerzo se centraría en una política de incremento de los ingresos, lo que se llevaría a cabo a través de la expansión de la demanda efectiva, que en condiciones de capacidad utilizada ociosa hoy presente en el país, constituye una alternativa muy realística.

vii) En condiciones como las que presenta la economía ecuatoriana de dependencia vital del crédito para financiar el proceso productivo, rigideces en el autofinanciamiento de las empresas, factores de incertidumbre en la rentabilidad de la inversión, se debe tener presente que un proceso inflacionario va a volver errático las decisiones de inversión, pues los flujos de crédito de mediano y largo plazo, hoy casi inexistentes, requeridos para financiarla tenderán a desaparecer del mercado financiero.

Por ello los esfuerzos de política deberían ir encaminados a tratar de controlar el incremento de precios, como el objetivo central en un proceso de reactivación económica. Se debería actuar sobre las principales fuerzas de costos, tratando de alinear los precios básicos de la economía como salarios, tipo de cambio y tipo de interés.

En este contexto, sería erróneo sugerir la profundización de aquellos intentos liberalizadores -especialmente de la tasa de interés- que desde los primeros años de la década pasada han estado, de una u otra manera, presentes en la práctica de política económica.

La alternativa sería superar los desequilibrios macroeconómicos que alimentan incrementos en el nivel de precios, y evitar así presiones alcistas en la tasa de interés nominal (que se darían con el objeto de conservarlas positivas en términos reales) que generarían elementos recesivos en la economía.

De esta manera, la política financiera coherente sería aquella

que se inserte en una política macroeconómica global, en la que la tasa de interés se compatibilice con los demás precios de la economía.

viii) En el momento de aplicación de un paquete de medidas de política económica tendiente a elevar el crecimiento económico, se debe tener presente factores específicos de las diferentes actividades y sectores económicos, factores que han determinado - en muchos casos- que las soluciones de mercado no den los resultados esperados.

ix) En definitiva, una política que intente dinamizar el crecimiento económico debe contextualizar el desarrollo del sector financiero en dirección de los requerimientos de la inversión real, procurando generar un marco de seguridad y de credibilidad que la estimule, en un horizonte de largo plazo.